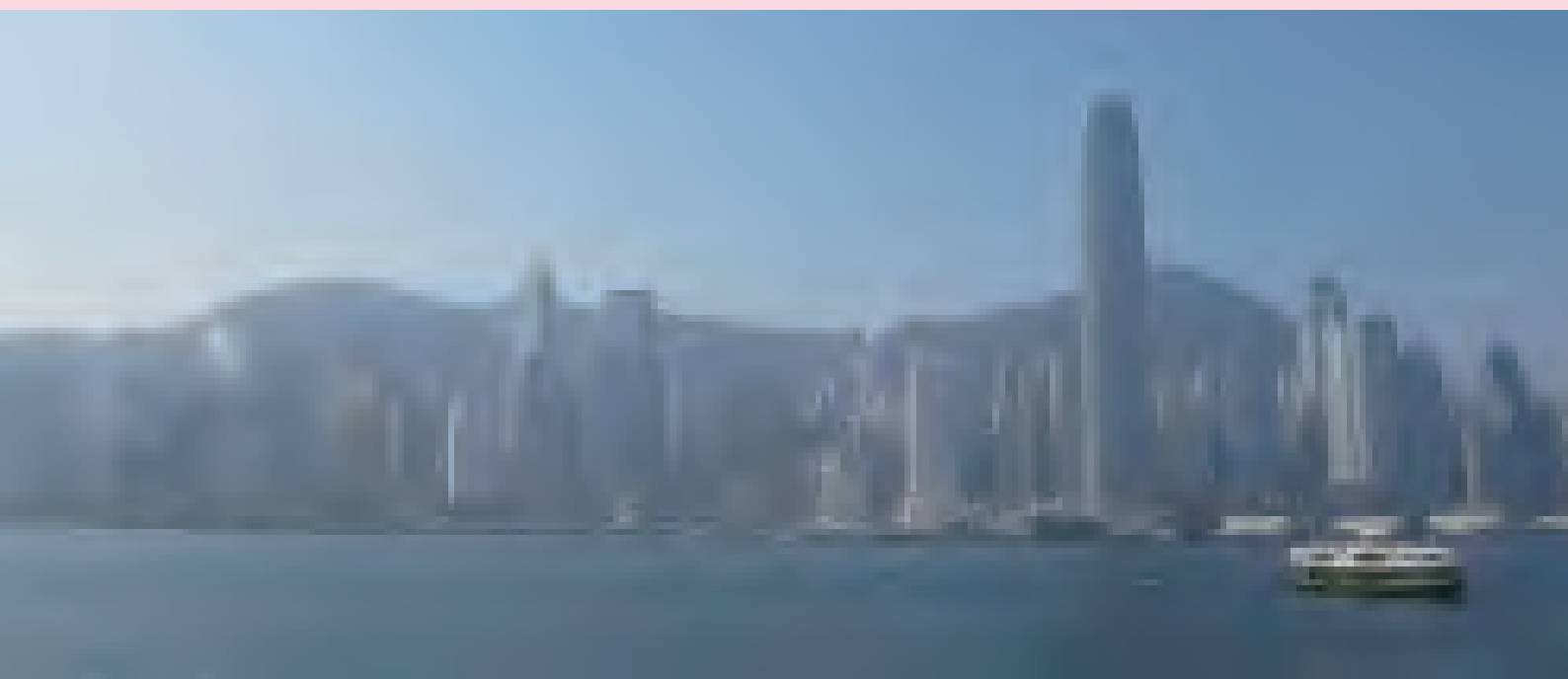




**國泰君安國際**  
GUOTAI JUNAN INTERNATIONAL



# **2015 年 港 股 展 望**

## **2015 Hong Kong Market Outlook**

---

**研 究 部**  
**Research Department**

# 2015年港股展望

1

研究部

2014年12月31日

阅读提示：

本书行业及公司股价、分析、盈利预测和目标价均截止至2014年12月31日。有关更新请参阅最新的研究报告。同时，敬请阅读尾页免责声明。

## 研究部名单

|               |             |                                                   |              |                              |                                     |
|---------------|-------------|---------------------------------------------------|--------------|------------------------------|-------------------------------------|
| Grace Liu     | 刘 谷         | Head of Research, Market Strategy, Petrochemicals | 主管·市场策略、石化   | liugu@gtjas.com              | (86755) 23976698/<br>(852) 25097516 |
| Ray Zhao      | 赵 睿         | Conglomerate, E-commerce                          | 综合、电子商务      | zhaorui@gtjas.com            | (86755) 23976755                    |
| Harry Chen    | 陈欢瑜         | Aviation, Automobiles & Components                | 航空、汽车        | chenhuanyu@gtjas.com         | (86755) 23976683                    |
| Gary Wong     | 黄家玮         | Environmental Protection, Infrastructure          | 环保、基建        | gary.wong@gtjas.com.hk       | (852) 25092616                      |
| Leo Wu        | 吴逸超         | Coal, Electricity                                 | 煤炭、电力        | wuyichao@gtjas.com           | (86755) 23976871                    |
| Noah Hudson   | Noah Hudson | Consumer (Hotels), Gaming                         | 消费(酒店)、博彩    | noah.hudson@gtjas.com        | (86755) 23976684                    |
| Sunny Kwok    | 郭日升         | Consumer (Food & Beverage, Household Products)    | 消费(食品饮料、日用品) | sunny.kwok@gtjas.com.hk      | (852) 25092642                      |
| Jason Song    | 宋 然         | Market Strategy                                   | 市场策略         | jason.song@gtjas.com.hk      | (852) 25097768                      |
| Shirley Gu    | 古乔艺         | Market Strategy                                   | 市场策略         | guqiaoyi@gtjas.com           | (86755) 23976718                    |
| Square Chui   | 徐惠芳         | Futures                                           | 期货           | square.chui@gtjas.com.hk     | (852) 25092629                      |
| Kevin Guo     | 郭 勇         | Raw Materials, Gas                                | 原材料、燃气       | kevin.guo@gtjas.com          | (86755) 23976671                    |
| Ricky Lai     | 黎柏坚         | Telecommunications, Internet                      | 电信、互联网       | ricky.lai@gtjas.com.hk       | (852) 25092603                      |
| Dayton Wang   | 王庆鲁         | Insurance, Fixed-income                           | 保险、债券        | wangqinglu010421@gtjas.com   | (86755) 23976680                    |
| Angus Chan    | 陈 庆         | Machinery, Construction Materials                 | 机械、建材        | angus.chan@gtjas.com.hk      | (852) 25092665                      |
| Richard Cao   | 曹 柱         | Banking                                           | 银行           | caozhu013592@gtjas.com       | (86755) 23976870                    |
| Louis Chan    | 陈少威         | Consumer (Apparel)                                | 消费(服装)       | louis.chan@gtjas.com.hk      | (852) 25095310                      |
| Jun Zhu       | 朱俊杰         | Clean Energy, Electric Equipment                  | 清洁能源、电力设备    | junjie.zhu@gtjas.com.hk      | (852) 25097592                      |
| Ivan Zhou     | 周一帆         | Shipping & Logistics, Ports                       | 航运物流、港口      | zhouyifan013593@gtjas.com    | (86755) 23976685                    |
| Andrew Song   | 宋 涛         | Consumer (Retailing), Home Appliances             | 消费(零售)、家电    | andrew.song@gtjas.com.hk     | (852) 25095313                      |
| Van Liu       | 刘斐凡         | Research Assistant                                | 研究助理         | liufeifan@gtjas.com          | (86755) 23976672                    |
| Raul Song     | 宋 辞         | Research Assistant                                | 研究助理         | raul.song@gtjas.com.hk       | (852) 25095317                      |
| Sherry Li     | 李沁亦         | Research Assistant                                | 研究助理         | liqinyi@gtjas.com            | (86755) 23976675                    |
| Michael Shea  | 余立东         | Translator                                        | 翻译员          | michael.shea@gtjas.com.hk    | (852) 25097584                      |
| Susan Wang    | 王小定         | Translator                                        | 翻译员          | wangxiaoding013163@gtjas.com | (86755) 23976732                    |
| Esabella Zhao | 赵舒蔓         | Research Assistant, Translator                    | 研究助理、翻译员     | zhaoshuman013399@gtjas.com   | (86755) 23976681                    |
| Penny Pan     | 潘凌蕾         | Secretary, Translator                             | 秘书、翻译员       | penny.pan@gtjas.com.hk       | (852) 25092632                      |

封面摄影：潘凌蕾

## 目 录

|                       |     |
|-----------------------|-----|
| 摘要：                   | 7   |
| 2015年港股股票策略           | 8   |
| 一、 股市表现总结             | 8   |
| 二、 GDP增速仍在探底          | 11  |
| 三、 CPI预计在相当低的水平       | 23  |
| 四、 货币政策偏宽松            | 27  |
| 五、 香港市场流动性稳定          | 29  |
| 六、 税制改革产生红利           | 34  |
| 七、 房地产仍有着极为重要的影响力     | 36  |
| 八、 人民币汇率在相对均衡水平双向波动   | 39  |
| 九、 电子商务的深化影响          | 41  |
| 十、 美国经济复苏确定，美元和股市维持强势 | 47  |
| 十一、 欧洲量宽加码            | 52  |
| 十二、 债券市场分析及预测         | 54  |
| 十三、 香港本地经济            | 57  |
| 十四、 盈利预测              | 61  |
| 十五、 沪港通带来投资风格变化       | 68  |
| 十六、 恒指及国指技术分析         | 71  |
| 十七、 投资主题              | 72  |
| 十八、 市场策略、选股及主题性受益股    | 74  |
| 行业及公司                 | 79  |
| 汽车行业                  | 79  |
| 吉利汽车 (00175 HK)       | 83  |
| 东风汽车 (00489 HK)       | 84  |
| 华晨汽车 (01114 HK)       | 85  |
| 比亚迪股份 (01211 HK)      | 86  |
| 长城汽车 (02333 HK)       | 87  |
| 协众国际 (03663 HK)       | 88  |
| 中国重汽 (03808 HK)       | 89  |
| 航空行业                  | 90  |
| 中国东方航空 (00670 HK)     | 94  |
| 中国国际航空 (00753 HK)     | 95  |
| 中国南方航空 (01055 HK)     | 96  |
| 银行业                   | 97  |
| 建设银行 (00939 HK)       | 102 |
| 中信银行 (00998 HK)       | 103 |
| 农业银行 (01288 HK)       | 104 |
| 工商银行 (01398 HK)       | 105 |
| 民生银行 (01988 HK)       | 106 |
| 交通银行 (03328 HK)       | 107 |
| 招商银行 (03968 HK)       | 108 |
| 中国银行 (03988 HK)       | 109 |
| 水泥和其它建材行业             | 110 |
| 安徽海螺 (00914 HK)       | 113 |
| 华润水泥 (01313 HK)       | 114 |
| 北京金隅 (02009 HK)       | 115 |
| 中国建材 (03323 HK)       | 116 |
| 煤炭行业                  | 117 |
| 中国神华 (01088 HK)       | 120 |
| 兖州煤业 (01171 HK)       | 121 |
| 中煤能源 (01898 HK)       | 122 |
| 伊泰煤炭 (03948 HK)       | 123 |
| 综合业务公司                | 124 |
| 和记黄埔 (00013 HK)       | 124 |
| 太古股份公司A (00019 HK)    | 125 |
| 粤海投资 (00270 HK)       | 126 |
| 华润创业 (00291 HK)       | 127 |
| 上海实业 (00363 HK)       | 128 |



|                        |     |
|------------------------|-----|
| 消费行业 .....             | 129 |
| 消费 — 服装行业 .....        | 129 |
| 达芙妮(00210 HK) .....    | 133 |
| 利郎(01234 HK) .....     | 134 |
| 米格国际(01247 HK) .....   | 135 |
| 百丽国际(01880 HK) .....   | 136 |
| 普拉达(01913 HK) .....    | 137 |
| 匹克体育(01968 HK) .....   | 138 |
| 安踏体育(02020 HK) .....   | 139 |
| 消费 — 食品饮料及日用品行业 .....  | 140 |
| — 食品及饮料 .....          | 144 |
| 青岛啤酒(00168 HK) .....   | 144 |
| 统一企业中国(00220 HK) ..... | 145 |
| 康师傅(00322 HK) .....    | 146 |
| 中国食品(00506 HK) .....   | 147 |
| 中国雨润食品(01068 HK) ..... | 148 |
| 中国现代牧业(01117 HK) ..... | 149 |
| 蒙牛乳业(02319 HK) .....   | 150 |
| 小南国(03666 HK) .....    | 151 |
| — 日用品 .....            | 152 |
| 恒安国际(01044 HK) .....   | 152 |
| 美丽家园(01237 HK) .....   | 153 |
| 中国创意家居(01678 HK) ..... | 154 |
| 维达国际(03331 HK) .....   | 155 |
| 消费 — 酒店 .....          | 156 |
| 携程旅行网(CTRP US) .....   | 160 |
| 如家酒店(HMIN US) .....    | 161 |
| 华住酒店集团(HTHT US) .....  | 162 |
| 消费 — 零售 .....          | 163 |
| 周生生(00116 HK) .....    | 167 |
| 六福珠宝(00590 HK) .....   | 168 |
| 联华超市(00980 HK) .....   | 169 |
| 物美商业(01025 HK) .....   | 170 |
| 海尔电器(01169 HK) .....   | 171 |
| 周大福(01929 HK) .....    | 172 |
| 高鑫零售(06808 HK) .....   | 173 |
| 电力设备行业 .....           | 174 |
| 东方电气(01072 HK) .....   | 178 |
| 哈尔滨电气(01133 HK) .....  | 179 |
| 上海电气(02727 HK) .....   | 180 |
| 电力行业 .....             | 181 |
| 华润电力(00836 HK) .....   | 184 |
| 华能国际(00902 HK) .....   | 185 |
| 龙源电力(00916 HK) .....   | 186 |
| 华能新能源(00958 HK) .....  | 187 |
| 大唐发电(00991 HK) .....   | 188 |
| 华电国际(01071 HK) .....   | 189 |
| 大唐新能源(01798 HK) .....  | 190 |
| 中广核美亚(01811 HK) .....  | 191 |
| 中国电力(02380 HK) .....   | 192 |

|                             |            |
|-----------------------------|------------|
| <b>环保行业</b> .....           | <b>193</b> |
| 光大国际 (00257 HK) .....       | 196        |
| 北控水务 (00371 HK) .....       | 197        |
| 东江环保 (00895 HK) .....       | 198        |
| <b>博彩行业</b> .....           | <b>199</b> |
| 永利澳门 (01128 HK) .....       | 201        |
| 美高梅中国 (02282 HK) .....      | 202        |
| <b>基建行业</b> .....           | <b>203</b> |
| 中国中铁 (00390 HK) .....       | 205        |
| 中国疏浚环保 (00871 HK) .....     | 206        |
| 中国铁建 (01186 HK) .....       | 207        |
| 中交建 (01800 HK) .....        | 208        |
| 中国优通 (06168 HK) .....       | 209        |
| <b>保险行业</b> .....           | <b>210</b> |
| 中国太平 (00966 HK) .....       | 214        |
| 新华保险 (01336 HK) .....       | 215        |
| 人保集团 (01339 HK) .....       | 216        |
| 中国平安 (02318 HK) .....       | 217        |
| 中国财险 (02328 HK) .....       | 218        |
| 中国太保 (02601 HK) .....       | 219        |
| 中国人寿 (02628 HK) .....       | 220        |
| <b>互联网行业</b> .....          | <b>221</b> |
| 腾讯控股 (00700 HK) .....       | 225        |
| 畅捷通 (01588 HK) .....        | 226        |
| 百度 (BIDU US) .....          | 227        |
| 凤凰新媒体 (FENG US) .....       | 228        |
| 网易 (NTES US) .....          | 229        |
| 完美世界 (PWRD US) .....        | 230        |
| 奇虎360 (QIHU US) .....       | 231        |
| 新浪 (SINA US) .....          | 232        |
| 优酷土豆 (YOKU US) .....        | 233        |
| <b>机械行业</b> .....           | <b>234</b> |
| 三一国际 (00631 HK) .....       | 237        |
| 中联重科 (01157 HK) .....       | 238        |
| 海天国际 (01882 HK) .....       | 239        |
| 中集集团 (02039 HK) .....       | 240        |
| 中国龙工 (03339 HK) .....       | 241        |
| 中集安瑞科 (03899 HK) .....      | 242        |
| <b>工业制造行业</b> .....         | <b>243</b> |
| 创维数码 (00751 HK) .....       | 243        |
| 中国南车 (01766 HK) .....       | 244        |
| 晨鸣纸业 (01812 HK) .....       | 245        |
| 中国节能海东青新材料 (02228 HK) ..... | 246        |
| 南车时代电气 (03898 HK) .....     | 247        |
| <b>清洁能源行业</b> .....         | <b>248</b> |
| 滨海投资 (02886 HK) .....       | 248        |
| <b>有色金属行业</b> .....         | <b>249</b> |
| 江西铜业 (00358 HK) .....       | 253        |
| 中国宏桥 (01378 HK) .....       | 254        |
| 新鑫矿业 (03833 HK) .....       | 255        |
| 洛阳钼业 (03993 HK) .....       | 256        |

|                         |            |
|-------------------------|------------|
| <b>石油化工行业 .....</b>     | <b>257</b> |
| 宏华集团 (00196 HK) .....   | 263        |
| 中国石化 (00386 HK) .....   | 264        |
| 中国石油 (00857 HK) .....   | 265        |
| <b>港口行业 .....</b>       | <b>266</b> |
| 招商局国际 (00144 HK) .....  | 269        |
| 中远太平洋 (01199 HK) .....  | 270        |
| 大连港 (02880 HK) .....    | 271        |
| 厦门港务 (03378 HK) .....   | 272        |
| 天津港发展 (03382 HK) .....  | 273        |
| <b>贵金属行业 .....</b>      | <b>274</b> |
| 招金矿业 (01818 HK) .....   | 277        |
| 中国黄金国际 (02099 HK) ..... | 278        |
| 紫金矿业 (02899 HK) .....   | 279        |
| 灵宝黄金 (03330 HK) .....   | 280        |
| <b>房地产行业 .....</b>      | <b>281</b> |
| 中海外宏洋 (00081 HK) .....  | 285        |
| 中海外发展 (00688 HK) .....  | 286        |
| 世茂房地产 (00813 HK) .....  | 287        |
| 龙湖地产 (00960 HK) .....   | 288        |
| 当代置业 (01107 HK) .....   | 289        |
| 华润置地 (01109 HK) .....   | 290        |
| 宝龙地产 (01238 HK) .....   | 291        |
| 碧桂园 (02007 HK) .....    | 292        |
| 恒大地产 (03333 HK) .....   | 293        |
| 雅居乐地产 (03383 HK) .....  | 294        |
| <b>航运物流行业 .....</b>     | <b>295</b> |
| 中外运航运 (00368 HK) .....  | 298        |
| 中国外运 (00598 HK) .....   | 299        |
| 中海发展 (01138 HK) .....   | 300        |
| 中国远洋 (01919 HK) .....   | 301        |
| 中海集运 (02866 HK) .....   | 302        |
| <b>钢铁行业 .....</b>       | <b>303</b> |
| 马钢 (00323 HK) .....     | 306        |
| 鞍钢 (00347 HK) .....     | 307        |
| <b>通信设备行业 .....</b>     | <b>308</b> |
| 中国全通 (00633 HK) .....   | 311        |
| 中兴通讯 (00763 HK) .....   | 312        |
| 联想集团 (00992 HK) .....   | 313        |
| 酷派集团 (02369 HK) .....   | 314        |
| <b>电信服务行业 .....</b>     | <b>315</b> |
| 中国电信 (00728 HK) .....   | 318        |
| 中国联通 (00762 HK) .....   | 319        |
| 中国移动 (00941 HK) .....   | 320        |
| <b>公路行业 .....</b>       | <b>321</b> |
| 江苏宁沪 (00177 HK) .....   | 323        |
| 深高速 (00548 HK) .....    | 324        |
| 浙江沪杭甬 (00576 HK) .....  | 325        |
| 安徽皖通 (00995 HK) .....   | 326        |
| <b>其它行业 .....</b>       | <b>327</b> |
| 港交所 (00388 HK) .....    | 327        |

## 2015年港股展望

Grace Liu 刘 谷

Ray Zhao 赵 睿

Harry Chen 陈欢瑜

Gary Wong 黄家玮

Leo Wu 吴逸超

Noah Hudson

Sunny Kwok 郭日升

Jason Song 宋 然

Shirley Gu 古乔艺

Square Chui 徐惠芳

Kevin Guo 郭 勇

Donald Yu 余立峰

Ricky Lai 黎柏坚

Dayton Wang 王庆鲁

Angus Chan 陈 庆

Richard Cao 曹 柱

Louis Chan 陈少威

Jun Zhu 朱俊杰

Ivan Zhou 周一帆

Andrew Song 宋 涛

Raul Song 宋 辞

### 摘要：

- 国内GDP增速仍在探底，2015年预测为7.0%。在保增长和货币政策偏宽松的条件下，固定资产投资预测为略有放缓。外贸温和增长，消费基本稳定。目前国内劳动年龄人口下降，但就业总人数保持增长，因此就业处于稳定而且健康状态。以人口结构、人口政策及未来趋势来看，只要经济适度增长，就业基本没有压力。
- 预计2015年食品价格增幅稳定，大宗商品价格下跌，抵消环保成本的上升，通胀应在相当低的水平，引导货币政策转为宽松，防止通缩。预期外汇占款仍会放缓，在稳经济、低通胀和房价有所调整的背景下，货币政策应为偏宽松。为引导资金多流向实体，同时避免房价反弹过快，央行将采用多样化货币政策工具。房地产行业对中国经济有着极为重要的影响力。按揭利率、公积金、限购等政策放松，阻止了行业的下滑。行业成为平衡稳经济和调结构的货币政策取向的指标。
- 美国经济复苏势头确定。QE如预期退出，美联储对加息保持耐心。欧洲经济复苏缓慢，有通缩风险。虽面临市场、政治和效用方面的分歧，预料量宽仍会加码。因此，欧洲和日本量宽持续，国内流动性偏宽松，但人民币将显示在均衡水平波动。预期香港市场流动性稳定。
- 国内目前仍不断深化财税体制改革，从以营改增为主的多个税种改革来看，总体税负应是有所下降的，尤其小微企业政策优惠明显。加上其它改革红利，支持盈利水平。美元维持强势，美国股市将继续受到良好的盈利趋势支撑。A股市场畅旺。A+H、国企改革、一带一路、自贸区、环保、金融改革等都是较好的投资主题。按照市值加权平均计算，我们覆盖的公司在2014-2016年的盈利增长分别为12.0%、15.2%和13.3%。我们认为恒指2015年将上升9%。相当于11.3倍及10.3倍2015及2016年市盈率。我们看好保险、通信设备、环保、电信服务和互联网，而航空、航运及物流、电力设备、钢铁、电力则有阶段性的机会。

### 国泰君安国际荐股名单

| 行业      | 公司     | 代码       | 评级 | 6-18个月目标价 (HK\$) |
|---------|--------|----------|----|------------------|
| 汽车      | 中国重汽   | 03808 HK | 收集 | 4.90             |
| 航空      | 中国东方航空 | 00670 HK | 买入 | 5.20             |
| 银行      | 中国银行   | 03988 HK | 买入 | 5.25             |
| 水泥      | 海螺水泥   | 00914 HK | 收集 | 36.80            |
| 煤炭      | 中国神华   | 01088 HK | 买入 | 27.50            |
| 消费—服装   | 中国利郎   | 01234 HK | 收集 | 6.63             |
| 消费—食品饮料 | 小南国    | 03666 HK | 买入 | 1.65             |
| 消费—酒店   | 如家酒店   | HMIN US  | 买入 | US\$47.00        |
| 消费—零售   | 高鑫零售   | 06808 HK | 买入 | 11.47            |
| 消费—家电   | 海尔电器   | 01169 HK | 买入 | 28.73            |
| 电力设备    | 东方电气   | 01072 HK | 收集 | 15.00            |
| 电力      | 华润电力   | 00836 HK | 收集 | 24.30            |
| 环保      | 光大国际   | 00257 HK | 收集 | 12.10            |
| 博彩      | 永利澳门   | 01128 HK | 收集 | 30.00            |
| 基建      | 中国铁建   | 01186 HK | 收集 | 11.50            |
| 保险      | 中国平安   | 02318 HK | 买入 | 90.60            |
| 互联网     | 腾讯     | 00700 HK | 买入 | 153.00           |
| 互联网     | 优酷     | YOKU US  | 买入 | US\$32.00        |
| 机械      | 中联重科   | 01157 HK | 收集 | 7.60             |
| 港口      | 招商局国际  | 00144 HK | 买入 | 33.00            |
| 房地产     | 华润置地   | 01109 HK | 收集 | 23.70            |
| 航运及物流   | 中海发展   | 01138 HK | 买入 | 6.50             |
| 通信设备    | 联想     | 00992 HK | 买入 | 13.50            |
| 电信服务    | 中国联通   | 00762 HK | 买入 | 14.40            |
| 收费公路    | 浙江沪杭甬  | 00576 HK | 收集 | 9.50             |

资料来源：国泰君安国际。

注：展望中所有分析均基于2014年12月31日的收市价。按行业英文首字母排序。

## 2015年港股股票策略

### 一、股市表现总结

#### 1.1 市场表现总结

恒指2014年收于23,605点，上升1.3%，跑输主要欧美股指和亚洲股指。国指上升10.8%，跑赢恒指和其它亚洲发达市场股指。港股2014年开局不佳，全年总体表现震荡，最大振幅约20.0%。上半年恒指经历了三轮较为明显的下跌，分别于1月下旬至2月初、3月初至3月中旬以及4月中旬至5月初，跌幅介于6%—8%。并于3月20日跌至年内收市低位21,182。下半年在沪港通开通的预期，以及A股持续走强的带动下，一路走高，曾经于9月3日见全年收市高点25,318。后因为「占中」的发生以及沪港通较市场预期推迟开通，恒指9月大幅下跌7.3%。随着沪港通的开通以及「占中」的事件对市场的影响减弱，恒指进入震荡横盘走势。全年恒指上升1.3%。

中国经济2014年增速放缓，主要经济指标第四季度增长略显乏力。汇丰PMI在7月触及年内高点51.7后回落，12月值跌至49.6，是7个月后再次跌穿50水平。官方PMI同样在7月见51.7高位后逐月回落，12月报50.1，是年内的低位。官方PMI连续四个月下跌，并在12月跌至年内低位。除了零售与固定资产投资，包括CPI、PPI、房地产投资、工业增速、进出口、发电量在内的主要经济数据11月同比增速均较上月出现放缓趋势。M2同比增幅有所放缓，新增贷款及社会融资总量环比有所上升，但仍不及全年的平均水平。总体看2014年底宏观数据呈现出经济增速放缓的趋势。11月份的经济数据和PMI均显示，未来经济增长略显乏力，加上输入型通缩风险上升，经济增速下行或将持续。

中国房地产市场政策托底，行业逐步企稳，开发商资金改善。随着9月30日央行放松首套房认定标准，标志着房地产的政策托底正式确认。加上11月的降息，市场情绪有所转向。另外，央行通过抵押补充贷款的形式，为棚户区改造提供了资金支持，行业的资金改善政策逐渐落地。政策偏向明显，释放刚需去库存是政策的主导方向。

人民币兑美元停止单边升值，全年累计贬值2.4%，年均值则贬0.22%。人民币兑美元即期汇率2014年1月份保持在汇改新高震荡，之后呈快速贬值，最大贬值幅度达3.6%，高于2013年的全年2.8%的升值幅度。2014年3月15日，中国人民银行宣布将美元/人民币汇率浮动区间由1%扩大到2%。6月后，随着中国经济的改善以及中间价的连续调升，即期汇率一路上升，并于10月中旬到达6.11水平。美联储退出量化宽松操作，并在加息时间表上给出更清楚的指引。人民银行11月降息，加上出口增速放缓，市场加深对人民币可能小幅贬值的预期，人民币即期汇率随后再次下滑。总体来说，人民币全年累计贬值2.4%，走势弱于年初市场预期。

内地流动性总体平稳，货币供应增长明显减速。M1和M2同比分别由2013年的平均10.4%和14.9%放缓至2014年前11个月的平均5.2%和13.1%。9月存款偏离度管理措施发布，12月又发布新规，从2015年起调整存贷比计算公式。调整存贷比计算口径和设立存款偏离度指标调整存贷比计算公式，有利于释放商业银行信贷投放空间，缓解「冲时点」行为。为了缓解企业融资成本高问题，央行年中采用多种新型货币工具，为市场定向注入流动性。2014年11月22日，人民银行非对称下调人民币贷款和存款基准利率。并结合推进利率市场化改革，将金融机构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。银行间同业拆息2014年总体呈现平稳下降趋势，但年底银行间流动性明显偏紧，中短期拆息有所上升。12月底，2周、1个月和3个月期限拆息相比年初出现38—42个基点的下降。2014年对表外融资监管更加严格，新增社会融资总量7月起同比持续负增长，部分由于影子银行规模持续收缩。非标融资的扩张受限，银行等金融机构经过2013年的钱荒及2014年的存款偏离度管理规定出台后，更加注重自身的流动性管理，加上政策强调保持信贷总量合理增长，市场流动性总体稳定。

中国出台一系列稳增长措施。2014年，中国先后出台了优先股、沪港通、新国九条等利好两地资本市场的相关政策，令市场情绪得到鼓舞。并且在9月对房地产市场政策托底。此外，政府还要求加快中西部地区的铁路建设、进行棚户区改造、保障房建设等以缓解投资动能减弱。4月分别下调县域农村商业银行和农村合作银行存

款准备金率2个和0.5个百分点，6月对符合审慎经营要求且「三农」和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，修改存贷比公式。定向降准力度扩大，利于引导信贷资金更有针对性地支持实体经济。并通过新型货币工具鼓励商业银行为合格企业提供信贷支持。为应对2014年以来的出口放缓，同时出台稳定外贸增长的若干意见。2014年中央提出了要重点实施「一带一路」、京津冀协同发展、长江经济带三大战略的发展。进入10月，稳增长逐渐发力，四季度发改委密集批复43个基础设施项目，投资总额达到1.36万亿，显示基建投资仍然是经济增长的关键产业。11月央行降息，从定向宽松货币政策转向偏宽松，进一步支持稳增长措施。

**美国经济增长复苏持续，QE如预期退出，美联储对加息保持耐心。**2014年第三季度真实GDP环比增长5.0%，同比增长2.7%，数据显示美国经济复苏较为稳固。制造业活动扩张速度仍然保持较快增长。较低通胀和汽油价格下跌也推高了消费者的信心，对房地产市场和消费市场较为正面。就业市场改善，房地产市场复苏趋势保持。2014年8月以来新屋销售持续上升，成屋销售10月同样达到年内新高，并且扭转前9个月的同比下跌势头。2014年美联储资产负债表扩张速度明显放缓。12月美联储公开市场委员会修改利率政策表述，在货币政策正常化问题上保持耐心，市场认为其态度偏鸽派。市场预期美联储最快或要等到2015年4月底的第三次议席会议提出加息。而从美元货币来看，随着美国经济的复苏以及加息时间表的逐渐清晰，美元指数走强，较年初上升了12.8%。

**欧元区低经济复苏缓慢，通缩风险上升。**2014年欧元区PMI整体走势前高后低，PMI从1、2月的高位逐步回落到11月的50附近。德国PMI 9月和11月两度跌穿50的荣枯线水平。法国复苏则相对较弱。欧盟委员会2014年11月大幅下调对2015–2016年的GDP增速及通胀预测，显示欧洲经济复苏脚步缓慢，通缩风险持续。欧洲主要国家国债收益率持续下降，欧元汇率2014年前高后低。欧洲央行6月初宣布降息，之后并决定实施量化宽松措施，欧元自5月初从高点回调。但欧洲各国改革措施的实施却显得十分缓慢。德国对进一步加码量宽措施并不支持。法国并未明确支持欧洲央行的措施，而意大利的经济又相对脆弱，希腊的政治面临不确定性和动荡风险。虽然欧洲央行的购债行动短期对市场的信心有提振作用，但是，在各成员国做出更多约束性承诺并改革就业、税收及开支方面的规定前，长期货币政策效果或难以显现。

**欧美市场总体稳步上升，亚洲及部分新兴市场表现不错。**美国股市在经济复苏支撑下总体延续了2013年以来的上升趋势，道指和标普数次刷新记录新高，纳指也逼近历史高位。日本和欧洲经济复苏缓慢，但流动性较为充裕，全年总体保持上升。亚洲及部分新兴市场虽然在年中由于中国经济放缓、美国退出QE导致资金流出的担忧等略显动荡，但2014年总体表现不错，上证、印度、菲律宾及新西兰指数2014年录得较大的升幅。

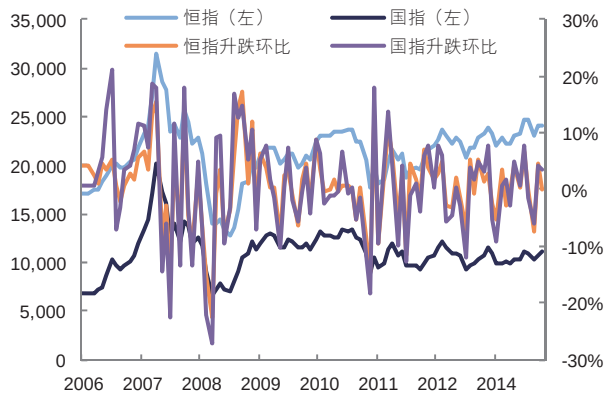
近年全球主要股指表现对比(涨跌幅%)

| 股指               | 2014    | 2013    | 2012   | 2011    | 2010    | 2009  |
|------------------|---------|---------|--------|---------|---------|-------|
| 上证综指             | 52.87   | (6.75)  | 3.17   | (21.68) | (14.31) | 79.98 |
| 印度标普BSE Sensex指数 | 29.89   | 8.98    | 25.70  | (24.64) | 17.43   | 81.03 |
| 菲律宾综合指数          | 22.76   | 1.33    | 32.95  | 4.07    | 37.62   | 63.00 |
| 新西兰50指数          | 17.55   | 16.49   | 24.18  | (1.04)  | 2.44    | 18.94 |
| 纳斯达克             | 13.40   | 38.32   | 15.91  | (1.80)  | 16.91   | 43.89 |
| 标普500            | 11.39   | 29.60   | 13.41  | (0.00)  | 12.78   | 23.45 |
| 台湾加权指数           | 8.08    | 11.85   | 8.87   | (21.18) | 9.58    | 78.34 |
| 道琼斯工业指数          | 7.52    | 26.50   | 7.26   | 5.53    | 11.02   | 18.82 |
| 加拿大标普/TSX综合指数    | 7.42    | 9.55    | 4.00   | (11.07) | 14.45   | 30.69 |
| 日经225指数          | 7.12    | 56.72   | 22.94  | (17.34) | (3.01)  | 19.04 |
| 新加坡海峡时报指数        | 6.24    | 0.01    | 19.68  | (17.04) | 10.09   | 64.49 |
| 西班牙IBEX 35指数     | 3.66    | 21.42   | (4.66) | (13.11) | (17.43) | 29.84 |
| 德国DAX 30指数       | 2.65    | 25.48   | 29.06  | (14.69) | 16.06   | 23.85 |
| 香港恒指             | 1.28    | 2.87    | 22.91  | (19.97) | 5.32    | 52.02 |
| 澳交所普通股指数         | 1.10    | 15.13   | 14.60  | (14.51) | (2.57)  | 30.85 |
| 墨西哥综合指数          | 0.98    | (2.24)  | 17.88  | (3.82)  | 20.02   | 43.52 |
| 意大利富时指数          | 0.23    | 16.56   | 7.84   | (25.20) | (13.23) | 19.47 |
| 法国CAC 40指数       | (0.54)  | 17.99   | 15.23  | (16.95) | (3.34)  | 22.32 |
| 英国富时100指数        | (2.71)  | 14.43   | 5.84   | (5.55)  | 9.00    | 22.07 |
| 巴西BOVESPA股指      | (2.91)  | (15.50) | 7.40   | (18.11) | 1.04    | 82.66 |
| 韩国成分指数           | (4.76)  | 0.72    | 9.38   | (10.98) | 21.88   | 49.65 |
| 富时马来西亚综合指数       | (5.66)  | 10.54   | 10.34  | 0.78    | 19.34   | 45.17 |
| 雅典综指             | (28.94) | 28.06   | 33.43  | (51.88) | (35.62) | 22.93 |

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

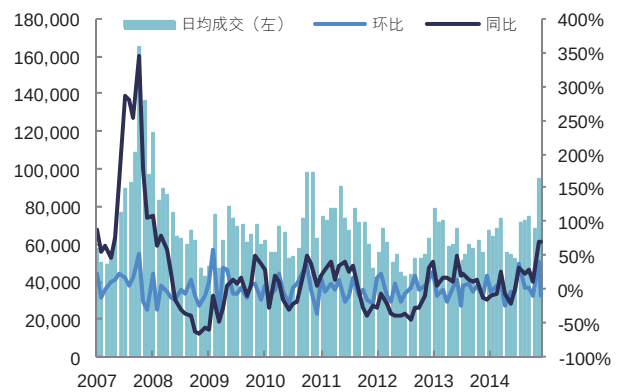


恒指和国指走势



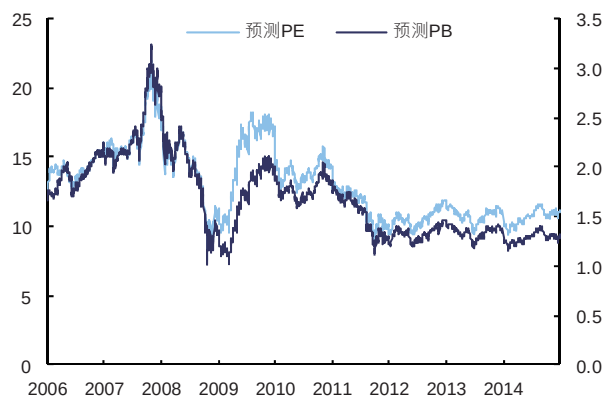
资料来源：港交所。

港股成交 (港币百万元)



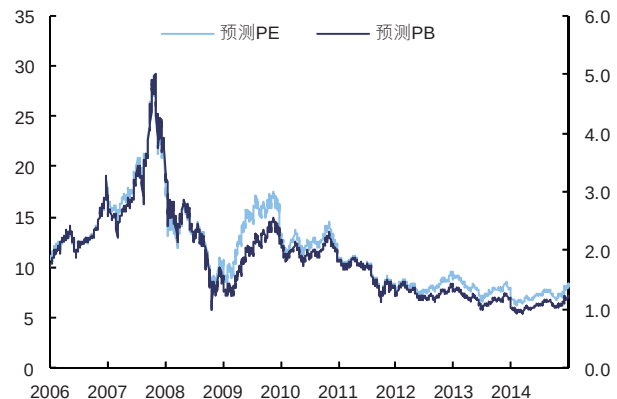
资料来源：港交所。

恒指动态估值



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

国指动态估值

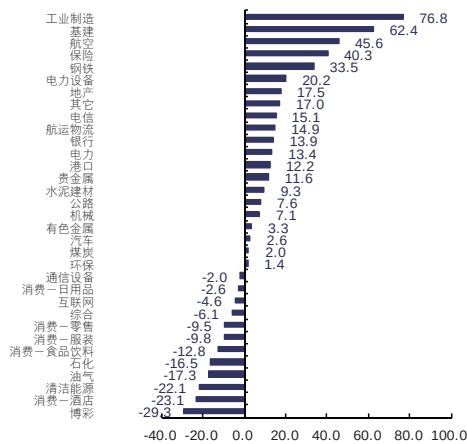


资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

## 1.2 覆盖行业表现

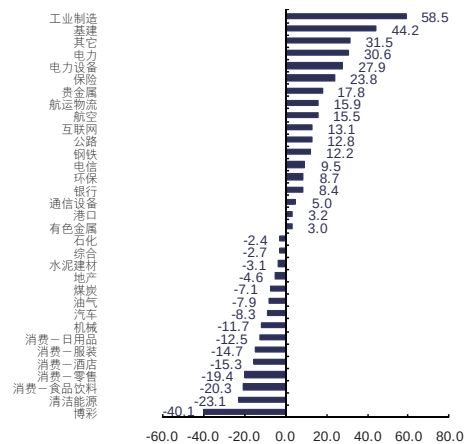
2014年，工业制造、基建、港交所、电力、电力设备及保险行业跑赢大市，博彩、清洁能源、食品饮料、零售和酒店行业则跑输大市。工业制造领涨，主要由于国家发展高端制造业战略，南北车合并对相关公司股价带来正面作用。基建行业上升，主要由于基建投资作为稳增长龙头，年底发改委大量批复基建投资项目，货币政策也相应配合。港交所受惠沪港通带来的成交量上升，股价表现也大幅跑赢恒指。电力行业由于较低的煤价以及电力改革方案呼之欲出，行业持续受益于低成本及改革红利。电力设备在变革中转型，「一带一路」为核电设备输出打开新市场。保险行业受益于保费收入增加、权益类资产收益由于内地股市上升而提升。博彩由于旅客增长放缓，行业收益出现倒退，以及国家领导人敦促澳门多元化发展的讲话令行业未来增长受压。清洁能源受到原油价格下跌的冲击，投资者短期态度发生转变。食品饮料、零售及酒店消费类行业由于估值水平偏高、行业增速中枢下滑以及部分投资者从防守性板块风格转变而跑输大市。

过去半年覆盖行业相对恒指表现 (百分点)



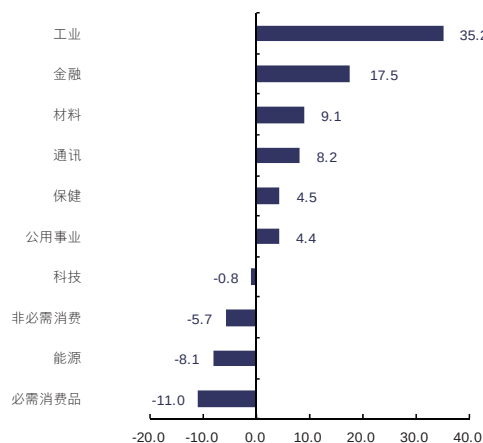
资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。  
注:「其它」为港交所。

过去1年覆盖行业相对恒指表现 (百分点)



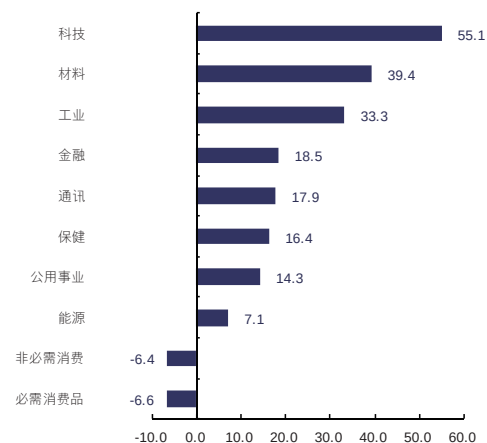
资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。  
注:「其它」为港交所。

过去半年主板上市公司所处行业  
相对恒指表现 (百分点)



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。  
注: 行业分类来自 Bloomberg BICS 分类法。

过去1年主板上市公司所处行业  
相对恒指表现 (百分点)



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。  
注: 行业分类来自 Bloomberg BICS 分类法。

## 二、GDP增速仍在探底

目前国内劳动年龄人口下降,但就业总人数保持增长,因此就业处于稳定而且健康状态。以人口结构、人口政策及未来趋势来看,只要经济适度增长,就业基本没有压力。2015年在保增长和货币政策宽松的条件下,总体投资预测为略有放缓。外贸温和增长,消费基本稳定。预期GDP增速仍在探底,2015年预测为7.0%。

### 2.1 国内统计数字拆分如下:

官方PMI连续四个月下跌,并在12月跌至年内低位。除了零售与固定资产投资,包括CPI、PPI、房地产投资、工业增速、进出口、发电量在内的主要经济数据11月同比增速均较上月出现放缓趋势。M2同比增幅有所放缓,新增贷款及社会融资总量环比有所上升,但仍不及全年的平均水平。总体看2014年底宏观数据呈现出经济增速放缓的趋势。



**2014年1-11月中国主要月度/季度宏观经济数据同比增长(%)**

| 指标/期间         | Jan-14 | Feb-14 | Mar-14 | Apr-14 | May-14 | Jun-14 | Jul-14 | Aug-14 | Sep-14 | Oct-14 | Nov-14 | Jan-Nov 2014 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 官方PMI         | 50.5   | 50.2   | 50.3   | 50.4   | 50.8   | 51.0   | 51.7   | 51.1   | 51.1   | 50.8   | 50.3   | n.a.         |
| CPI           | 2.5    | 2.0    | 2.4    | 1.8    | 2.5    | 2.3    | 2.3    | 2.0    | 1.6    | 1.6    | 1.4    | 2.0          |
| PPI           | (1.6)  | (2.0)  | (2.3)  | (2.0)  | (1.4)  | (1.1)  | (0.9)  | (1.2)  | (1.8)  | (2.2)  | (2.7)  | (1.8)        |
| 社零名义          |        | 11.8   | 12.2   | 11.9   | 12.5   | 12.4   | 12.2   | 11.9   | 11.6   | 11.5   | 11.7   | 12.0         |
| 社零真实          |        | 10.8   | 10.8   | 10.9   | 10.7   | 10.7   | 10.5   | 10.6   | 10.8   | 10.8   | 11.2   | n.a.         |
| 固定资产投资        |        | 17.9   | 17.3   | 16.6   | 16.9   | 17.9   | 15.6   | 13.3   | 13.8   | 14.4   | 14.9   | 15.8         |
| 其中：铁路         |        | 16.8   | 14.4   | (0.8)  | 7.5    | 31.9   | 41.9   | 24.5   | 45.0   | 24.9   | 22.7   | 24.7         |
| 道路            |        | 24.5   | 21.6   | 25.4   | 25.5   | 21.3   | 11.2   | 16.1   | 8.9    | 19.7   | 0.9    | 16.9         |
| 制造业           |        | 15.1   | 15.2   | 15.2   | 11.9   | 16.7   | 13.8   | 11.0   | 9.1    | 10.0   | 11.9   | 13.5         |
| 房地产投资         |        | 19.3   | 14.2   | 15.5   | 10.5   | 12.5   | 11.9   | 9.9    | 8.6    | 11.8   | 7.6    | 11.9         |
| 工业增速          |        | 8.6    | 8.8    | 8.7    | 8.8    | 9.2    | 9.0    | 6.9    | 8.0    | 7.7    | 7.2    | 8.3          |
| 出口            | 10.5   | (18.1) | (6.6)  | 0.8    | 7.1    | 7.2    | 14.5   | 9.4    | 15.3   | 11.6   | 4.7    | 4.4          |
| 进口            | 10.0   | 10.1   | (11.3) | 0.8    | (1.6)  | 5.5    | (1.6)  | (2.4)  | 7.0    | 4.6    | (6.7)  | (0.4)        |
| 出口SA          | 9.4    | (6.5)  | (5.1)  | 0.7    | 11.1   | 6.1    | 12.8   | 12.3   | 5.9    | 11.6   | 7.7    | n.a.         |
| 进口SA          | 9.3    | 5.3    | (11.0) | 0.6    | 2.9    | 1.3    | (1.6)  | 1.7    | 2.1    | 4.6    | (2.2)  | n.a.         |
| 发电量           |        | 5.5    | 6.2    | 4.4    | 5.9    | 5.7    | 3.3    | (2.2)  | 4.1    | 1.9    | 0.6    | 3.9          |
| 新增信贷(亿元)      | 13,190 | 6,448  | 10,497 | 7,745  | 8,708  | 10,793 | 3,852  | 7,025  | 8,572  | 5,483  | 8,527  | 90,840       |
| 新增信贷(同比%)     | 23.0   | 4.0    | (1.2)  | (2.2)  | 30.1   | 25.1   | (44.9) | (1.4)  | 8.9    | 8.4    | 36.5   | 8.0          |
| M1            | 1.2    | 6.9    | 5.4    | 5.5    | 5.7    | 8.9    | 6.7    | 5.7    | 4.8    | 3.2    | 3.2    | 5.2          |
| M2            | 13.2   | 13.3   | 12.1   | 13.2   | 13.4   | 14.7   | 13.5   | 12.8   | 12.9   | 12.6   | 12.3   | 12.9         |
| 新增社会融资总量(亿元)  | 26,004 | 9,370  | 20,934 | 15,259 | 14,013 | 19,673 | 2,737  | 9,577  | 11,355 | 6,807  | 11,463 | 147,192      |
| 新增社会融资总量(同比%) | 2.2    | (12.5) | (17.9) | (13.4) | 18.0   | 89.6   | (66.6) | (39.5) | (19.6) | (21.3) | (6.9)  | (8.4)        |
| GDP单季度(同比)    |        |        | 7.4    |        |        | 7.5    |        |        | 7.3    |        |        |              |

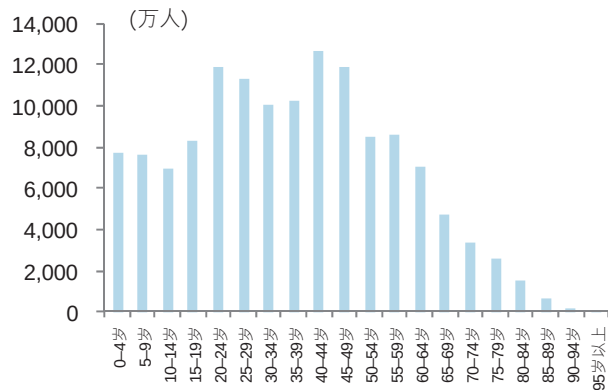
资料来源：中国统计局、中国海关、国家能源局、国泰君安国际。

注：社零、固定资产投资、房地产投资、工业、发电量的2月份数字为1-2月累计值。

## 2.2 国内人口增长趋势放缓

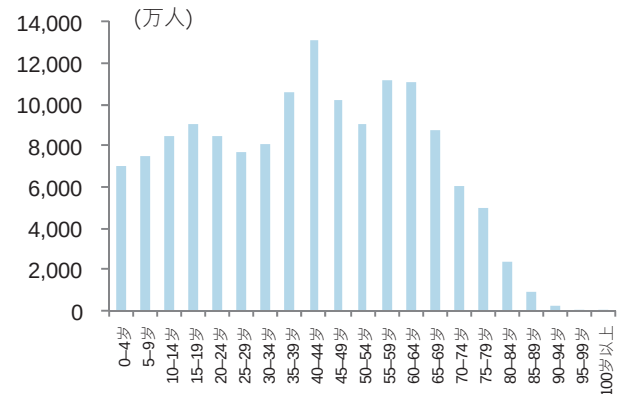
中国人口自然增长率在2013年继续下降，老龄化程度进一步加剧。根据中国统计局的数据，2013年中国总人口约为13.6亿人，较2012年同比增长0.49%；自然增长率继续下降至4.92‰；从人口性别分布来看，2013年男性占总人口比重为51.25%，女性占比48.75%，较2012年基本持平。但从年龄结构来看，中国人口结构进一步呈现老龄化，65岁及以上人口比例从2012年的9.4%上升至2013年的9.7%，60岁以上老年人数量则超过2亿，约占总人口的14.9%。根据2013年全国老龄工作委员会预计，未来20年中国将进入老龄化高峰，平均每年增加1,000万老年人；「未富先老」可能成为中国越来越突出的问题。老龄化程度加剧而可能造成劳动力人口逐渐减少以及农村的空巢留守老人规模增加，无子女老人和失去独子的老年人将开始增多。展望未来，根据联合国于2013年中发布的《世界人口展望：2012年修订版》(「世界人口展望报告」)中的预测，中国人口将在2030年达到峰值，预计将达到14.53亿人；25-29岁年龄段每千人女性生育率预计将由2010-2015年期间121.4下降至2025-2030年期间的112.9；而中国男女比例预期在未来得到一定的缓和，世界人口展望报告预测中国出生男女比将由2010-2015年期间的1.16，逐步降低至2025-2030年期间的1.13。至于劳动力市场的人口，预计到2030年，劳动年龄人口(15-59岁)占总人口的比例将从2013年的68.7%下降至2030年的60.4%。

2013年中国按年龄段分布人口



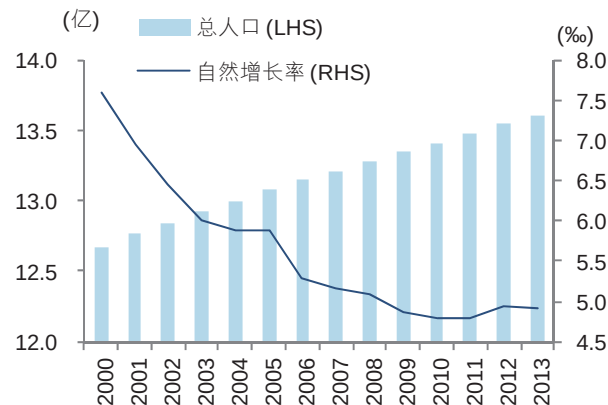
资料来源：中国统计局。

2030年中国按年龄段分布人口预测



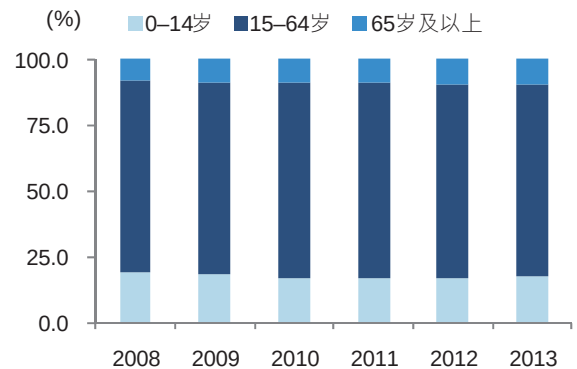
资料来源：联合国、国泰君安国际。

中国总人口和自然增长率



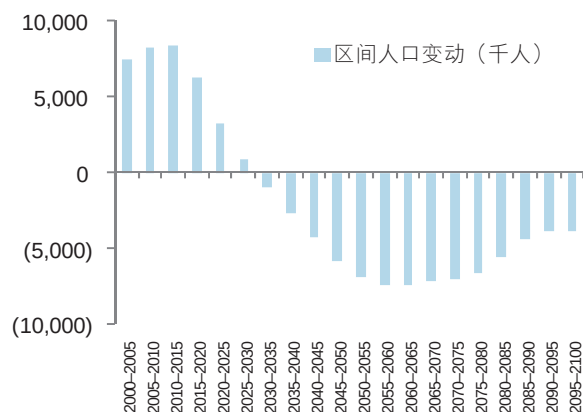
资料来源：中国统计局。

中国人口年龄结构 (占人口比例)



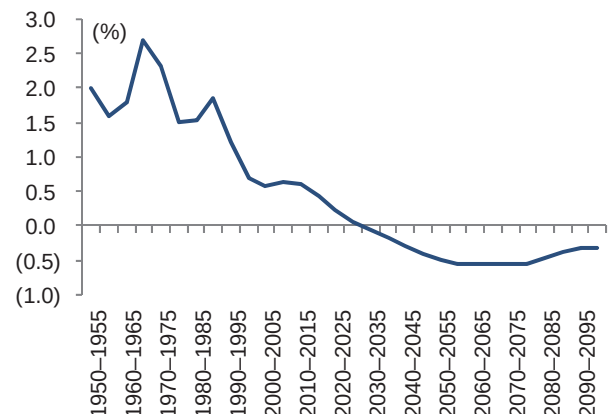
资料来源：中国统计局。

中国区间段人口变动及预测



资料来源：联合国、国泰君安国际。

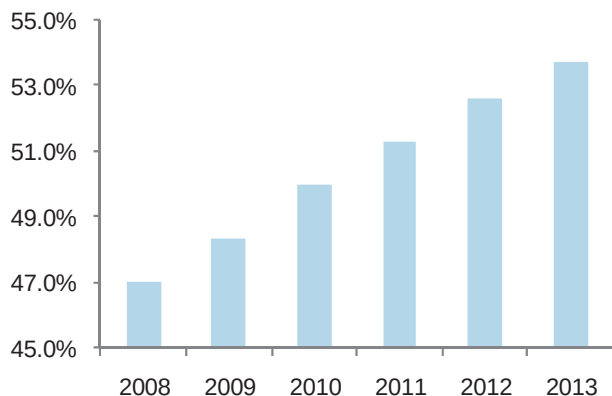
中国区间段人口增长率及预测



资料来源：联合国、国泰君安国际。

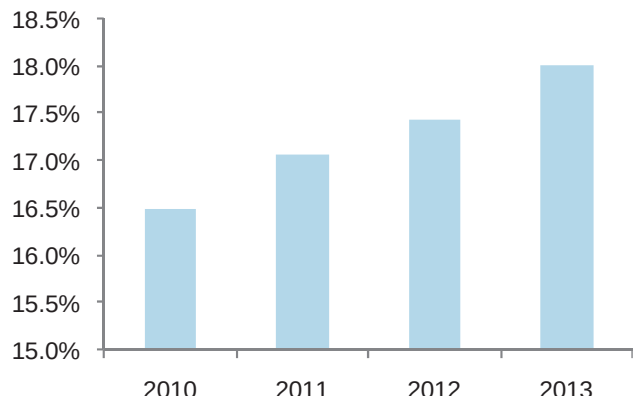
户籍制度改革在年内加速，未来农业转移人口和其它常住人口在城镇落户预计加快。国务院于7月30日印发的《关于进一步推进户籍制度改革的意见》(「意见」)和12月公布的《居住证管理办法(征求意见稿)》(「办法」)进一步推动了中国的户籍制度改革。「意见」目标在2020年实现1亿左右农业转移人口和其它常住人口在城镇落户。「办法」更是首次在国家层面就流动人口进行的行政立法。我们认为政府针对「大中小」城市的不同控制原则：严控特大城市人口规模、有序放开中等城市落户限制、以及全面放开建制镇和小城市落户限制立足现有基本国情；一方面尝试在特大城市的流动人口逐步实现与户籍人口的「平权」，另一方面放宽中小城市的落户限制引导流动人口融入当地，其本质上是尝试解决人口盲目向特大城市集中进而造成城市间的人口分布过于集中引起区域间经济发展的不平衡。

城镇人口占总人口比例



资料来源：中国统计局。

流动人口占总人口比例



资料来源：中国统计局。

## 2.3 就业稳定

劳动年龄人口总数自**2012**年开始出现下降，但**2012-2013**年总就业人数继续实现增长，表明就业情况总体良好。根据统计局发布的**2011-2013**国民经济和社会发展统计公报，中国**2011/2012/2013**年末劳动年龄人口（定义为**15-59**岁的人口）分别为**9.4072**亿/**9.3727**亿/**9.1954**亿人，分别下降**345**万/**1,773**万人，同比下降**0.4%**/**1.9%**。与此同时（**2011**年至**2013**年），中国总就业人数由约**7.64**亿增长至约**7.70**亿，增长了**0.7%**。

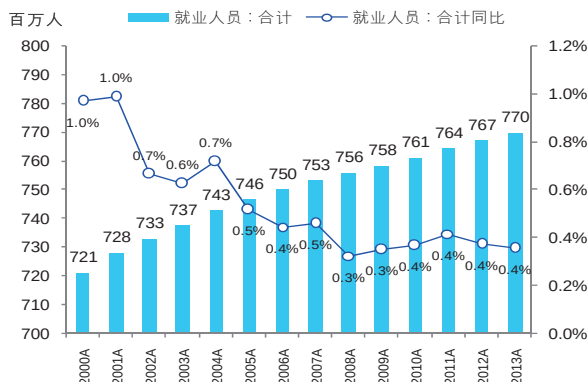
城镇新增就业人数增速下降，但绝对量仍在提高，预计城镇就业人口占比在**2014**年将首次超过**50%**。自**2009**年至**2013**年，城镇新增就业人数由**1,102**万人增加至**1,310**万人，同比增速由**2010**年的**6.0%**降至**2013**年的**3.5%**（**2014**年首**10**个月进一步下降至**1.5%**）。预计**2014**年城镇新增就业人数同比增速将在**2013**年的基础上进一步下滑，但仍将实现同比正增长。城镇就业人员数量由**2000**年的**2.32**亿增加至**2013**年的**3.82**亿，累计增长了**65.2%**，城镇就业人员占比也由**2000**年的**32.1%**上升至**2013**年的**49.7%**，如无意外，城镇就业人员占比预计在**2014**年将超过**50%**。

第一产业就业人数占比稳步减少，第二第三产业就业人数占比增加，其中第三产业占比最高，未来预计其占比还将继续扩大。第一产业就业人数占比由**2000**年的**50%**降低至**2013**年的**31.4%**，而第二/第三产业就业人数占比则由**2000**年的**22.5%/27.5%**上升至**2013**年的**30.1%/38.5%**，显示了过去十几年中就业人口逐步从第一产业转移至第二第三产业的过程。随着中国的经济结构调整的继续，预计第三产业在经济中的占比不断提高，加上第三产业吸纳就业的能力较高，这将意味着未来第三产业就业的人口比例还将继续提升，预计**2014**年将达到约**40%**。

劳动力市场供求指标：求人倍率连续**16**个季度高于**1**，显示就业市场总体需求较旺盛，就业压力总体不大。根据中国人力资源市场信息监测中心的数据，劳动力市场的需求人数连续**16**个季度（从**2010**年四季度到**2014**年三季度）超过求职人数，即求人倍率连续**16**个季度高于**1**，显示市场需求总体比较旺盛，就业形势总体比较乐观。与此同时城镇登记失业率连续三年（**2010-2012**年）保持在**4.10%**的较低水平，**2013**年更进一步下降到**4.05%**的水平，也从侧面印证了城镇就业压力不大。

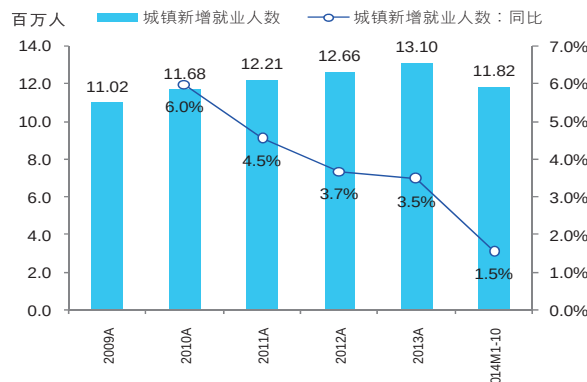
总体而言，虽然**2015**年的经济增速预计将继续放缓，但城镇就业情况将保持基本稳定，城镇就业人口占比将继续增加，就业压力不会明显恶化。随着中国经济正由制造业（第二产业）主导逐步向服务业（第三产业）转型，服务业在经济中占比将继续提高，而服务业的劳动密集程度又高于制造业，因此总体经济吸纳就业的能力将提高，预计将能够使中国每年城镇新增就业人数基本保持稳定。国务院发展研究中心的《**2014**年经济形势分析及**2015**年展望》报告认为，此次经济结构调整对就业的冲击不明显，而根据中国人民银行的《**2015**年中国宏观经济预测》，即使**2015**年经济增速放缓至**7.1%**，城镇失业率也不会出现明显恶化，甚至可能继续改善。

## 2000-2013年间总就业人数累计增长6.8%



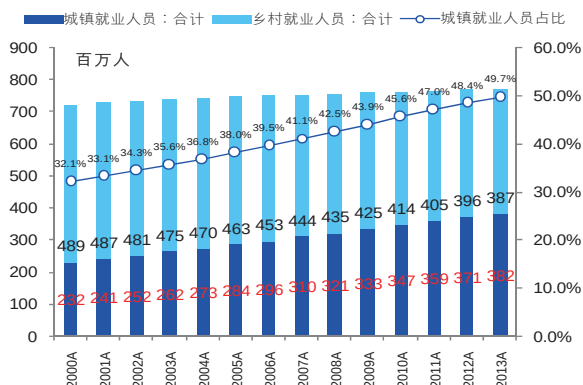
资料来源：中国统计局。

## 城镇新增就业人数增速下降，但绝对量仍在提高



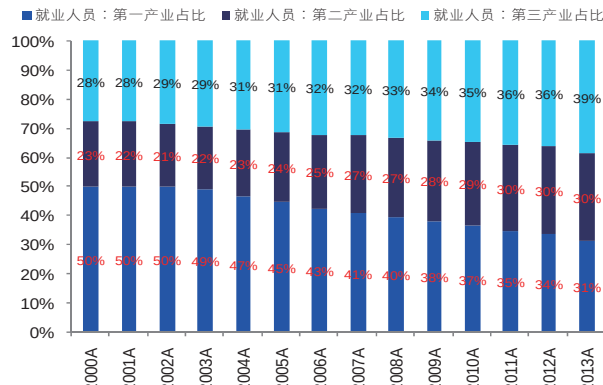
资料来源：中国统计局。

## 城镇就业人员占比逐年提高，预计2014年将超过50%



资料来源：中国统计局。

## 第三产业就业人数占比稳步提高



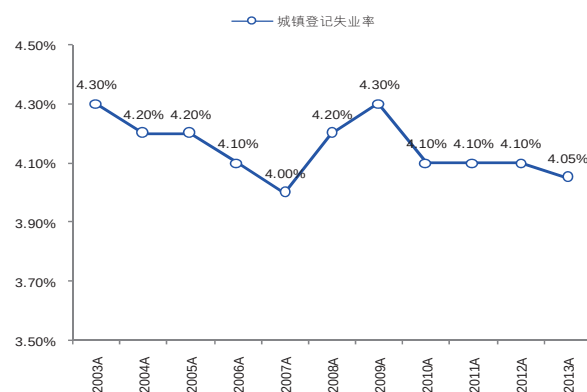
资料来源：中国统计局。

## 截至2014年三季度，求人倍率连续16个季度高于1



资料来源：中国人力资源市场信息监测中心。

## 城镇登记失业率保持在较低水平

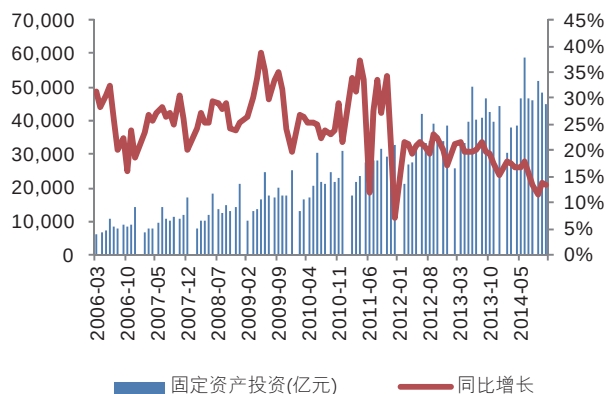


资料来源：中国统计局。

## 2.4 未来投资增长高速不再，但2015年应是略为放缓

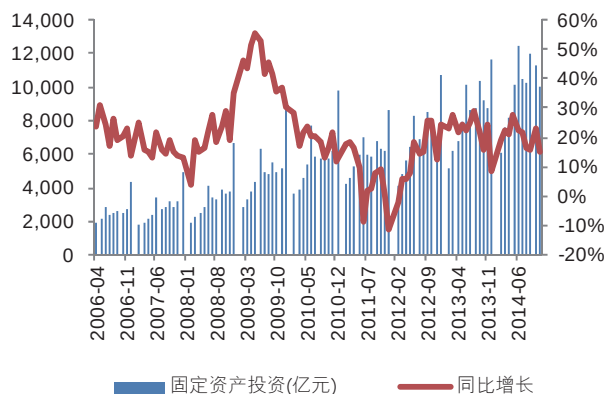
**2014年1-11月整体固定资产投资增速15.8%，略低于预期。**据中国国家统计局的数据显示，1-11月份城镇固定资产投资增速同比增15.8%，2014年以来稳步下跌，并创下13年以来的增速新低。而15.8%的投资增速亦较发改委于年初定下2014年17.5%投资增速低1.7个百分点。我们认为投资增速低于预期的主要原因为房地产投资（同比增11.9%）及制造业投资（同比增13.5%）增速大为放缓所致。相对而言，基建投资增速并无受到显著影响，仍维持较快增长（同比增20.3%），增速显著高于整体固定资产投资增速，反映政府于经济增长放缓的背景下仍将透过针对性的投资部份基础设施，以稳定经济增长。

城镇固定资产投资(当月)



资料来源：中国统计局。

基建固定资产投资(当月)

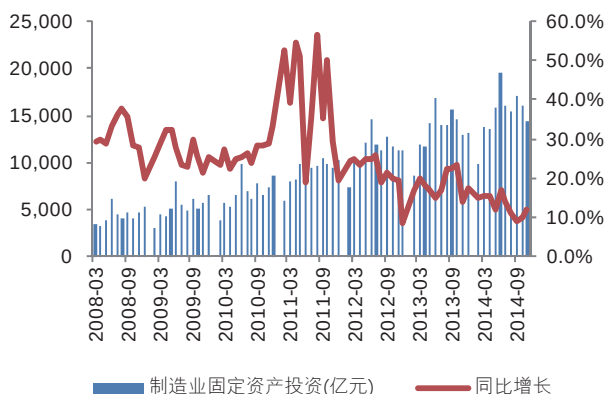


资料来源：中国统计局。

**1-11月房地产开发投资同比增11.9%。预计2015年投资增速将进一步放缓至10%以下。**据上海易居地产研究院于12月14日发布的《11月份新建商品住宅库存报告》显示，截至11月底，上海易居地产研究院监测的35个城市新建商品住宅库存总量为28,112万平方米，环比增长0.3%，同比增长18.5%。而11月份，这35个城市新增供应量大于新增成交量，部分未消化的新增供应转化成为库存，使得11月份的库存出现环比上升。然而，11月份，35个城市新建商品住宅存销比为15.8个月，比10月份的16.7个月有所好转，意味着市场需要用15.8个月的时间消化库存。另外，中国国家统计局的数据显示，1-11月房地产开发投资增速为11.9%，单以11月计更只有7.6%，增速创58个月来的新低，反映投资并不积极。根据社科院最近预测，2015年经济增速将进一步放缓至7.0%，加上广受关注的不动产登记条例已出台，将进一步为房地产市场带来不确定因素，影响发展商的投资意欲。因此，我们认为2015年房地产开发投资增速将会进一步放缓至10%以下。

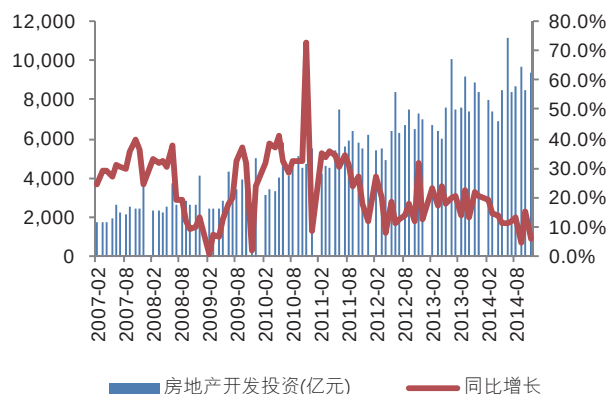
**1-11月制造业投资同比增13.5%。预计2015年增速将进一步下滑至10%。**根据中国国家统计局的数据，1-11月制造业投资同比增13.5%，单以11月计更只增11.9%。另外，1-11月全国工业增加值同比增7.2%，其中制造业增加值同比增8.1%，分别较1-10月时的7.7%及8.5%有所下跌。自2013年6月以来，工业增加值以及制造业增加值的增速一直呈有序下跌的趋势，反映工业及制造业的增长动力正放缓。我们认为此一现象与国内人口红利正消减导致工资成本逐年大增，令越来越多制造业企业向东南亚国家甚至非洲国家转移有密切关系。另外，产业升级以及对于环保条例更严格的执行亦导致部份不合规格制造企业停业，而新项目亦不容易获上马。最后，出口市场预计2015年仍难有显著复苏，导致企业投资意欲持续低企。综合上述原因，我们认为2015年的制造业投资增速有可能进一步下跌至10%。

中国制造业固定资产投资(当月)



资料来源：中国统计局。

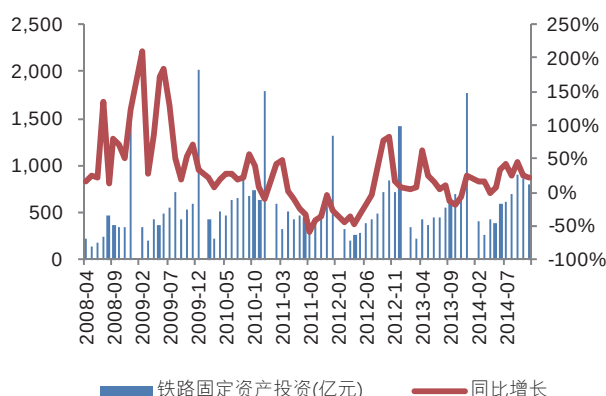
中国房地产开发固定资产投资(当月)



资料来源：中国统计局。

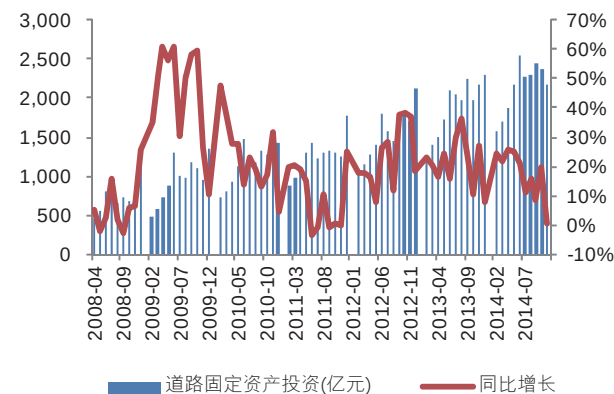
**1-11月基建投资同比增20.3%。预计2015年增速仍能维持于20%以上。**根据中国国家统计局的数据，1-11月基建投资同比增20.3%，其中电力、热力、燃气及水生产供应行业投资同比增20.3%、交通运输、仓储和邮政行业投资同比增18.1%、水利、环境及公共设施管理行业投资同比增24.3%。相对于房地产以及制造业投资，基建投资增速并无受到显著影响，而且其增速远高于整体固定资产投资增速。值得一提的是个别子行业如铁路投资增速更达到24.7%，反映政府于经济增长放缓的背景下仍将透过针对性的投资部份基础设施，以稳定经济增长。根据人民银行最新的经济预测，2015年经济增长将进一步放缓，经济下行风险加大。在短期出口及消费市场没有明显改善的情况下，基建投资作为一直以来行之有效的稳增长工具，仍将扮演重要的角色。我们认为2015年基建投资增速，特别是没有明显过剩产能的交通基础设施投资（如铁路）增速，仍将维持于20%以上的增速。

中国铁路固定资产投资(当月)



资料来源：中国统计局。

中国道路固定资产投资(当月)

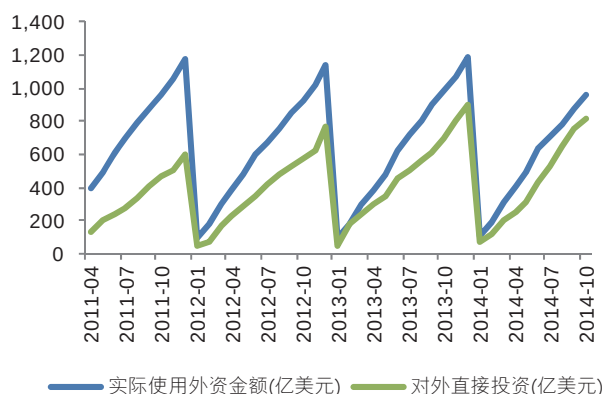


资料来源：中国统计局。

17

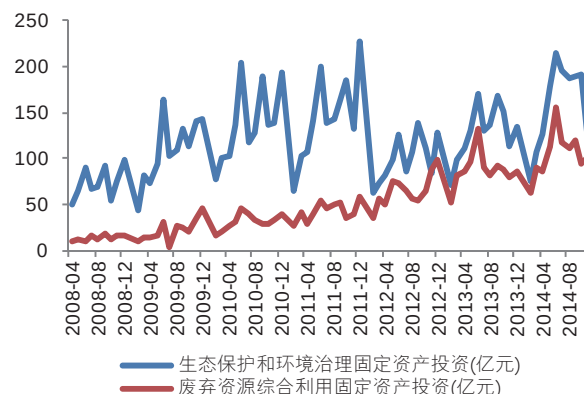
**2014年是中国对外投资转折年，预计2015年开始对外投资规模将持续加大。**根据联合国贸发会议发表的《世界投资报告》显示，中国2013年吸收外来投资1,240亿美元，但投向海外约1,000亿美元。预计2014年对外投资1,200亿元，资本流出将首次高于资本流入。据美国前首席贸易代表查琳·巴舍夫斯基预测，到2020年，中国将会投资1.25万亿美元到海外，规模为现时年投资的十倍。随着11月4日中央财经领导小组第八次会议里国家主席习近平正式提出研究推行「一带一路」规划、并发起建立亚洲基础设施投资银行和设立丝路基金以支持该规划的推行，以及于12月9日召开的中央经济工作会议里进一步提出要加快落实「一带一路」规划，我们认为2015年对外投资规模及推进速度，特别是对东南亚国家的投资将显著加大及加快。我们认为对于中国企业，特别是基建及金融服务业将带来庞大的投资机遇。

国外直接投资与对外直接投资(累计)



资料来源：中国统计局。

环保类固定资产投资(当月)



资料来源：中国统计局。



预计2015年固定资产投资增速将略跌至15%。交通基建及环保投资仍将维持快速增长。我们认为中央政府决心进行产业升级以提高经济增长质量，并放弃以往纯以增加投资拉动经济增长的粗放式增长模式。根据社科院的预测，2015年经济增速为7.0%，较2014年的7.5%目标下跌0.5个百分点。由于新增贷款增速与基建投资增速呈密切正相关的关系，基于2014年1-11月新增贷款增速只有13.4%，而2015年预测更将下跌至12.8%，我们认为2015年固定资产投资增速将下跌。但2015年作为「十二五」计划的收官之年，按往常经验看，五年计划的最后一年投资增速都不会大跌。加上10月以来发改委批复总金额超12,000亿元的基建项目，预计均于2015年初陆续动工。因此，预计2015年投资增速只会略为下跌至15%左右。虽然如此，我们预计即使于投资增速放缓的情况下，政府仍将大量投资于能提高潜在GDP的基建，例如交通基建特别是铁路投资。另外，环境问题作为新一届政府的施政重点。国务院于2014年11月26日发布《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，大力推行建立政府和社会资本合(PPP)机制。其中特别提到于公共服务、资源环境、生态保护、基础设施等领域，积极推广PPP模式，引入社会资本，增强公共产品供给能力，预计将吸引大量的投资。我们认为即使于整体投资增速下跌的背景下，2015年交通基建投资及环保投资的增速仍将维持较快增长。

#### 10月以来发改委批复的基建项目

| 日期     | 批复项目                | 金额 (亿元人民币) |
|--------|---------------------|------------|
| 10月16日 | 锦州港至白音华铁路扩能工程       | 256.4      |
|        | 大理至瑞丽铁路             | 257.3      |
|        | 玉溪至磨憨铁路             | 431.4      |
|        | 黔江至张家界至常德铁路         | 384.4      |
|        | 商合杭铁路芜湖长江公铁大桥       | 86.5       |
|        | 郑州至万州铁路             | 974.3      |
| 10月22日 | 松原查干湖民用机场           | 7.8        |
|        | 青海果洛民用机场            | 11.3       |
|        | 内蒙古扎兰屯民用机场          | 4.7        |
|        | 云南省澜沧民用机场           | 15.3       |
|        | 贵州仁怀民用机场            | 15.7       |
|        | 蒙西至华中地区铁路煤运通道       | 1,930.4    |
| 10月30日 | 大同至张家口铁路客运专线        | 179.9      |
|        | 川藏铁路拉萨至林芝段          | 366.0      |
|        | 南昌至赣州铁路             | 532.5      |
|        | 连云港至镇江铁路            | 464.6      |
|        | 格尔木至库尔勒铁路           | 376.4      |
| 11月5日  | 衢州至宁德铁路             | 304.9      |
|        | 祥云至临沧铁路             | 155.0      |
|        | 南昆铁路南宁至百色段增建二线      | 98.8       |
|        | 和顺至邢台铁路             | 66.4       |
|        | 柳州至梧州铁路             | 196.0      |
|        | 多伦至丰宁铁路多伦至塔黄旗段复线工程  | 64.9       |
| 11月15日 | 兰州至合作铁路             | 104.6      |
|        | 成昆铁路峨眉至米易段扩能工程      | 453.0      |
|        | 银川至西安铁路             | 708.5      |
| 11月20日 | 洋山深水港区四期工程          | 128.5      |
| 11月24日 | 夹岩水利枢纽及黔西北供水工程      | 168.8      |
|        | 长春至白城铁路扩能改造工程       | 196.4      |
| 11月25日 | 渝怀铁路涪陵至梅江段增建第二线     | 191.1      |
|        | 阳平关至安康铁路增建第二线       | 187.7      |
|        | 正蓝旗至张家口铁路黑成字至张家口段   | 87.2       |
|        | 叙永至毕节铁路             | 121.0      |
|        | 哈尔滨至牡丹江铁路客运专线       | 356.4      |
| 11月28日 | 北京至张家口铁路八达岭越岭段工程    | 17.5       |
|        | 甘肃省兰州中川机场二期扩建       | 15.2       |
|        | 山东省日照民用机场工程         | 13.6       |
| 12月4日  | 广西自治区柳州至南宁高速公路改扩建工程 | 201.2      |
| 12月22日 | 广东省龙川至怀集公路          | 401.8      |



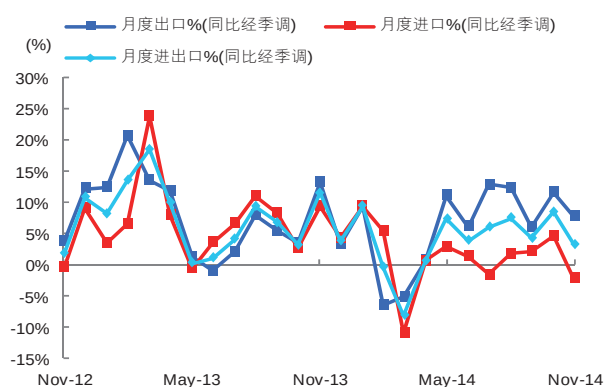
| 日期     | 批复项目                        | 金额(亿元人民币) |
|--------|-----------------------------|-----------|
| 12月23日 | 广东省东山(闽粤界)至潮州古巷公路           | 74.2      |
|        | 广西壮族自治区河池至百色公路              | 157.9     |
|        | 四川省汶川至马尔康公路                 | 288.0     |
|        | 浙江省都市圈城际铁路规划                | 1,305.0   |
|        | 国道318线川藏公路(西藏境)松宗至古乡段整治改建工程 | 5.8       |
|        | 安徽省池州长江公路大桥                 | 56.4      |
|        | 新疆自治区墨玉至和田公路                | 27.8      |
|        | 内蒙古自治区通辽至鲁北公路               | 55.0      |
|        | 甘肃省白疙瘩(蒙甘界)至明水(甘新界)公路       | 61.3      |
|        | 宁夏自治区宁东至银川高速公路改扩建工程         | 47.2      |
| 批复总金额  |                             | 12,612.0  |

资料来源：中国发改委。

## 2.5 外贸温和增长

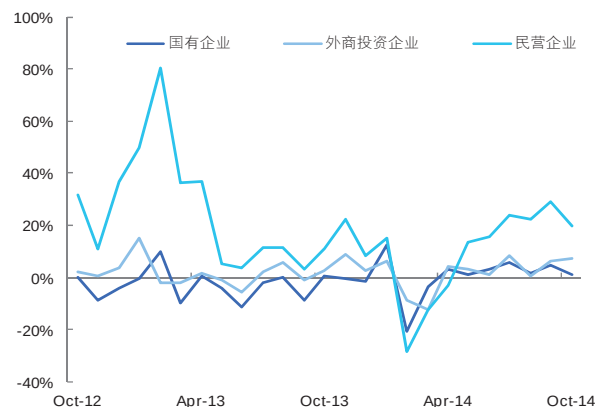
**2014年出口增长速度下降，进口增长停滞。**2014年中国对外贸易增速低于2013年。根据中国海关总署统计，2014年前11个月，进出口总值累计约38,982亿美元，同比增长3.4%，其中累计出口总值约21,154亿美元，同比增长5.7%，累计进口总值约17,828亿美元，同比增长0.8%。与主要贸易伙伴的双边贸易中，前11个月中欧双边贸易总值为5,575亿美元，同比增长10.1%；中美双边贸易为5,025亿美元，同比增长6.4%；与东盟双边贸易总值为4,327亿美元，同比增长8.4%；但与香港双边贸易总值3,333亿美元，同比下跌7.7%。中港间双边贸易额下跌是造成外贸增速下降的其中一个原因。另外进口方面，由于近期国际市场大宗商品价格下跌，主要大宗商品进口量增加，但进口均价普遍下跌。前11个月，中国进口铁矿砂8.46亿吨，增加13.4%，进口均价为每吨633.6元人民币，下跌21.4%；进口原油2.78亿吨，增加9%，进口均价为每吨4,662元人民币，下跌3.8%。

中国月度进出口同比变化



资料来源：中国海关。

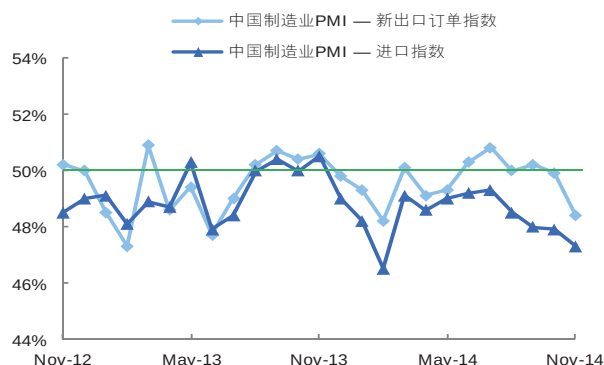
中国月度出口同比变化 — 按企业类型



资料来源：中国海关。

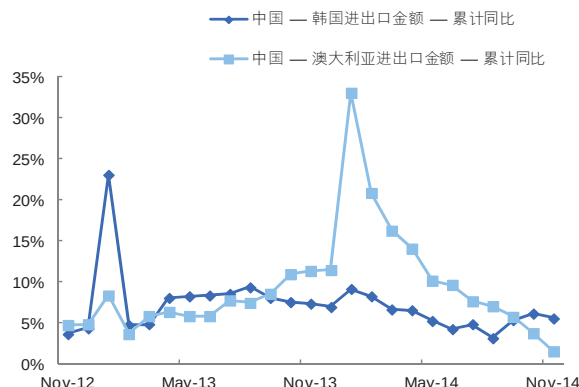
**民营企业进出口增速高于其它类型企业。**前11个月，外商投资企业进出口11.03万亿元人民币，增长2%，占中国外贸总值的46%。同期，民营企业进出口8.27万亿元人民币，增长6.2%，增速高于其它类型企业，占中国外贸总值的34.5%。国有企业进出口4.19万亿元，下降0.9%，占中国外贸总值的17.5%。

## 中国制造业PMI—新出口订单及进口指数



资料来源：中国统计局。

## 中—韩及中—澳双边贸易累计同比变化



资料来源：中国海关。

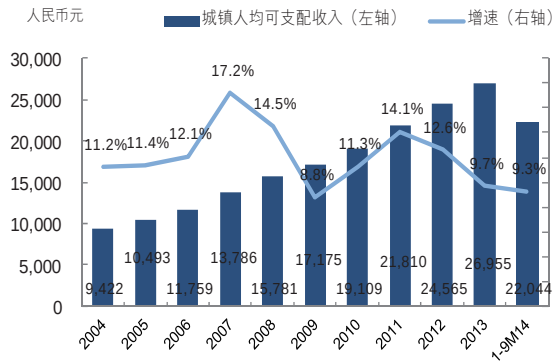
对外贸易政策上将坚持「一带一路」及自贸区战略，以应对经济「新常态」下的对外贸易形势。在12月召开的中央经济会议上提出要加快推进自贸区谈判，稳步推进投资协定谈判；推进丝绸之路经济带建设，建设21世纪海上丝绸之路。由于中国传统外贸竞争优势正在逐渐下降以及世界经济复苏依然存在一定不确定因素，导致最近两年外贸增速有所下降，因此需要「一带一路」及自贸区战略促进对外贸易的进一步发展。我们认为「一带一路」战略将会是2015年国家战略的重点之一，该战略有望促进中国对外投资从而促进中国与一带一路沿线国家间贸易，包括货物贸易和服务贸易的持续增长。目前，自贸区的概念有两种：一种是以自由贸易协定为基础的国家间的自由贸易区，如有望在2015年生效的中国—韩国自由贸易区以及中国—澳大利亚自由贸易区，更多的自由贸易协定正在谈判当中；另一种是与中国(上海)自由贸易试验区类似的自贸园区。我们认为中韩以及中澳自贸区的落实将会有效降低中韩与中澳之间的关税，不仅有助于提高中国出口产品在当地市场的竞争力，更有助于中国进口更多该国家的优质商品，促进中国的对外贸易增长。在2014年前11个月，中韩间双边贸易额为2,643亿美元，占中国外贸总值的6.8%；中澳间双边贸易额为1,261亿美元，占中国外贸总值3.2%。12月12日的国务院常务会议提议在天津、福建和广东再设立三个自贸园区。三个新的自贸园区将会继承上海自贸园区目前已经实施的改革措施，并结合地方特色。天津、福建和广东自贸园区的设立预计会增强企业进出口的便利性，并且会促进该区域的服务贸易增长。

**预计2015年出口将温和增长。**11月份中国制造业新出口订单采购经理人指数录得48.4%，月环比下跌1.5个百分点。进口指数录得47.3%，环比减少0.6个百分点。新出口订单指数连续两个月下跌；而进口指数连续四个月下跌。两个指数的下跌表明未来几个月的进出口情况可能依然不乐观。而目前世界经济依然面临不确定性，其中美国经济预计在2015年会继续复苏，但欧洲、日本以及新兴市场经济在2015年还存在不确定性。IMF预计，2015年世界经济将增长3.8%，增速比2014年增加0.5个百分点。WTO预计，2015年全球贸易量将增长4%，增速比2014年增加0.9个百分点。然而，随着「一带一路」及自贸区政策的逐步落实，我们预计中国与「一带一路」相关国家以及韩国和澳大利亚间贸易预计会有高速增长。同时由于2014年进出口增速放缓导致基数较低，我们预计2015年出口会有5%—8%的温和增长。进口方面，由于中国国内经济增速预计继续放缓，大宗商品价格也预计维持在低位，因此我们预计进口增速也将维持在1%—5%的低位。

## 2.6 逐渐向消费转型

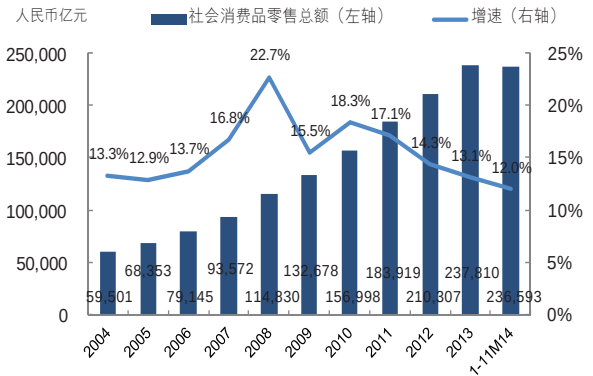
**2014年消费增长继续放缓。**从国家统计局的社会消费品零售总额口径来看，2014年国内消费总额延续了2013年的放缓态势。1—11月份，社会消费品零售总额累计值为人民币236,592亿元，同比增长12.0%，增幅同比放缓1.0个百分点。其中1—11月份限额以上企业消费品零售总额118,451亿元，累计同比上升9.3%，增速创下历史新低。宏观经济下行、居民可支配收入增长减速以及零售物价涨幅回落是消费增速放缓的主要原因。2014年前三季度最终消费支出对总GDP的贡献率较上年同期的45.9%小幅上升2.6个百分点至48.5%水平，拉动GDP增长3.6个百分点，较去年同期下滑0.1个百分点。总体而言，2014年消费增长在经济下行的压力下基本保持稳定。

### 城镇人均可支配收入与增速



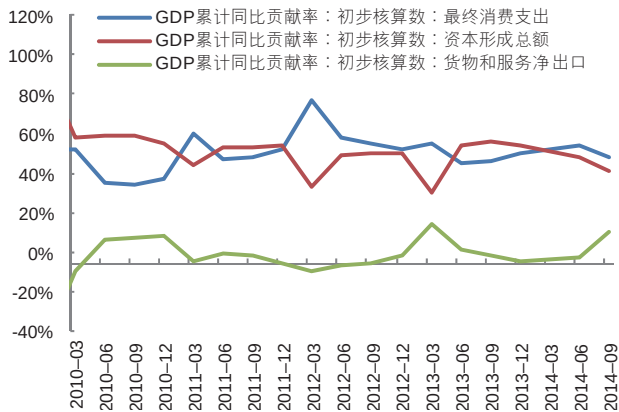
资料来源：中国统计局。

### 社会消费品零售总额与增速



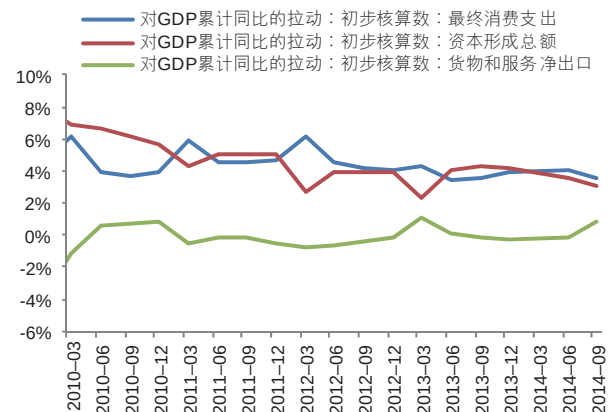
资料来源：中国统计局。

### 三大产业对GDP的贡献



资料来源：中国统计局。

### 三大产业对GDP的拉动



资料来源：中国统计局。

### 限额以上消费品零售总额名义值月度同比增长(%)

| 日期     | 总额   | 粮油食品<br>饮料烟酒 | 服装鞋帽<br>针纺织品 | 化妆品  | 金银珠宝   | 日用品  | 体育娱乐<br>用品 | 家用电器<br>音像器材 | 中西药品 | 文化办公<br>用品 | 家具   | 通讯器材 | 建筑装潢<br>材料 | 汽车   | 石油制品 |
|--------|------|--------------|--------------|------|--------|------|------------|--------------|------|------------|------|------|------------|------|------|
| Mar-13 | 11.4 | 14.9         | 17.4         | 14.4 | 26.3   | 18.0 | 17.6       | 16.6         | 10.8 | 12.5       | 24.9 | 16.0 | 21.0       | 5.5  | 7.8  |
| Apr-13 | 12.7 | 11.9         | 9.5          | 13.8 | 72.2   | 15.2 | 4.5        | 15.3         | 18.7 | 7.1        | 22.0 | 12.8 | 18.8       | 13.0 | 5.1  |
| May-13 | 11.8 | 14.0         | 10.9         | 13.3 | 38.4   | 14.3 | 7.8        | 21.5         | 13.6 | 8.6        | 21.1 | 17.7 | 17.8       | 9.7  | 5.2  |
| Jun-13 | 12.5 | 12.9         | 15.0         | 10.1 | 30.2   | 12.5 | 4.5        | 11.7         | 18.5 | 7.1        | 18.2 | 22.4 | 16.1       | 11.4 | 9.6  |
| Jul-13 | 12.3 | 16.0         | 12.5         | 10.1 | 41.7   | 13.4 | 2.2        | 7.5          | 16.2 | 11.3       | 17.6 | 22.7 | 23.0       | 9.1  | 9.9  |
| Aug-13 | 12.5 | 16.4         | 13.7         | 16.2 | 21.8   | 15.8 | (0.5)      | 12.8         | 14.5 | 12.6       | 21.3 | 16.0 | 24.2       | 7.0  | 12.7 |
| Sep-13 | 13.5 | 13.8         | 13.3         | 14.6 | 18.2   | 15.8 | 6.6        | 14.2         | 18.1 | 9.1        | 19.9 | 20.6 | 27.0       | 13.2 | 9.6  |
| Oct-13 | 13.5 | 13.7         | 9.9          | 14.7 | 14.0   | 9.3  | 3.2        | 12.5         | 22.6 | 12.7       | 20.6 | 31.4 | 23.5       | 14.2 | 11.0 |
| Nov-13 | 14.3 | 14.1         | 9.4          | 12.1 | 14.8   | 15.5 | 7.8        | 19.6         | 20.6 | 17.3       | 24.8 | 39.8 | 25.7       | 11.6 | 13.0 |
| Dec-13 | 14.3 | 14.8         | 11.1         | 14.1 | 16.6   | 14.0 | 10.5       | 10.9         | 23.7 | 13.2       | 20.1 | 21.8 | 24.9       | 13.4 | 12.9 |
| Mar-14 | 10.6 | 9.9          | 8.6          | 9.2  | (6.1)  | 8.5  | 4.4        | 13.0         | 13.0 | 6.0        | 18.1 | 18.4 | 12.7       | 14.0 | 7.2  |
| Apr-14 | 9.6  | 11.9         | 11.2         | 6.6  | (30.0) | 10.7 | (1.1)      | 2.9          | 14.2 | 18.0       | 15.5 | 28.8 | 16.7       | 12.3 | 8.0  |
| May-14 | 10.1 | 13.7         | 11.7         | 12.9 | (12.1) | 12.3 | 2.5        | 6.6          | 13.1 | 13.8       | 15.1 | 25.3 | 16.8       | 7.6  | 10.7 |
| Jun-14 | 10.7 | 12.4         | 11.7         | 12.9 | (0.2)  | 12.5 | 8.3        | 10.7         | 12.2 | 11.8       | 15.6 | 33.9 | 17.0       | 6.9  | 11.4 |
| Jul-14 | 10.3 | 10.2         | 12.0         | 12.9 | (11.7) | 12.2 | 5.2        | 12.6         | 13.4 | 10.0       | 16.0 | 24.2 | 14.9       | 8.1  | 11.3 |
| Aug-14 | 9.8  | 12.1         | 11.7         | 12.6 | 7.3    | 12.0 | 5.7        | 9.7          | 16.5 | 6.8        | 13.0 | 31.8 | 12.5       | 5.3  | 7.7  |
| Sep-14 | 9.2  | 7.5          | 11.1         | 12.0 | 11.4   | 12.5 | 7.8        | 8.5          | 16.7 | 12.3       | 12.9 | 29.5 | 9.2        | 6.7  | 5.3  |
| Oct-14 | 8.7  | 9.5          | 10.9         | 6.1  | 11.7   | 11.9 | 4.7        | 6.5          | 15.3 | 13.3       | 11.7 | 42.3 | 11.2       | 4.5  | 4.3  |
| Nov-14 | 9.2  | 13.0         | 13.4         | 10.3 | 11.5   | 15.2 | (0.9)      | 11.3         | 13.9 | 9.2        | 12.8 | 57.2 | 15.5       | 2.0  | 2.6  |

资料来源：中国统计局。

**2014年内零售端市场主要商品增速分化。**分类来看，限额以上消费品零售额的同比名义增速在2013年内出现分化。受到智能网络的普及以及产品更新换代的需求拉动，通讯器材的销售在年内再度火爆，稳居2014年消费增长的榜首，1-11月份通讯器材类销售额累计同比增长29.7%，11月单月同比增长57.2%。建筑装潢材料和家具的销售情况与房地产市场的繁荣与否密切相关，2014年房地产市场反应冷淡，销售额和销售面积都录得增速倒退，带动装潢材料和家具的销售增速下滑，但由于交房的滞后效应，1-11月份仍分别有13.7%和14.0%的销售增长。黄金珠宝方面，由于2013年金价下跌导致的抢金潮，2014年黄金珠宝的销售额受到基数效应影响，1-11月份累计录得0.7%的倒退。与此类似，受到2013年6月节能减排优惠政策退出之前的销售旺盛的影响，家用电器在2014年增长乏力。而粮油食品、饮料烟酒、服装鞋帽以及中西药品这一类生活必需品的销售则增长稳定。

**消费新热点涌现，引领新一轮消费增长。**2014年在传统的消费领域内消费增速放缓，而信息消费以及健康消费逐渐成为消费行业内的新热点受到越来越多的重视。信息消费的概念可以分成两部分来理解，其中既有对信息产品的消费，例如对智能手机、智能家电、可穿戴技术产品以及电子游戏、云端服务等虚拟商品的消费，也包括通过电子商务、网上购物以及移动支付等通过电子平台所进行的消费。同时，随着居民人均可支配收入的增加，消费者对自身健康的关注度也在不断提升，对空气、水质及食品的安全需求也在不断提高，健康消费的概念逐渐深入人心。一方面，无论是食品饮料还是家居用品，拥有天然安全环保概念的产品受到热捧，像是提供无化学添加、天然无毒材料的消费保证，或是用可再生利用的材料制造，消费占比不断提高。另一方面，随着人口老龄化的加速，营养补充品和保健器材的消费市场正在不断扩大，成为一个不可忽视的新兴市场。随着新的消费热点的不断涌现，消费市场的转型也不可避免，新兴消费给传统市场注入的这种新的活力正是推动社会消费的强大动力，市场潜力不容忽视。

**经济增长结构开始向消费转型。**在消费、投资和出口拉动GDP增长的「三驾马车」中，2014年投资增速继续高位放缓，出口增速开始换挡，消费对经济增长的拉动作用继续得到增强，其中一到三季度最终消费支出对GDP增长的贡献率是48.5%，比资本形成总额的贡献率高出7个百分点。从历史来看，中国固定资产投资增速长期处在一个较高水平，由政府主导的投资，特别是基础设施投资对GDP的增长拉动过大。2014前三季度，由于产能过剩导致的制造业投资减缓和房地产的持续低迷，固定资产投资增长中枢下降，长远来看，单纯的依靠固定投资来拉动经济增长并不可持续。另一方面，政府在十八届三中全会时就已经提出了将持续扩大内需作为经济工作的战略基点，在10月29日召开的国务院常务会议更是进一步部署推进消费扩大和升级，指出消费是经济增长的重要「引擎」。未来预计政府还会继续从稳定增长的角度出发，大力推行保障和改善民生的举措，鼓励居民消费。可以预期拉动内需、促进消费将作为未来经济增长的重要动力，缓解投资和出口的下行压力，保证经济在新常态下稳定增长。

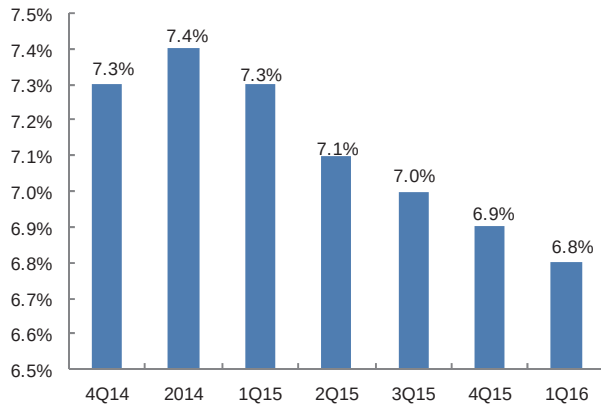
**中长期消费继续得到政策支持。**本届政府把促进居民消费作为扩大内需的重点，十八大以来不断推出促进消费的相关政策，其中2013年共推出了29项促消费政策，2014年共出台了13项促消费政策。从国内居民收入水平来看，人均收入增长长期落后于消费的增长，细分比较，最高收入群体消费支出占年收入比例持续下降，但是低收入人群消费支出占年收入比例持续处在高位，反映出这部分消费人群生活压力较大，财富积累不足，消费能力较弱。国务院常务会议在最近提出，要分批出台深化收入分配改革制度配套措施和实施细则，促进农民增收，努力实现居民收入增长和经济同步发展。同时2014年中央经济工作会议也提出要把加强保障和改善民生工作作为2015年的经济工作重点之一。这些举措有望构建一个更加公平完善的社会保障制度，扩大民生保障的覆盖范围，进而有效提高居民尤其是中等收入居民的消费能力，提升社会消费倾向，有助于消费潜力的释放。因此，2015年的社会消费品零售总额预计能得到较好的支撑。

## 2.7 2015年GDP增长预测放缓至7.0%

**经济增速换挡，2015年GDP增速或放缓至7.0%。**中央经济工作会议表明，中国经济正从高速增长转向中高速增长，经济发展方式正从规模速度型粗放增长向质量效率型集约增长转变，经济结构正从增量扩能向调整存量优化增量并存转变，经济发展动力正从传统增长点向新增长点转变。2015年的经济将体现更多的「新常态」特征，在增速有所放缓的同时，就业保持相对稳定，经济结构进一步改善，可持续性增强。2015年美国经济复苏，欧洲日本仍处于脆弱的低速增长，出口在此背景下有望略有加速，部分抵消了房地产投资减速产生的经济

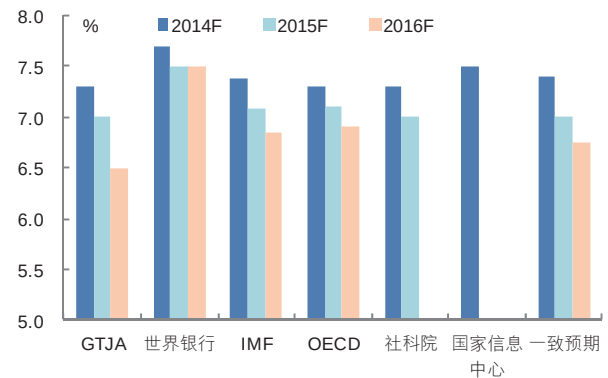
下行压力，但出口难以显著提升。消费或平稳增长，最终消费对经济增长的贡献或继续上升。因库存较高，房地产投资受到制约。基础设施投资仍将对稳增长起到关键作用，但资本形成对经济增长贡献或减弱。中国经济正在由制造业向服务业主导的模式转型，而各项改革措施对促进结构调整的效果将逐步显现，第三产业占GDP比重继续上升。市场一致预期显示，2015–2016年GDP增速介于6.5%–7.5%，这相对2014年预计的7.4%有所放缓，但未来2–3年增速有望探底，实现新常态增速。

中国GDP季度增长预测



资料来源：Bloomberg。

中国GDP年增长预测



资料来源：国泰君安国际根据各机构报告整理。

### 三、CPI预计在相当低的水平

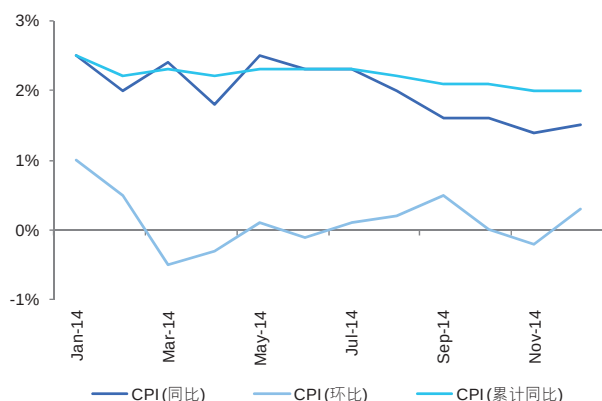
2014年中国居民消费价格总水平(CPI)同比仅上涨2.0%，其中食品及非食品于2014年下半年的价格升幅均较2014年上半年为低。预计2015年食品价格增幅稳定，大宗商品价格下跌，抵消环保成本的上升，通胀应在相当低的水平，引导货币政策转为宽松，防止通缩。

#### 3.1 食品价格预期将增幅稳定

2014年中国食品价格上升3.1%，食品于中国CPI占比约33.2%，其中肉禽及其制品(不含猪肉)、鲜菜、猪肉、粮食、水产品、鲜果、液体乳及乳制品、油脂及鸡蛋分别占中国CPI比重约为4.5%、3.2%、3.2%、3.0%、2.6%、2.0%、1.4%、1.3%和0.8%。我们上面提及过的各种食品合共占CPI比重约22.0%，其它食品约占11.2%，而其它非食品则约占66.8%。2014年上面提及过的各种食品的价格升幅合共推高CPI约0.7个百分点；其它食品价格累计同比增长约2.9%，贡献CPI约0.3个百分点。下面是我们对各种食品2015年价格的预测，我们预期猪肉、油脂及鲜菜于2015年的平均价格同比升幅会高于2014年；水产品、粮食及鸡蛋于2015年的平均价格按年变动与2014年相若；而鲜果、牛肉、羊肉和液体乳及乳制品于2015年的平均价格同比增长会低于2014年。2014年猪肉价格同比下跌4.3%，而同期牛肉及羊肉价格则分别上升6.3%及4.3%，我们认为该等肉类供应充足，饲料成本稳定，但需求仍然疲弱，2015年肉禽及其制品平均价格预期将不会较2014年反弹，因此，我们预期2015年猪肉、牛肉及羊肉的平均价格与2014年持平。2014年液体乳及乳制品价格同比上升8.5%，但中国生鲜乳及进口乳粉价格回调，加上国产与进口常温奶价格竞争加剧，我们预期2015年液体乳及乳制品平均价格与2014年持平。2014年鲜菜、鲜果、鸡蛋、水产品、粮食及油脂价格按年变动分别为-1.5%、18.0%、10.4%、4.4%、3.1%及-4.9%，我们预期该等食品价格的按年变动分别约为10%、10%、10%、5%、0%及0%。综合而言，我们预测2015年食品价格变动将推高中国CPI约1.2个百分点，比2014年食品价格对CPI的影响轻微上升0.2个百分点。

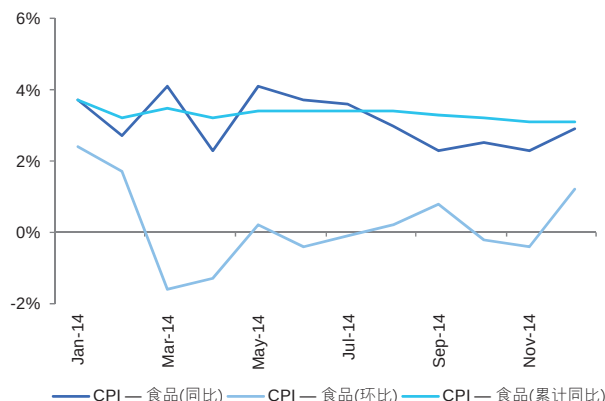


居民消费价格指数 — 综合



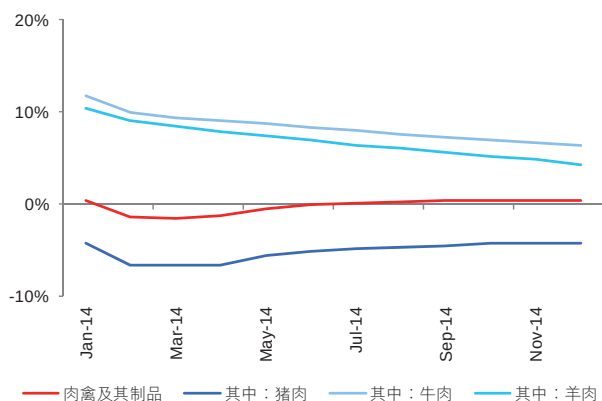
资料来源：中国统计局。

居民消费价格指数 — 食品



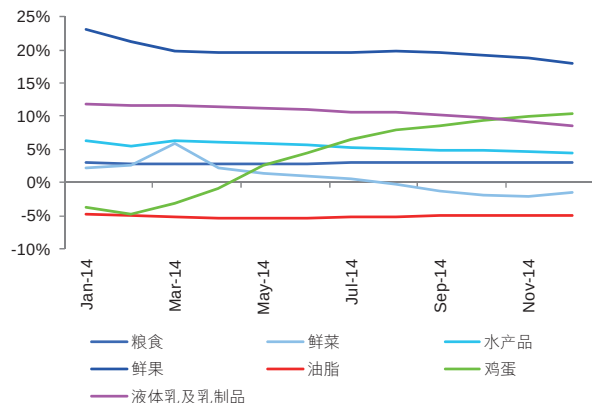
资料来源：中国统计局。

肉禽及其制品价格累计同比涨跌幅



资料来源：中国统计局。

其它主要食材价格累计同比涨跌幅



资料来源：中国统计局。

## 3.2 油气、煤电、水及基础材料价格

**油气：**原油价格于2014年中开始下跌，布伦特原油于2015年初已跌至50美元／桶以下的水平。虽然我们不为原油价格会长时间维持在这一水平，但2015全年均价同比将会有较大幅度的下降。我们目前的全年均价假设为70美元／桶，同比下降29.2%。国内由于分别提高了汽柴油的消费税52.0%和50.0%至人民币1.52元／升和1.20元／升，同时柴油品质也会于1月1日升级为国IV，价格会上升人民币370元／吨。由此计算国内成品油价格全年均价同比应是下降10%，会大大小于原油的降幅。对于天然气，国内是2014年9月份对非居民存量气最高门站价上调人民币0.4元／立方米。我们再假设2015年9月份再上调0.45元／立方米以并轨增量气价格，这样计算国内天然气于2015年同比将上升10.3%。综合上述分析，虽然消费税、汽油品质提升和天然气提价均部分抵消原油价格下降的效果，我们仍认为会帮助国内形成非常低的通胀环境，从而引导货币政策转变为偏宽松。

**煤电：**纵观2014年全年，国内煤炭价格延续了2012年及2013年的下行态势，环渤海动力煤价格指数由年初的610元／吨下挫至8月末最低的478元／吨，此后小幅回升至12月中的526元／吨，全年均价约526元／吨，比2013年同比下跌11%，主要由于：1) 2014年水电装机增加迅猛，来水较好，水电发电量同比大幅增加(首11个月同比增加22.4%)，导致火电发电量增速疲弱(首11个月同比减少0.3%)，使动力煤需求受到挤压，2) 整体经济增速放缓，特别是重工业增速放缓(首11个月累计同比增速3.6%)，导致用电量增速放缓至十多年来的低位(首11个月累计用电量同比增速3.7%)。受煤价持续下跌影响，国家发改委于年内再度下调了燃煤电厂标杆上网电价(9月1日起生效，全国平均下调0.93分／度)。展望2015年，中国经济结构转型将继续，高耗能行业增速将维持低位，动力煤需求增长继续受压，而煤炭总产能预计继续释放，煤炭产能总体过剩的情况将持续，因此2015年动力煤均价较大可能继续在低位徘徊。而2014年火电上网电价的下调的递延效果将在2015年有持续影响。因此2015年煤电产品对PPI将维持向下的影响，进而对CPI间接产生向下的影响。

**有色金属：**预计在全球经济温和增长的背景下，有色金属的消费需求增长缓慢，且各金属的供应十分充裕。有色金属的价格仍由其各自的基本面主导：铜供应过剩的情况仍将持续，且目前铜价远高于其生产成本，我们认为铜价在**2015年**仍然面临下行压力；铝、铅、锌的产能过剩，但价格目前维持在行业平均生产成本附近，因此这些金属的价格将维持区间波动的格局。特别是国内铝产能仍在扩张，国内铝价受到的压力更大；镍市场总体而言供应依旧充足，印度尼西亚禁止出口镍矿石的影响已逐步消失，未来缺乏进一步上涨的动能。我们认为**2015年**有色金属价格整体稳中看跌，不会推动**PPI**上涨。

**水：****2015年**水价上升压力较大，对**CPI**提高的贡献将增加。根据**2014年**初发改委及住建部共同印发的「关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见」，到**2015年**年底以前，所有设市城市原则上都要实行居民阶梯水价制度，而具备实施条件的建制镇原则上也要跟进。由于制度设计以阶梯价格机制达到促进节约用水、提高水资源利用效率，导致平均水价较以往有一定提高。另外，市场预计「水十条」将于**2015年**一月推行，其重要目标之一为于**2017年**以前将所有生活用水提高至**1级A**的标准。据统计，现时只有**25%**的生活用水是**1级A**的标准，有**50%**为**1级B**，而**25%**甚至只有**2级**。我们认为随着「水十条」的推出及新环保法于**2015年1月1日**开始落实，水污染治理的投资必定大增，亦将令水价增加。值得注意的是最近一年**CPI**持续走低，将令水价提高提供了较大空间。我们认为**2015年**水价涨幅将会较**2014年**高，对**CPI**提高的贡献将高于**2014年**。

**钢铁水泥：****2015年**基础材料（钢材和水泥）受基建、房地产等固定资产投资增速下移影响，整体市场预计需求表现偏弱。从钢材来看，由于供大于求情况比较突出，原材料如矿石焦煤一直在一个十分低的水平，从而令到**2014年**以来价格走势相当疲软。而水泥价格地区差异较大，区域集中度较高的地区价格明显较强而集中度低的地区价格明显较弱。企业集体调价机制实行得宜，尽管需求较弱但企业依然可以把一些集中度较高的地区价格控制在一个较高的水平。因房地产市场的拖累，预测基础材料市场持续弱势运行。我们认为水泥价格下滑趋势将持续到**2015年**上半年。行业依然以遏制新增产能为主要任务，形成不仅不新增产能而且要加快淘汰落后步伐的表率；另一方面，继续在节能限产方面加大力度，遏制价格下滑；此外，还要在联合重组、转型升级等方面积极努力。我们认为**2015年**全年水泥价格可能较**2014年**有轻微下跌或持平，因基建和房地产等固定资产投资增速下滑难以推动水泥价格上升。钢材方面由于产能过剩情况相对比较突出，未来**2-3年**依然以重建供需平衡为主。**2015年**全年钢价表现将弱于**2014年**，但强于**2014年**四季度。**2015年**市场关注的焦点将在成本方面。钢材现货而言，价格从现在到春节前，在资金紧张，需求萎缩，钢厂订单压力加大的情况下，基本上不会有什么反弹机会，春节后随着工程开工及资金好转，钢价有望迎来一波短期上涨行情。

### 3.3 环保继续推升成本

「十二五」期间，预计全社会对环保的投资将超过**5万亿元人民币**。环保投入正在逐年递增，尤其是当下国务院正致力于改善国内整体环境的大前提下。「十二五」的前三年里，全社会对环保的投资大概在**2.4万亿元人民币**左右，并预计于**2015年**时累计超过**5万亿元人民币**，这其中包括对政府、金融机构、企业和社会的投资。全社会对环保的投入在不断地上升，昭示着各行各业的附加营运成本也在随之攀升并将拉动物价**CPI**的逐年增长。

自**2014年7月1日**起，国内**2012年**之前建成的火电厂开始执行新版大气污染物排放标准。此新版火电厂排放标准与欧盟、日本、加拿大、澳大利亚等发达国家现有污染排放标准差不多，实施后预计将大幅降低国内火电厂烟尘、二氧化硫以及氮氧化物等污染物的排放量。为实现达标排放，过去几年国内火电企业不断加快燃煤机组脱硫、脱硝以及除尘方面的减排进程。此新版大气污染物排放标准是继**2013年**颁布了的《大气污染防治行动计划》（大气十条）以来又一条关于大气污染防治及污染物排放标准的重大环保政策。

为了加快推动能源生产和消费革命并进一步提升煤电高效清洁发展，国家发改委于**2014年9月12日**印发了《煤电节能减排升级与改造行动计划（**2014-2020年**）》。此行动计划严格限定了全国新建煤电机组平均供电煤耗需等于或低于**300克标准煤/千瓦时**，并要求新建燃煤机组大气污染物排放浓度基本达到燃气机组排放限值。该行动计划也规定了当前的高污染燃煤机组需进行改造升级，并于**2020年**时达到或接近新建火电机组的污染物排放标准。在执行更严格的能效环保标准的前提下，当局力争煤炭于**2020年**时占一次能源消费比重下降到**62%**以内。此行动计划所附带的严格的污染物排放标准预计将给企业带来额外的环保支出，并最终导致物价的攀升。



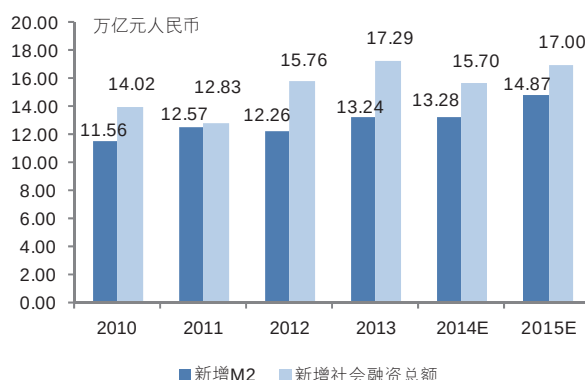
史上最严的新《环保法》将于**2015年1月1日全面实施**。此新《环保法》修改于旧版环保法的基础之上，并将以更严格的法令来约束及严惩违规排污的企业。新法对环境保护的基本制度作出了规定，比如从环境规划、环境标准、环境监测、生态补偿、排污许可等方面都作出了新的安排和规定。据统计，仅**2014年**环保部门向公安部门移送涉嫌环境违法行为的案件超过了过去**10年**的总和。我们认为新环保法的实施将更有效地遏制当前企业故意违法的侥幸心理并于中长期内使环境污染得到一个比较大的改善。旧环保法始发布于**1989年**，在经过**25年**的实践中已不再适应当下的市场经济体制。相对于旧环保法，新环保法的规定变得更加严格，并主要体现在更加重视环评及排污许可的源头管理，明确环保管理系统更多权力与职责，加大信息公开以及公众参与力度。新法将根据污染环境程度的轻重，实施管理强度大小依次为现场检查、查封扣押、按日记罚、责令停业、限制生产、司法起诉等。我们相信企业的违法成本将随着此新法的实施而上升，而更为严格的污染物排放标准也将使企业的运营成本上升。

除了新《环保法》以外，《水污染防治行动计划》(「水十条」)也即将于近期出台。水污染防治需要的投资将比大气治理来得更多，规模也会更大，主要是由于其中涉及很多公共设施的建设，比如污水处理厂等。关于「水十条」的具体内容，目前市场仅仅对于大致治理方向、总投资规模等有所了解，仍然处于对政策预期模糊的阶段。不过业界普遍认为新政策的重点将会环绕在水污染治理方面，具体包括工业废水，工业园区，市政提标改造与再生水利用，农村环境整治等方向。另外，保护水质较好的水源也将成为该新政策的另一核心方向。《水污染防治行动计划》的资本投入预计将达到**2万亿元人民币**。「水十条」的颁布预计将加大企业的运营成本并随之转嫁给消费者。

### 3.4 货币供应量有一定的拉升作用

预计**2015年货币供应量对通胀有一定拉升**。2014年以来，国内整体上执行了稳健货币政策。为了抑制经济泡沫、降低经济杠杆，尽管经济下滑压力有所加大，但是货币供应量保持了稳定。2014年前**11月**，M2新增**102,081亿元**人民币，与2013年同期相比下滑**2.88%**；社会融资规模达**146,711亿元**人民币，同比下滑**8.67%**。在货币政策稳健、货币供应量稳定的情况下，通货膨胀压力下降，2014年CPI整体处于低位。展望2015年，犹如我们在后面货币政策章节中论述，我们预计货币政策将偏宽松。根据我们估计，2015年M2将新增**148,716亿元**人民币，与2014年同期增量相比增长**12.0%**；社会融资规模达**170,000亿元**人民币，同比上涨**8.3%**。在货币供应量继续保持适当规模的情况下，货币对通货膨胀有一定的拉升，预计全年新增货币供应量对CPI的影响在**1.5%–2.2%**左右。

新增M2与新增社会融资总额



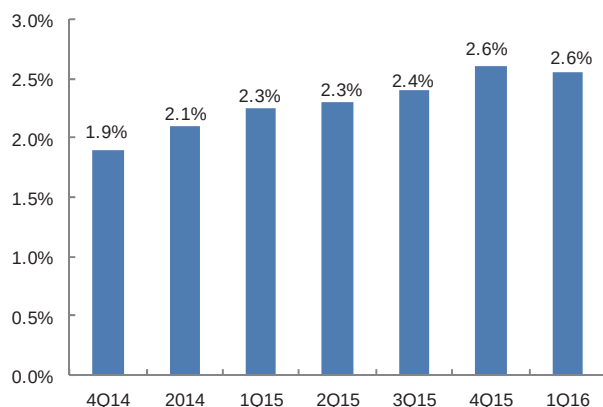
资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

### 3.5 CPI预测

**2015年CPI或将环比上升，但仍将保持相当低的水平**。影响2015年CPI的主要因素包括食品价格、PPI走势及大宗商品价格等。由于2015年经济增速或进一步放缓，因此物价缺乏快速上涨的支撑。另一方面，中国粮食产量持续增加，粮价也不存在快速上涨的基础。因此，食品价格的涨幅2015年有望保持基本稳定。随着经济结构调整的深化、部分产业对过剩产能的消化、以及房地产投资减速对需求的抑制，因此产出缺口对PPI的影响或

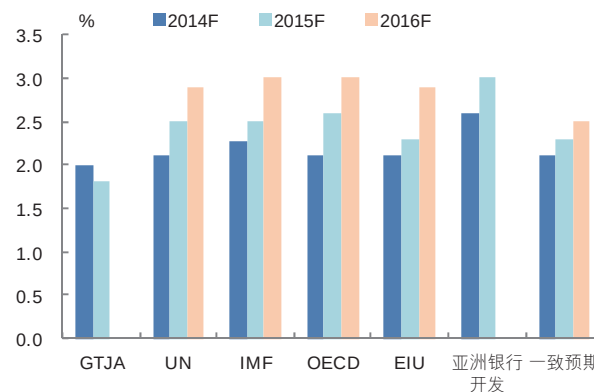
趋于中性，PPI的走势及其向CPI的传导2015年或相对有限。虽然2015年大宗商品的价格跌幅相比2014年或有所收窄，但根据各机构预测，能源及其它国际大宗商品价格或仍保持下行趋势。2015年国际输入型通胀压力将转为输入型通缩压力，中国进口价格指数仍将下行。市场一致预期显示，2015年CPI增速介于1.8%–3.0%，这相对2014年预计的2.0%环比有所下降，我们预计会保持相当低的水平。

中国CPI季度预测



资料来源：Bloomberg。

中国CPI年增长预测



资料来源：国泰君安国际根据各机构报告整理。

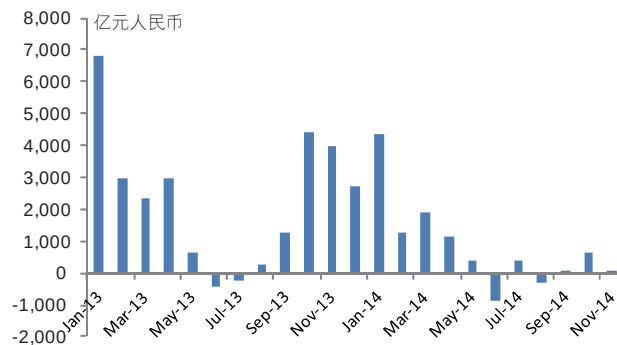
## 四、货币政策偏宽松

预期外汇占款仍会放缓，在稳经济、低通胀和房价有所调整的背景下，预期货币政策偏宽松。为引导资金多流向实体，同时避免房价反弹过快，央行将采用多样化货币政策工具。

### 4.1 从各种形式的定向宽松至全面宽松

**降低融资成本、释放流动性，货币政策工具多样化。**2014年以来，尽管出口增速有所回升，但新增外汇占款规模始终维持低位。而国家对影子银行的监控也使得中国的信用创造体系发生着变化。同时，由于经济下滑压力增大，中国人民银行逐力降低社会融资成本，稳定经济增长。在此背景下，中国基础货币投放方式发生了重大改变。即由过去以外汇占款为主的方式转变为央行通过推出常设借贷便利(SLF)、短期流动性调节工具(SLO)、抵押补充贷款(PSL)和中期借贷便利(MLF)等，主动向市场供应基础货币，同时引导利率下行。2014年1月，为了解决季节性因素导致的流动性紧张，央行创新性地宣布开展分支行常备借贷便利(SLF)试点，向10个省市的中小金融机构提供流动性支持。随着2季度以来经济下行压力增加，央行加大PSL和MLF操作力度，在2季度对国家开发银行进行了1万亿左右的PSL操作，用于支持国开行保障房建设贷款，降低保障房项目融资成本。在9月和10月通过MLF向各类银行分别投放基础货币5,000亿元和2,695亿元。为了降低社会融资成本，央行在2014年7–10月，分三次下调回购招标利率，引导利率下行。在2014年11月份，全面下调一年期存款和贷款利率各0.25个百分点和0.4个百分点，并将存款利率浮动区间上限由存款基准利率的1.1倍上调为1.2倍。为了支持小微企业以及「三农」的发展，形成新的经济增长动能，国家也多次推出定向宽松政策。2014年4月，分别下调县域农村商业银行以及信用合作社的存款准备金率2个百分点以及0.5个百分点。2014年6月，下调对三农及小微企业贷款达到一定比例的商业银行、财务公司、金融租赁、汽车金融公司的存款准备金率0.5个百分点。2014年8月中国人民银行对其部分分支行增加支农再贷款额度200亿元。同时，对贫困地区的农村金融机构的支农再贷款利率在优惠利率上再降1%。据我们测算，中国人民银行，通过各类创新型货币工具以及定向宽松政策，在2014年总共向社会注入资金达14,795亿元人民币。

中国内地月度新增外汇占款



资料来源：中国人民银行。

2014年中国主要宽松性货币政策汇总

| 宣布日期     | 内容                                                                  | 释放资金       |
|----------|---------------------------------------------------------------------|------------|
| 2014年1月  | 创新SLF，启动利率走廊上限，稳定市场预期。1月20日起，向符合条件的中小金融机构提供短期流动性支持。                 | 1,200亿元人民币 |
| 2014年4月  | 分别下调县域农村商业银行以及信用合作社的存款准备金率2个百分点以及0.5个百分点。                           | 1,500亿元人民币 |
| 2014年4月  | 央行于2014年二季度给予国开行3年期的再贷款1万亿元，专门用于支持住房金融事业部。本次再贷款3年内分期投放。             | 3,000亿元人民币 |
| 2014年6月  | 下调对三农及小微企业贷款达到一定比例的商业银行、财务公司、金融租赁、汽车金融公司的存款准备金率0.5个百分点。             | 1,200亿元人民币 |
| 2014年7月  | 央行7月31日在公开市场三个半月来首次动用14天正回购，中标利率较此前降低10个基点至3.70%。                   | —          |
| 2014年8月  | 1、对贫困地区的农村金融机构的支农再贷款利率在优惠利率上再降1个百分点。2、对部分分支行增加支农再贷款额度200亿元。         | 200亿元人民币   |
| 2014年9月  | 1、首创中期借款便利，可对金融机构提供中期流动性。2、对国有商业银行投放MLF5,000亿元人民币。                  | 5,000亿元人民币 |
| 2014年9月  | 央行再次下调14天正回购利率20基点至3.5%。                                            | —          |
| 2014年10月 | 央行再次下调14天正回购利率10基点至3.4%。                                            | —          |
| 2014年10月 | 对股份制商业银行投放MLF2,695亿元人民币。                                            | 2,695亿元人民币 |
| 2014年11月 | 1、全面下调一年期存款和贷款利率各0.25个百分点和0.4个百分点。2、将存款利率浮动区间上限由存款基准利率的1.1倍上调为1.2倍。 | —          |

资料来源：国泰君安国际根据公开资料整理。

## 4.2 预测采用多样化货币政策工具相结合

外汇占款仍预计将放缓，2015年央行货币政策工具仍将以多样化形式维持流动性。展望2015年，经济下行的压力仍将存在，中国经济增长继续由于模式调整而结构性放缓，并面临国际收支顺差总体趋于收窄的形势。在鼓励境内企业加大对外直接投资、美联储退出量化宽松(QE)、境内多措并举降低市场利率水平等多重因素的共同影响下，未来跨境资本流动可能呈现流入和流出交替出现、波动加大的局面。以上诸多基本面因素将在实体经济终端结售汇关系和央行外汇管理方式上得以体现，外汇占款将总体处于放缓态势之中。而CPI预计全年仍将维持在相对较低的水平，这将为央行的货币政策操作打开空间。在2014年12月份结束的中央经济工作会议上，中央政府表示将继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度。为了使经济维持一定的增速，支持经济结构调整，保持信贷规模的合理增长，防止房价的过快反弹，预计央行仍将选择多种货币工具来增加基础货币供应，同时维持社会融资成本低位运行。预计人民银行在利用公开市场操作和SLF、MLF、PSL等新型流动性操作增加基础货币供应的同时，可能需要动用准备金率、利率等信号更强、效果更直接的工具来保持流动性充足、利率稳定和货币供应适度增长。除此之外，预计央行也会根据国家经济调整的大方向，对小微企业以及「三农」等领域继续通过定向降准、降息、再贷款等形式给予支持。

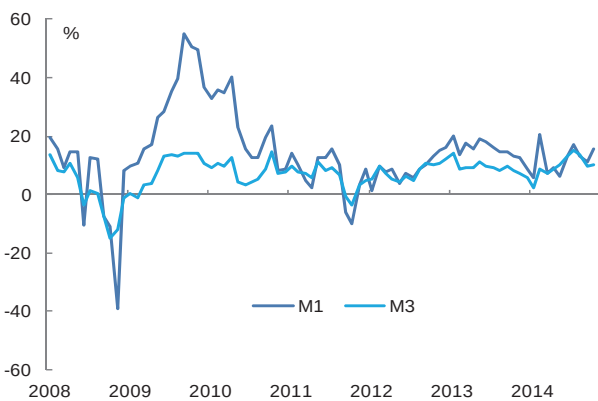
## 五、香港市场流动性稳定

美国虽退出QE，但加息仍有一段时间。而欧洲和日本预期量宽持续。国内流动性预期偏宽松，但人民币将显示在均衡水平波动。因此，香港市场流动性应表现为稳定。

### 5.1 香港流动性

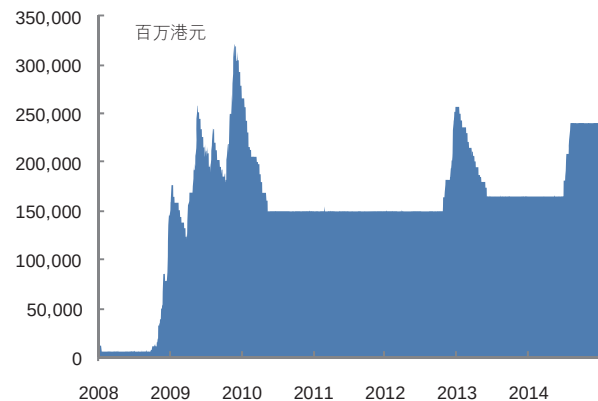
港元货币供应充足，海外资金流入，银行体系结余较年初大幅上升。2014年前10个月港元M1和M3平均同比增速为12.0%和9.9%，分别较2013年全年低3.4个百分点和高0.7个百分点；除了2月份M1增速较为波动，达到2010年10月以来的最高。6月底起，海外资金开始流入香港。港元汇率6月底已经升至7.75的交易区间下限，引发香港金管局在7月初进行了2012年底以来的首次入市干预。之后强方兑换保证被多次触发，金管局在1个月内累计注资超过650亿港元。银行体系结余自2013年6月以来一直保持在接近1,640亿港元的水平，直到2014年7月起开始增加。截至11月底，银行体系总结余为2,392亿港元。

港元货币供应同比增长



资料来源：香港金融管理局。

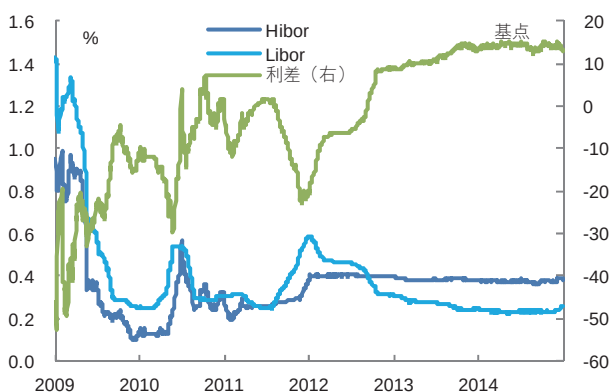
香港银行体系总结余



资料来源：香港金融管理局。

港币和美元拆息利差小幅扩大，港币兑美元先弱后强。3个月港元和美元拆息相比2014年初分别上升100个和下降105个基点，两者利差延续2013年以来的扩大趋势，2014年再温和扩大205个基点。虽然美国已退出量化宽松措施，但渐进式的温和步调并未给市场带来显著影响。美国股市和国债市场的双牛市行情也显示资金流入美国，美元流动性充裕，Libor下行更为明显。Hibor相对稳定，信贷市场平稳。港元兑美元在欧美股市牛市分流资金、人民币贬值等不利因素下1季度走弱，汇率于3月中旬升至7.7675，之后迅速向强兑换水平7.75回落，显示资金重新流入香港。虽然受到香港「占中」事件影响，港元汇率在9月底迅速贬值至7.7686，但随着事件的逐步解决以及沪港通的开通，港元汇率很快再次转强。总体而言，香港流动性水平维持稳中偏松。

3个月Hibor与同期限美元Libor利差



资料来源：香港金融管理局、Bloomberg。

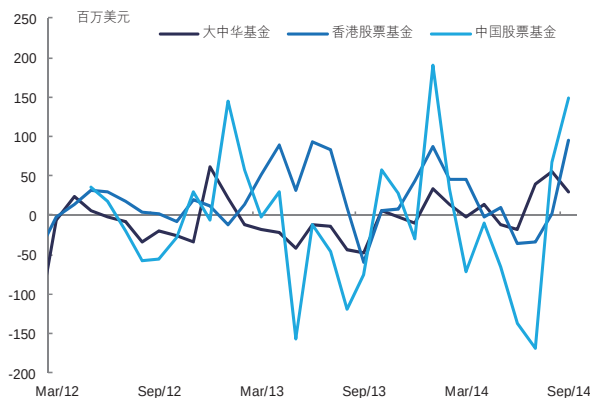
美元兑港元汇率走势



资料来源：Bloomberg。

股票基金销售显示资金流入香港规模同比有所扩大。2014年前三季度中，包含港股配置的香港股票基金、大中华基金（包含内地、香港和台湾）以及中国股票基金分别有6个、6个和4个月录得净销售。以三类基金加总的净销售规模统计，前三季度较去年全年累计同比上升10.8%。上述含港股的三类基金净销售第三季度起升幅强劲，显示在A股持续向好的情况下，净销售的扩大显示香港吸引了一定规模的资金流入。

#### 香港市场上股票基金净销售情况



资料来源：香港投资基金公会。

2014年香港新股集资额同比增长1.2%，IPO市场维持活跃，除IPO外的集资活动显著上升。彭博数据显示，以成功上市的企业计算，2014年香港IPO集资额为2,214.7亿港元，同比增长34.3%。除IPO市场以外，香港市场股份集资总额达7,011亿港元，同比上升237.3%。2014年最大型新股为万达商业(03699 HK)，集资额为288.0亿港元。银行股自去年实现2年以来首次上市以后，2014年再增添2只新股，哈尔滨银行(06138 HK)和盛京银行(02066 HK)，集资额87.7亿港元和104.0亿港元。2014年单只新股集资额达到22.1亿港元，高于2013年的17.0亿港元，显示尽管市况波动，但投资者信心并不算低迷，令IPO市场表现强劲。虽然阿里巴巴与港交所失之交臂，但年底前上市的中广核电力(01816 HK)、万达商业(03699 HK)以及北京汽车(01958 HK)合计集资额达644亿港元，显示大型新股发行在12月反弹。根据普华永道预计，2015年新股集资额或维持在2,000亿港元。

#### 2014年香港市场IPO及上市首日表现

| 公司名称                 | 代码      | 发行价<br>(港元) | 融资金额<br>(百万港元) | 上市日        | 上市首日<br>开盘价<br>(港元) | 上市首日<br>收盘价<br>(港元) | 上市首日<br>涨跌幅 | 上市首日<br>较发行价<br>涨跌幅 |
|----------------------|---------|-------------|----------------|------------|---------------------|---------------------|-------------|---------------------|
| 美捷汇控股                | 8209 HK | 1.100       | 33.0           | 01/10/2014 | 2.100               | 2.310               | 10.0%       | 110.0%              |
| Magnum Entertainment | 2080 HK | 1.500       | 144.9          | 01/23/2014 | 2.790               | 2.840               | 1.8%        | 89.3%               |
| 老恒和                  | 2226 HK | 7.150       | 1,027.8        | 01/28/2014 | 8.500               | 8.270               | -2.7%       | 15.7%               |
| 港灯一SS                | 2638 HK | 5.450       | 24,126.6       | 01/29/2014 | 5.410               | 5.340               | -1.3%       | -2.0%               |
| 力高地产                 | 1622 HK | 2.500       | 1,000.0        | 01/30/2014 | 2.480               | 2.610               | 5.2%        | 4.4%                |
| 圆美光电                 | 8311 HK | 0.300       | 99.0           | 02/07/2014 | 0.450               | 0.590               | 31.1%       | 96.7%               |
| 中国金属资源利用             | 1636 HK | 1.130       | 706.6          | 02/21/2014 | 1.000               | 0.980               | -2.0%       | -13.3%              |
| 惠生国际                 | 1340 HK | 2.050       | 251.1          | 02/28/2014 | 2.200               | 2.060               | -6.4%       | 0.5%                |
| 保利文化                 | 3636 HK | 33.000      | 2,951.8        | 03/06/2014 | 42.000              | 42.600              | 1.4%        | 29.1%               |
| 阳光100                | 2608 HK | 4.000       | 2,000.0        | 03/13/2014 | 3.700               | 3.740               | 1.1%        | -6.5%               |
| 海昌控股                 | 2255 HK | 2.450       | 2,817.5        | 03/13/2014 | 2.260               | 2.020               | -10.6%      | -17.6%              |
| 光谷联合                 | 0798 HK | 0.830       | 830.0          | 03/28/2014 | 0.790               | 0.760               | -3.8%       | -8.4%               |
| 哈尔滨银行                | 6138 HK | 2.900       | 8,768.4        | 03/31/2014 | 2.900               | 2.910               | 0.3%        | 0.3%                |
| 百奥家庭互动               | 2100 HK | 2.150       | 1,518.1        | 04/10/2014 | 2.150               | 1.770               | -17.7%      | -17.7%              |
| 宏太控股                 | 1400 HK | 0.720       | 187.2          | 04/25/2014 | 0.780               | 0.770               | -1.3%       | 6.9%                |
| 新丰泰国际有限公司            | 1771 HK | 3.610       | 541.5          | 05/15/2014 | 3.610               | 3.880               | 7.5%        | 7.5%                |
| 中国北车                 | 6199 HK | 5.170       | 10,028.4       | 05/22/2014 | 5.170               | 5.090               | -1.5%       | -1.5%               |
| 碧瑶绿色集团               | 1397 HK | 1.200       | 138.0          | 05/22/2014 | 1.250               | 1.240               | -0.8%       | 3.3%                |
| 超盈国际控股               | 2111 HK | 2.150       | 577.9          | 05/23/2014 | 2.090               | 2.120               | 1.4%        | -1.4%               |



| 公司名称               | 代码      | 发行价<br>(港元) | 融资金额<br>(百万港元) | 上市日        | 上市首日<br>开盘价<br>(港元) | 上市首日<br>收盘价<br>(港元) | 上市首日<br>涨跌幅 | 上市首日<br>较发行价<br>涨跌幅 |
|--------------------|---------|-------------|----------------|------------|---------------------|---------------------|-------------|---------------------|
| 恒兴黄金               | 2303 HK | 1.600       | 370.0          | 05/29/2014 | 1.590               | 1.640               | 3.1%        | 2.5%                |
| 电讯数码               | 8336 HK | 1.000       | 100.0          | 05/30/2014 | 1.200               | 1.190               | -0.8%       | 19.0%               |
| 青岛港                | 6198 HK | 3.760       | 3,218.7        | 06/06/2014 | 3.760               | 3.710               | -1.3%       | -1.3%               |
| 浩泽净水               | 2014 HK | 2.700       | 1,310.3        | 06/17/2014 | 2.950               | 2.990               | 1.4%        | 10.7%               |
| 瀚华金控               | 3903 HK | 1.620       | 1,895.4        | 06/19/2014 | 1.650               | 1.630               | -1.2%       | 0.6%                |
| 绿色动力环保             | 1330 HK | 3.450       | 1,190.3        | 06/19/2014 | 3.680               | 3.770               | 2.4%        | 9.3%                |
| 天合化工               | 1619 HK | 1.800       | 5,799.9        | 06/20/2014 | 1.850               | 1.790               | -3.2%       | -0.6%               |
| 中原证券股份有限公司         | 1375 HK | 2.510       | 1,501.2        | 06/25/2014 | 2.310               | 2.160               | -6.5%       | -13.9%              |
| 泛亚环境               | 6128 HK | 1.200       | 120.0          | 06/25/2014 | 1.290               | 1.180               | -8.5%       | -1.7%               |
| 都市丽人               | 2298 HK | 3.600       | 1,463.3        | 06/26/2014 | 3.400               | 3.550               | 4.4%        | -1.4%               |
| 畅捷通                | 1588 HK | 16.380      | 900.9          | 06/26/2014 | 16.000              | 15.040              | -6.0%       | -8.2%               |
| 长港敦信               | 2229 HK | 1.400       | 347.5          | 06/26/2014 | 1.300               | 1.090               | -16.2%      | -22.1%              |
| 亿达中国               | 3639 HK | 2.450       | 1,430.7        | 06/27/2014 | 2.450               | 2.440               | -0.4%       | -0.4%               |
| 恒发洋参               | 0911 HK | 1.980       | 900.0          | 06/27/2014 | 1.480               | 1.500               | 1.4%        | -24.2%              |
| 珂莱蒂尔               | 3709 HK | 4.200       | 554.2          | 06/27/2014 | 4.200               | 4.400               | 4.8%        | 4.8%                |
| 嘉耀                 | 1626 HK | 1.260       | 94.5           | 06/27/2014 | 1.170               | 1.280               | 9.4%        | 1.6%                |
| 彩生活                | 1778 HK | 3.780       | 945.0          | 06/30/2014 | 4.000               | 4.600               | 15.0%       | 21.7%               |
| 联众国际               | 6899 HK | 4.250       | 833.0          | 06/30/2014 | 3.530               | 3.750               | 6.2%        | -11.8%              |
| 金茂投资及金茂控股—SS       | 6139 HK | 5.350       | 3,581.3        | 07/02/2014 | 5.400               | 5.350               | -0.9%       | 0.0%                |
| 鸿福堂                | 1446 HK | 1.300       | 236.2          | 07/04/2014 | 1.360               | 1.710               | 25.7%       | 31.5%               |
| 康达环保               | 6136 HK | 2.800       | 1,589.0        | 07/04/2014 | 3.140               | 3.210               | 2.2%        | 14.6%               |
| 国瑞置业               | 2329 HK | 2.380       | 1,622.3        | 07/07/2014 | 2.320               | 2.500               | 7.8%        | 5.0%                |
| 世纪睿科               | 1450 HK | 1.080       | 270.0          | 07/07/2014 | 1.080               | 1.070               | -0.9%       | -0.9%               |
| 华星控股               | 8237 HK | 1.750       | 122.5          | 07/07/2014 | 2.700               | 4.600               | 70.4%       | 162.9%              |
| 北京迪信通商贸            | 6188 HK | 5.300       | 883.3          | 07/08/2014 | 5.300               | 5.070               | -4.3%       | -4.3%               |
| 城建设计               | 1599 HK | 2.750       | 1,066.8        | 07/08/2014 | 3.110               | 3.010               | -3.2%       | 9.5%                |
| 百本医护               | 8216 HK | 0.500       | 50.0           | 07/08/2014 | 2.500               | 1.920               | -23.2%      | 284.0%              |
| 天鸽互动               | 1980 HK | 5.280       | 1,847.5        | 07/09/2014 | 5.990               | 5.720               | -4.5%       | 8.3%                |
| 绿叶制药               | 2186 HK | 5.920       | 6,805.6        | 07/09/2014 | 6.800               | 6.700               | -1.5%       | 13.2%               |
| 中国新城市              | 1321 HK | 1.300       | 608.4          | 07/10/2014 | 1.530               | 1.570               | 2.6%        | 20.8%               |
| 盛诺集团               | 1418 HK | 1.060       | 795.0          | 07/10/2014 | 1.060               | 1.040               | -1.9%       | -1.9%               |
| 依波路                | 1856 HK | 3.000       | 198.0          | 07/11/2014 | 3.020               | 3.100               | 2.6%        | 3.3%                |
| 先达国际物流             | 6123 HK | 1.180       | 135.7          | 07/11/2014 | 1.280               | 1.160               | -9.4%       | -1.7%               |
| 宝企业控股              | 1367 HK | 0.520       | 62.4           | 07/11/2014 | 0.720               | 0.520               | -27.8%      | 0.0%                |
| 中国飞机租赁             | 1848 HK | 5.530       | 728.9          | 07/11/2014 | 5.700               | 5.470               | -4.0%       | -1.1%               |
| 中国圣牧               | 1432 HK | 2.390       | 1,063.1        | 07/15/2014 | 2.450               | 2.380               | -2.9%       | -0.4%               |
| 中国虎都               | 2399 HK | 3.900       | 468.0          | 07/16/2014 | 4.030               | 4.000               | -0.7%       | 2.6%                |
| Millennium Pacific | 8147 HK | 1.350       | 46.6           | 07/18/2014 | 2.710               | 6.630               | 144.6%      | 391.1%              |
| 科通芯城               | 0400 HK | 4.000       | 1,375.2        | 07/18/2014 | 4.000               | 3.980               | -0.5%       | -0.5%               |
| 中持基业               | 8125 HK | 0.600       | 45.0           | 07/18/2014 | 1.100               | 1.640               | 49.1%       | 173.3%              |
| 博大绿泽               | 1253 HK | 1.300       | 279.8          | 07/21/2014 | 1.410               | 1.470               | 4.3%        | 13.1%               |
| 万洲国际               | 0288 HK | 6.200       | 18,305.6       | 08/05/2014 | 6.800               | 6.660               | -2.1%       | 7.4%                |
| 港银控股               | 8162 HK | 0.360       | 43.2           | 08/05/2014 | 1.330               | 1.260               | -5.3%       | 250.0%              |
| 润东汽车               | 1365 HK | 3.580       | 961.7          | 08/12/2014 | 3.580               | 3.570               | -0.3%       | -0.3%               |
| 朝威控股               | 8059 HK | 0.400       | 62.0           | 08/15/2014 | 2.030               | 1.750               | -13.8%      | 337.5%              |
| 冠辉保安控股             | 8315 HK | 0.385       | 61.6           | 08/20/2014 | 2.000               | 1.680               | -16.0%      | 336.4%              |
| 中国宏泰发展             | 6166 HK | 3.100       | 1,133.5        | 08/25/2014 | 3.110               | 3.260               | 4.8%        | 5.2%                |
| 创业集团               | 2221 HK | 0.860       | 86.0           | 09/19/2014 | 0.910               | 1.160               | 27.5%       | 34.9%               |
| 神州租车               | 0699 HK | 8.500       | 4,167.5        | 09/19/2014 | 10.000              | 10.960              | 9.6%        | 28.9%               |
| 嘉士利集团              | 1285 HK | 3.700       | 425.5          | 09/25/2014 | 4.180               | 3.890               | -6.9%       | 5.1%                |
| 强泰环保               | 1395 HK | 0.550       | 110.0          | 09/26/2014 | 0.800               | 0.940               | 17.5%       | 70.9%               |
| 壹照明集团              | 8222 HK | 0.500       | 50.0           | 09/29/2014 | 3.500               | 4.100               | 17.1%       | 720.0%              |
| 中广核美亚              | 1811 HK | 1.710       | 2,033.2        | 10/03/2014 | 1.930               | 1.960               | 1.6%        | 14.6%               |
| 拉夏贝尔               | 6116 HK | 13.980      | 1,938.2        | 10/09/2014 | 13.980              | 14.000              | 0.1%        | 0.1%                |
| 乐亚国际控股             | 8195 HK | 0.600       | 60.0           | 10/10/2014 | 4.060               | 4.150               | 2.2%        | 591.7%              |
| 爵士芭蕾舞学院            | 8363 HK | 1.500       | 75.0           | 10/14/2014 | 4.500               | 4.830               | 7.3%        | 222.0%              |
| 华虹半导体              | 1347 HK | 11.250      | 2,572.8        | 10/15/2014 | 11.100              | 10.740              | -3.2%       | -4.5%               |



| 公司名称         | 代码      | 发行价<br>(港元) | 融资金额<br>(百万港元)    | 上市日        | 上市首日<br>开盘价<br>(港元) | 上市首日<br>收盘价<br>(港元) | 上市首日<br>涨跌幅  | 上市首日<br>较发行价<br>涨跌幅 |
|--------------|---------|-------------|-------------------|------------|---------------------|---------------------|--------------|---------------------|
| 三和建筑集团       | 3822 HK | 1.500       | 150.0             | 10/16/2014 | 1.850               | 1.620               | -12.4%       | 8.0%                |
| 雅骏控股         | 1462 HK | 1.100       | 110.0             | 10/16/2014 | 1.120               | 1.000               | -10.7%       | -9.1%               |
| 衍生集团         | 6893 HK | 1.180       | 236.0             | 10/16/2014 | 1.610               | 1.370               | -14.9%       | 16.1%               |
| 奥星生命科技       | 6118 HK | 3.120       | 429.3             | 11/07/2014 | 3.850               | 3.570               | -7.3%        | 14.4%               |
| 盛力达科技        | 1289 HK | 7.720       | 247.0             | 11/11/2014 | 9.000               | 11.340              | 26.0%        | 46.9%               |
| 富临集团控股       | 1443 HK | 1.550       | 503.8             | 11/13/2014 | 1.410               | 1.310               | -7.1%        | -15.5%              |
| 伟志控股         | 1305 HK | 3.680       | 184.0             | 11/18/2014 | 3.250               | 3.240               | -0.3%        | -12.0%              |
| 枫叶教育         | 1317 HK | 2.880       | 961.9             | 11/28/2014 | 3.100               | 2.890               | -6.8%        | 0.3%                |
| 东瀛游          | 6882 HK | 1.390       | 173.8             | 11/28/2014 | 1.380               | 1.360               | -1.4%        | -2.2%               |
| 丘钛科技         | 1478 HK | 2.790       | 697.5             | 12/02/2014 | 2.790               | 2.620               | -6.1%        | -6.1%               |
| 飞鱼科技         | 1022 HK | 2.200       | 660.0             | 12/05/2014 | 2.260               | 2.210               | -2.2%        | 0.5%                |
| KSL Holdings | 8170 HK | 0.600       | 61.7              | 12/05/2014 | 2.500               | 4.260               | 70.4%        | 610.0%              |
| 恩达集团控股       | 1480 HK | 1.230       | 73.8              | 12/08/2014 | 1.430               | 1.360               | -4.9%        | 10.6%               |
| 中广核电力        | 1816 HK | 2.780       | 24,533.5          | 12/10/2014 | 3.450               | 3.310               | -4.1%        | 19.1%               |
| 长飞光纤光缆       | 6869 HK | 7.390       | 1,181.4           | 12/10/2014 | 7.250               | 6.710               | -7.4%        | -9.2%               |
| 富贵生命         | 1438 HK | 3.00        | 2,024.1           | 12/17/2014 | 2.36                | 2.10                | -11.0%       | -30.0%              |
| 密迪斯肌         | 8307 HK | 0.60        | 60.0              | 12/18/2014 | 2.90                | 3.12                | 7.6%         | 420.0%              |
| 北京汽车         | 1958 HK | 8.90        | 11,025.5          | 12/19/2014 | 8.90                | 8.85                | -0.6%        | -0.6%               |
| 万达商业         | 3699 HK | 48.00       | 28,800.0          | 12/23/2014 | 48.00               | 46.75               | -2.6%        | -2.6%               |
| 粤丰环保         | 1381 HK | 2.33        | 1,165.0           | 12/29/2014 | 2.35                | 2.34                | -0.4%        | 0.4%                |
| 盛京银行         | 2066 HK | 7.56        | 10,395.0          | 12/29/2014 | 7.56                | 7.58                | 0.3%         | 0.3%                |
| 震升工程         | 2277 HK | 0.6         | 154.5             | 12/29/2014 | 0.67                | 0.63                | -6.0%        | 5.0%                |
| BBi 生命科学     | 1035 HK | 1.75        | 229.5             | 12/30/2014 | 1.71                | 1.75                | 2.3%         | 0.0%                |
| 蓝港互动         | 8267 HK | 9.8         | 724.9             | 12/30/2014 | 9.81                | 9.8                 | -0.1%        | 0.0%                |
| 简单平均         |         | (合计:)       | <b>221,470.99</b> |            |                     |                     | <b>2.94%</b> | <b>56.96%</b>       |
| 主板新股表现:      |         |             |                   |            |                     |                     | <b>0.08%</b> | <b>8.60%</b>        |

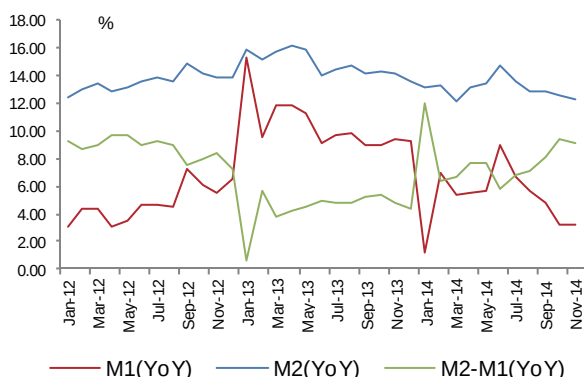
资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

预计2015年香港市场流动性将保持相对稳定。虽然美国在2014年第四季退出了量化宽松措施，但通胀较低美元强势，市场普遍认为距离加息仍有一段时间。而欧洲和日本预期量宽持续，流动性充裕。国内流动性预期偏宽松，但人民币将显示在均衡水平波动。因此，总体预计2015年香港市场流动性将保持相对稳定。

## 5.2 内地流动性

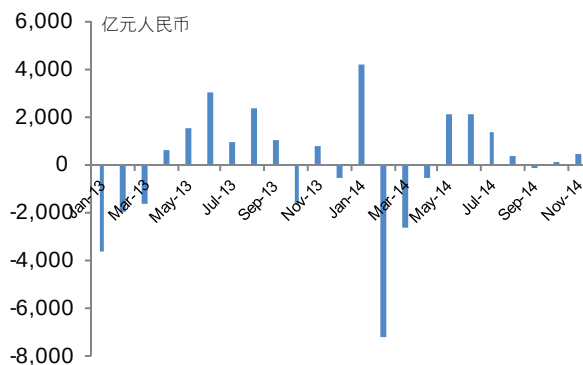
预计中国内地2015年的流动性将偏宽松。2014年，中国内地的货币政策整体中性偏松。1季度，受国家严控影子银行、控制信贷、以及余额宝等互联网产品分流银行资金等影响，M2同比增速开始一路下滑到3月份的12.1%。而随着影子银行类产品收益率下滑导致的资金回流银行业、经济活力重升、央行对「三农」定向降准、以及支持首套房贷款等微调政策的出台，M2同比增速则自4月份开始反弹。截至2014年6月30日，中国的M2的同比增速达14.7%。下半年受经济下滑压力加大、国家出台银行存款偏离度监管政策等因素的影响，M2增速重回下滑通道。截至2014年11月30日，M2同比增速为12.3%。从银行间货币资金投放情况看，4月中上旬之前在利率下行的情况下，央行采取净回笼以保持利率稳定。4月下旬之后，为了降低社会融资成本，稳定经济增长以及支持经济结构调整，央行基本上已净投放为主，维持银行间利率低位运行，并在后期以其它形式增加流动性。整体上看，2014年内地流动先紧后松。在稳增长的背景下，预计中国内地流动性2015年将偏宽松。我们预计，2015年M2增速可达12%左右，新增货币总量约为148,716亿元人民币。

M1，M2和M2-M1的同比增速



资料来源：中国人民银行。

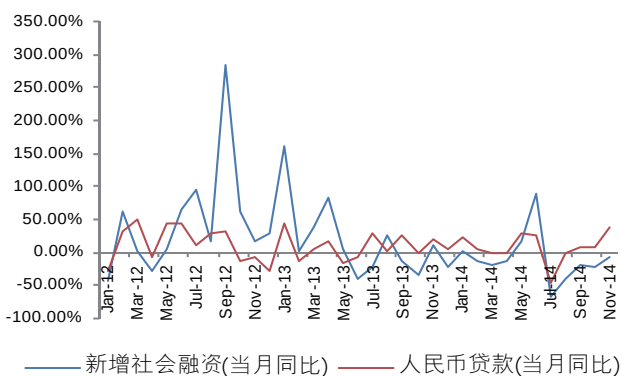
银行间资金净投放



资料来源：中国人民银行。

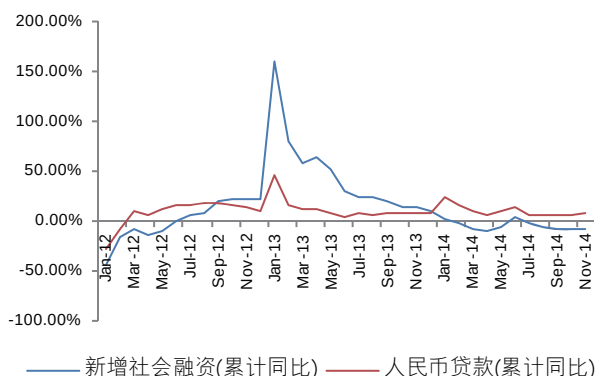
**社会融资规模将小幅增长。**2014年，在国家规范影子银行业务、部分影子银行产品风险暴露、资产泡沫得以有效控制的背景下，委托贷款、信托贷款以及承兑汇票等业务规模逐渐收缩，致使整体社会融资规模同比下降。截至2014年11月30日，社会融资规模达146,711亿元人民币，累计同比下滑8.67%。从结构上看，人民币贷款前11个月累计同比增长了6,749亿元人民币；外币贷款累计同比下降了2,326亿元人民币；委托贷款累计同比下降了2,220亿元人民币；信托贷款累计同比下降了14,220亿元人民币；承兑汇票累计同比下降了7,971亿元人民币；企业债券累计同比增长4,777亿元人民币；股票融资累计同比增长1,841亿元人民币。展望2015年，在委托贷款、信托贷款等影子银行业务得以有效清理以及预期央行将会继续实施偏宽松的货币政策的背景下，预计人民币贷款仍将保持稳定的增长，仍将成为拉动社会融资增长的主要驱动力。2014年12月27日，央行调整存贷比计算公式，此次存贷比的调整将整体上降低银行业存贷比4-5个百分点。存贷比指标的调整也将为2015年人民币贷款的稳定增长扫清障碍。而在中央政府鼓励企业直接融资的政策导向下，预计企业债券以及股票融资会保持较快的增速。整体上看，我们预计在支持经济增长、偏宽松的货币政策背景下，2015年社会融资规模同比2014年将会有所增长。预计2015年社会融资规模增速将在8.3%左右。

新增社会融资规模、人民币贷款当月同比增速



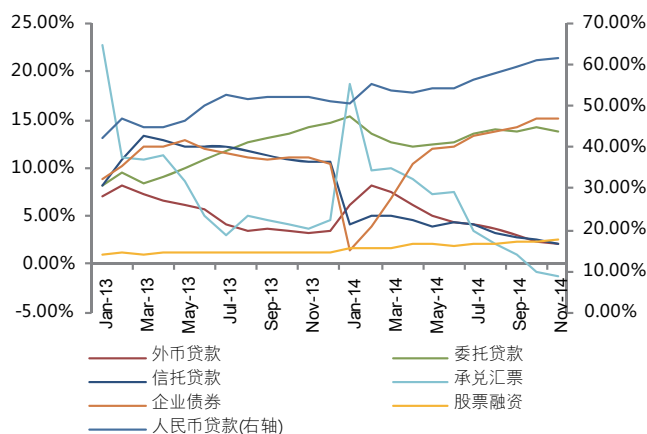
资料来源：中国人民银行。

新增社会融资规模、人民币贷款累计同比增速



资料来源：中国人民银行。

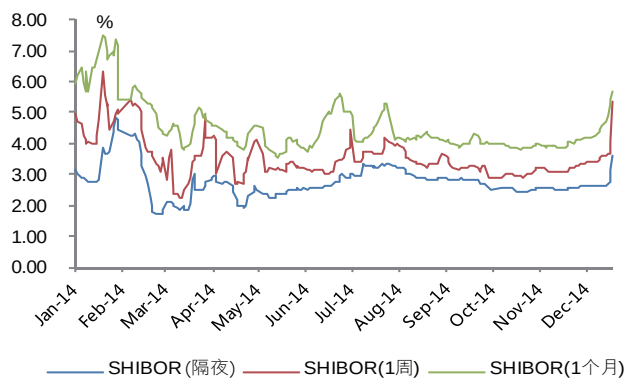
新增社会融资规模(累计)各细分部分占比



资料来源：中国人民银行。

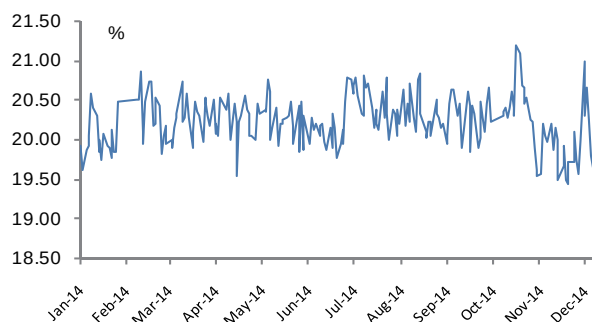
预计社会融资成本将下滑。从银行间同业拆借市场情况看，2月之前，受影子类产品分流资金、节前现金需求紧张、银行大幅放贷等因素的影响，SHIBOR(隔夜)曾一路攀升至4.80%以上。而随着国家对影子银行进行严控，SHIBOR(隔夜)自2月份开始下滑，并在年中之前维持在3.00%以下。但年中之后，受银行间资金紧张的影响，SHIBOR(隔夜)开始小幅反弹，升至3.00%以上。随后，央行开始通过降低回购招标利率、对银行通过MLF注入资金以及非对称性降息等措施，引导市场利率下行，降低社会融资成本。在央行的多项政策引导下，8月份开始，SHIBOR(隔夜)开始下行，并重回3.00%以下。展望2015年，出于支持实体经济增长的目的，我们预计央行仍将会通过多种政策工具，维持银行间同业拆借利率低位运行，从而引导社会融资成本下行。

银行间同业拆借利率走势



资料来源：中国人民银行。

温州民间融资利率



资料来源：温州市金融办。

## 六、税制改革产生红利

国内目前仍不断深化财税体制改革，总结以营改增为主的多个税种改革来看，总体税负应是有所下降，而尤其小微企业政策优惠明显。

十八届三中全会以来，企业减税成为全面深化改革的重点。2014年6月30日，《深化财税体制改革总体方案》获得通过，决定从改进预算管理制度、深化税收制度改革、调整中央和地方政府间财政关系等方面重点推进改革。减税已经从一种刺激手段，上升为大力推进改革，释放企业活力的重点。预算改革是新一轮财税体制改革的「先行军」。营改增改革试点持续推进，2014年前3季度，累计实现减税1,448亿元。

2015年是深化财税体制改革的加速年。自从十八届三中全会，国家提出改革税制、稳定税负、提高效率、建立现代财政制度，发挥中央和地方两个积极性。其中，首先是改进预算管理制度；第二是完善税收制度；第三是建立事权和支出责任相适应的制度。全会提出，深化税收制度改革，完善地方税体系，逐步提高直接税比重。

推进增值税改革，适当简化税率。调整消费税征收范围、环节、税率，把高耗能、高污染产品及部分高档消费品纳入征收范围。逐步建立综合与分类相结合的个人所得税制。加快房地产税立法并适时推进改革，加快资源税改革，推动环境保护费改税。另外，加强对税收优惠特别是区域税收优惠政策的规范管理。税收优惠政策统一由专门税收法律法规规定，清理规范税收优惠政策。完善国税、地税征管体制。**2014年6月**，中央通过了《深化财税体制改革总体方案》，提出了**2016年**基本完成深化财税体制改革的重点工作和任务。完善税制改革的目标是建立「有利于科学发展、社会公平、市场统一的税收制度体系」，改革重点锁定六大税种，包括增值税、消费税、资源税、环境保护税、房地产税、个人所得税。另外，国务院**12月9日**发布《关于清理规范税收等优惠政策的通知》，要求切实规范各类税收等优惠政策，通过专项清理，违反国家法律法规的优惠政策一律停止执行。通过清理，有利于落实国家宏观经济政策，打破地方保护和行业垄断，推动经济转型升级。

**营改增将步入深水区。**按照财政部计划，**2015年**完成全行业的营业税改增值税。近期有报道指，财政部、国家税务总局关于生活服务业营改增调研及准备工作正在进行之中。营改增之后，生活服务业增值税一般纳税人税率或将定在**6%**，而小规模纳税人的征收率可能为**3%**。相比早前纳入营改增范围的交通运输业及电信服务业，生活服务业主要包括餐饮业、住宿业、医疗教育、家政服务业、洗染业、美发美容业、沐浴业、人像摄影业、维修服务业和再生资源回收业等服务业态。经营者分散、单店规模小、直接面对最终消费者是上述行业的主要特点。而这种小微企业的税费负担是中央力求解决的问题。另外，房地产、建筑业也有望先行实施营改增，增值税税率或定在**11%**。通过房地产行业的营改增减税政策，为房地产税的开征腾出空间。而考虑到金融业的复杂性，或将成为最后纳入营改增的行业。**2015年**营改增将步入深水区，在试点行业全面纳入营改增范围之后，下一步有望对多档增值税税率进行简化及合并档次，进一步使行业税负下降。自**2014年7月1日**起，自来水、小型水力发电等特定一般纳税人适用的增值税**6%、5%、4%、3%**四档征收率合并为一档，统一按现行简易计税办法，执行**3%**的征收率。未来更多行业的多档增值税税率有望简化及合并。

**消费税改革序幕拉开。**消费税改革主要针对部分奢侈型高端物品、以及一些容易产生环境污染、严重消耗资源的产品等，纳入消费税征税范围或提升税率。**2014年11月及12月**，调整成品油等部分产品消费税。三中全会提出稳定国家宏观税负，在总体税负不变的前提下，逐步提高直接税比重，最终形成一个结构优化的税收制度。成品油消费税的调整拉开了消费税改革的序幕，迈出财税体制改革的重要一步。据报道指，消费税改革方案已经上报国务院。对于居民基本生活消费品和其它不适合继续征收消费税的产品调出征税范围。另外，营改增后，消费税改革势在必行，需要把原来归中央的消费税调一部分给地方，成为中央地方共享税，增加地方分成比例。

**资源税改革进一步落实。****2014年10月**，财政部和国家发改委下发了《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》，自**2014年12月1日**起，将在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费费率降为零，并停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金，并特别指出山西省取消煤炭可持续发展基金。事实上，取消涉及上述税费的征收，更大程度上是为了资源税改革扫清障碍。自从**2011年11月**修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》施行，原油和天然气资源税的征收方式发生了变化。**2014年10月**，财政部下发《关于实施煤炭资源税改革的通知》，从**12月1日**起，全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率幅度为**2%—10%**。此举是煤炭资源税改革及降低煤炭企业亏损的重要步骤。另外，还要逐步将资源税扩展到水流、森林、草原、滩涂等自然生态空间。

**环境保护税立法有望提速。**随着十八届四中全会以「依法治国」为主题，环境保护税立法也有望提速。有报道指，财政部会同环境保护部、税务总局已经形成环境保护税法草案并报送国务院。环境保护税的立法，将加速落后过剩产能的淘汰。开征环境保护税，对于能耗大排污重的企业而言，需要承担的成本将提高，这也将推动企业改善技术，提高单位能源使用率，减少排污。目前看，由于现行排污费是中央地方分享税，并且地方拿大头。因此，未来针对环境保护税，或仍然保留作为地方税种的特点，以地方为主；而中央仍占有部分分配比例，集中一部分资金，适当发挥地区间的调剂作用。

**房地产税立法加快，有望成为主力税种。**房地产税，是指有关房地产的税收，包括开发、流通、保有环节。据悉，将直接以房地产为征税对象的税种或共有**6种**，分别是房产税、城市房地产税、土地增值税、城镇土地使用税、耕地占用税和契税。目前，房地产税的关键步骤仍然是立法的加快，而不动产登记确权及全国联网都在推进。**2014年11月**，广东省出台《深化财税体制改革率先基本建立现代财政制度总体方案》，其中提出将房地产税等财产行为税成为市县级政府的主体税种，从而理顺中央与地方收入分配，将具备相当规模、收入来源稳定、与产业发展关联度高的税种作为地方主体税种和主体收入。



**探索逐步建立综合与分类相结合的个人所得税制。**目前中国个人所得税的征收共有**11**类，工薪所得税是其中征收效果最高的个税类别。个人所得税改革至今，仍处在调整个税起征点的阶段。主要由于一方面对目前个人收入状况缺乏完整准确的统计，另一方面目前是把工资作为主要征收调节对象，对于资本所得却难以调节。目前，财政部已经就税收征管法开始征求意见，提出增加对自然人纳税人的税收征管规定，明确纳税人识别号制度的法律地位，并取消先缴税后复议的规定。未来，随着营改增，消费税、资源税、环境保护税和房地产税改革的逐步落实，个人所得税改革会逐渐提速。

**减轻小微企业税费负担、加大农村金融税收支持将提速。**2014年4月2日国务院常务会议提出将小微企业减半征收企业所得税优惠政策实施范围的上限，由年应纳税所得额**6**万元进一步较大幅度提高，并将政策截止期限延长至**2016**年底。9月17日，常务会议决定进一步扶持小微企业发展，重点推出政策包括在现行对月销售额不超过**2**万元的小微企业暂免征收增值税、营业税的基础上，从**2014**年**10**月**1**日至**2015**年底，将月销售额**2-3**万元的也纳入暂免征税范围。对小微企业从事国家鼓励类项目，进口自用且国内不能生产的先进设备，免征关税。**11**月**15**日国务院常务会议决定实施普遍性降费：自**2015**年**1**月**1**日起至**2017**年底，对月销售额或营业额不超过**3**万元的小微企业，自登记注册之日起**3**年内免征教育费附加、文化事业建设费等**5**项政府性基金。**11**月**19**日会议决定进一步完善小微企业不良贷款核销前列支等政策，增强金融机构扩大小微、「三农」等贷款的能力。**11**月**20**日，《国务院关于扶持小型微型企业健康发展的意见》发布，要求认真落实已经出台的支持小微企业税收优惠政策。**12**月**3**日会议决定将已经执行到期的政策延长至**2016**年**12**月**31**日：一是对金融机构不超过**5**万元的农户小额贷款利息收入免征营业税，按**90%**计入企业所得税应纳税所得额，调动金融机构向农户贷款的积极性。二是对保险公司开展种植业、养殖业保险业务的保费收入，按**90%**计入企业所得税应纳税所得额，扩大对农户的保险保障和服务。同时，针对农户贷款需求主要集中在**5**万元到**10**万元的情况，将享受税收优惠的农户小额贷款限额从**5**万元提高到**10**万元，并把对县域农村金融机构保险业收入减按**3%**征收营业税的税收优惠政策，延长至**2016**年底。另外，《个体工商户个人所得税计税办法》重新发布并于**2015**年起实施，新计税办法下，个体户缴税负担得到了减轻。包括个体工商户广告费用支出、开发新技术投入的资金，在税收方面均享受优惠。对个体工商户生产经营与家庭生活混用不能分清的费用，允许按照**40%**的比例视为与生产经营有关费用进行税前扣除。对于业主和从业人员建立补充养老保险和补充医疗保险，以及在生产经营活动中发生的部分利息支出，允许其对不超过办法规定标准的部分进行税前扣除。

## 七、房地产仍有着极为重要的影响力

房地产行业对中国经济有着极为重要的影响力。货币政策转向偏宽松，按揭利率、公积金、限购等政策放松，阻止了行业的下滑。行业成为平衡稳经济和调结构的货币政策取向的指标。

### 7.1 政策偏向明显，释放刚需去库存为政策主导方向

2014年的房地产市场正处于调整的开端。无论是房地产销售额，销售面积，新开工面积这些体现房地产市场信心的各项指标都出现明显的同比下跌。2014年的四季度开始，政策方向明显改变。首先是9月30日，中国人民银行「中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知」。人行在通知中提及首套普通自住房的家庭贷款利率下限为贷款基准利率的**0.7**倍，对拥有**1**套住房并已结清相应购房贷款的家庭再次申请贷款购买普通商品住房，执行首套房贷款政策。该通知标志着限贷正式放松。而在限购方面，多个二三线城市在2014年年中开始发文不再要求住房条数查询证明。各地也有开始调整住房公积金条例，上调公积金贷款上限，拓宽可用公积金贷款的购买对象。我们认为2015年政策将会继续促进地产销售来达到去库存的目的，进一步促进土地市场的交易回升，所以在政策方面不会再出现收紧的现象，利好销售的政策将会继续推出。

#### 多地放松房地产调控通知的主要内容

| 日期    | 出台部委    | 政策名称                               | 主要内容                                                                                                                                                                                  |
|-------|---------|------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 6月20日 | 呼和浩特市政府 | 《关于切实做好住房保障工作促进全市房地产市场健康稳定发展的实施意见》 | 取消商品房销售方案备案制度，居民购买商品住房（含二套住房）在办理签约、网签、纳税、贷款以及权属登记时，不再要求提供住房套数查询证明。允许外来人口在市区购买成套商品住房（含二手房）。住房公积金支持普通住房消费，购买普通商品住房公积金贷款首付比例调整为 <b>30%</b> ，住房公积金贷款最高额度为 <b>50</b> 万元，最长时限为 <b>30</b> 年。 |
| 7月16日 | 河北省政府   | 《关于促进河北省房地产市场持续健康发展的实施意见》          | 个人购买 <b>90</b> 平方米及以下普通住房家庭唯一住房的，按 <b>1%</b> 税率征收契税；对个人转让自用五年以上，并且是家庭唯一生活用房取得的所得，免征个人所得税等。                                                                                            |

| 日期     | 出台部委                                                            | 政策名称                           | 主要内容                                                                                                                                                                                                          |
|--------|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 7月23日  | 海口市房管局                                                          | 《关于中止执行房地产限购政策的通知》             | 从即日起，我市中止执行商品房限购政策，不再要求购房者提供住房套数证明。                                                                                                                                                                           |
| 8月1日   | 合肥市房地产管理局                                                       | 《取消限购公告》                       | 按照国家房地产市场分类调控精神，结合我市实际，经研究并报市政府同意，自2014年8月2日起，购房人在本市范围内购买住房（商品住房、二手住房）时，无需提供居民家庭住房信息查询证明。                                                                                                                     |
| 8月1日   | 太原市房管局                                                          | 《关于调整我市住房限购政策促进省城房地产市场健康发展的意见》 | 本地户口的居民购买商品住房（含二手房）在办理网签及权属登记时，不再需要提供住房套数查询证明，产权登记部门在办理相关业务时，不再对购房人的房屋套数进行查询。                                                                                                                                 |
| 8月1日   | 广西壮族自治区人民政府                                                     | 《关于做好下半年经济工作努力实现全年稳增长目标的意见》    | 适当放宽二套房贷款政策，适时、合理调整住房公积金个人住房贷款最高额度等，大力促进住房消费。                                                                                                                                                                 |
| 8月11日  | 昆明市住建局                                                          | 《加快城镇保障性住房建设分配合理调控房地产市场工作新闻通稿》 | 从即日起，居民购买商品住房（含二手住房）的，在办理签约、网签以及房屋权属登记时，不要求提供一定年限的纳税和社会保险缴纳证明。                                                                                                                                                |
| 8月18日  | 哈尔滨市住房保障和房产管理局                                                  | 《购买住房无需提供住房证明》                 | 自2014年8月16日起，购房人在哈尔滨市购买商品住房（含二手住房）办理网签备案和房屋权属登记时，不再要求提供住房情况证明。                                                                                                                                                |
| 8月20日  | 江西省政府                                                           | 《关于促进经济平稳增长若干措施》               | 落实首套房贷款优惠政策，适当降低二套房首付比例；支持商品房库存较大的城市收购符合条件的商品住房作为保障房和棚户区改造安置住房房源。                                                                                                                                             |
| 8月28日  | 西安市住房保障与房屋管理局                                                   | 《关于促进房地产市场持续健康发展有关问题的通知》       | 自2014年9月1日起，凡在本市区域内购买商品住房和二手住房的，不再申报户籍和原有住房情况。                                                                                                                                                                |
| 9月3日   | 甘肃兰州住房保障和房地产管理局                                                 | 《兰州房地产市场管理新动态》                 | 为了进一步促进该市房地产业持续、健康发展，切实满足广大群众的住房需求，经研究决定：从9月3日起，购房人在兰州市购买商品住房、二手房办理网签备案和房屋交易时，不再核查现有住房情况。                                                                                                                     |
| 9月12日  | 沈阳市房产局                                                          | 《关于解除住房限购的通知》                  | 「从即日起，本市户籍的居民在我市购买住房（含商品住房、二手住房）不再提供住房情况查询记录，非本市户籍居民购买住房不再提供纳税证明或社会保险证明」。                                                                                                                                     |
| 9月12日  | 海南省人民政府                                                         | 《关于规范农用地转用及土地征收等审批工作有关问题的通知》   | 海南要严格控制一线岸线土地资源单纯用于商品房开发；各市县原则上将一线岸线及规划建设的滨海、滨河、滨湖等优质土地资源主要用于度假区和酒店及旅游配套服务设施和相关产业的建设。                                                                                                                         |
| 9月12日  | 无锡住房公积金管理中心                                                     | 《关于调整住房公积金贷款政策的通知》             | 无锡公积金贷款额度将由此前的50万元上调到60万元。借款人及配偶正常缴纳公积金，且均符合贷款条件，可享受60万元的最高贷款额度。                                                                                                                                              |
| 9月15日  | 湖北省住建厅                                                          | 《关于促进全省房地产市场平稳健康发展的若干意见》       | 一、加强市场分类调控；二、支持合理住房消费；三、改进住房供应方式；四、发挥金融和住房公积金支持作用；五、促进房地产业转型发展；六、营造良好市场环境。                                                                                                                                    |
| 10月1日  | 河南省住房和城乡建设厅、河南省发展和改革委员会、河南省国土资源厅、中国人民银行郑州中心支行、中国银行业监督管理委员会河南监管局 | 《关于促进全省房地产市场平稳健康发展的若干意见》       | 对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为30%，贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍，具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，再次申请贷款购买普通商品住房，执行首套房贷款政策。在已取消或未实施「限购」的城市，拥有2套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭，又申请贷款购买住房，金融机构具体确定首付款比例和贷款利率水平。                    |
| 10月8日  | 北京市住房和城乡建设委、财政局、地税局                                             | 《关于公布本市各区域享受优惠政策普通住房平均交易价格的通知》 | 明确自10月8日起，购房人根据新的普通住房价格标准纳税。区域调整系数为五环内1.5、五到六环之间1.2、六环外0.9。                                                                                                                                                   |
| 10月21日 | 长春市住房公积金管理中心                                                    | 《关于调整住房公积金个人住房贷款有关政策的通知》       | 1、职工连续足额缴存住房公积金6个月（含）以上，可申请住房公积金个人住房贷款；2、对贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为30%；3、新房单笔最高贷款额度升至80万；4、外地购房可向户籍地公积金中心申请贷款；5、放款时间明确限在5个工作日内完成。                                                                             |
| 10月23日 | 乌鲁木齐市政府办公厅                                                      | 《关于促进我市房地产市场平衡健康发展的安排》         | 取消了已实施4年的个人住房限购政策以及商品住房销售价格备案政策。乌鲁木齐市将不再查询家庭拥有住房情况，非乌鲁木齐市户籍购房者也取消提交社保、个人所得税证明等限制。                                                                                                                             |
| 10月24日 | 无锡市住房公积金管理中心                                                    | 《关于调整个人住房公积金贷款政策的通知》           | 自2014年11月1日起，首次公积金贷款，套型建筑面积在90m <sup>2</sup> （含）以下的，首付款比例不得低于房屋总价的20%；套型建筑面积在90m <sup>2</sup> 以上的，首付款比例不得低于房屋总价的30%。取消第二次公积金贷款的限制条件，对还清首次公积金贷款的家庭，可办理第二次公积金贷款。第二次公积金贷款首付比例不得低于房屋总价的30%，贷款利率为同期首次公积金贷款利率的1.1倍。 |



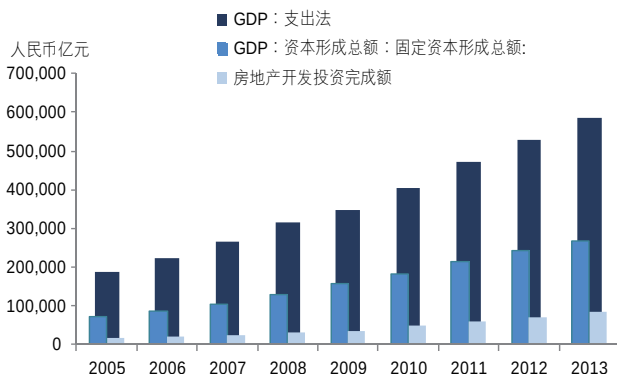
| 日期     | 出台部委                              | 政策名称                                            | 主要内容                                                                                                                                                                                          |
|--------|-----------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10月30日 | 苏州市公积金中心联合财政局、人民银行苏州市中心支行         | 《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》                          | 1、借款人缴存公积金期限从12月调整为6月；2、第二次办理首付五成调整为三成以上；3、取消住房公积金个人住房贷款担保收费项目。                                                                                                                               |
| 10月30日 | 湖南省直单位住房公积金管理中心                   | 《关于调整省直住房公积金贷款有关政策的通知》                          | 11月起对个人住房公积金贷款的有关政策作出调整，其中包括降低首套房公积金贷款首付比例至20%，恢复省内异地互贷，取消公积金贷款时间间隔等。                                                                                                                         |
| 10月30日 | 杭州市住房保障局、建委、规划局、国土局、地税局、物价局、公积金中心 | 《关于进一步促进房地产市场稳定健康发展的通知》                         | 通知明确加大公积金对职工购房的支持力度；通知提出加快落实差别化信贷政策，鼓励首套自住住房和改善型住房消费需求；通知要求加强对土地增值的征缴服务；通知规定进一步优化供地用地节奏，加强配套设施规划和建设管理工作；通知明确要加强房地产市场监督管理。                                                                     |
| 10月31日 | 石家庄住房公积金管理中心                      | 《石家庄住房公积金提取管理实施细则》                              | 详细阐述了公积金住房消费提取、非住房消费提取、提取流程及监督办法等具体操作方法。住房消费类别增多，大病可提取公积金，买外地房自住放宽提取门槛，房屋共有可提取多人公积金等。                                                                                                         |
| 10月31日 | 甘肃省住房资金管理中心                       | 《关于办理住房公积金贷款政策调整的通知》                            | 职工结清住房公积金贷款可再次申贷，实现住房公积金缴存异地互认。                                                                                                                                                               |
| 11月4日  | 济南住房公积金管理中心                       | 《关于调整部分住房公积金贷款政策的通知》                            | 1、缴存时间缩短连缴6个月即可申请贷款；2、异地互认省外缴存存济亦可申请贷款；3、继续执行差别化信贷政策；4、住房公积金最高贷款额度仍为50万元。                                                                                                                     |
| 11月7日  | 上海公积金管理中心                         | 《贯彻国家部委有关文件精神本市住房公积金个人贷款政策相应调整》                 | 1、对无住房公积金贷款记录或已结清住房公积金贷款的家庭，购买首套自住住房，执行首套房贷款政策。2、对拥有1套住房并已结清住房公积金贷款的家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金贷款购买普通商品住房的，参照首套房贷款政策执行。3、继续停止向购买第三套及以上住房的家庭发放公积金贷款。4、住房公积金个人住房贷款担保以所购住房抵押为主，取消住房公积金个人住房贷款强制性机构担保收费项目。 |
| 11月10日 | 湖北省人民政府办公厅                        | 《关于进一步加强住房公积金管理工作的通知》                           | 1、缴存职工及配偶无自有住房，可凭租赁合同，提取公积金用于支付廉租房、公租房租金，也可以支付规定额度内的商品住房租金。2、低收入困难家庭，可用公积金缴纳物业费。3、还可凭正规合同，在确保真实的前提下，提取规定额度内的公积金用于房屋装饰装修。                                                                      |
| 11月17日 | 昆明公积金管理中心                         | 《关于既非共有人也非共同还款人的父母（或子女）可以协助偿还子女（或父母）住房公积金贷款的通告》 | 办理了住房公积金贷款且签订了住房公积金委托还贷手续的借款人（主借款人及其配偶），若既非共有人也非共同还款人的父母（或子女）需要用自己公积金账户上的余额协助偿还其子女（或父母）的住房公积金贷款，可以委托昆明市住房公积金管理中心按月扣划其父母（或子女）的住房公积金或以提前转账还款来协助共同偿还该笔公积金贷款。                                     |
| 11月18日 | 长沙市住房公积金管理委员会                     | 《关于调整住房公积金提取、贷款有关政策的通知》                         | 规定职工本人（已婚的包括本人和配偶）在本市无自有产权住房的（包括商品住房、政策性住房和保障性住房），可以提取住房公积金支付房租，每年可以申请提取一次，每次额度不能超过上年度汇缴额的50%。                                                                                                |
| 11月21日 | 宁波市住房公积金管理委员会                     | 宁波市调整住房公积金个人住房贷款政策                              | 一是调整住房公积金连续缴存月数，从12个月减少至6个月；二是完善首套房贷款政策。缴存职工家庭无房，购买首套自住住房，或名下有一套住房并已结清相应住房贷款，购买第二套改善型普通自住住房，申请住房公积金个人住房贷款，执行首套房贷款政策；三是提高首套房贷款限额，连续缴存住房公积金满2年的职工购买首套自住住房，其住房公积金个人住房贷款最高贷款额度由80万元/户提高至90万元/户。   |

资料来源：CRIC、国泰君安国际。

## 7.2 房地产行业依然对中国经济有极为重要的影响力

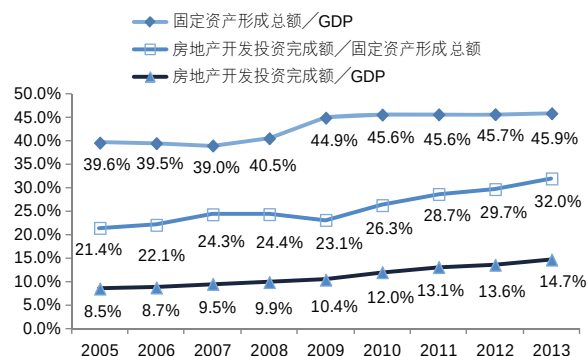
在过去九年里面，固定资产形成总额占GDP的占比逐年上升。固定资产形成总额/GDP从2005年的39.6%上升到2013年的45.9%。房地产开发投资完成额/GDP也从2005年的8.5%上升到2013年的14.7%。房地产对于GDP的比重逐年增加。但我们认为在现时库存高企的情况下，房地产开发投资完成额不可避免会增速减慢。房地产投资在GDP的占比有可能下滑。我们认为房地产行业未来在GDP中的占比依然较其它单一行业更高。而且房地产对其它行业，如钢铁、水泥、化工、机械、家电、家具、能源等行业都明显的拉动作用。根据中国人民银行工作论文指出，如房地产开发投资减速10个百分点，对经济的直接影响是拖累GDP增长约1个百分点。如加入上述相关行业的的影响，其对经济的冲击累计效应应该达到2个百分点。我们预期房地产行业在2015年继续进入去库存阶段，新开工增速减慢，对钢铁水泥的需求会明显下降，房地产开发投资完成额的增长将会放缓。2013年的住房销售回升后，在2015年住房陆续进入交付阶段，对家电和相关家具装修消费行业则有利好作用。

房地产开发投资完成额、  
固定资产形成总额与GDP



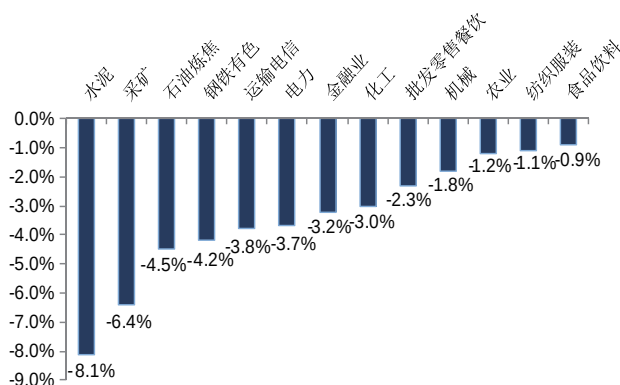
资料来源: 中国统计局。

房地产开发投资完成额、  
固定资产形成总额与GDP三者比例



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

房地产开发投资实际产出下降10%对个各行业的影响



资料来源: 中国人民银行。

### 7.3 房地产行业已经从高速发展走向调整的阶段

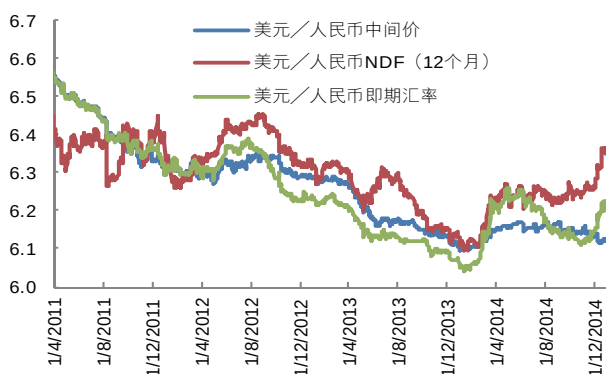
我们认为房地产行业已经从高速发展走向调整的阶段。在城镇化发展及改善性需求的释放下，未来持续一段时间的房地产需求依然保持增长。但土地价格快速上涨和住房价格在近期开始出现调整，行业的毛利率和净利率不可避免会出现下滑。现时的调整引导房地产行业走向健康的发展速度，从高毛利高净利的行业回归到正常的行业。2014年开始成为了中国房地产行业的转折点，从大量投资满足需求的增长，转变成去库存促需求释放的市场环境。我们认为若2015年去库存没有达到很好的效果，楼市销售依然不温不火，那么中国房地产行业会进入一个缓慢而漫长的下行趋势。但如果在2015年销售回升去库存迅速，地方政府在2015的年底和2016年可以销售更多的土地来取得更好的收入。这样房地产会迎来一个销售显著回升。在2014年底，我们看到无论是银行的按揭利率折扣，公积金政策的放开，地方政府对房地产市场的限购政策放开，一线城市放松普通住房的标准，这些种种政策都表明政府不希望去库存在2015年出现不温不火的情况，加速去库存并促进土地销售应该是地方政府的目标。我们预计在2015年刚需依然是市场的主要需求，但是在2016年开始，我们认为改善性住房需求将会成为主力，住房升级换代的需求会逐步成为市场的需求主力。对开发商来说产品的优化和物管品质的持续性和管理质量将会成为未来的主要竞争力。

## 八、人民币汇率在相对均衡水平双向波动

受到人民银行降息及降准预期的影响，加上贬值对出口和稳增长有利，以及美联储未来加息的预期，人民币难以持续快速上升。但经济依然可保持稳定增长，对美国贸易顺差短期难以下降，人民币国际化不断推进。再加上大幅贬值可能导致资本大规模流出，人民币或在相对均衡水平双向波动。

**2014年人民币对美元贬值2.4%。**人民币汇率在2014年呈现双向波动态势。2014年以来，美元兑人民币中间价从年初的6.0969下降到1月13日低位6.0930，之后开始上升，并于6月3日达到年中高位6.1710。下半年呈现震荡走势，2014年以来人民币兑美元累计贬值幅度约2.4%。即期市场上，美元兑人民币曾在4月30日触及6.2676的盘中高位，之后震荡下行。但随着人民银行宣布降息，即期市场人民币兑美元再次转弱。截至12月31日，美元兑人民币即期汇率收报6.2025。远期市场方面，一年期无本金交割(NDF)美元兑人民币成交于6.3400。一年期美元兑离岸人民币(CNH)可交割远期成交于6.3745。另一方面，将双边贸易加权并剔除通胀影响之后的人民币实际有效汇率更能全面反映人民币的价格走势。根据国际清算银行数据显示，人民币实际有效汇率指数2014年在年初达到高位121.20点后，于5月回落到年中低位113.95水平，而后逐步回升至124.43，较年初上升4.8%。

美元/人民币中间价



资料来源：Bloomberg。

人民币有效汇率指数

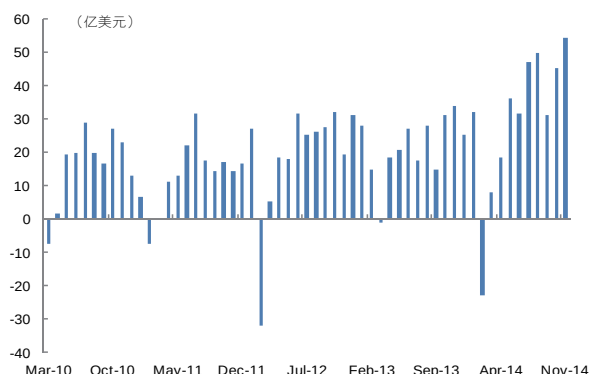


资料来源：国际清算银行。

**人民币双向波动趋于常态化，央行退出常态式干预。**2014年以来人民币的贬值打破了近两年市场对人民币单边升值的预期，从全年汇率走势看，人民币有涨有跌的双向波动趋于常态化。2014年3月，央行宣布银行间即期外汇市场人民币对美元交易价浮动区间由1%扩大到2%。央行表示将退出外汇市场的常态式干预。然而，在人民币汇率大幅变动的时候，央行仍然会起到稳定市场的关键作用，减少市场恐慌行为。

**人民币进一步大幅升值或对出口有压力。**2014年以来，随着欧元及日本宽松政策的推出及加码，加上美联储退出量化宽松措施，市场对美国将在2015年中加息的预期升温，美元指数持续大幅走强。同时，人民币汇率总体跟随美元，对其它货币表现强劲。2014年累计对欧元升幅11.7%，对日元升幅达13.0%。2014年1-11月，出口累计同比增长5.7%。随着美国经济的稳步复苏，2015年美元或维持强势。在这种情况下，假如人民币进一步升值，将会影响中国对欧洲及日本的出口形势。反而，维持现状或略微贬值有利于出口，也有利于国内经济的稳增长要求。

月度贸易顺差/逆差



资料来源：中国海关。

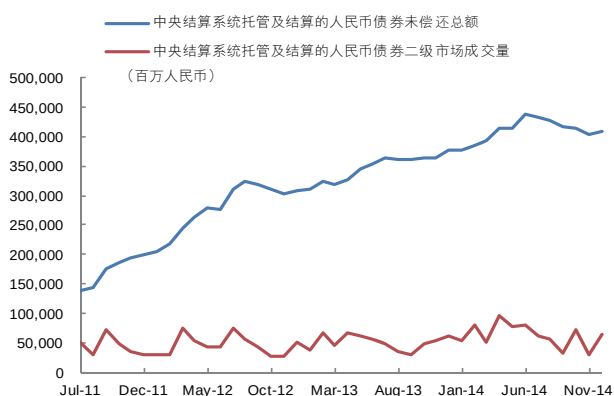
美元指数



资料来源：Bloomberg。

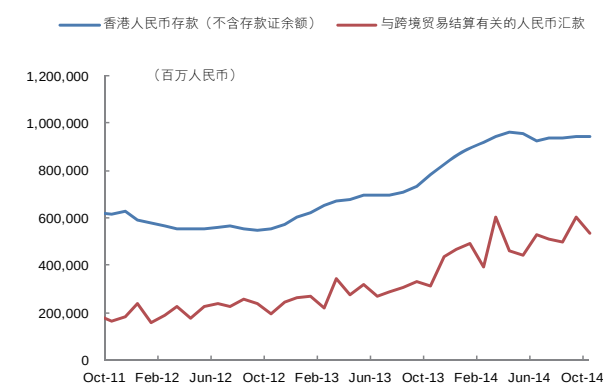
中国稳定的经济增长和人民币国际化进程不会令人民币大幅贬值。相比其它金砖国家及新兴市场经济增长的较大波动性，中国稳定的经济增长对人民币的汇率形成强大的支持。中国当前经济的基本面将支持人民币汇率保持稳定。从人民币国际化的角度看，2014年人民币的双向波动显示未来人民币将与国际主要货币一样，有充分弹性的双向波动将成为一种常态。但在更长期的时间里，人民币的国际化要实现结算货币、投资货币及储备货币的三大功能。根据香港金融管理局数据，2014年前10个月，与跨境贸易结算有关的人民币汇款累计总额较去年同期上升了约72.8%。从体量上看，人民币的结算功能有了很大的发展。未来，人民币国际化仍然要实现投资货币和储备货币两大功能，以满足多储备国际货币体系对投资和安全资产储备的需求。从这个角度看，人民币汇率的大幅贬值将不利于实现上述需求。

香港人民币债券市场情况



资料来源：香港金融管理局。

香港人民币资金池及人民币贸易结算业务



资料来源：香港金融管理局。

人民币保持双向波动，有利于弱化通过外汇占款供应基础货币的模式，提升货币政策主动性和有效性。随着中国国际收支状况正在向日趋均衡的方向发展，新增外汇占款逐步下降。这意味着央行未来需要通过货币工具对冲流动性的情况将较过去减少，货币政策的自主空间以及有效性将大大增加。而央行进一步扩大人民币汇率的波动幅度，就是希望人民币保持双向波动，借此逐步退出对外汇市场的常态式干预，摆脱依靠外汇占款供应基础货币的模式。

由于主要经济体货币政策分化，2015年国际资本双向流动也会带来人民币汇率的波动。2014年11月沪港开通，是实现内地资本市场双向开发，国际资本双向流动的重要一步。随着人民币国际化的推进，国际资本双向流动或成为常态。由于2015年主要发达经济体的货币政策呈现分化，一方面美国经济复苏，美联储可能进行加息，美国经济或进入加息周期；另一方面，欧洲和日本经济复苏仍然迟缓，两地央行可能继续维持或扩大量化宽松规模。加上人民银行或维持偏宽松的货币政策，中美之间的利差收窄，或影响部分境外机构购买人民币债券的积极性，因此国际资本可能部分回流美国，对中国而言有资本流出压力；而这种压力部分又被欧洲及日本的宽松政策所抵消。2015年，国际资本或呈现流入与流出交替状态，这也会加深了人民币汇率的波动。

## 九、电子商务的深化影响

### 互联网：

各大运营商都在渠道和自有体系的电商化上改革及创新。中国联通(00762 HK)已成功打造集流程、物流、服务等一体化电子商务运营体系。中国电信(00728 HK)在成立创新业务事业部之后，对中国电信电子渠道发展方向、组织构建等方面都做了完整的规划。中国移动(00941 HK)也将广东移动官网改版成号码、手机的销售卖场。在与互联网电商的合作方面，三大运营商纷纷进驻天猫商城、京东商城等，建立B2C官方旗舰店，希望通过互联网合作伙伴的运营经验、渠道及市场占有率来提升产品销量。三大运营商在天猫开设的旗舰店主营选号入网、号卡销售、合约机销售等业务。中国移动与京东商城(JD US)达成战略合作协议，共建营业厅合作、定制机合作等创新运营平台。



**发展「社交电商」策略。**电信设备商及营运商积极发展电子商务平台，并在移动电商平台上推出各种优惠，以社交网络为接口，发展「社交电商」。「社交电商」是社交化电子商务，指将关注、分享、沟通、讨论、互动等社交化的元素应用于电子商务交易过程的现象。社交化电子商务体现消费者购买前的店铺选择、商品比较等，又体现在购物过程中通过即时通讯、论坛等与电子商务企业间的交流与互动，也体现在购买商品后消费评价及购物分享等。从品牌广告主的角度来看，社交电商就是通过社交化工具的应用及与社交化媒体、网络的合作，完成企业销售、推广和商品的最终销售。通信设备商推出「秒杀活动」，在指定时间内推出减价速销，通过秒杀活动提升用户参与度，通过行为定向锁定目标市场，促成购买行为，稳固已有用户的忠诚度，提升用户回访率，并不断扩大新用户群体。微信平台加入「微店」及在新版本中加入新电子商务功能，「微店」是提供让微商玩家入驻的平台，在微信上让店商建立店铺页面，上传商品信息，还可通过自主分发链接的方式与社交结合进行引流，完成交易。

**微信推出更多创新营销。**微信卡包是微信推出的一个全新功能，微信卡包可以帮助用户将优惠券、会员卡、机票、电影票等放到卡包里，归集起来之后分类管理。拍拍网接入微信卡包后，将通过微信服务号向消费者派发红包，消费者领到的拍拍红包都将出现在微信卡包中，红包金额可以累积也可以转赠给朋友。同时，拍拍网的红包还可以被消费者分享到朋友圈中产生裂变，在朋友间形成传递与流通，增加红包的使用率。相信社交化电子商务在未来将日渐普及，因电商可通过社交平台进行推广及速销。

## 零售电商：

**移动零售电商增长迅猛。**2014年第3季度中国零售电商的交易规模GMV(Gross Merchandise Value)达到6,914亿(人民币，下同)，同比增长49.8%，季环比增长10.7%。其中，B2C零售电商GMV达到3,056亿，同比增加70.6%，季环比增加7.5%；C2C零售电商GMV达到3,856亿，同比增长33.4%，季环比增长12.0%。其中，移动零售电商GMV达到2,310亿，同比增长250.8%，季环比增长37.2%；PC零售电商GMV达到4,605亿，同比增长仅16.3%，季环比增长仅1.0%。2014年第3季度的电商发展趋势显示了几个要点：1) **移动零售电商发展迅猛超出想象，PC电商可能在2015年进入个位数增长。**该事件可以说是互联网分水岭：电商是互联网传媒的最大广告雇主之一，而PC电商可能进入低迷，会影响整个PC互联网生态。2) **移动电商交易额，手机淘宝依然占据绝对领导地位。**按市场交易份额占，2014年第3季度淘宝移动电商交易额占到86%，较2014年第2季度增加2个百分点。该事件也是对市场具有重要意义：2014年第2季度末腾讯将手机QQ和微信的流量导入京东，但是从2014年第3季度京东业绩看，效果并不明显。按用户市场看，微信和手机QQ是移动互联网排名第一和第三的媒体。目前发展状态反映：移动流量是移动电商的必要因素，但不是全部因素，而商品品类齐全，有竞争力价格，拥有最新潮流设计，可能排在电商吸引用户因素的前三位。3) **C2C电商交易回暖。**此前市场一直看淡淘宝C2C市场增长，但是不可否认的是，淘宝市场收费非常低，一般中小型商铺几乎免费，而淘宝旺铺也仅按GMV的1.5%收费。相比淘宝旺铺，天猫(5%)，京东(8%)，唯品会(10%)收费相对较高。我们认为C2C电商对小微电商系统还是有非常重要意义。从更深层的意义看，淘宝市场是阿里巴巴培育新品类的试验田，包括生活服务，在线教育，二手车市场交易，房地产电商等等，这些新品类在未来也是淘宝C2C市场的重要驱动力。

**垂直电商崛起。**1) **京东未来在3C家电类将成为中小品牌的电商平台，同时全面转型综合电商。**我们预期京东2014年家电电商GMV达到1,296亿，同比增长62%，而非3C家电品类GMV也到1,232亿，同比增长169%。从3C家电品类看，京东对传统百货国美和苏宁对抗中逐渐胜出，但是新的新的对手也出现了，大品牌小米华为的强势能够借助天猫和自身官网建立直销通道，未来对京东的依赖可能逐渐减弱。但是在中小品牌市场上，产品和服务质量层次不齐，长期来看京东作为自营商进行产品与服务质量控制依然有很大价值。2) **小米展现了新形态的垂直电商。**小米已经是3C家电品类不折不扣的垂直电商，通过天猫和自身官网进行销售。2014年小米手机出货量预期能够达到6,112万台，销售额超过743亿，其中70%都是通过在线渠道销售的，销售额仅次于京东。目前MIUI系统活跃用户数约有80百万。而到2015年MIUI系统活跃用户数可能超过1.5亿。随着苹果IOS系统的不断演进，MIUI系统的潜力也逐渐被更多挖掘出来：a) MIUI系统自带大量移动媒体和安全系统。MIUI浏览器，应用商店，小米多看，安全系统，都极大的提高了MIUI的商业价值，成为重要的App分发渠道和移动流量门户。小米称已经成为互联网App分发第四大渠道，仅次于百度360和腾讯。b) 物联网和云计算潜力。2014年，小米推出了小米TV，并投资了美的集团，意在扩充智能家电。小米手机MIUI系统，小米TV的MIUI系统，和智能家电的MIUI系统可能产生联动效应，成为家庭的新核心。3) **唯品会是最大线上服装折扣店。**唯品会是伟大的创新，唯品会实际上弥补了中国服装零售业的空白：在唯品会之前，中国没有大型的服装折扣专营店，只有一些定时的区域的品牌特卖会。但是从美国零售业的变化趋势确实能看清折扣店业态的发展的根深逻辑：



快时尚和服装电商不断冲击传统百货业态，而众多借传统百货发展的中小品牌不得不加快周转面对新的越来越快的时尚变化风潮。大型服装折扣店的出现，发挥了重要的规模效应，吸引了爱折扣商品的低收入年轻人群，进行了反向选择，加速了折扣商品的处理。目前美国的TJX (TJX US)，Ross (ROST US)和Burlington (BURL US)服装折扣店快速发展，并且毛利率的稳步提升，都反映了，在新的服装业发展的浪潮下，折扣店业态的健康。目前三家领先企业占美国服装市场份额约8.9%，逐年稳步上升。据此测算，中国服装折扣零售的规模大概在2,000亿至3,000亿。目前唯品会的空间还是非常大的，目前合作品牌超过1万家，而且2014年第4季度移动端GMV已经占到65%，比天猫京东都要高。

**新的商业模式将进一步驱动中国零售电商增长。**我们认为零售电商内部已经形成新的细分市场的商业模式：

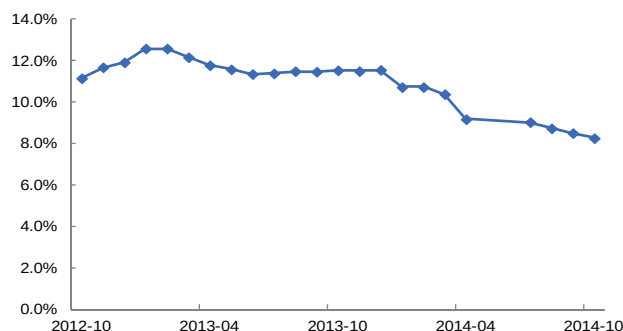
女性垂直电商，跨境电商，闪购，和商品团购是零售电商新的催化剂。1) **跨境电商**。目前跨境电商——海淘正在进入高速增长通道。根据中国电子商务协会预测，中国跨境B2C进口电商规模将在2014年达到1,549亿，同比增长58.8%。天猫在2014年2月成立了天猫国际，通过保税区仓库，引进国外知名零售品牌，例如美国零售商Costco和韩国电商Gmarket等等。目前跨境电商的政策鼓励指引，低于500元的海外订单免关税，增值税和消费税。商品所有权在保税区和境外进行了交割，属于个人物品，进入国内消费者手中的过程属于个人物品寄送，不属于商品买卖。很大程度上缩小了境外零售商品和境内零售商品的价格差，极大刺激跨境电商进口业务。同时，海关开放了电子通关，大幅缩小了商品通关时间。2) **商品闪购**。我们认为商品闪购，即限时特卖，主要是为服装折扣市场量身打造的。同时其它行业如配饰，家居家纺行业也都有一定的季节性。由于流行信息的传播加快，服装行业的季节性波动也更猛烈，往年过季服装可能在第二年还有比较好的销售，但是现在可能会差很多。也就是说过季服装贬值越来越快，需要尽快清理库存回笼资金，进入新品生产。目前唯品会，淘宝天猫，聚品优美都进入了闪购市场，根据艾瑞统计，2013年这三家所占市场份额为38.1%，36.2%和15.9%。我们认为各家面对品牌有差别，唯品会和聚品优美主要面对线下品牌，而淘宝天猫闪购主要为自身平台处理尾货。3) **商品团购**。目前市场上最大的商品团购就是聚划算。阿里巴巴披露2013年聚划算的GMV达到477亿，同比增长129.9%。我们预期2014年聚划算GMV将达到1,000亿，同比增长109.6%。聚划算是通过精心挑选淘宝爆款商品和优质商家，进行大折扣促销，并要求商家提前将货源放入阿里巴巴指定仓库保证快递效率。我们认为聚划算在生活日用品这个品类有巨大的空间，因为生活日用品以标品居多，越高的销售量能够进一步压低生产销售成本，具有很明显的规模效应。

**全民电商时代来临。**根据阿里研究院表明，中国可能进入全面成熟电商时代，竞争将加剧。而阿里巴巴也有预见性的制定了战略转型从纯零售电商到位整个中国电商服务的超级平台，提供云服务，金融支付服务，移动互联网广告服务，菜鸟物流服务，以及批发贸易服务。支付宝的服务窗为消费者提供金融，医疗，零售等众多O2O服务，未来可能会对金融和医疗服务产生深远影响。聚划算生活团也逐渐成为O2O团购市场通道，为中小O2O服务业团购组织者提供分销服务。同时，百度和腾讯，也都开启了电商服务平台。百度直达通为企业直接提供客户关系管理(CRM)后台服务，企业能够通过线上会员卡系统管理客户，同时还有大移动流量的平台，百度App，百度地图App，和去哪儿App来增加企业曝光量，分销产品；腾讯微盟平台旨在为个人C2C电商提供营销通道，通过朋友圈来进行销售，而很多品牌可以尝试通过微信进行CRM。我们认为百度在OTA(旅游酒店)领域，腾讯在个人C2C小微电商和中小品牌的B2C电商领域有很强竞争力。向前看，BAT都在建立广泛的电商服务平台吸引中小企业进入各自的生态，极大促进了中国新电商生态的发展。

## 物流和相关基建：

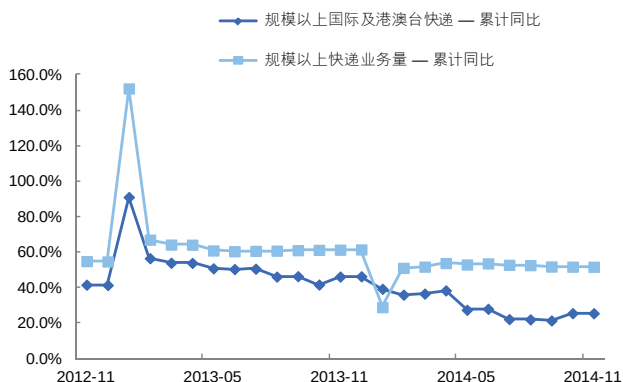
**伴随着电子商务的发展，中国物流业将继续保持高速增长。**物流是支撑电子商务活动的重要行业，而近年电子商务的高速发展也促进了物流业的发展。根据国家统计局统计，2014年1-10月累计全国社会物流总额为176.8万亿元人民币，同比增长8.3%，虽然低于去年同期的增长11.5%，但高于GDP增速。而目前电子商务对物流业务的需求主要体现在快递包裹服务。根据中国邮政局统计，2014年1-11月规模以上快递业务量为123亿件，同比增长51.8%，与电子商务增长量保持一致。其中同城快递占比为25.4%，异地快递占比为72.2%，国际快递占2.4%。随着物流和快递业的发展逐渐成熟，在2014年包裹运输量最大的双十一期间，快递公司「爆仓」情况已经明显好转，阿里巴巴旗下的菜鸟网络11月14日发布的天猫双十一物流信息显示，双十一总共产生2.78亿个物流订单。12、13、14日三天，已经有4,000万订单送达消费者手中。全国物流没有出现大面积爆仓、阻塞等情况。我们预计，随着国内电子商务的高增速逐渐缓和以及快递行业的逐渐成熟，物流业及快递业将会良性地保持增长。预计2014年全国规模以上快递服务企业业务量将达到130亿件，超过美国，成为全球快递业第一大国。

中国社会物流总额 — 累计同比变化



资料来源：中国统计局。

规模以上快递业务量 — 累计同比变化



资料来源：中国邮政局。

跨境电商的「阳光化」将带来跨境快递物流的繁荣。出口方面，在商务部《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》出台后，原来无法享受出口退税的B2C(直接售卖给境外消费者)出口将按政策要求享受退税并高效结汇，带来了跨境电商出口的「阳光化」。而进口方面，海关总署在2014年3月发文《关于跨境贸易电子商务服务试点网购保税进口模式有关问题的通知》，重申了境外网购的具体监管规定，其中个人寄自除港澳台外的国家和地区的物品，每次限值为1,000元，在一年内个人消费者购买的商品总价应不超过2万元。虽然限额较低，但符合限额的商品将征行邮税，低于一般货物贸易通关的税赋。而超额的物品也可以通过一般贸易通关进行。随着中国国民生活水平的提高以及对跨境网购的政策逐渐明晰，跨境物流提供商大规模开始提供跨境网购的通关服务，而规模效应已经开始使消费者的跨境购物成本下降，交易额上升。同时，保税区开始允许进行保税进口，将商品先运到国内的保税区，整批商品进入，再分批以个人物品出区，节省运输成本的同时可以让消费者享受到优惠税率。据商务部统计，2013年跨境电商贸易额为2.7万亿元人民币，同比增长29.2%；商务部预计2014年跨境电商贸易额将同比增长32.0%；增速远高于同期中国外贸增速。与此同时，据中国邮政局统计，2014年1-11月规模以上国际及港澳台快递量累计为3亿件，同比增长25.6%。我们预计，跨境电子商务的蓬勃发展不仅带来跨境物流快递业务的双位数增长，同时会带来附加值更高的通关增值服务。

相关基建也将受到带动。电商的兴起带动了对快递行业的庞大需求。然而，据国家邮政局和中国快递协会统计，目前，中国快递经铁路运输比重仅为3%，而美国这一数据是30%。除安全、准时、运量大、绿色环保和全天候等优势外，以中长距离计，铁路电商快递专线较公路快，价格较航空低，根据行业对比情况，在800公里至2,000公里的距离上电商快递专线具有明显比较优势。随着电商持续快速增长，我们预计将有越来越多的电商专线投入营运，将拉动更多的电商专线建设以及电商专列车辆的需求。

#### 珠宝零售：

电子商务目前对珠宝零售行业的影响仍然相对有限，但珠宝零售企业均积极开展电子商务业务，探索合适的发展路径。电子商务目前的主要作用在于提升品牌的知名度和影响力，对公司销售的贡献仍然十分有限。珠宝零售企业通过电子商务销售的产品单价较低，一般在3,000元人民币以下，最主要是1,000元左右的产品。公司网络销售产品的目标对象主要是年轻顾客群体。通过网络销售接触到的年轻消费群体虽然不是公司当前主流的客户群体，但在这个年轻群体中建立品牌影响力有助于公司的长远发展。

#### 食品饮料及日用品：

由于消费者购买食品饮料的习惯是迅速而冲动，电子商务平台难以完全取代实体店。另一方面，日用品重复使用机会多加上产品体积比较大，电子商务平台长远可以成为日用品生产企业的另一个销售渠道，但物流成本高是瓶颈。为了避免电子商务平台与实体店直接竞争，食品饮料及日用品企业尽量在两个渠道推出不同的产品。由于线下后台费用高，加上网上推广费用较低，不少食品饮料及日用品企业积极开拓电子商务平台以应对未来消费者消费模式的转变，但电子商务暂时占该等公司的总销售额不多，也大多处于亏损或收支两平状态。长远

而言，网上销售占比增加对实力比较弱的实体店的后台费用会有一定负面影响，利好食品饮料及日用品企业的利润率。然而，消费者更容易从电子商务平台接触进口产品，若国产产品较进口产品没有非常明显的价格优势，该等国内食品饮料及日用品企业的销售增长将受到冲击。

## 保险：

我们认为大部分寿险公司自创电商平台目前主要立足于产品孵化器，而近期保监会酝酿将互联网销售保险产品纳入监管范围，将有利于网销保险产品的长远发展。通过我们对覆盖寿险的了解，寿险公司涉足电子商务的核心四大目标是重新认识客户、寿险定价体系的重构、极致化产品与技术和多样化互联网营销。鉴于目前保险公司发起成立的电商公司运营时间均不长，我们相信基本均定位在建立产品孵化器、新金融生态圈和大数据工厂这三个方面。就目前的发展势态而言，我们认为多数险企自创电商仍处于产品孵化器阶段，即通过互联网作为一种营销渠道并且开发专属于互联网渠道销售的寿险和健康险产品；而更高层次的盈利模式例如向自己电商平台形成的客户群体赚取管理咨询费和广告费则尚未普及。而在互联网产品监管方面，12月，保监会正式就《互联网保险业务监管暂行办法》向社会公开征求意见，这是首份针对互联网金融领域的监管文件，意见稿不仅明确互联网保险的范畴，还对第三方网络平台明确责任。相对与较为运营模式相对成熟的网销车险产品，2014年网销寿险产品成了新的监管热点。我们认为监管层对于网销保险产品持开明态度，意见稿的出台有利于提高服务品质，还能提升消费者对于保险产品、保险公司、保险行业认可度。

## 银行：

电子商务的深化加速了银行业的经营变革，降低了银行的运营成本。随着电子商务的发展，为了提高自身竞争力，银行正积极改变自身的经营模式，加速服务与业务创新。从银行自身来讲，电子商务的深化对银行本身的影响主要有：一、改变了银行业务渠道，加速了银行服务创新。传统的银行服务只是在营业网点进行，而随着电子商务的深化，银行的服务渠道也日趋多样化。ATM自助柜员、网上银行、电话银行、手机银行等，已成为目前银行的主要业务渠道。银行也积极利用新技术，不断深化服务方式与手段，例如打造互联网智能理财平台、打造即时通信服务平台等新的电子商务服务模式；二、改变了银行的客户关系管理方式。随着电子商务的深化，使得客户能以更为快捷、方便的方式，对同一业务在多家银行间选择。为此，使得银行的客户关系管理变的越来越复杂，银行需要提高更优质的、更便捷的服务来留住客户，这对银行的客户关系管理方式提出新的挑战；三、改变了银行的营销模型。随着电子商务的深化，银行积极改变原有的营销模式，推出平台营销、直销银行等模式；四、拓宽了银行的数据来源。电子商务的深化，使银行的数据来源得以拓阔。银行也积极利用POS交易流水、电商平台交易数据等电子数据来甄别客户偏好、考察客户信用；五、拓宽银行的业务范围。电子商务的出现，使得银行可以利用自身的业务优势，积极拓宽到传统业务之外，进行业务拓展。例如，招商、平安、华夏、齐商等在内的9家银行推出了P2P网贷平台，赚取手续费；中行、建行、工行、交行、招行、光大银行、民生银行等多家银行推出电商平台以及信用卡网上商城；六、加速了银行与其它产业的跨界合作。随着电子商务的深化，银行加快了与证券、保险、基金等的合作，使得各金融销售渠道一体化趋势越来越明显。同时，银行也积极同电商、运营商等在网络金融、支付业务、银行卡产品、网络金融服务体系、大数据业务等领域开展跨界合作。例如，工商银行等与腾讯合作、建设银行等与阿里巴巴合作、农业银行等与中国移动合作、兴业银行与百度在银行业建立起排他性全面战略合作伙伴关系、广发银行与网易签订战略合作协议等；七、降低了银行的运营成本、加大了银行产业内部的竞争。随着电子商务的深化，由于交易的自助化、网点的虚拟化，使得银行的网点投入与人力成本投入降低。但是，电子商务的深化，也使银行产业的内部竞争加剧。各商业银行，不得不断加大电子技术投入、改变营销模式、进行业务与服务创新，以适应新的发展趋势。尽管电子商务的出现由于技术投入成本的加大以及营销模式的改变使得银行的投入成本加大，但相比起来，在未来人力成本高涨、房价高企的大背景下，电子商务减少的人力资本与其它房屋等固定资本的投入，以及对银行经营效率的提高，足以抵消进行电子商务建设而投入的成本，整体上，还是大大降低了银行的运营成本。

电子商务的深化给银行业带来了新的竞争与挑战。随着电子商务的迅猛发展，银行在支付、贷款、存款、理财等领域，面临着外来者的侵蚀，也给银行带来新的竞争与挑战。这主要表现在：一、支付方面。随着第三方支付兴起，银行原有的支付业务受到了一定的侵蚀。目前，包括支付宝、银联、财付通等中国共有269家企业获得许可证，第三方支付业务在中国保持着飞速发展。根据易观数据，2013年第三方支付交易规模17.9万亿元



人民币，同比增长**43.2%**。2013年第三方支付交易规模占中国非现金总支付规模的**1.1%**。2014年以来，第三方支付仍保持快速增长。其中，第三方移动支付2014年前三季度交易规模达**5.3**万亿元，同比增长**911.5%**；第三方互联网支付交易规模达**7.1**万亿元，同比增长**61.3%**。二、信贷方面。电子商务对银行信贷的影响，主要体现在网络小额贷款公司、众筹、P2P网贷三方面。据网贷之家公布的数据显示，2014年前三季度，线上P2P平台的成交规模达**1,529**亿元人民币。预计全年成交规模将突破**2,300**亿元，是2013年成交金额的**3.2**倍。P2P网贷继续高速发展。众筹目前在中国尚处于起步阶段。截至2014年8月底，中国众筹平台超过**90**家，比2013年底增长**70**家。尽管众筹发展迅猛，但是由于融资数额较小，预计全年筹资金额不超过**10**亿元人民币。以阿里小贷为代表的网络小额贷款公司继续迅速发展。2013年，阿里小贷全年新增贷款总额**1,000**亿元。2014年上半年，阿里小贷累计投放贷款超过**2,000**亿元，服务小微企业逾**80**万家。除此之外，京东、苏宁、百度、腾讯也纷纷杀入小贷领域。三、存款、理财领域。随着电子商务的深化发展，互联网机构开始切入理财领域。以阿里巴巴的余额宝、苏宁的零钱宝、腾讯理财通、百度的百赚等宝宝类理财产品的兴起，给银行的存款以及理财领域带来了侵蚀。截至2014年9月底，余额宝的规模已达到**5,349**亿元人民币。

## 酒店：

中国的酒店行业，包括在线旅游商家以及连锁酒店都在持续互相比赛，看谁能研发出提供最全面服务和产品的移动应用以及互联网平台，从而吸引新客户并且建立老客户忠诚度。以我们覆盖的携程(CTRP US)为例，在2014年3季度约**85%**的交易量为网上或通过移动渠道预订，比2013年3季度的**60%**大幅提高。连锁酒店方面，现在客户能通过如家酒店(HMIN US)和华住酒店(HTHT US)的互联网平台以及移动应用订房，这对酒店有利，因为客户不用通过第三方在线旅行社而让酒店避免在线旅行社的佣金。除了订房之外，客户也能用华住酒店的移动应用修改房态。2014年3季度，华住酒店的移动应用程序占它所有酒店预订的**40%**左右，华住酒店的网站占它所有酒店预订的**10%**左右。至于如家酒店，截至2014年9月30日，接近**210**万用户（较2014年1季度的**80**万用户大幅增加）已下载公司的移动应用程序。如家积极地推广其移动应用程序，该移动应用程序分别占2014年2季度和3季度所有酒店预订的**21%**和**18%**。2014年3季度，如家酒店的网站以及微信占它所有酒店预订的**7%**左右。

## 汽车：

汽车电商起到巨大的引流作用。在2014年的「双十一」，易车网的订单总量为**532,331**辆，较2013年的**90,466**辆同比增长**4.8**倍。消费者在天猫订购整车**5.07**万辆，较去年的**1.07**万辆，同比增长**3.7**倍。汽车之家在当天汽车的订购总量达到**37,117**辆，订购总金额为**60.54**亿元，同比增加**129%**。三大巨头为经销商带来的销量总共**62**万辆，相当于中国乘用车年销量的**3%**，引流作用显著。

2014年的「双十一」汽车电商发生了三大主要改变。第一，汽车之家从**11月11日**零点起，用户在汽车之家可以以超低价购车，同时可在线支付全部购车款，完成了电商O2O的闭环交易。全款购车数量为**2,488**辆，销售额为**2.23**亿元。这是汽车电商很大的突破。第二，天猫与易车网等平台在2014年都不约而同地利用了汽车金融的方式吸引订单，这也为行业带来更多的盈利增长点。第三，去年经销商给什么车电商就得被动得去卖什么车，然而2014年出现了包销车型，提高了电商作为渠道的话语权。

汽车电商及车联网市场空间大。2013年是汽车电商的元年，2014年在不同形式进行创新，既为传统经销商带来了巨大的效益，同时也带来因为科技创新带来的威胁。对整车企业和经销商来说，汽车电商的到来既是冲击，又是机遇。我们相信汽车电商的创新将在未来**5**年给整个汽车行业的销售模式带来更大的深远影响。若汽车电商的渗透率提升至**4%**，2015年汽车电商带来的订单额将达**1,500**亿元左右。随着渗透率提升，网上全额购车比例增加，国内汽车电商的销售规模将快速提升，发展出如美国的Truecar和OpenbayO2O的大型汽车电商。

地产：

**电子商务促进商业地产转型。**地产行业受电商影响最深是商业地产。商业地产现时积极改善管理和建立大数据来应对电商的冲击。传统O2O是Online to Offline的形式来发展。但商业地产凭借自身资源，开始了Offline to Online的发展。现在商业地产的营运，都会加入了会员管理和消费分析，来了解商场的人流量，消费习惯。以线下的数据收集，加上后期的线上活动和销售的启动，拉动整个商业地产的再次转型。线下的销售更注重服务和体现，线上销售更重视折扣和价格，加快销售的增长。对于住宅方面，电子商务还只停留在中介服务的层面上。相信在最近几年内，电商和商业地产之间的融合会更加快速和竞争更加激烈。

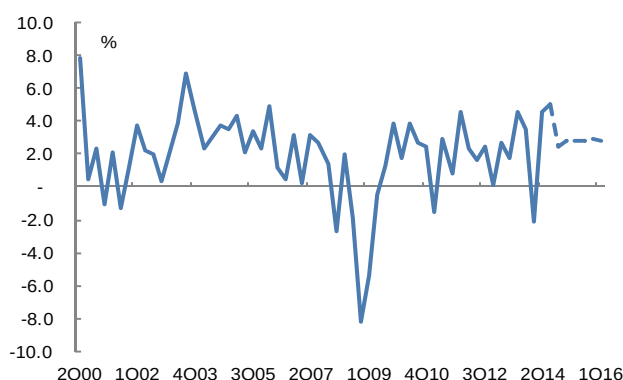
## 十、美国经济复苏确定，美元和股市维持强势

美国经济复苏势头确定。QE如预期退出，美联储对加息保持耐心。美元维持强势，股市同时继续受到良好的盈利趋势支撑。

### 10.1 经济复苏势头确定

**美国经济第三季度继续稳固改善。**2014年第三季度真实GDP环比增长5.0%，同比增长2.7%，数据显示美国经济复苏较为稳固。美国供应管理学会制造业PMI在10月大幅上升至59.0，11月维持在58.7的较高水平，显示虽然因为油价下跌而令制造业成本价格有所回落，但制造业活动扩张速度仍然保持较快增长。另外，由于油价下跌，美国通胀保持较低的水平，而汽油价格下跌也刺激了消费者的信心，对房地产市场和消费市场较为正面。根据美联储最新公开市场会议声明，预计2015年GDP增幅介于2.6–3.0%，与9月时的预估相同。美联储预估失业率到2015年底平均将降至5.2–5.3%，略好于上次的预估。不过，美联储认为通胀率2015年将放缓至1.0–1.6%，主要因油价下滑所致。核心通胀2015年仅小幅下滑，到2016年底时料将达到美联储的目标。根据彭博最新市场预测，2014年第四季度GDP的环比增幅预计为2.5%，通胀进一步下滑至1.5%水平。预计2015–2016年美国真实GDP的增速预计为3.0%及2.8%，而通胀水平在2015年或保持在1.5%左右，到2016年将上升至2.2%水平。

美国真实GDP环比年化增长及预测



资料来源：美国商务部、Bloomberg。  
注：季度预测来自市场一致预期。

美国ISM制造业指数

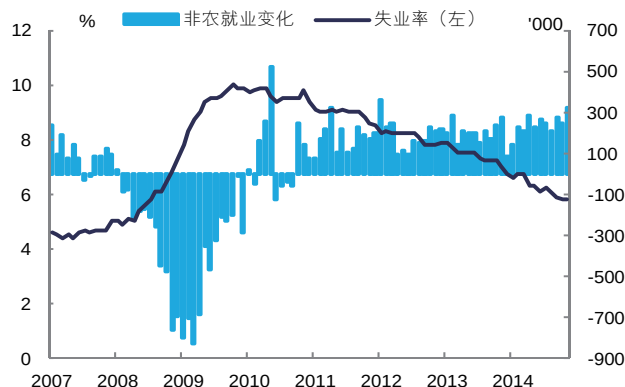


资料来源：美国供应链管理协会。

**就业市场改善，房地产市场复苏趋势保持。**2014年以来失业率保持在7.0%以下，是2008年金融危机以来的低位，从2014年9月份开始，失业率再下一个新台阶，下滑至5.9%，最新11月数据显示美国失业率仅有5.8%，是金融危机以来最低。新增非农就业人数自2月份起一直保持在20万人以上。2014年11月，新增非农就业人数达到了32.1万人，是2011年5月以来的新高。根据美联储最新预测，2015–2017年失业率都将保持在6%以下，介乎是4.9%到5.3%。房地产市场的复苏趋势保持，2014年8月以来新屋销售持续上升，10月已达45.8万套，是2014年以来的新高。成屋销售10月同样达到年内新高，并且扭转前9个月的同比下跌势头。新屋开工2014年第一季度较弱，但第二季度起开始反弹，截至10月份开工量维持在一百万套以上。

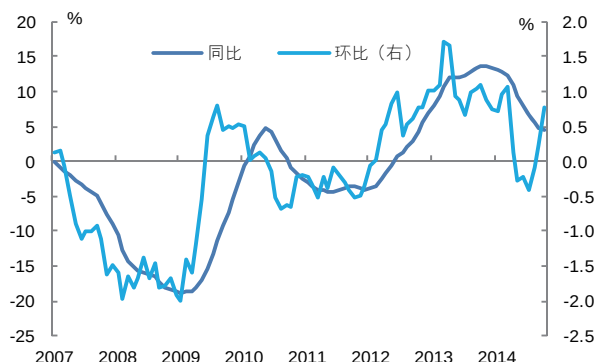


非农就业增减和失业率



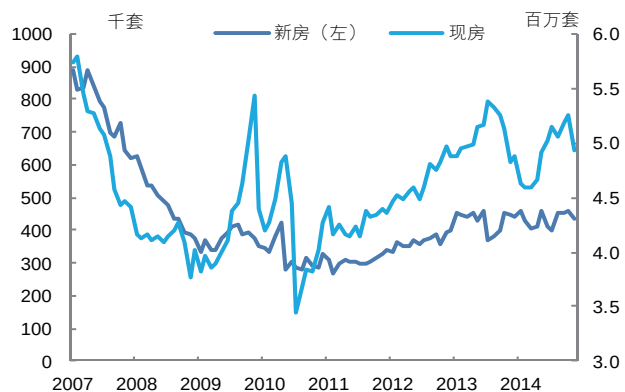
资料来源：美国劳工部。

20城市标普/CS房价变化



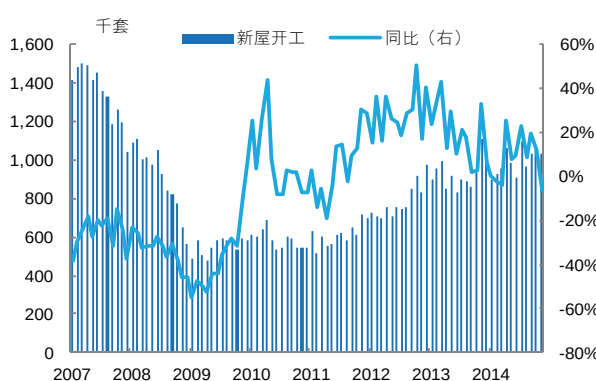
资料来源：S&P/Case-Shille。

新房和现房销售量



资料来源：美国统计局、全美房地产经纪家协会。

新房开工量



资料来源：美国统计局。

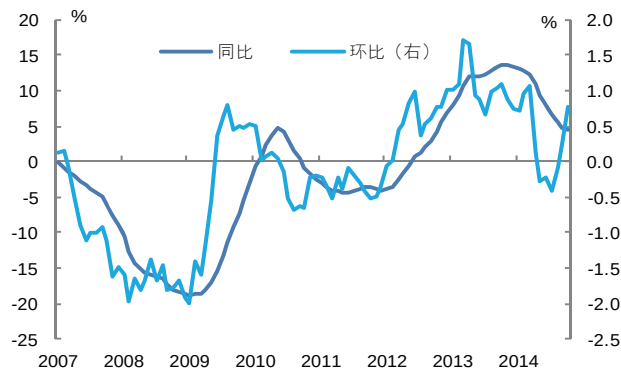
## 10.2 美联储对加息保持耐心

**2014年美联储资产负债表扩张速度明显放缓。**2009年实施量化宽松以来，美国经济至今已经逐渐步入持续复苏阶段。2014年是美联储准备将货币政策回归正常化的一年。随着QE的正式推出，美联储资产负债表扩张也随之显著放缓。截至12月10日，美联储总资产、国债以及MBS规模相比2013年底增长11.3%、11.6%和15.5%。而2014年下半年比年中6月18日的规模仅增长2.8%、3.1%及3.7%。这相比2014年上半年的8.3%、8.3%及11.4%大幅放缓5.27-7.70个百分点。预期美联储资产规模未来将维持相对平稳，因为QE退出后，美联储仍将保持债券到期再投资。美联储常用监控指标个人消费开支PCE所代表的通胀水平来看，10月份PCE同比以及核心PCE同比分别为1.4%和1.55%，仍然处于相当低的水平，尤其是汽油价格下跌进一步压低了通胀。美联储最新预测核心PCE在2015年将处于1.0%-1.6%的区间，而2016年会温和上升至1.7%-2.0%范围，通胀预期将继续缓和上升。

**首次加息时点可能不会太快。**随着QE的结束，加息的时间表成为了市场的关注点。美联储公开市场委员会宣布，0-0.25%超低利率政策依然是恰当的，但此前长期存在的「相当长时间」措辞消失，这意味着联储在加息问题上可能采取略微超前的举措。但是，联储同时指出，在加息问题上将保持耐心。美联储在最新政策声明中指出：经济正以温和速度增长，劳动力市场状况进一步改善，就业稳固增长而失业率下降；整体而言，一系列劳动力市场的指标表明，劳动力资源利用度不够的问题在继续消退；家庭开支正适度增长，企业固定资产投资持续攀升，而房地产领域的复苏依然缓慢；通胀持续低于联储的长期目标，这部分与能源价格的下跌有关；基于市场的薪酬增长指标进一步下降，基于调查的较长期通胀预期依然稳定。联储局主席耶伦表示，委员会认为至少接下来几次会议不会开始货币政策正常化进程。这一过程的评估完全要看数据面。她同时表示，「几次会议」或许可以解读为两次会议，所以「至少还要再召开两次会议才可能开始政策正常化进程」。因此，美联储最快或要等到2015年4月底的第三次议席会议提出加息。

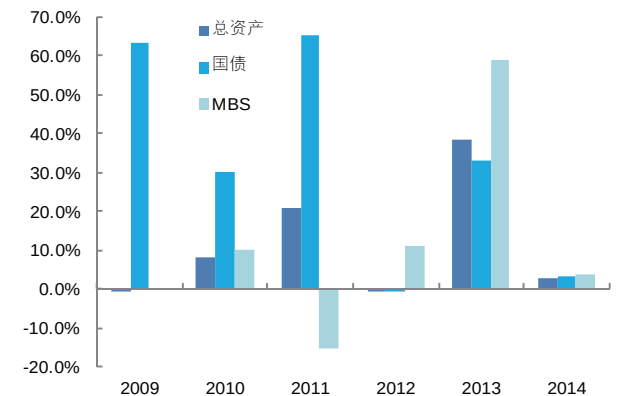
**资本市场的反应：美国股债双升，美元走强。**美股和美国国债2014年均走出上升态势，股债双牛。2014年10年期美债收益率下跌86个基点，并在12月16日美联储议息会议前跌至2.05%这一2013年5月中旬以来的水平，主要由于在欧洲及日本持续量化宽松、经济复苏缓慢，以及俄罗斯金融市场动荡的背景下，美国更为稳定的金融环境以及更为确定的经济复苏吸引了部分资金回流美国。但在12月17日美联储公布议息会议声明后，10年期国债收益率上升11个基点。随着加息时间表的逐渐确定，未来美债收益率可能扭转下行的趋势。美联储对于经济形势的判断较过去更为正面，美股延续去年以来的涨势，标普500和道琼斯多次刷新记录高位，经济复苏对市场乐观情绪带来支持，美股走势也领先于港股。从美元货币来看，美元指数同样节节攀升，较年初上升了10.7%。长期而言，随着加息预期继续发酵以及美国经济复苏持续，美元仍有走强的动力。

美联储资产规模的变化



资料来源：美联储。

美联储各项资产的年度增幅

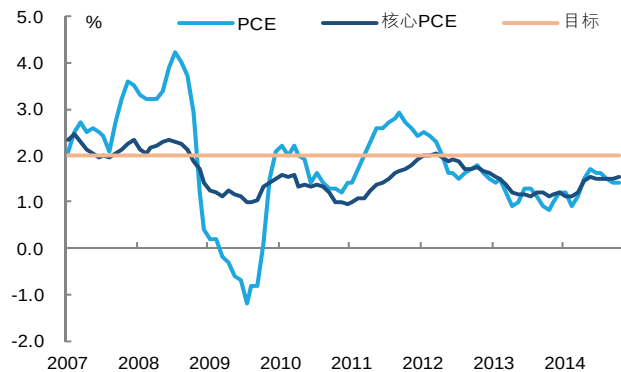


资料来源：美联储、国泰君安国际。

注1：2009年MBS为n.a.，因其从2009年开始才开始购买。

注2：均和上一年底相比。

个人消费开支PCE反映的通胀水平（同比）



资料来源：美国经济分析局。

10年期美国国债收益率



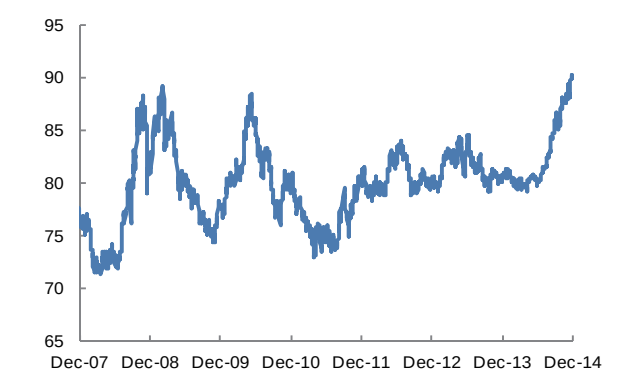
资料来源：Bloomberg。

主要股指变化百分比，相对2014年初



资料来源：Bloomberg。

美元指数变化

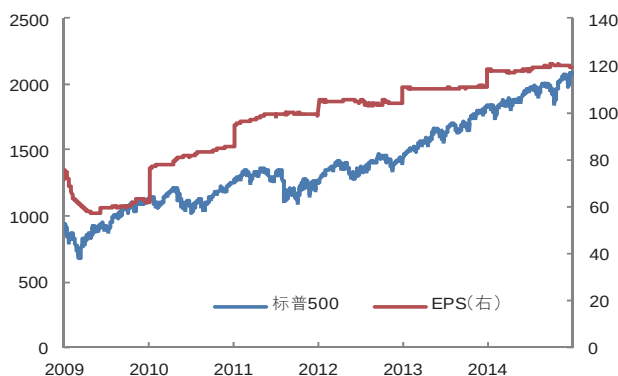


资料来源：Bloomberg。

### 10.3 美国股市受到良好盈利趋势支持

尽管美股估值高企，但受到上调的盈利支撑。美股2011年末开始至今基本一直呈现上升趋势，标普500和道琼斯指数2014年多次刷新记录高位，纳斯达克指数3—4月经历显著回调后也重返高位。美股这一轮牛市持续时间也较长，期间的阶段性调整幅度也较为温和。指数的上涨也带动其估值从一路上行。按照静态市盈率计算，目前标普和道指的估值点位大约在2009年以来均值的1个标准差，纳指则略高于同期均值的2个标准差。因此，单从估值水平看，未来估值上行空间或许有限。但从另一方面看，三大主要股指的盈利预期2014年基本呈现逐步上调的趋势，随着美国经济复苏的进一步确认，目前这种动能并未出现减退迹象，因此尽管估值相比其均值并不算便宜，但指数的未来走势或仍将受到企业盈利支撑。这也是三大股指2014年一度回调后又再次上扬的部分原因。

标普500指数及其盈利预期



资料来源：Bloomberg。

纳斯达克综合指数及其盈利预期



资料来源：Bloomberg。

道琼斯指数及其盈利预期



资料来源：Bloomberg。

标普500指数静态市盈率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

道琼斯指数静态市盈率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

纳斯达克综合指数静态市盈率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

中概股表现差异化严重，平均表现弱于美股大盘。2014年由于美国市场的上升，美国市场的中概股数量同比上升87.5%。阿里巴巴(BABA US)的上市也成为了美国目前最大的IPO。另外，以互联网公司为代表的一批新上市企业，呈现找「靠山」的特点，引入实力雄厚的基础投资者。例如京东(JD US)在上市前引入腾讯(00700 HK)入股，迅雷引入小米和金山的投资、猎豹移动(CMCM US)引入的百度(BIDU US)和小米，都给投资者带来了巨大的想象空间，也帮助这些公司寻得更高的估值上市。然而，中概股2014年表现差异化严重，平均表现弱于美股大盘。彭博中概股指数全年仅上升3.0%。而且，指数上升主要依靠如阿里巴巴(BABA US)等大型中概股拉升，小盘新股跌幅较大。在目前189只美国中概股中，30只2014年录得20%以上的回报率，占比仅有15.9%。中概股市场风格开始发生变化，资金逐步放弃小型股票，开始追逐确定性较强的蓝筹股，市值在20亿美元以下的中概股面临一定压力。和主要美股股指相比，中概股整体盈利预期波动较明显，而中概股静态市盈率在2013年一直处于下降通道，到了2014年也并未随大市市盈率的提升而回升，目前处于2009年以来的均值水平。尽管如此，从估值角度来说，也很难认为整体中概股相比三大主要股指更有吸引力。

彭博中概股指数及其盈利预期



资料来源：Bloomberg。

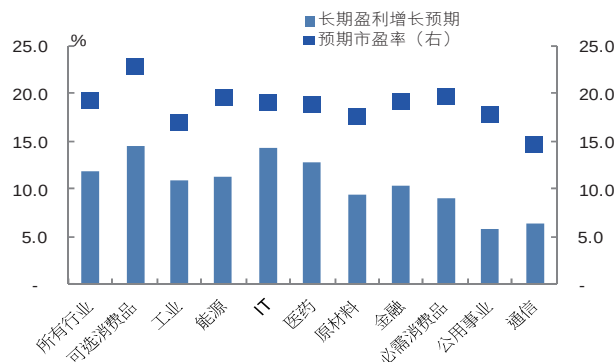
彭博中概股指数静态市盈率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

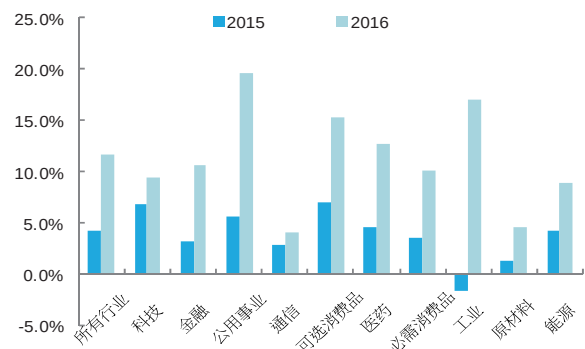
未来指数上升空间或较过去有限，但仍有温和的盈利支持。目前标普500长期盈利增长预期为11.7%，属于温和和可持续的盈利增速水平。其中，科技、可选消费、医药等增速相对较高。此外，市场预计2015和2016年标普500指数盈利将分别增长4.2%和11.7%，相对适度温和。2015年盈利增幅较高的行业包括科技和可选消费品，2016年则包括工业、可选消费品、公用事业和医药行业。从动态市盈率来看，各行业估值分化不明显，绝大部分行业介于17-19倍，通信设备行业最低为14.7倍，而可选消费品则最高为22.8倍。总体来说，由于目前的估值水平较高，而盈利的支持相对温和，未来指数的上行空间可能较过去更有限。

标普500指数长期盈利预期以及市盈率



资料来源：Bloomberg。

标普500指数2015-2016年盈利增长预期



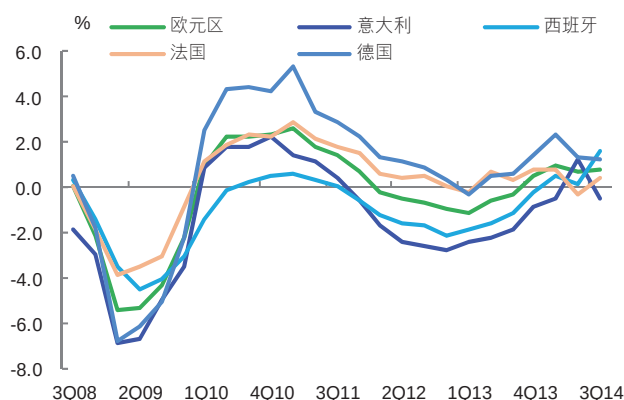
资料来源：Bloomberg。

## 十一、欧洲量宽加码

欧洲经济复苏缓慢，有通缩风险。虽面临市场、政治和效用方面的分歧，预料量宽仍会加码。

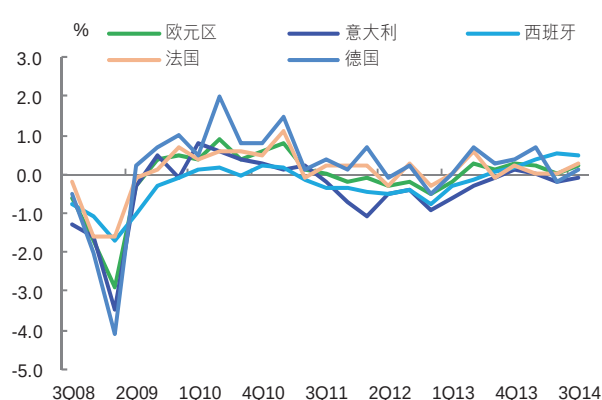
欧元区经济复苏缓慢。欧元区GDP同比连续四个季度增长，环比连续六个季度增长。其中，2014年3季度欧元区GDP同比增速为0.85%，环比增速为0.2%。主要成员国来看，3季度德国同比增速为1.2%，西班牙和法国分别为1.6%和0.4%，而意大利则倒退0.5%；环比增长也较为分化，意大利第3季度未能实现增长，环比倒退0.1%，而德国GDP第3季度环比微增0.1%，法国和西班牙分别保持0.3%和0.5%的环比增速。PMI来看，2014年欧元区介于50-54，好于2013年的整体水平，但2014年整体走势前高后低，从PMI从1、2月的高位逐步回落到11月的50附近。其中，德国PMI上半年持续领先成员国，但9月和11月两度跌穿50的荣枯线水平。法国复苏则相对较弱，8月份跌至46.9的全年新低。欧盟委员会2014年11月大幅下调对2015-2016年的GDP增速及通胀预测，显示欧洲经济复苏脚步缓慢，通缩风险持续。欧盟最新预测显示，2015-2016年欧元区GDP将增长1.1%和1.7%，这相比2012-2013年连续两年倒退有明显改善。虽然意大利2014年GDP增速或为-0.4%，但四大国德、法、意、西均有望在2015-2016这两年实现增长，幅度介于0.7%-2.2%。总体来说，相比2014年，2015-2016年欧洲经济有望持续复苏，但复苏步伐相对缓慢。

欧元区及四个主要成员国GDP同比



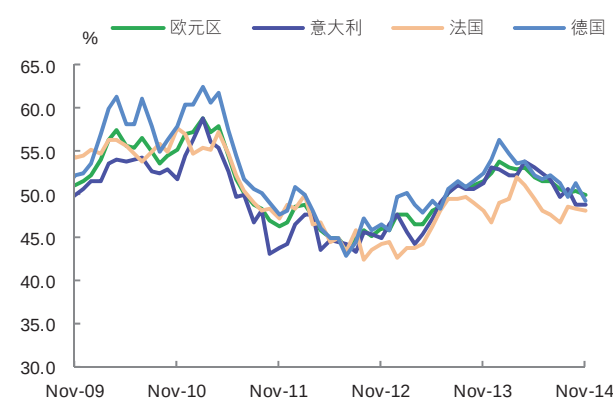
资料来源：欧盟统计局。

欧元区及四个主要成员国GDP环比



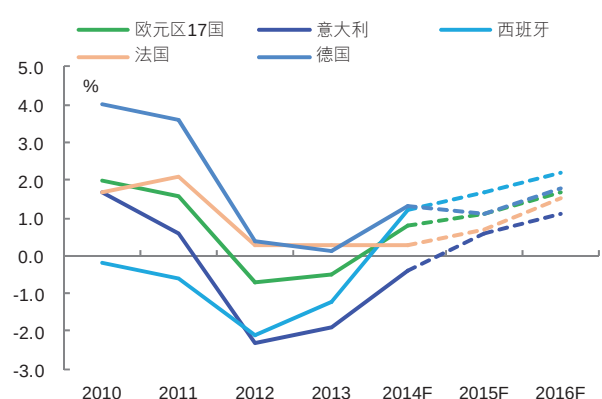
资料来源：欧盟统计局。

欧元区及部分成员国制造业PMI



资料来源：Markit、Bloomberg。

欧元区及四个主要成员国GDP年增长预测



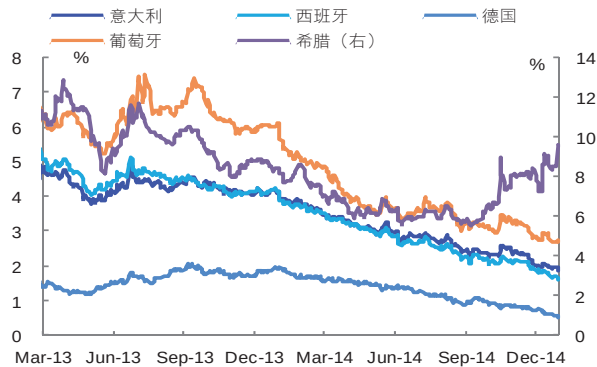
资料来源：欧盟委员会《2014年秋季经济预测》。

欧洲主要国家国债收益率持续下降，欧元汇率2014年前高后低。2014年欧洲经济缓慢复苏，而历史低位的利率以及市场对欧洲央行进一步降息的预期令欧洲国债市场全年上升明显。2014年德国、葡萄牙、西班牙、意大利的10年期国债收益率进一步下降，降幅介于126-316个基点。然而，希腊总统大选12月提前举行，引起市场对希腊政局动荡的担忧，希腊10年期国债收益率12月再次反弹。股市方面，德国、法国、意大利、西班牙股指2014年升幅均不足6%，远落后美国三大股指及部分亚洲及新兴市场国家股市。2014年上半年，欧元兑美元汇



率随着欧元区状况的进一步好转一度升至超过1.39的水平，是2011年10月底以来的最高。然而，随着美国退出量化宽松措施，加上欧洲经济复苏缓慢，欧洲央行6月初宣布降息，之后并决定实施量化宽松措施，欧元自5月初从高点回调，跌至1.23-1.24水平，与2012年8月相若。展望未来，由于当前主要成员国的国债收益率已降至记录低位，同样作为避险资产标的的德国国债收益率0.6-0.7%的水平，目前已明显低于同期美国国债收益率2.1%的水平，如果希腊政治危机拖累欧洲，可能会对国债市场产生阶段性动荡。随着货币宽松的进一步加强，欧元货币可能上升空间有限，未来走势或稳中偏弱。

部分成员国10年期国债收益率



资料来源：Bloomberg。

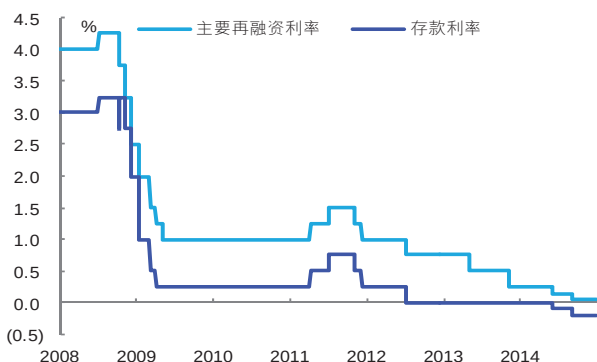
欧元兑美元走势



资料来源：Bloomberg。

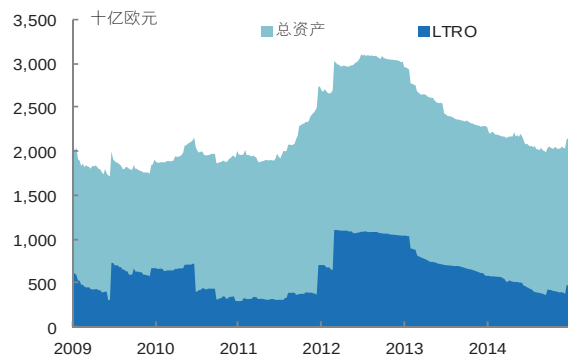
欧元区面临通缩风险，但欧洲央行进一步刺激经济措施面临困难。为了应对欧元区可能出现的通缩风险，欧洲央行2014年6月及9月两次降息，调低主要再融资利率和存款利率。其中，6月的降息标志着欧元区进入负利率时代。除了主动降息，欧洲央行还进行了两次定向长期再融资操作(TLTRO)，总共向银行系统注入2,124亿欧元流动性。而此前，欧洲央行于2011年前曾进行了三轮长期再融资操作(LTRO)，提供的流动性规模约3,930亿欧元。另外，欧洲央行于10月启动285亿欧元的担保债券购买，而在11月启动了14.9亿欧元的ABS购买。这些刺激手段主要是为了防止欧元区陷入通缩的风险加大。欧洲央行表示，目前已经越来越接近推出全面量化宽松的时候，欧洲的通紧风险已经增加。欧洲央行正在进行技术性的准备，以在2015年年初调整量化宽松的规模、速度和措施组成。由于全面宽松刺激从早前市场预期的2014年下半年推迟到2015年年初，以目前欧洲央行2.04万亿的资产负债表规模，距离将资产负债表规模扩大到3万亿欧元还有较大距离。另一方面看，货币刺激政策的效果有待观察。虽然欧洲央行推出了多轮刺激措施，但欧元区CPI仍然处于下行通道中。欧洲央行行长德拉吉多次表示，整个欧洲经济体需要进行全面的改革，否则会令欧洲央行的货币刺激政策效果难以体现。而目前看欧洲各国改革措施的实施却显得十分缓慢。其次，欧元区内部存在对于是否进一步推出全面宽松措施的分歧。德国对进一步加码量宽措施并不支持。法国并未明确支持欧洲央行的措施，而意大利的经济又相对脆弱，希腊的政治面临不确定性和动荡风险。虽然欧洲央行的购债行动短期对市场的信心有提振作用，但是，在各成员国做出更多约束性承诺并改革就业、税收及开支方面的规定前，长期货币政策效果或难以显现。

欧洲央行两项基准利率



资料来源：欧洲中央银行。

欧洲央行总资产和LTRO规模

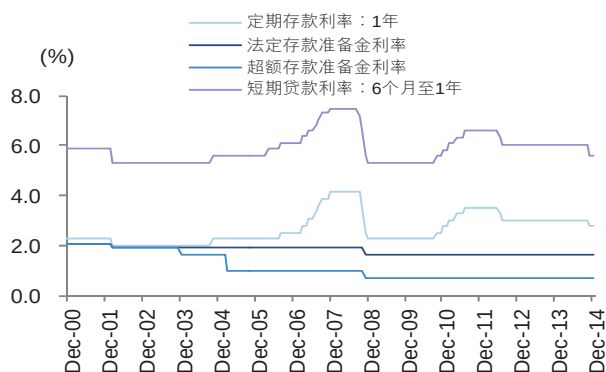


资料来源：欧洲中央银行。

## 十二、债券市场分析及预测

利率债方面，我们预期短期限国债收益率仍有下行空间，而长期国债收益率将出现波动走势。与7天回购利率相比，短期限国债收益率仍处在略高的水平；如需反映2015年资金较为充裕和政策松动的市场预期，则7天回购利率的预期走低亦将带动短期限国债收益率的下行。同时从国债各期限利差来分析，期限利差处于低位，若要修正到平均水平则需要短期限进行下行调整。至于长期国债收益率，如预期2015年进入货币放松周期，预期继续降息、降准均将推动长期资金成本预期下行。不过，我们预计在此情形下，由于利率的降低将间接导致市场风险胃纳的上升从而对长期国债产生资产替代效应，推动收益率上升。如果预期宏观经济在2015年2季度企稳，我们预计2015年下半年利率债市场将出现逐步走高的势态，预测长期国债收益率高点在4.2%。

基准利率：中国月度基准利率概览



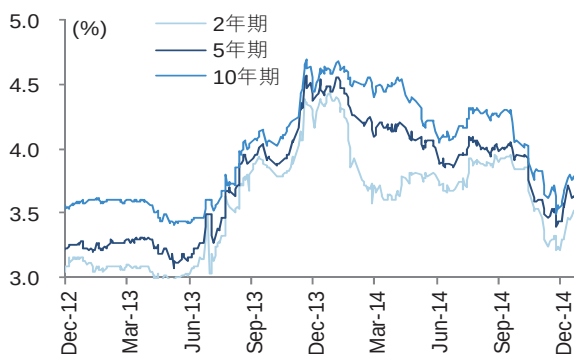
资料来源：中国人民银行。  
注：价格截止至2014年12月19日。

货币市场利率：央行票据到期收益率



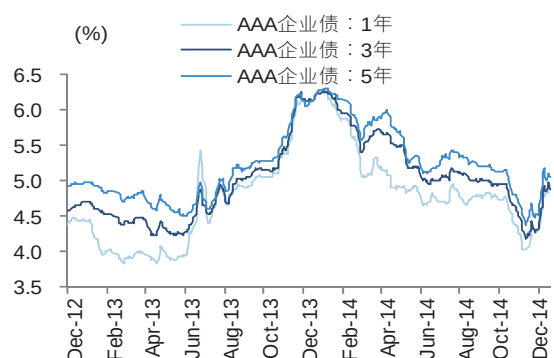
资料来源：中国债券信息网。  
注：价格截止至2014年12月19日。

债券市场利率：固定利率国债到期收益率



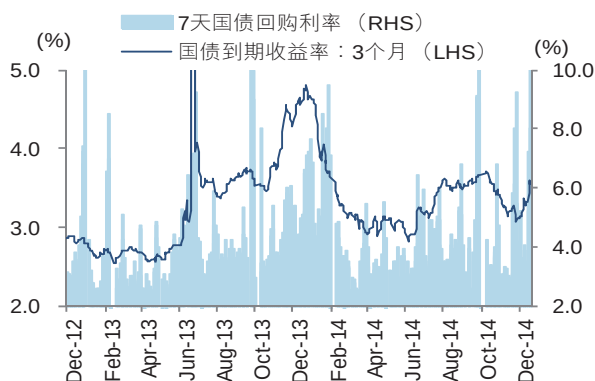
资料来源：中国债券信息网。  
注：价格截止至2014年12月19日。

信用债市场利率：银行间企业债到期收益率



资料来源：中国债券信息网。  
注：价格截止至2014年12月19日。

短债利率和国债7天回购利率



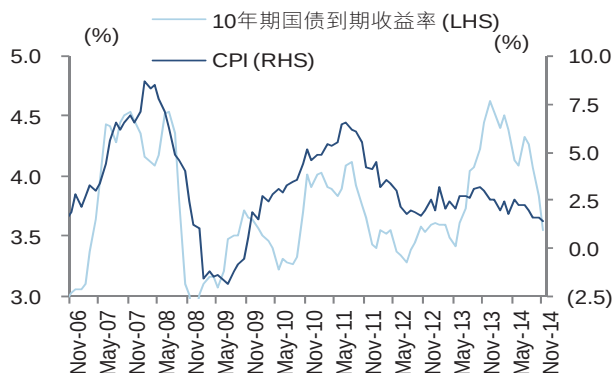
资料来源：中国债券信息网。  
注：价格截止至2014年12月19日。

国债到期收益率期限差



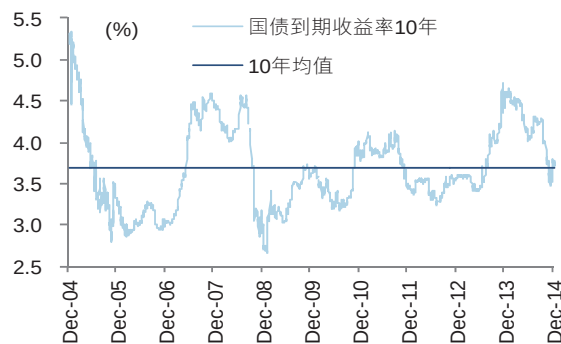
资料来源：中国债券信息网。  
注：价格截止至2014年12月19日。

10年期国债到期收益率与CPI



资料来源：中国债券信息网、中国统计局。  
注：价格截止至2014年11月30日。

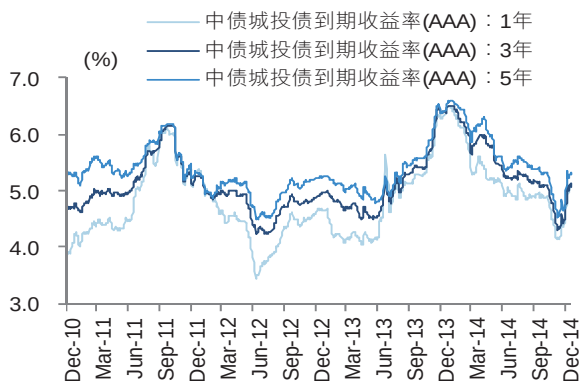
长期限国债到期收益率和历史均值



资料来源：中国债券信息网、国泰君安国际。  
注：价格截止至2014年12月19日。

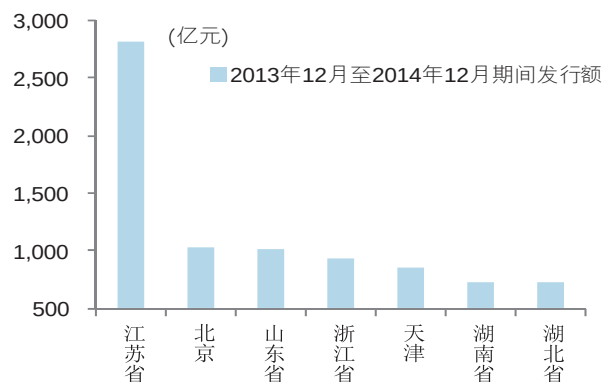
地方政府融资新框架的实施预期导致信用债市场的供需结构出现新变化，我们预期信用债市场仍有整体再融资压力，并且仍然存在局部信用风险。在财政部351号文指导下，2015年因地方政府存量债务置换带来的政府一般债券和专项债券供给可能达到1.5万亿元。PPP模式下的债券发行在总量中的份额预计将不断提高。另外，国务院43号文公布后，地方政府债为地方政府唯一合法融资渠道，城投平台不能再举借地方债务。性质不清、借由城投公司名义出现的城投债，或者直接用地方债名义推向市场，或者直接成为公司债，不可能再有以公司债名义出现的准地方债。2015年预期现有城投债存量债券将进入还本付息高峰期，再融资压力加大；同时城投债在中期将面临政策审批趋严，能否足额满足再融资量存在不确定性。

城投债到期收益率



资料来源：中国债券信息网。  
注：价格截止至2014年12月19日。

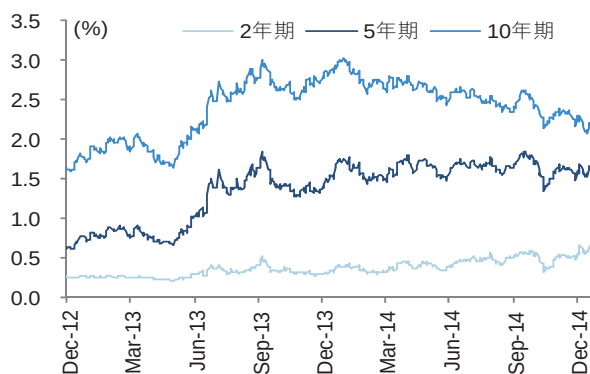
按发债地区划分的城投债区间发行额



资料来源：Wind。  
注：数据截止至2014年12月22日。

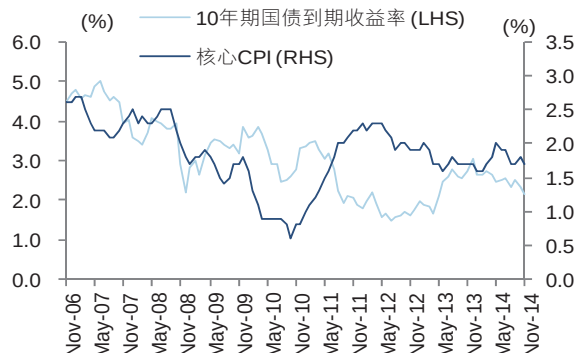
我们预期美国国债收益率将继续上升，在现有经济环境下预计**10年期美国国债收益率将在2.5%至3.0%水平之间**。我们认为美国通胀水平预期持续保持在低位，并且预期在**2015年**通胀水平不会到达美联储所设定的**2%**水平。侧面从美国**TIPS**市场来看，美国通胀水平预计持续走低，并且近期全球主要商品价格回调明显，这件对通胀水平产生一定抑制作用。而从美国经济表现来看，主要经济数据均指向经济回暖方向，近期失业率自**2008年**以来处于一个低位，季度**GDP**增长亦为自**2003**以来最快。至于美联储在**2015年**的加息时点，我们认为由于现有的低通胀环境，低油价水平和较为强劲的美元走势，美联储对于时点的选择将拥有更多的回旋余地，可能迟于目前市场预期的时点。不过鉴于低基数效用和由于**QE**的退出，我们预期国债收益率的波动率将会在年内上升至接近历史平均值附近。

美国国债到期收益率



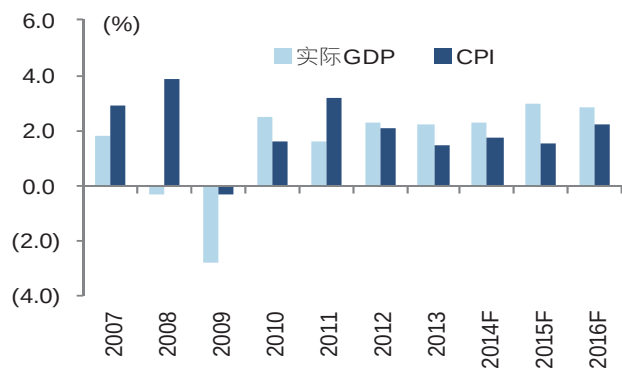
资料来源：Bloomberg。  
注：价格截止至2014年12月22日。

美国10年期国债到期收益率与核心CPI



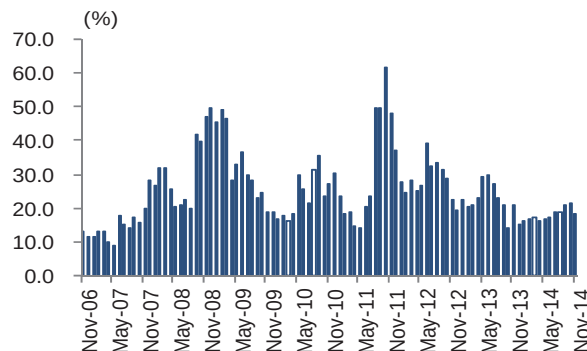
资料来源：Bloomberg。  
注：价格截止至2014年11月30日。

美国实际GDP增幅与CPI



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

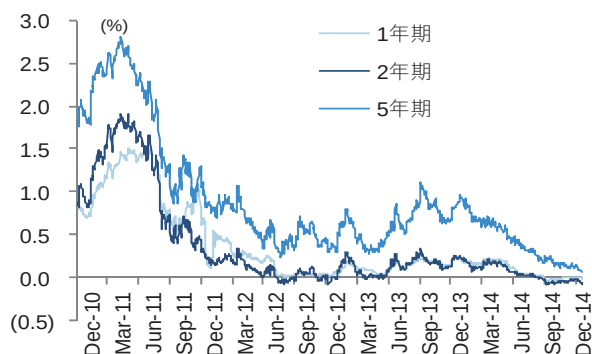
美国国债收益率月度30天波动率



资料来源：Bloomberg。

我们预期英国央行利率近期维持在现有水平，加息过程由于其增长趋于缓和而进程缓慢；预期欧元区国债收益率还有下行空间。英国经济近期的增长动能有所放缓，房地产市场的降温和欧元区经济相对的疲弱可能拖累英国未来的经济增长幅度。但我们相信英国本地的增长趋势将得到维持，可以弥补整体产能上的缺口和劳动力市场的紧缩。我们预期这些因素将间接导致英国央行减缓加息进度，同时我们相信近期利率市场亦在反映出缓慢的加息进程预期。我们较为看淡欧元区经济前景，由于近期德国的经济数据不佳造成了市场信心的动摇。俄罗斯与乌克兰之间的危机，以及中国经济增长的预期放缓都已经对德国的经济前景造成了一定影响。而欧洲央行的资产支持债券和担保债券的购买行动亦面临市场的部分质疑，担心额度不足以对区内整体经济造成积极影响。虽然政治壁垒较高，但是我们仍然预期**2015年**欧元区将启动进一步的量化宽松行动；如启动量化宽松行动，我们预计这将对欧元区国债收益率造成向下压力。

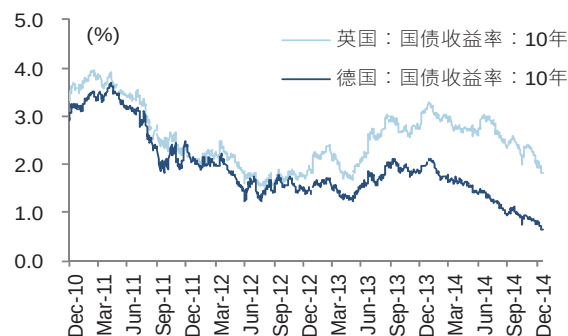
欧元区债券到期收益率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：价格截止至2014年12月22日。

英国和德国国债到期收益率



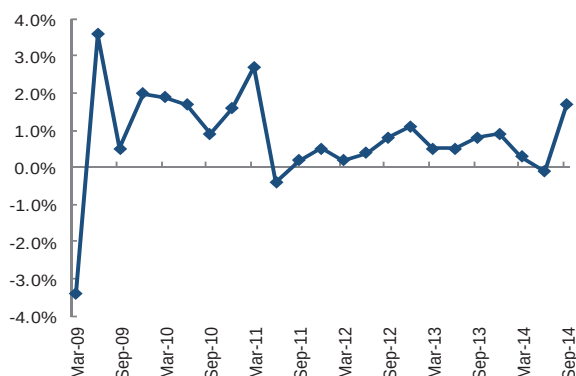
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：价格截止至2014年12月17日。

### 十三、香港本地经济

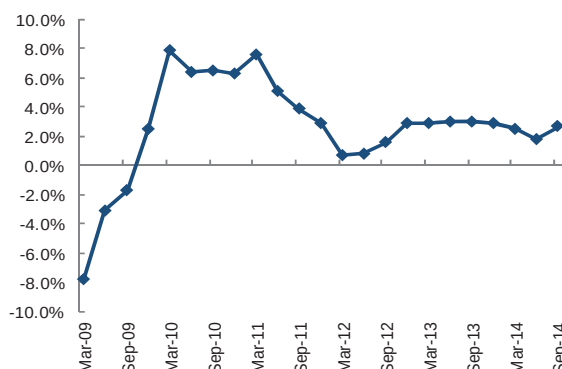
香港经济第三季度重拾一些增长动力，服务输出和私人消费均有一定改善。2014年第三季度香港经济持续温和复苏，但几大产业复苏步伐不一。进出口方面，外围经济体复苏步伐参差，美国的经济增长较为坚实，而欧元区及日本的经济仍然维持疲弱增长。同时，内地经济增速虽略有放缓，但维持稳固。另一方面，亚洲及新型经济体普遍有经济改善的迹象。因此，香港整体货物的出口进一步改善，第三季度持续增长。随着经济复苏，服务输出也恢复增长，以旅游服务输出的跌幅收窄最为显著。另外，随着贸易往来及跨境金融活动的增加，与贸易有关的金融服务增加。私人消费开支方面，第三季度有所改善，楼宇及建造活动有轻微升幅，但投资开支仍然疲弱。劳工市场第三季度维持稳定，失业率轻微由上季度的3.2%上升至3.3%，但仍然处于低位。工资及收入进一步录得增长。住宅物业市场维持活跃交投，第三季度楼价及成交量均上升。由于自9月底开始的「占中事件」对经济活动造成干扰，因此，难以避免对第四季度的经济活动造成影响。长期看，对经济气氛及内部需求的负面影响程度，尤其是对中小企的营商气氛、受影响地区的零售、饮食和运输业的影响，需要更长时间体现。根据最新市场预测显示，2015–2016年香港GDP增速预计将加快至2.95%及3.0%，而通胀水平将略微下降至3.5%水平。

香港GDP季度环比增长



资料来源：香港政府统计处。

香港GDP季度同比增长



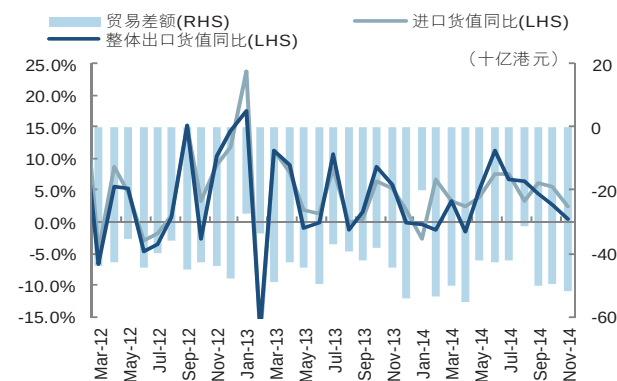
资料来源：香港政府统计处。

截至11月份，香港整体出口货值累计同比上升3.4%，但全球经济增长缓慢，短期内或会限制香港出口的表现。2014年前11个月，商品转口货值同比上升3.4%，香港产品出口值也上升3.0%。商品进口货值累计同比上升4.1%。其中，输往部分主要目的地的整体出口货值录得升幅，尤其是越南、印度、内地、美国和台湾。然而，输往德国及日本的整体出口货值录得倒退1.6%和2.7%。进口而言，来自所有主要供应地的进口货值录得升幅，其中东南亚国家的升幅较高，来自内地的进口货值也有2.0%的增长。根据贸发局数据，体现香港出口商对于未来短期信心的出口指数第四季度下降3.5至38.2，是2013年以来的最低水平，仍然低于50荣枯线水平。显



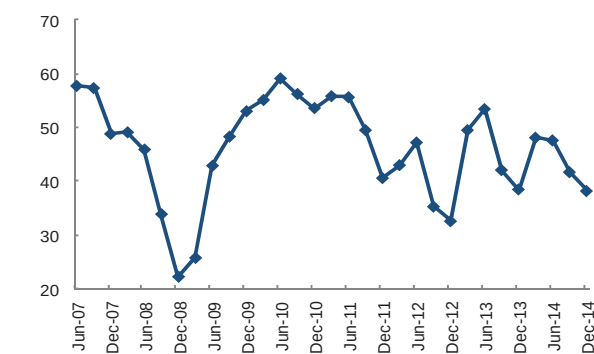
示出口商认为未来市场的不确定性较高。展望未来，石油价格下跌与俄罗斯卢布动荡对世界经济的复苏增加了更多不确定性。在欧元区和日本经济增长缓慢，以及部分地区的地缘政治仍然不稳定的背景下，全球经济增长的脚步仍然较慢，或仍然会对香港出口的表现短期造成限制。服务输出在第三季恢复增长，同比上升2.0%，扭转第二季2.0%的跌势。旅游服务输出跌幅显著收窄，第三季度同比仅微跌0.8%，一方面是由于基数效应逐渐减退，另一方面也受惠于访港旅客人数恢复双位数增长。

香港对外贸易



资料来源：香港政府统计处。

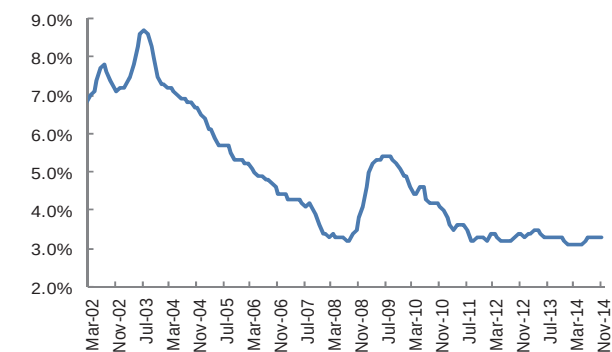
香港贸易发展局出口指数



资料来源：香港政府统计处。

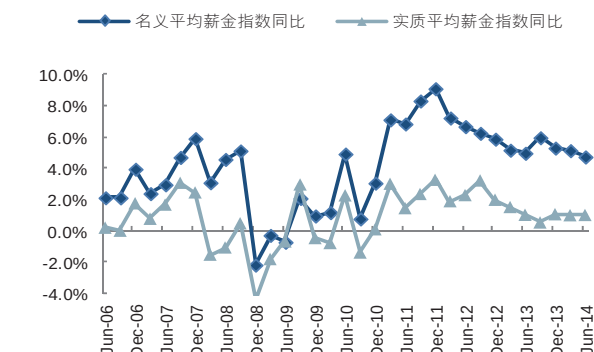
劳工市场维持稳定，第三季度失业率微升。劳工市场经季节性调整后的失业率在第三季微升0.1个百分点至3.3%，就业不足率则维持在1.5%的水平。职位空缺数目6月曾稍为回升，第三季总就业人数则录得温和增长，两者反映劳工需求直至第三季依然坚挺。工资及收入也录得了稳健增长。截至2014年6月份，名义平均薪金指数同比上升4.5%；全职非技术雇员的平均每月就业收入在第三季的同比上升6.8%。虽然目前失业率较低，劳工市场维持稳定，然而，根据人口政策督导委员会的预测，由于人口老龄化，香港劳动人口或将在2018年达到顶峰，之后呈现逐年下降的趋势。届时建造、零售、餐饮和养老等服务行业可能出现劳动力短缺的情况。

香港就业情况(失业率)



资料来源：香港政府统计处。

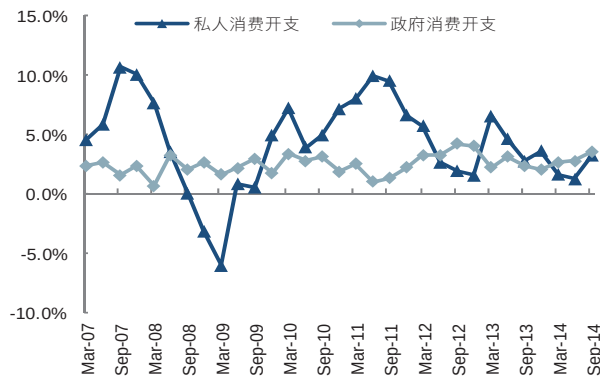
香港平均薪金指数同比增长



资料来源：香港政府统计处。

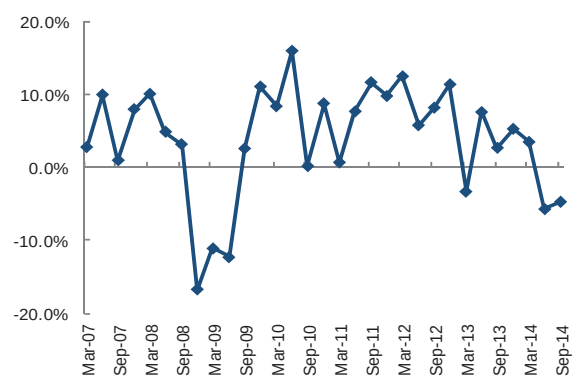
内部需求温和增长，通胀进一步缓和。2014年第三季，私人消费开支在前两季度增速放缓后再次转强，同比增长3.2%。经季节性调整后，私人消费开支比第二季度提高1.9%。私人消费改善，反映了随着就业市场维持低失业率、以及收入持续改善，带动本地消费信心好转。另外，政府消费开支继续稳步增长，第三季度同比增加3.5%。2014年第三季，按本地固定资本形成总额计算的整体投资开支，连续两季出现收缩。第三季度同比下跌4.7%，延续了上一季5.7%的跌势，主要反映了机器及设备购置疲弱，而整体楼宇及建造开支继续轻微增长。第三季度通胀进一步缓和，本地租金成本压力仍然温和，而劳动力成本的上升也较为平稳。外围输入通胀压力也不大，主要因为国际市场能源及原材料价格疲弱，主要进口来源地区的通胀也较为和缓。剔除政府一次性纾缓措施的效应，基本通胀率第三季下降至3.3%，低于上一季的3.5%。而整体消费物价通胀率在第三季升至4.8%，高于上一季的3.6%，上升是因为去年九月政府代缴公屋租金，以致比较基数暂时偏低，以及部分住户逐渐用完政府的一次性电费补贴。

消费开支同比增长



资料来源：香港政府统计处。

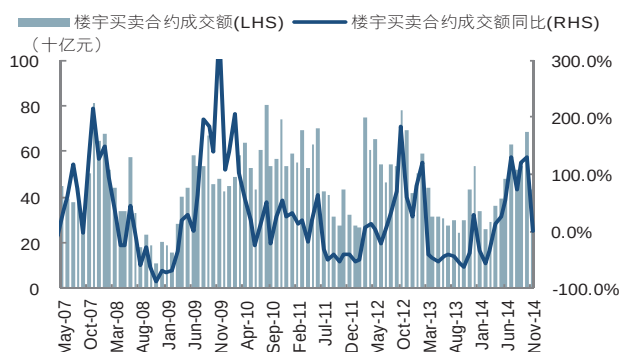
本地投资开支同比增长



资料来源：香港政府统计处。

住宅市场保持活跃，成交量及价格进一步上升。数据显示，第三季物业买卖市场成交量较第二季进一步增加25%，部分是由于政府对现行楼市「辣招」做出技术性调整，令部分换楼客有技术性松绑。但目前的成交相比以往仍属较低水平。住宅物业价格6月至9月期间上升6%，而9月的整体楼价比1997年的高峰时期超出54%，市民的置业购买力在第三季仍处于约57%的高位。租务市场方面，住宅租金第三季上升3%，而写字楼租金及商铺租金则分别上升2%及1%。供应方面，根据差饷物业估价署统计，2014年前三季度，全港共有12,200个私人住宅单位完工。根据运输及房屋局推算，未来3—4年一手私人住宅物业市场的供应量约为74,000个，是有记录以来新高。香港地政总署的数据显示，截至2014年5月底，预售住宅类楼花同意书待批数目约有80,623个，前批出预售住宅类楼花同意书10,850个。2014年12月，运输及房屋局发表了香港《长远房屋策略》报告，政府将以48万个单位作为2015/16年度至2024/25年度为期十年的总房屋供应目标，公私营房屋供应比例为60：40。政府将通过一系列措施，增加短、中、长期的土地供应。短期措施主要是通过检讨土地用途及适度增加发展密度，中长期则是通过主要发展及填海项目，开拓新的可发展土地。就房屋发展而言，政府会与房委会合作，简化程序加快取得土地，应付增建公营房屋的需求。也会通过卖地和批地致力维持稳定的土地供应，以发展私人住宅项目。

楼宇买卖合约成交金额



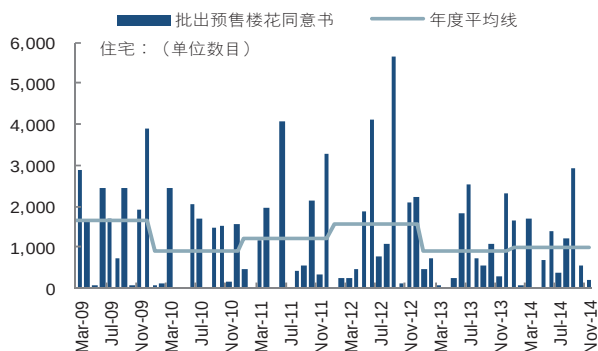
资料来源：香港土地注册处。

私人住宅价格指数变动



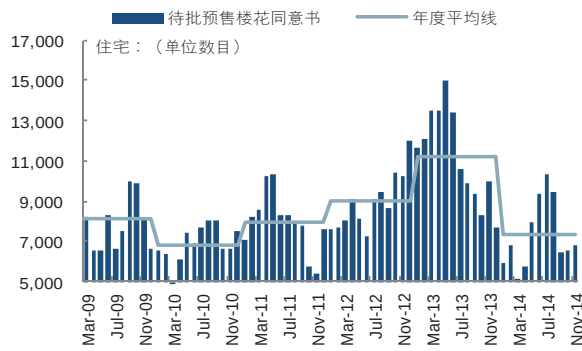
资料来源：香港差饷物业估价署。

### 批出预售楼花同意书



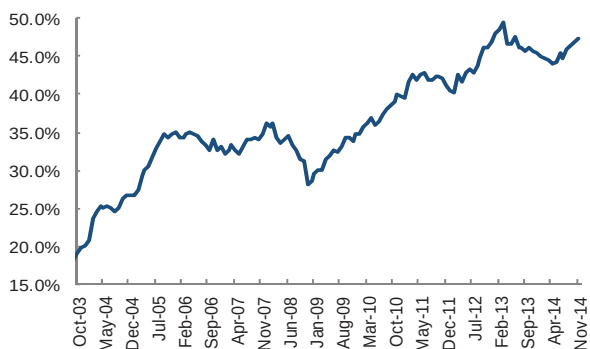
资料来源：香港地政总署。

### 待批预售楼花同意书



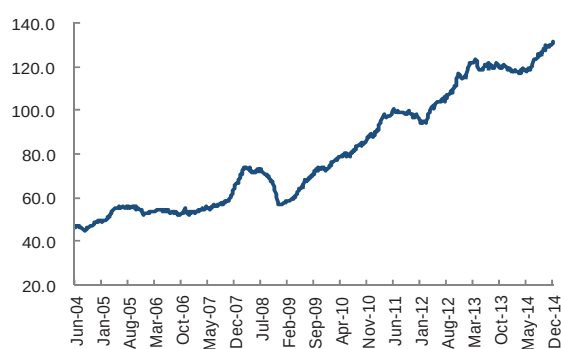
资料来源：香港地政总署。

### 香港供楼负担比例



资料来源：中原地产。

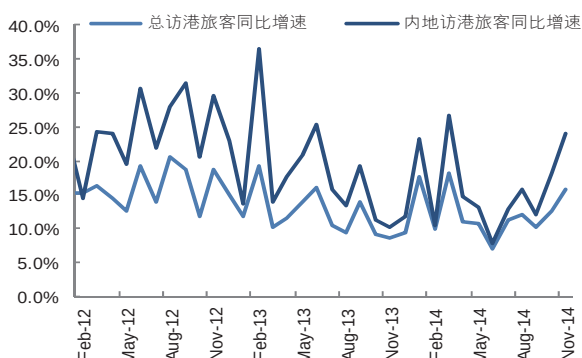
### 中原城市领先指数



资料来源：中原地产。

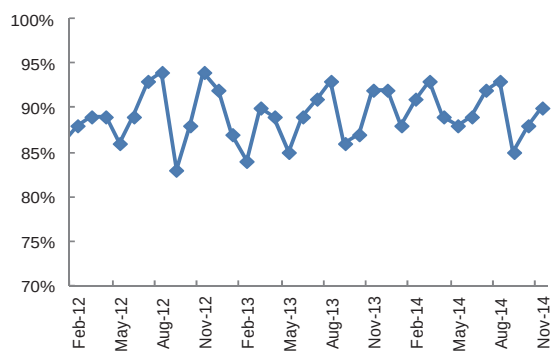
多方努力下，「占中」对香港的影响总体不大。「占中」事件持续超过2个月，对香港社会产生较大的震动。事件对本地经济，特别是事件发生区域附近的商业活动产生影响。最新数据显示，11月访港旅客同比上升15.7%，增速较10月提高3.1个百分点。其中，来自中国内地的旅客同比上升24.1%，较10月上升5.8个百分点。11月酒店入住率为90%，前11个月累计酒店入住率为90%，受到的影响并不显著。另外，扣除价格变动因素，11月零售业总销货值同比上升4.1%，增速比10月放缓0.2个百分点。根据政府在立法会文件显示，直接受「占中」影响的行业包括零售、旅游、饮食及运输业，其它行业或会受到间接波及，但影响或需要时间显现。另一方面，为了将「占中」的影响降低，香港政府或出台更多措施，解决房屋等引致的民生问题。中央也会考虑加快广东自贸区方案的推出和实施，加快前海地区建设开发，突出香港金融中心优势，建设香港优势产业聚集基地。

### 访港旅客同比变化



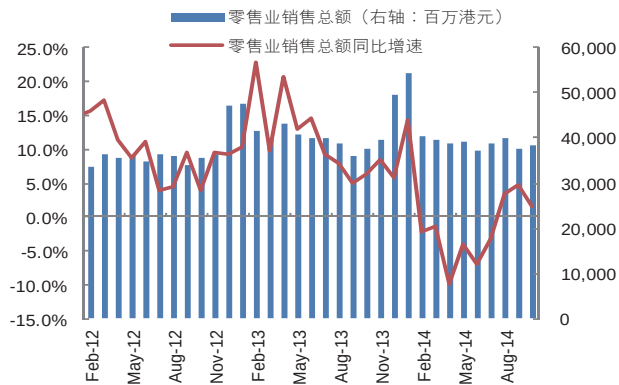
资料来源：香港旅游发展局。

### 香港酒店月平均入住率



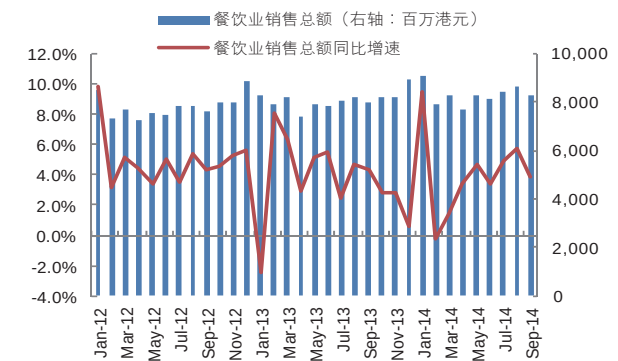
资料来源：香港旅游发展局。

零售业销售总额及增幅



资料来源：香港政府统计处。

餐饮业销售总额及增幅

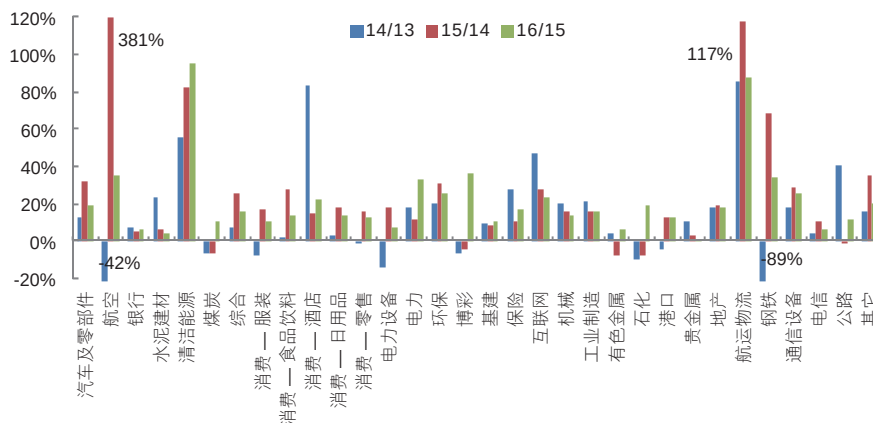


资料来源：香港政府统计处。

## 十四、盈利预测

按市值加权平均，我们覆盖的公司**在2014–2016年盈利增长分别为12.0%、15.2%和13.3%**。对比指数盈利增长的市场一致预期，恒指在上述三年里分别增长7.2%、8.0%和11.2%，国指则为11.5%、8.6%和10.2%。我们覆盖公司的盈利增长预期**2014–2016年均好于恒指和国指**。相比2014年中期，覆盖行业中**2015年业绩增幅调高的行业**主要包括：航空、钢铁、综合、电力设备及环保行业，上调幅度介于**10.3–264.6个百分点**；**增幅调低的行业**主要包括：航运及物流和煤炭行业，下调幅度介于**19.1–22.7个百分点**。**2016年业绩增幅调高的行业**主要包括：电力、石化和基建行业，上调幅度介于**11.8–27.9个百分点**；**增幅调低的行业**主要为：航运及物流和博彩行业，下调幅度介于**26.6–29.9个百分点**。**2015年盈利增幅较高的行业**包括：航空、航运及物流、钢铁、汽车及零部件和环保行业，盈利增幅介于**31.1%–381.0%**。**2016年则为航运及物流、博彩、航空、钢铁和电力行业**，盈利增幅介于**32.9%–95.9%**。

覆盖各行业2014–2016年盈利增长



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

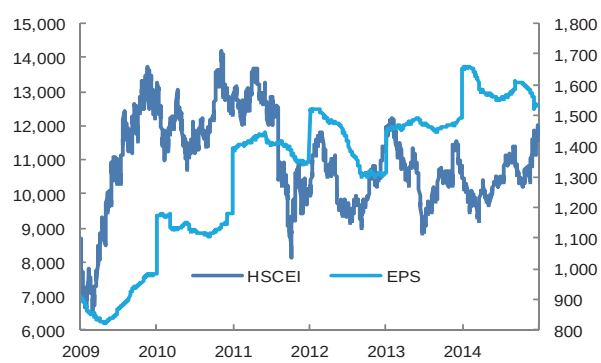
**2014年指数盈利总体呈现下调，多重因素影响未来盈利前景。**2014年，恒指先升后跌，总体较年初仅小幅上升。恒指和国指**2014年盈利预期均有下调**，幅度分别为**7.5%和9.5%**。由于国指成份股与中国经济更加紧密相关，**2014年中国经济增速的放缓令国指成份股盈利预期下调幅度大于恒指**。展望**2015年**，随着中国经济逐步步入「新常态」，未来经济增速向下的压力成为影响盈利前景的负面因素。然而，能源及大宗商品价格下降，企业成本有望回落，更多旨在解决企业融资成本的措施有望减轻企业融资开支，再加上财税政策配合，企业有望受惠减税与放权减政带来的成本下降，几大因素预计对盈利形成有力支撑。

恒指及其盈利预期



资料来源：Bloomberg。

国指及其盈利预期



资料来源：Bloomberg。



## 国泰君安国际覆盖行业盈利汇总

| 行业       | 覆盖公司                                                                        | 盈利增长                       |        |       | ROE (%) |       |       |       |       |       | PE    |       |       | PB    |       |       | 息率(%) |       |       |       |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------------|--------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          |                                                                             | FY14 vs. FY15 vs. FY16 vs. |        |       |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|          |                                                                             | FY13                       | FY14   | FY15  | 评级      | 2014F | 2015F | 2016F | 2014F | 2015F | 2016F | 2014F | 2015F | 2016F | 2014F | 2015F | 2016F | 2014F | 2015F | 2016F |
| 汽车及零部件   | 00175, 00489, 01211, 01114, 03808, 03663, 02333                             | 12.4%                      | 31.9%  | 19.4% | 跑赢大市    | 19.7  | 18.7  | 18.6  | 25.8  | 14.7  | 11.7  | 2.2   | 1.9   | 1.6   | 1.6   | 1.8   | 2.0   |       |       |       |
|          | 00670, 00753, 01055                                                         | -41.7%                     | 381.0% | 35.6% | 跑赢大市    | 3.7   | 12.4  | 14.0  | 32.9  | 6.9   | 5.1   | 1.0   | 0.8   | 0.7   | 0.4   | 2.4   | 3.2   |       |       |       |
|          | 00939, 00998, 01398, 03328, 03968, 03988, 01988, 01288                      | 7.4%                       | 5.1%   | 6.1%  | 跑赢大市    | 19.2  | 17.7  | 16.6  | 5.7   | 5.4   | 5.1   | 1.0   | 0.9   | 0.8   | 6.0   | 6.3   | 6.7   |       |       |       |
| 水泥建材     | 00914, 03323, 01313, 02009                                                  | 23.0%                      | 6.5%   | 4.5%  | 跑赢大市    | 17.3  | 16.1  | 14.8  | 7.9   | 7.4   | 7.0   | 1.3   | 1.1   | 1.0   | 2.4   | 2.6   | 2.7   |       |       |       |
|          | 02886                                                                       | 56.0%                      | 82.6%  | 95.5% | 跑赢大市    | 19.6  | 25.8  | 31.4  | 22.9  | 12.5  | 6.4   | 4.4   | 3.2   | 2.0   | 0.9   | 1.6   | 3.1   |       |       |       |
|          | 01088, 01171, 01898, 03948                                                  | -6.0%                      | -6.8%  | 10.5% | 中性      | 10.4  | 9.4   | 9.5   | 12.6  | 14.0  | 12.5  | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 3.5   | 3.3   | 3.6   |       |       |       |
| 综合       | 00013, 00019, 00270, 00291, 00363                                           | 7.0%                       | 25.3%  | 15.5% | 跑赢大市    | 7.9   | 8.3   | 8.9   | 23.7  | 13.7  | 11.1  | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 2.7   | 2.9   | 3.1   |       |       |       |
|          | 02020, 01968, 01880, 01234, 01247, 00210, 01913                             | -8.1%                      | 16.6%  | 11.0% | 跑赢大市    | 17.2  | 18.3  | 18.5  | 19.7  | 16.7  | 15.0  | 3.3   | 2.9   | 2.7   | 4.3   | 3.7   | 4.0   |       |       |       |
|          | 00506, 01068, 02319, 00322, 00220, 01117, 00168, 03666                      | 1.8%                       | 27.9%  | 14.0% | 跑赢大市    | 12.3  | 12.9  | 13.0  | 30.5  | 25.1  | 22.1  | 3.1   | 2.8   | 2.6   | 1.3   | 1.5   | 1.7   |       |       |       |
| 消费—酒店    | HMIN US, HTHT US, CTRP US                                                   | 83.8%                      | 14.9%  | 22.1% | 中性      | 11.0  | 11.1  | 12.7  | 24.1  | 20.6  | 16.8  | 2.5   | 2.2   | 2.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |       |       |       |
|          | 01044, 03331, 01237, 01678                                                  | 3.2%                       | 18.0%  | 14.0% | 跑赢大市    | 21.1  | 22.3  | 22.4  | 24.6  | 20.8  | 18.2  | 5.1   | 4.4   | 3.9   | 2.2   | 2.5   | 2.9   |       |       |       |
|          | 00980, 01025, 01833, 03308, 03368, 06808, 03389, 01929, 00590, 00116, 01169 | -0.3%                      | 15.4%  | 12.8% | 跑赢大市    | 17.4  | 17.6  | 17.6  | 15.9  | 13.7  | 12.2  | 2.5   | 2.2   | 2.0   | 2.6   | 3.0   | 3.4   |       |       |       |
| 电力设备     | 01072, 01133, 02727                                                         | -13.5%                     | 17.9%  | 7.4%  | 中性      | 7.1   | 8.0   | 8.1   | 15.8  | 13.4  | 12.5  | 1.1   | 1.0   | 1.0   | 1.8   | 1.9   | 2.1   |       |       |       |
|          | 00836, 00902, 00991, 01071, 02380, 01798, 00916, 00958, 01811               | 18.5%                      | 11.2%  | 32.9% | 跑赢大市    | 15.6  | 15.1  | 15.4  | 10.7  | 10.1  | 7.8   | 1.3   | 1.2   | 1.1   | 4.1   | 4.3   | 4.8   |       |       |       |
|          | 00371, 00257, 00895                                                         | 20.3%                      | 31.1%  | 25.7% | 跑赢大市    | 11.4  | 13.5  | 14.9  | 27.0  | 20.6  | 16.4  | 3.0   | 2.7   | 2.3   | 1.1   | 1.3   | 1.6   |       |       |       |
| 环保       | 01128, 02282                                                                | -6.1%                      | -4.7%  | 36.6% | 跑赢大市    | 65.6  | 48.0  | 52.8  | 15.5  | 16.5  | 12.1  | 8.9   | 7.2   | 5.7   | 3.4   | 3.2   | 4.5   |       |       |       |
|          | 01186, 00390, 01800, 00871, 06168                                           | 9.9%                       | 8.9%   | 10.3% | 跑赢大市    | 12.8  | 12.3  | 11.9  | 9.3   | 8.5   | 7.7   | 1.1   | 1.0   | 0.9   | 2.2   | 2.3   | 2.6   |       |       |       |
|          | 00966, 02318, 02328, 02628, 02601, 01336, 01339                             | 27.7%                      | 10.7%  | 16.9% | 跑赢大市    | 15.4  | 15.2  | 15.1  | 18.1  | 16.4  | 14.0  | 2.5   | 2.2   | 1.9   | 1.1   | 1.3   | 1.4   |       |       |       |
| 互联网      | SINA US, BIDU US, 00700, QIHU US, FENG US, YOKU US, NTES US, PWRD US, 01588 | 46.9%                      | 28.1%  | 23.4% | 跑赢大市    | 34.8  | 36.5  | 38.3  | 35.4  | 27.6  | 22.3  | 11.0  | 9.3   | 7.9   | 0.3   | 0.4   | 0.5   |       |       |       |
|          | 01882, 03339, 00631, 01157, 02039, 03899                                    | 19.9%                      | 16.4%  | 14.2% | 跑赢大市    | 14.7  | 14.7  | 14.9  | 13.2  | 11.3  | 9.9   | 1.7   | 1.5   | 1.3   | 2.7   | 2.9   | 3.4   |       |       |       |
|          | 01812, 01766, 02228, 03898, 00751                                           | 20.8%                      | 16.0%  | 16.3% | n.a.    | 15.7  | 16.1  | 16.4  | 18.1  | 15.5  | 13.3  | 2.8   | 2.5   | 2.2   | 2.5   | 2.6   | 3.0   |       |       |       |
| 机械       | 00358, 03833, 03993, 01378                                                  | 4.6%                       | -7.9%  | 6.5%  | 中性      | 13.9  | 12.0  | 11.8  | 8.0   | 9.6   | 9.5   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 4.3   | 4.0   | 4.4   |       |       |       |
|          | 00857, 00196, 00386                                                         | -9.3%                      | -7.9%  | 18.7% | 中性      | 10.2  | 8.8   | 9.7   | 10.0  | 11.0  | 9.3   | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 4.0   | 3.7   | 4.4   |       |       |       |
|          | 00144, 01199, 02880, 03382, 03378                                           | -3.9%                      | 12.4%  | 12.4% | 跑赢大市    | 8.9   | 9.3   | 9.7   | 12.8  | 11.4  | 10.1  | 1.1   | 1.0   | 1.0   | 3.3   | 3.7   | 4.2   |       |       |       |
| 港口       | 01818, 02899, 03330, 02099                                                  | 11.1%                      | 3.5%   | 0.8%  | 中性      | 8.2   | 7.7   | 7.2   | 16.3  | 15.6  | 15.6  | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.9   | 1.9   | 1.9   |       |       |       |
|          | 00688, 00813, 03383, 00960, 01109, 02007, 03333, 00081, 01107, 01238        | 18.6%                      | 19.3%  | 17.9% | 跑赢大市    | 21.5  | 21.1  | 21.0  | 6.8   | 5.7   | 4.8   | 1.1   | 0.9   | 0.8   | 4.6   | 5.6   | 7.0   |       |       |       |
|          | 00368, 00598, 01138, 01919, 02866                                           | 85.4%                      | 117.4% | 87.8% | 跑赢大市    | 2.8   | 6.4   | 9.8   | 31.4  | 17.3  | 9.5   | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.4   | 0.8   | 1.0   |       |       |       |
| 航运物流     | 00323, 00347                                                                | -89.1%                     | 68.3%  | 33.6% | 中性      | 0.7   | 1.5   | 1.9   | 45.9  | 61.3  | 43.6  | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.3   | 0.4   | 0.5   |       |       |       |
|          | 00763, 00633, 00992, 02369                                                  | 18.6%                      | 28.5%  | 25.3% | 跑赢大市    | 26.8  | 33.5  | 38.7  | 15.3  | 11.9  | 9.5   | 4.2   | 3.9   | 3.4   | 2.4   | 3.1   | 4.0   |       |       |       |
|          | 00728, 00762, 00941                                                         | 3.9%                       | 10.7%  | 6.2%  | 跑赢大市    | 13.3  | 13.0  | 12.7  | 12.2  | 11.0  | 10.3  | 1.5   | 1.3   | 1.3   | 3.5   | 3.8   | 4.0   |       |       |       |
| 电信服务     | 00177, 00548, 00576, 00995                                                  | 40.2%                      | -1.4%  | 12.1% | 跑赢大市    | 14.6  | 12.6  | 13.3  | 12.1  | 11.9  | 10.8  | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 4.7   | 4.8   | 4.8   |       |       |       |
|          | 00388                                                                       | 15.8%                      | 35.4%  | 20.0% | 跑赢大市    | 25.2  | 31.5  | 34.5  | 37.5  | 27.7  | 23.1  | 9.2   | 8.3   | 7.6   | 2.4   | 3.2   | 3.9   |       |       |       |
|          | 其它                                                                          |                            |        |       |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 覆盖公司简单平均 |                                                                             | 15.7%                      | 35.5%  | 22.8% |         | 13.2  | 13.4  | 14.2  | 15.5  | 23.0  | 10.3  | 1.6   | 1.4   | 1.3   | 3.0   | 3.4   | 3.9   |       |       |       |
|          | 覆盖公司加权平均                                                                    | 12.0%                      | 15.2%  | 13.3% |         | 18.6  | 18.3  | 18.4  | 14.8  | 13.4  | 10.7  | 2.7   | 2.3   | 2.1   | 3.5   | 3.8   | 4.2   |       |       |       |
| 恒指一致预期   |                                                                             | 7.2%                       | 8.0%   | 11.2% |         | 15.6  | 15.1  | 15.2  | 11.0  | 10.4  | 9.4   | 2.4   | 2.0   | 1.8   | 3.6   | 3.8   | 4.1   |       |       |       |
| 国指一致预期   |                                                                             | 11.5%                      | 8.6%   | 10.2% |         | 17.0  | 16.2  | 15.7  | 8.3   | 7.8   | 7.1   | 1.3   | 1.2   | 1.1   | 4.4   | 4.7   | 5.1   |       |       |       |

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。



国泰君安国际覆盖公司盈利预测

| 代码     | 代码公司名称  | 6至18个月 |          | 货币  | 每股盈利  |       |       |       | 每股股息   |       |       |       | 净利润(百万) |       |         |         | 每股净资产   |         |         |         | ROE (%) |         |         |         |      |      |      |      |      |
|--------|---------|--------|----------|-----|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|------|------|------|------|
|        |         | 评级     | 标价(HK\$) |     | 每股盈利  |       |       |       | 每股股息   |       |       |       | 净利润(百万) |       |         |         | 每股净资产   |         |         |         | ROE (%) |         |         |         |      |      |      |      |      |
|        |         |        |          |     | 12A   | 13A   | 14F   | 15F   | 16F    | 12A   | 13A   | 14F   | 15F     | 16F   | 12A     | 13A     | 14F     | 15F     | 16F     | 12A     | 13A     | 14F     | 15F     | 16F     |      |      |      |      |      |
| 汽车及零部件 |         |        |          |     |       |       |       |       |        |       |       |       |         |       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |      |      |      |      |
| 00175  | 吉利汽车    | 中性     | 2.60     | RMB | 0.263 | 0.304 | 0.259 | 0.201 | 0.235  | 0.039 | 0.046 | 0.040 | 0.031   | 0.038 | 2.040   | 2.663   | 2.283   | 1.714   | 2.083   | 1.771   | 1.965   | 2.009   | 2.259   | 2.567   | 17.5 | 18.1 | 13.5 | 9.1  | 9.8  |
| 00489  | 东风集团股份  | 买入     | 18.50    | RMB | 1.055 | 1.222 | 1.549 | 1.748 | 2.017  | 0.150 | 0.180 | 0.228 | 0.257   | 0.297 | 9.092   | 10.528  | 13.342  | 15.058  | 17.383  | 6.268   | 7.432   | 8.751   | 10.418  | 12.431  | 17.6 | 17.3 | 19.1 | 18.2 | 17.7 |
| 01211  | 比亚迪     | 收集     | 60.00    | RMB | 0.035 | 0.235 | 0.203 | 0.535 | 0.778  | 0.000 | 0.050 | 0.041 | 0.107   | 0.156 | 81      | 553     | 491     | 1.325   | 1.925   | 10.256  | 10.559  | 12.466  | 13.584  | 14.738  | 0.3  | 2.3  | 1.8  | 4.1  | 5.5  |
| 03808  | 中国重汽    | 收集     | 4.90     | RMB | 0.045 | 0.098 | 0.175 | 0.247 | 0.262  | 0.015 | 0.040 | 0.044 | 0.062   | 0.066 | 123     | 271     | 483     | 683     | 725     | 7.409   | 7.538   | 7.694   | 8.063   | 8.818   | 0.6  | 1.3  | 2.3  | 3.1  | 3.1  |
| 01114  | 华晨中国汽车  | 中性     | 12.10    | RMB | 0.458 | 0.671 | 0.838 | 0.948 | 1.116  | 0.000 | 0.079 | 0.101 | 0.114   | 0.134 | 2.301   | 3.374   | 4.211   | 4.762   | 5.607   | 1.999   | 2.590   | 3.104   | 3.635   | 4.292   | 28.1 | 29.3 | 29.4 | 28.1 | 28.2 |
| 03663  | 协众国际控股  | 中性     | 1.00     | RMB | 0.095 | 0.074 | 0.060 | 0.068 | 0.072  | 0.032 | 0.028 | 0.014 | 0.016   | 0.016 | 68      | 59      | 48      | 54      | 57      | 0.939   | 0.987   | 0.985   | 1.015   | 1.047   | 10.5 | 7.6  | 6.1  | 6.8  | 6.9  |
| 02333  | 长城汽车    | 收集     | 42.00    | RMB | 1.871 | 2.703 | 2.633 | 3.015 | 3.427  | 0.570 | 0.820 | 0.790 | 0.905   | 1.028 | 5.692   | 8.224   | 8.011   | 9.174   | 10.427  | 7.071   | 9.202   | 11.552  | 13.768  | 16.552  | 29.8 | 33.2 | 25.4 | 23.8 | 22.6 |
| 航空     |         |        |          |     |       |       |       |       |        |       |       |       |         |       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |      |      |      |      |
| 00670  | 东方航空    | 买入     | 5.20     | RMB | 0.270 | 0.200 | 0.116 | 0.491 | 0.684  | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.059   | 0.082 | 3.072   | 2.373   | 1.471   | 6.224   | 8.668   | 1.927   | 2.319   | 2.624   | 3.060   | 3.427   | 15.2 | 8.8  | 4.8  | 17.1 | 21.1 |
| 00753  | 中国国航    | 买入     | 8.40     | RMB | 0.397 | 0.266 | 0.189 | 0.659 | 0.890  | 0.000 | 0.045 | 0.034 | 0.119   | 0.160 | 4.816   | 3.264   | 2.475   | 8.622   | 11.652  | 3.874   | 4.233   | 4.675   | 6.067   | 7.664   | 9.6  | 6.0  | 4.0  | 10.9 | 11.6 |
| 01055  | 南方航空    | 买入     | 5.20     | RMB | 0.267 | 0.202 | 0.046 | 0.433 | 0.568  | 0.050 | 0.040 | 0.000 | 0.086   | 0.112 | 2.619   | 1.986   | 454     | 4.251   | 5.581   | 3.345   | 3.453   | 3.794   | 4.493   | 5.600   | 8.0  | 5.9  | 1.2  | 9.6  | 10.2 |
| 银行     |         |        |          |     |       |       |       |       |        |       |       |       |         |       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |      |      |      |      |
| 00939  | 建设银行    | 收集     | 6.76     | RMB | 0.773 | 0.857 | 0.924 | 0.973 | 1.035  | 0.268 | 0.300 | 0.324 | 0.341   | 0.362 | 193.179 | 214.192 | 231.100 | 243.374 | 258.685 | 3.767   | 4.264   | 4.886   | 5.535   | 6.227   | 22.0 | 21.2 | 20.1 | 18.6 | 17.5 |
| 00998  | 中信银行    | 中性     | 5.91     | RMB | 0.663 | 0.837 | 0.868 | 0.893 | 0.935  | 0.150 | 0.252 | 0.217 | 0.223   | 0.234 | 31.032  | 39.175  | 40.634  | 41.763  | 43.756  | 4.240   | 4.822   | 5.471   | 6.137   | 6.836   | 16.6 | 18.5 | 16.9 | 15.4 | 14.4 |
| 01398  | 工商银行    | 收集     | 5.92     | RMB | 0.683 | 0.749 | 0.796 | 0.838 | 0.888  | 0.239 | 0.262 | 0.279 | 0.294   | 0.311 | 238.532 | 262.649 | 279.542 | 294.468 | 312.098 | 3.218   | 3.626   | 4.266   | 4.812   | 5.390   | 22.9 | 21.9 | 20.2 | 18.5 | 17.4 |
| 03328  | 交通银行    | 中性     | 5.93     | RMB | 0.884 | 0.839 | 0.871 | 0.884 | 0.907  | 0.240 | 0.260 | 0.270 | 0.274   | 0.281 | 58.369  | 62.295  | 64.669  | 65.629  | 67.341  | 5.116   | 5.650   | 6.260   | 6.874   | 7.507   | 17.9 | 15.6 | 14.6 | 13.5 | 12.6 |
| 03968  | 招商银行    | 收集     | 23.20    | RMB | 2.098 | 2.052 | 2.317 | 2.514 | 2.759  | 0.630 | 0.620 | 0.700 | 0.760   | 0.834 | 45.268  | 51.743  | 58.427  | 63.407  | 69.586  | 9.289   | 10.526  | 13.499  | 16.423  | 18.760  | 24.8 | 22.2 | 19.3 | 16.8 | 15.7 |
| 03988  | 中国民生银行  | 买入     | 5.25     | RMB | 0.500 | 0.560 | 0.607 | 0.642 | 0.685  | 0.175 | 0.196 | 0.213 | 0.225   | 0.240 | 139.432 | 156.911 | 169.506 | 179.455 | 191.238 | 2.954   | 3.307   | 3.726   | 4.167   | 4.637   | 18.0 | 17.9 | 17.3 | 16.3 | 15.6 |
| 01988  | 民生银行    | 收集     | 11.90    | RMB | 1.107 | 1.242 | 1.360 | 1.445 | 1.569  | 0.250 | 0.215 | 0.218 | 0.231   | 0.251 | 37.686  | 42.278  | 46.282  | 49.190  | 53.423  | 4.952   | 6.002   | 7.150   | 8.381   | 9.724   | 25.3 | 22.7 | 20.7 | 18.6 | 17.3 |
| 01288  | 农业银行    | 收集     | 4.50     | RMB | 0.447 | 0.512 | 0.561 | 0.593 | 0.632  | 0.157 | 0.177 | 0.194 | 0.205   | 0.218 | 145.094 | 166.315 | 182.077 | 192.588 | 205.239 | 2.309   | 2.596   | 3.226   | 3.625   | 4.052   | 20.7 | 20.9 | 19.3 | 17.3 | 16.5 |
| 水泥建材   |         |        |          |     |       |       |       |       |        |       |       |       |         |       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |      |      |      |      |
| 00914  | 海螺水泥    | 收集     | 36.80    | RMB | 1.195 | 1.772 | 2.322 | 2.641 | 2.775  | 0.250 | 0.350 | 0.459 | 0.522   | 0.548 | 6.331   | 9.389   | 12.305  | 13.996  | 14.705  | 9.159   | 10.523  | 12.495  | 14.677  | 16.930  | 13.6 | 18.0 | 20.2 | 19.4 | 17.6 |
| 03323  | 中国建材    | 中性     | 7.95     | RMB | 1.033 | 1.067 | 1.086 | 1.155 | 1.202  | 0.155 | 0.160 | 0.163 | 0.173   | 0.180 | 5.580   | 5.762   | 5.865   | 6.234   | 6.490   | 5.648   | 6.553   | 7.479   | 8.471   | 9.500   | 19.6 | 17.5 | 15.5 | 14.5 | 13.4 |
| 01313  | 华润水泥控股  | 收集     | 6.70     | HKD | 0.357 | 0.512 | 0.672 | 0.665 | 0.692  | 0.070 | 0.105 | 0.148 | 0.146   | 0.152 | 2.324   | 3.338   | 4.388   | 4.343   | 4.519   | 3.279   | 3.805   | 4.323   | 4.842   | 5.381   | 11.4 | 14.5 | 16.5 | 14.5 | 13.5 |
| 02009  | 金隅股份    | 中性     | 7.00     | RMB | 0.692 | 0.751 | 0.815 | 0.839 | 0.883  | 0.071 | 0.078 | 0.085 | 0.087   | 0.092 | 2.965   | 3.215   | 3.797   | 4.012   | 4.225   | 5.347   | 6.135   | 6.800   | 7.557   | 8.352   | 12.9 | 12.2 | 11.7 | 11.1 | 10.6 |
| 清洁能源   |         |        |          |     |       |       |       |       |        |       |       |       |         |       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |      |      |      |      |
| 02886  | 滨海投资    | 买入     | 0.59     | HKD | 0.012 | 0.012 | 0.018 | 0.033 | 0.065  | 0.000 | 0.000 | 0.004 | 0.007   | 0.013 | 135     | 136     | 218     | 415     | 811     | 0.061   | 0.075   | 0.095   | 0.131   | 0.209   | 19.5 | 16.0 | 19.6 | 25.8 | 31.4 |
| 煤炭     |         |        |          |     |       |       |       |       |        |       |       |       |         |       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |      |      |      |      |
| 01088  | 中国神华    | 买入     | 27.50    | RMB | 2.456 | 2.266 | 1.960 | 1.927 | 2.068  | 0.960 | 0.910 | 0.784 | 0.771   | 0.827 | 48.858  | 45.079  | 38.991  | 38.336  | 41.129  | 12.901  | 13.922  | 14.972  | 16.116  | 17.413  | 20.3 | 16.9 | 13.6 | 12.4 | 12.3 |
| 01171  | 兖州煤业    | 中性     | 5.40     | RMB | 1.264 | 0.158 | 0.322 | 0.226 | 0.300  | 0.360 | 0.020 | 0.097 | 0.068   | 0.090 | 6.219   | 777     | 1.585   | 1.109   | 1.476   | 9.317   | 8.210   | 8.512   | 8.641   | 8.873   | 14.1 | 1.8  | 3.9  | 2.6  | 3.4  |
| 01898  | 中煤能源    | 中性     | 4.80     | RMB | 0.667 | 0.287 | 0.159 | 0.143 | 0.156  | 0.210 | 0.081 | 0.048 | 0.043   | 0.047 | 8.842   | 3.805   | 2.113   | 1.896   | 2.066   | 6.541   | 6.623   | 6.701   | 6.797   | 6.909   | 10.5 | 4.4  | 2.4  | 2.1  | 2.3  |
| 03948  | 伊泰煤炭    | 中性     | 7.00     | RMB | 2.095 | 1.053 | 0.692 | 0.563 | 0.604  | 0.660 | 0.320 | 0.208 | 0.169   | 0.181 | 6.454   | 3.428   | 2.253   | 1.832   | 1.967   | 6.057   | 6.500   | 6.872   | 7.227   | 7.663   | 35.1 | 16.8 | 10.4 | 8.0  | 8.1  |
| 综合     |         |        |          |     |       |       |       |       |        |       |       |       |         |       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |      |      |      |      |
| 00013  | 和记黄埔    | 买入     | 120.00   | HKD | 6.074 | 7.298 | 8.340 | 9.405 | 10.436 | 2.080 | 2.300 | 2.445 | 2.567   | 2.696 | 25.897  | 31.112  | 35.559  | 40.096  | 44.494  | 91.833  | 100.064 | 104.064 | 108.806 | 114.237 | 6.9  | 7.6  | 8.2  | 8.8  | 9.4  |
| 00291  | 华润创业    | 收集     | 20.02    | HKD | 0.636 | 0.683 | 0.083 | 0.278 | 0.489  | 0.300 | 0.271 | 0.102 | 0.140   | 0.242 | 3.945   | 1.908   | 663     | 915     | 1.579   | 16.973  | 18.343  | 18.294  | 18.673  | 19.328  | 10.0 | 4.5  | 1.5  | 2.1  | 3.4  |
| 00019  | 太古股份公司  | 收集     | 108.00   | HKD | 5.496 | 5.630 | 7.121 | 7.421 | 8.267  | 3.500 | 3.500 | 3.563 | 3.703   | 4.066 | 8.270   | 8.471   | 10.714  | 11.166  | 12.438  | 138.551 | 146.413 | 151.772 | 157.339 | 163.451 | 3.8  | 4.0  | 4.8  | 4.8  | 5.2  |
| 00363  | 上海实业控股  | 收集     | 31.00    | HKD | 3.184 | 2.503 | 2.839 | 2.794 | 3.027  | 1.080 | 1.001 | 1.136 | 1.118   | 1.211 | 3.438   | 2.702   | 3.066   | 3.017   | 3.269   | 30.013  | 32.362  | 34.200  | 35.858  | 37.768  | 11.0 | 8.0  | 8.5  | 8.0  | 8.2  |
| 00270  | 粤海投资    | 收集     | 10.00    | HKD | 0.548 | 0.710 | 0.651 | 0.730 | 0.832  | 0.200 | 0.230 | 0.211 | 0.237   | 0.270 | 3.414   | 4.426   | 4.058   | 4.551   | 5.188   | 3.857   | 4.381   | 4.802   | 5.321   | 5.917   | 14.9 | 17.2 | 14.2 | 14.4 | 14.8 |
| 消费—服装  |         |        |          |     |       |       |       |       |        |       |       |       |         |       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |      |      |      |      |
| 00200  | 安踏体育用品  | 收集     | 18.46    | RMB | 0.545 | 0.527 | 0.667 | 0.783 | 0.880  | 0.390 | 0.378 | 0.438 | 0.576   | 0.648 | 1.359   | 1.315   | 1.664   | 1.953   | 2.197   | 2.707   | 2.867   | 3.109   | 3.357   | 3.624   | 20.7 | 18.9 | 22.3 | 24.2 | 25.2 |
| 01880  | 百丽*     | 中性     | 10.11    | RMB | 0.516 | 0.522 | 0.531 | 0.563 | 0.604  | 0.160 | 0.200 | 0.555 | 0.340   | 0.360 | 4.352   | 4.402   | 4.479   | 4.748   | 5.094   | 2.658   | 3.105   | 3.116   | 3.356   | 3.610   | 19.4 | 16.8 | 17.0 | 16.8 | 16.7 |
| 01234  | 中国邮政    | 收集     | 6.63     | RMB | 0.522 | 0.430 | 0.449 | 0.480 | 0.529  | 0.440 | 0.380 | 0.393 | 0.414   | 0.456 | 627     | 516     | 539     | 577     | 635     | 1.984   | 2.093   | 2.243   | 2.411   | 2.603   | 27.5 | 21.1 | 20.7 | 20.6 | 21.1 |
| 00210  | 达美妮国际控股 | 收集     | 4.45     | HKD | 0.581 | 0.200 | 0.240 | 0.287 | 0.366  | 0.180 | 0.080 | 0.070 | 0.079   | 0.097 | 956     | 329     | 396     | 473     | 604     | 2.932   | 3.059   | 3.116   | 3.868   | 4.136   | 21.6 | 6.7  | 7.7  | 8.1  | 9.1  |
| 01913  | 普达达*    | 中性     | 45.32    | EUR | 0.245 | 0.245 | 0.176 | 0.218 | 0.245  | 0.090 | 0.110 | 0.070 | 0.087   | 0.098 | 626     | 628     | 451     | 558     | 627     | 0.907   | 1.050   | 1.122   | 1.267   | 1.426   | 30.2 | 25.1 | 16.2 | 18.3 | 18.2 |
| 01968  | 匹克公司    | 买入     | 2.65     | RMB | 0.148 | 0.116 | 0.145 | 0.165 | 0.182  | 0.100 | 0.162 | 0.093 | 0.106   | 0.116 | 311     | 244     | 305     | 346     | 381     | 1.946   | 1.965   | 2.015   | 2.098   | 2.193   | 7.6  | 6.0  | 7.3  | 8.0  | 8.5  |
| 01247  | 米格国际    | 买入     | 1.52     | RMB | 0.180 | 0.203 | 0.175 | 0.204 | 0.224  | 0.000 | 0.050 | 0.069 | 0.079   | 0.089 | 115     | 130     | 144     | 168     | 184     | 0.369   | 0.580   | 1.146   | 1.128   | 1.38    | 64.7 | 42.7 | 21.9 | 16.8 | 16.5 |

| 代码      | 代码公司名称    | 6至18个月 |          | 每股盈利 |               |               |               | 每股股息   |        |       |       | 净利润(百万) |         |       |       | 每股净资产  |        |        |        | ROE (%) |         |         |         |         |       |        |       |       |      |
|---------|-----------|--------|----------|------|---------------|---------------|---------------|--------|--------|-------|-------|---------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|--------|-------|-------|------|
|         |           | 评级     | 标价(HK\$) | 货币   | 每股盈利          |               |               |        | 每股股息   |       |       |         | 净利润(百万) |       |       |        | 每股净资产  |        |        |         | ROE (%) |         |         |         |       |        |       |       |      |
|         |           |        |          |      | 12A           | 13A           | 14F           | 15F    | 16F    | 12A   | 13A   | 14F     | 15F     | 16F   | 12A   | 13A    | 14F    | 15F    | 16F    | 12A     | 13A     | 14F     | 15F     | 16F     |       |        |       |       |      |
| 消费—食品饮料 |           |        |          |      |               |               |               |        |        |       |       |         |         |       |       |        |        |        |        |         |         |         |         |         |       |        |       |       |      |
| 00506   | 中国食品      | 收集     | 2.90     | HKD  | 0.137 (0.318) | 0.171         | 0.002         | 0.074  | 0.061  | 0.000 | 0.000 | 0.000   | 0.000   | 0.027 | 382   | (890)  | (477)  | 4      | 207    | 2.433   | 2.197   | 2.025   | 2.030   | 2.083   | 5.7   | (13.7) | (8.1) | 0.1   | 3.6  |
| 01068   | 中国华润食品    | 中性     | 4.00     | HKD  | (0.332)       | 0.024 (0.048) | 0.146         | 0.266  | 0.000  | 0.000 | 0.000 | 0.000   | 0.000   | 0.000 | (605) | 44     | (87)   | 266    | 486    | 8.498   | 8.750   | 8.696   | 8.846   | 9.117   | (3.8) | 0.3    | (0.5) | 1.7   | 3.0  |
| 02319   | 蒙牛乳业      | 收集     | 33.00    | RMB  | 0.737         | 0.904         | 1.208         | 1.412  | 1.573  | 0.160 | 0.200 | 0.269   | 0.318   | 0.354 | 1.303 | 1.631  | 2.341  | 2.813  | 3.133  | 7.063   | 8.370   | 11.054  | 12.457  | 13.812  | 10.9  | 11.7   | 12.7  | 12.1  | 12.0 |
| 00322   | 康师傅控股     | 收集     | 20.70    | USD  | 0.082         | 0.073         | 0.079         | 0.096  | 0.108  | 0.032 | 0.037 | 0.039   | 0.048   | 0.054 | 459   | 409    | 440    | 539    | 603    | 0.455   | 0.515   | 0.560   | 0.620   | 0.682   | 19.8  | 15.1   | 14.6  | 16.3  | 16.5 |
| 00220   | 统一企业中国    | 中性     | 7.00     | RMB  | 0.226         | 0.242         | 0.085         | 0.112  | 0.132  | 0.048 | 0.051 | 0.1016  | 0.022   | 0.026 | 856   | 916    | 344    | 485    | 572    | 2.131   | 2.262   | 2.491   | 2.588   | 2.698   | 11.8  | 11.6   | 3.6   | 4.4   | 5.0  |
| 01117   | 现代牧业      | 买入     | 3.00     | RMB  | 0.085         | 0.100         | 0.195         | 0.206  | 0.266  | 0.000 | 0.000 | 0.039   | 0.041   | 0.053 | 409   | 481    | 940    | 997    | 1.283  | 1.091   | 1.190   | 1.384   | 1.552   | 1.776   | 8.1   | 8.8    | 15.1  | 14.1  | 16.0 |
| 00168   | 青岛啤酒      | 中性     | 49.00    | RMB  | 1.302         | 1.461         | 1.555         | 1.654  | 1.716  | 0.400 | 0.450 | 0.500   | 0.550   | 0.600 | 1,759 | 1,973  | 2,101  | 2,235  | 2,318  | 9.229   | 10.378  | 11.484  | 12.640  | 13.808  | 14.9  | 14.9   | 14.2  | 13.7  | 13.0 |
| 03666   | 小南国       | 买入     | 1.65     | RMB  | 0.093         | 0.001         | 0.007         | 0.044  | 0.087  | 0.032 | 0.006 | 0.000   | 0.016   | 0.031 | 119   | 1      | 10     | 64     | 129    | 0.556   | 0.527   | 0.533   | 0.577   | 0.640   | 20.2  | 0.1    | 1.3   | 7.8   | 14.3 |
| 消费—酒店   |           |        |          |      |               |               |               |        |        |       |       |         |         |       |       |        |        |        |        |         |         |         |         |         |       |        |       |       |      |
| HMINUS  | 如家酒店      | 买入     | USD47.00 | RMB  | (0.580)       | 4.235         | 10.994        | 10.681 | 12.558 | 0.000 | 0.000 | 0.000   | 0.000   | 0.000 | (27)  | 196    | 524    | 508    | 604    | 87.163  | 95.632  | 106.425 | 118.687 | 131.537 | (0.7) | 4.7    | 11.1  | 9.5   | 10.1 |
| HTHT US | 华住酒店      | 收集     | USD26.20 | RMB  | 2.876         | 4.564         | 5.363         | 6.992  | 8.815  | 0.000 | 0.000 | 0.000   | 0.000   | 0.000 | 175   | 280    | 334    | 435    | 597    | 40.532  | 45.936  | 52.196  | 58.855  | 64.218  | 7.4   | 10.6   | 11.0  | 12.6  | 14.9 |
| CTRPUS  | 携程        | 减持     | USD36.00 | RMB  | 5.217         | 7.585         | 1.001 (1.599) | 9.326  | 0.000  | 0.000 | 0.000 | 0.000   | 0.000   | 0.000 | 714   | 998    | 133    | (220)  | 1.338  | 47.388  | 64.810  | 63.365  | 57.855  | 62.253  | 10.6  | 13.3   | 1.6   | (2.6) | 15.7 |
| 消费—日用品  |           |        |          |      |               |               |               |        |        |       |       |         |         |       |       |        |        |        |        |         |         |         |         |         |       |        |       |       |      |
| 01044   | 恒安国际      | 收集     | 90.00    | HKD  | 2.863         | 3.024         | 3.141         | 3.701  | 4.234  | 1.700 | 1.850 | 1.850   | 2.100   | 2.400 | 3,519 | 3,721  | 3,858  | 4,541  | 5,194  | 11.455  | 13.427  | 14.632  | 16.683  | 19.030  | 26.6  | 24.3   | 22.4  | 23.6  | 23.7 |
| 03331   | 维达纸业      | 收集     | 13.00    | HKD  | 0.546         | 0.543         | 0.561         | 0.684  | 0.772  | 0.156 | 0.156 | 0.140   | 0.185   | 0.210 | 537   | 543    | 560    | 683    | 771    | 4.121   | 4.654   | 4.998   | 5.598   | 6.242   | 14.8  | 12.4   | 11.6  | 12.9  | 13.0 |
| 01237   | 美丽家园      | 买入     | 1.20     | RMB  | 0.088         | 0.124         | 0.105         | 0.109  | 0.128  | 0.011 | 0.010 | 0.010   | 0.012   | 0.016 | 80    | 124    | 122    | 148    | 174    | 0.362   | 0.477   | 0.608   | 0.707   | 0.823   | 31.5  | 29.6   | 18.6  | 16.5  | 16.7 |
| 01678   | 中国创意家居    | 买入     | 2.55     | RMB  | 0.182         | 0.209         | 0.185         | 0.209  | 0.223  | n.a.  | 0.030 | 0.056   | 0.058   | 0.067 | 262   | 303    | 333    | 382    | 441    | 0.559   | 0.900   | 1.066   | 1.272   | 1.440   | 32.5  | 18.7   | 17.4  | 15.2  | 15.5 |
| 消费—零售   |           |        |          |      |               |               |               |        |        |       |       |         |         |       |       |        |        |        |        |         |         |         |         |         |       |        |       |       |      |
| 00980   | 联华超市      | 中性     | 4.54     | RMB  | 0.304         | 0.047         | 0.115         | 0.187  | 0.253  | 0.200 | 0.070 | 0.103   | 0.150   | 0.177 | 340   | 53     | 128    | 210    | 283    | 3.040   | 3.011   | 2.608   | 2.825   | 2.950   | 10.1  | 1.6    | 4.1   | 6.9   | 8.8  |
| 01025   | 物美        | 买入     | 10.15    | RMB  | 0.470         | 0.356         | 0.391         | 0.424  | 0.465  | 0.201 | 0.209 | 0.195   | 0.212   | 0.232 | 602   | 459    | 507    | 551    | 603    | 2.756   | 2.856   | 3.040   | 3.269   | 3.521   | 17.9  | 12.7   | 13.3  | 13.5  | 13.7 |
| 01833   | 银泰商业      | 买入     | 11.15    | RMB  | 0.488         | 0.531         | 0.554         | 0.618  | 0.698  | 0.191 | 0.210 | 0.194   | 0.216   | 0.244 | 973   | 1,065  | 1,112  | 1,237  | 1,397  | 3.627   | 3.986   | 4.325   | 4.738   | 5.203   | 14.1  | 14.0   | 13.4  | 13.6  | 14.0 |
| 03308   | 金鹰商贸      | 中性     | 10.81    | RMB  | 0.629         | 0.656         | 0.553         | 0.649  | 0.733  | 0.189 | 0.187 | 0.200   | 0.229   | 0.259 | 1,218 | 1,235  | 1,008  | 1,183  | 1,338  | 2.734   | 2.784   | 3.201   | 3.666   | 4.187   | 24.7  | 23.4   | 18.2  | 18.9  | 18.7 |
| 03368   | 百盛商业集团    | 中性     | 2.24     | RMB  | 0.303         | 0.126         | 0.127         | 0.134  | 0.135  | 0.140 | 0.060 | 0.059   | 0.064   | 0.063 | 851   | 354    | 352    | 373    | 374    | 1.987   | 1.993   | 2.102   | 2.169   | 2.243   | 15.7  | 6.3    | 6.1   | 6.3   | 6.1  |
| 06808   | 高鑫零售      | 买入     | 11.47    | RMB  | 0.253         | 0.291         | 0.333         | 0.382  | 0.426  | 0.097 | 0.221 | 0.253   | 0.290   | 0.324 | 2,409 | 2,775  | 3,180  | 3,648  | 4,065  | 1.764   | 1.965   | 2.078   | 2.207   | 2.343   | 15.1  | 15.6   | 16.5  | 17.8  | 18.7 |
| 03389   | 亨得利控股有限公司 | 收集     | 1.53     | RMB  | 0.177         | 0.083         | 0.104         | 0.115  | 0.131  | 0.036 | 0.025 | 0.031   | 0.034   | 0.039 | 855   | 400    | 499    | 550    | 627    | 1.345   | 1.407   | 1.607   | 1.790   | 1.984   | 15.2  | 6.6    | 7.5   | 7.4   | 7.6  |
| 01929   | 周大福*      | 减持     | 8.75     | HKD  | 0.551         | 0.727         | 0.583         | 0.687  | 0.762  | 0.160 | 0.360 | 0.175   | 0.206   | 0.229 | 5,505 | 7,272  | 5,834  | 6,872  | 7,620  | 3.386   | 3.845   | 4.270   | 4.768   | 5.320   | 17.8  | 20.7   | 14.9  | 15.7  | 15.6 |
| 00590   | 六福*       | 中性     | 24.30    | HKD  | 2.150         | 3.166         | 2.862         | 3.021  | 3.338  | 0.860 | 1.268 | 1.145   | 1.510   | 1.669 | 1,666 | 1,865  | 1,686  | 1,780  | 1,966  | 11.298  | 13.069  | 14.796  | 16.318  | 17.999  | 21.1  | 26.5   | 20.7  | 19.6  | 19.6 |
| 00116   | 周生生*      | 中性     | 19.93    | HKD  | 1.455         | 1.800         | 1.661         | 1.830  | 2.036  | 0.550 | 0.680 | 0.581   | 0.823   | 1.018 | 985   | 1,218  | 1,124  | 1,239  | 1,378  | 10.351  | 11.846  | 12.928  | 13.937  | 14.957  | 14.7  | 16.3   | 13.5  | 13.8  | 14.2 |
| 01169   | 海尔电器      | 买入     | 28.73    | RMB  | 0.707         | 0.801         | 0.953         | 1.120  | 1.353  | 0.066 | 0.079 | 0.095   | 0.112   | 0.135 | 1,695 | 2,037  | 2,516  | 2,960  | 3,575  | 2.437   | 3.171   | 3.981   | 5.162   | 6.428   | 33.6  | 30.1   | 27.9  | 25.2  | 24.0 |
| 电力设备    |           |        |          |      |               |               |               |        |        |       |       |         |         |       |       |        |        |        |        |         |         |         |         |         |       |        |       |       |      |
| 01072   | 东方电气      | 收集     | 15.00    | RMB  | 1.093         | 1.172         | 0.890         | 1.095  | 1.236  | 0.110 | 0.174 | 0.180   | 0.166   | 0.187 | 2,191 | 2,349  | 1,783  | 2,230  | 2,573  | 7.824   | 8.830   | 9.540   | 10.685  | 11.849  | 14.9  | 14.1   | 9.7   | 11.0  | 11.3 |
| 01133   | 哈尔滨电气     | 中性     | 4.85     | RMB  | 1.032         | 0.513         | 0.345         | 0.391  | 0.408  | 0.100 | 0.080 | 0.052   | 0.059   | 0.061 | 1,421 | 706    | 475    | 538    | 561    | 8.733   | 9.099   | 9.363   | 9.702   | 10.051  | 12.5  | 5.7    | 3.7   | 4.1   | 4.1  |
| 02727   | 上海电气      | 中性     | 4.20     | RMB  | 0.212         | 0.187         | 0.179         | 0.209  | 0.222  | 0.064 | 0.075 | 0.064   | 0.073   | 0.080 | 2,715 | 2,393  | 2,292  | 2,686  | 2,846  | 2.379   | 2.511   | 2.615   | 2.760   | 2.909   | 9.0   | 7.6    | 7.0   | 7.8   | 7.8  |
| 电力      |           |        |          |      |               |               |               |        |        |       |       |         |         |       |       |        |        |        |        |         |         |         |         |         |       |        |       |       |      |
| 00836   | 华润电力      | 收集     | 24.30    | HKD  | 1.586         | 2.323         | 2.509         | 2.704  | 3.019  | 0.510 | 0.750 | 0.828   | 0.892   | 0.996 | 7,479 | 11,016 | 12,055 | 13,028 | 14,548 | 11.347  | 13.563  | 15.283  | 17.158  | 19.285  | 14.7  | 18.5   | 17.4  | 16.7  | 16.6 |
| 00902   | 华能国际      | 收集     | 10.25    | RMB  | 0.392         | 0.742         | 0.946         | 1.067  | 1.097  | 0.210 | 0.380 | 0.520   | 0.587   | 0.603 | 5,512 | 10,426 | 13,291 | 14,999 | 15,419 | 3.993   | 4.443   | 5.009   | 5.556   | 6.066   | 10.3  | 17.6   | 20.0  | 20.2  | 18.9 |
| 00991   | 大唐国际      | 中性     | 4.50     | RMB  | 0.305         | 0.265         | 0.373         | 0.099  | 0.510  | 0.100 | 0.120 | 0.123   | 0.033   | 0.168 | 4,062 | 3,529  | 4,962  | 4,962  | 6,793  | 3.130   | 3.318   | 3.564   | 3.538   | 4.005   | 10.1  | 8.2    | 10.8  | 2.8   | 13.5 |
| 01071   | 华电国际      | 中性     | 5.10     | RMB  | 0.205         | 0.556         | 0.691         | 0.643  | 0.633  | 0.065 | 0.225 | 0.251   | 0.257   | 0.253 | 1,447 | 4,097  | 5,535  | 5,664  | 5,579  | 2.638   | 3.122   | 3.429   | 3.821   | 4.197   | 8.1   | 19.3   | 20.8  | 17.7  | 15.8 |
| 02380   | 中国电力      | 中性     | 4.00     | RMB  | 0.225         | 0.399         | 0.475         | 0.455  | 0.453  | 0.090 | 0.160 | 0.184   | 0.175   | 0.181 | 1,181 | 2,290  | 3,152  | 3,245  | 3,354  | 2.692   | 2.877   | 2.996   | 3.042   | 3.320   | 8.4   | 13.7   | 16.2  | 15.1  | 14.2 |
| 01798   | 大唐新能源     | 中性     | 1.08     | RMB  | 0.015         | 0.033         | 0.008         | 0.038  | 0.060  | 0.023 | 0.003 | 0.002   | 0.011   | 0.018 | 112   | 237    | 59     | 274    | 438    | 1.212   | 1.277   | 1.283   | 1.318   | 1.367   | 1.3   | 2.6    | 0.6   | 2.9   | 4.5  |
| 00916   | 龙源电力      | 收集     | 9.20     | RMB  | 0.347         | 0.255         | 0.341         | 0.457  | 0.529  | 0.064 | 0.048 | 0.068   | 0.091   | 0.106 | 2,593 | 2,049  | 2,738  | 3,671  | 4,252  | 3.662   | 3.846   | 4.139   | 4.528   | 4.966   | 9.4   | 6.8    | 8.5   | 10.5  | 11.1 |
| 00958   | 华能新能源     | 买入     | 3.50     | RMB  | 0.066         | 0.104         | 0.119         | 0.204  | 0.250  | 0.015 | 0.020 | 0.024   | 0.041   | 0.050 | 558   | 888    | 1,074  | 1,983  | 2,430  | 1.399   | 1.535   | 1.658   | 1.838   | 2.047   | 4.8   | 6.9    | 7.2   | 11.7  | 12.9 |
| 01811   | 中广核美亚     | 收集     | 2.80     | USD  | 0.006         | 0.018         | 0.024         | 0.024  | 0.026  | 0.000 | 0.000 | 0.004   | 0.004   | 0.004 | 20    | 56     | 82     | 104    | 111    | 0.221   | 0.251   | 0.214   | 0.239   | 0.263   | 3.0   | 7.6    | 9.6   | 10.7  | 10.3 |
| 环保      |           |        |          |      |               |               |               |        |        |       |       |         |         |       |       |        |        |        |        |         |         |         |         |         |       |        |       |       |      |
| 00371   | 北控水务集团    | 收集     | 6.38     | HKD  | 0.109         | 0.140         | 0.181         | 0.238  | 0.306  | 0.040 | 0.052 | 0.060   | 0.070   | 0.080 | 750   | 1,084  | 1,564  | 2,064  | 2,646  | 1.225   | 1.576   | 1.710   | 1.947   | 2.251   | 9.1   | 10.0   | 11.1  | 13.0  | 14.5 |
| 00257   | 光大国际      | 收集     | 12.10    | RMB  | 0.233         | 0.326         | 0.364         | 0.473  | 0.582  | 0.060 | 0.085 | 0.100   | 0.120   | 0.150 | 881   | 1,325  | 1,630  | 2,119  | 2,610  | 2.068   | 2.983   | 3.247   | 3.599   | 4.031   | 13.3  | 12.2   | 11.7  |       |      |



| 代码   | 代码公司名称    | 6至18个月 |           |           | 每股盈利    |         |         | 每股股息   |        |        | 净利润(百万) |       |       | 每股净资产  |        |        | ROE (%) |        |        |        |         |         |         |         |         |       |       |      |      |      |
|------|-----------|--------|-----------|-----------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|------|------|------|
|      |           | 评级     | 标价(HK\$)  | 货币        | 12A     | 13A     | 14F     | 15F    | 16F    | 12A    | 13A     | 14F   | 15F   | 16F    | 12A    | 13A    | 14F     | 15F    | 16F    | 12A    | 13A     | 14F     | 15F     | 16F     |         |       |       |      |      |      |
| 博彩   | 永利澳门      | 收集     | 30.00     | HKD       | 1.241   | 1.484   | 1.312   | 1.161  | 1.831  | 0.000  | 0.980   | 0.866 | 0.766 | 1.209  | 6.440  | 7.701  | 6.805   | 6.017  | 9.491  | 2.024  | 1.776   | 2.222   | 2.618   | 3.241   | 88.6    | 78.1  | 65.6  | 48.0 | 62.5 |      |
|      | 美高梅中国     | 收集     | 24.00     | HKD       | 1.192   | 1.404   | 1.434   | 1.516  | 1.585  | 0.816  | 0.204   | 0.503 | 0.531 | 0.556  | 4.531  | 5.334  | 5.447   | 5.760  | 6.025  | 1.556  | 1.711   | 2.652   | 3.650   | 4.694   | 87.8    | 85.9  | 65.7  | 48.1 | 38.0 |      |
|      |           |        |           |           |         |         |         |        |        |        |         |       |       |        |        |        |         |        |        |        |         |         |         |         |         |       |       |      |      |      |
| 基建   | 中国铁建      | 收集     | 11.50     | RMB       | 0.699   | 0.838   | 0.942   | 0.959  | 1.049  | 0.110  | 0.130   | 0.151 | 0.158 | 0.173  | 8.630  | 10.345 | 11.620  | 13.158 | 14.390 | 5.823  | 6.564   | 8.181   | 8.182   | 9.073   | 12.6    | 13.5  | 12.8  | 12.3 | 12.2 |      |
|      | 中国中铁      | 收集     | 6.05      | RMB       | 0.347   | 0.440   | 0.492   | 0.552  | 0.598  | 0.052  | 0.066   | 0.074 | 0.083 | 0.090  | 7.390  | 9.374  | 10.477  | 11.765 | 12.731 | 4.131  | 4.537   | 4.976   | 5.480   | 5.999   | 9.8     | 11.4  | 11.5  | 11.7 | 11.5 |      |
|      | 中国交建      | 收集     | 9.20      | RMB       | 0.759   | 0.777   | 0.851   | 0.902  | 1.001  | 0.185  | 0.188   | 0.213 | 0.225 | 0.250  | 12.277 | 12.568 | 13.767  | 14.589 | 16.193 | 4.729  | 5.177   | 5.780   | 7.180   | 7.865   | 15.7    | 13.8  | 13.7  | 12.3 | 11.7 |      |
| 航空   | 翔宇航空      | 收集     | 2.30      | RMB       | 0.249   | 0.206   | 0.126   | 0.177  | 0.218  | 0.016  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000  | 0.000  | 199    | 165     | 106    | 151    | 187    | 1.930   | 2.163   | 2.343   | 2.506   | 2.749   | 14.9  | 10.8  | 6.2  | 8.0  | 9.0  |
|      | 中国优通      | 买入     | 2.25      | RMB       | 0.044   | 0.051   | 0.073   | 0.101  | 0.124  | 0.000  | 0.000   | 0.011 | 0.015 | 0.019  | 66     | 85     | 124     | 177    | 216    | 0.202  | 0.238   | 0.351   | 0.431   | 0.540   | 31.7    | 24.3  | 25.0  | 26.3 | 25.6 |      |
|      |           |        |           |           |         |         |         |        |        |        |         |       |       |        |        |        |         |        |        |        |         |         |         |         |         |       |       |      |      |      |
| 保险   | 中国太平      | 收集     | 21.70     | HKD       | 0.695   | 0.775   | 1.351   | 1.327  | 1.556  | 0.000  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000  | 1.316  | 1.530  | 3.532   | 4.123  | 4.837  | 9.560  | 12.358  | 9.368   | 9.456   | 10.839  | 9.4     | 8.2   | 15.5  | 15.3 | 15.3 |      |
|      | 中国平安      | 买入     | 90.60     | RMB       | 2.530   | 3.560   | 4.747   | 5.293  | 6.101  | 0.450  | 0.650   | 0.712 | 0.794 | 0.915  | 20.050 | 28.154 | 37.581  | 41.902 | 48.295 | 20.164 | 23.081  | 27.738  | 33.630  | 40.467  | 13.8    | 16.4  | 18.7  | 17.3 | 16.5 |      |
|      | 中国财险      | 收集     | 16.00     | RMB       | 0.849   | 0.810   | 0.797   | 0.845  | 0.944  | 0.210  | 0.464   | 0.250 | 0.260 | 0.260  | 10.405 | 10.558 | 10.924  | 12.527 | 13.996 | 3.708  | 4.227   | 4.557   | 4.695   | 5.249   | 25.8    | 20.5  | 18.2  | 19.0 | 19.0 |      |
| 人寿   | 中国人寿      | 收集     | 29.20     | RMB       | 0.391   | 0.876   | 1.050   | 1.183  | 1.452  | 0.140  | 0.300   | 0.315 | 0.355 | 0.436  | 11.061 | 24.765 | 29.667  | 33.447 | 41.038 | 7.822  | 7.795   | 7.862   | 9.019   | 10.910  | 5.4     | 11.2  | 13.4  | 14.0 | 14.6 |      |
|      | 中国太保      | 收集     | 38.30     | RMB       | 0.590   | 1.020   | 1.143   | 1.214  | 1.403  | 0.350  | 0.400   | 0.380 | 0.380 | 0.380  | 5.077  | 9.261  | 10.358  | 11.005 | 12.714 | 10.613 | 10.921  | 11.876  | 13.294  | 14.989  | 5.8     | 9.4   | 9.9   | 9.5  | 9.8  |      |
|      | 新华保险      | 收集     | 37.50     | RMB       | 0.940   | 1.420   | 2.265   | 2.519  | 2.761  | 0.321  | 0.150   | 0.340 | 0.378 | 0.414  | 2.933  | 4.422  | 7.065   | 8.758  | 8.613  | 11.498 | 12.602  | 14.776  | 17.174  | 19.785  | 8.7     | 11.8  | 16.5  | 15.8 | 14.9 |      |
| 互联网  | 人保集团      | 收集     | 3.85      | RMB       | 0.200   | 0.190   | 0.203   | 0.288  | 0.330  | 0.000  | 0.008   | 0.010 | 0.014 | 0.020  | 6.832  | 8.121  | 8.627   | 12.229 | 13.988 | 1.541  | 1.687   | 1.860   | 2.047   | 2.225   | 14.1    | 11.9  | 11.5  | 14.8 | 15.4 |      |
|      |           |        |           |           |         |         |         |        |        |        |         |       |       |        |        |        |         |        |        |        |         |         |         |         |         |       |       |      |      |      |
|      | SINA US   | 新浪     | 收集        | USD70.00  | USD     | 0.478   | 0.676   | 0.728  | 0.987  | 1.467  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000  | 0.000  | 32     | 45      | 50     | 70     | 105    | 17.118  | 17.848  | 19.756  | 17.079  | 19.104  | 2.9   | 3.9   | 3.9  | 5.4  | 8.2  |
| 互联网  | BIDU US   | 百度     | 买入        | USD277.00 | RMB     | 29.926  | 30.066  | 36.205 | 47.318 | 62.891 | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000  | 0.000  | 10.456 | 10.519  | 12.667 | 16.555 | 22.003 | 74.572  | 109.831 | 152.910 | 202.707 | 307.814 | 50.6  | 32.6  | 27.6 | 26.6 | 24.6 |
|      | 腾讯        | 买入     | 153.00    | RMB       | 1.393   | 1.692   | 2.518   | 3.227  | 3.968  | 0.121  | 0.160   | 0.264 | 0.361 | 0.460  | 12.732 | 15.502 | 23.538  | 30.312 | 37.461 | 4.519  | 6.326   | 7.960   | 9.334   | 10.840  | 36.5    | 31.2  | 35.6  | 37.4 | 39.4 |      |
|      | 奇虎360     | 买入     | USD160.00 | USD       | 0.397   | 0.830   | 1.621   | 2.267  | 2.509  | 0.000  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000  | 47     | 100    | 204     | 299    | 346    | 2.710  | 4.094   | 5.188   | 7.188   | 9.400   | 11.0    | 16.4  | 23.8  | 24.9 | 20.6 |      |
| 互联网  | FENG US   | 凤凰新媒体  | 收集        | USD14.00  | RMB     | 1.376   | 3.691   | 3.404  | 4.586  | 6.660  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000  | 107    | 280    | 258     | 347    | 504    | 2.190  | 2.599   | 3.014   | 3.585   | 4.415   | 8.0     | 19.0  | 15.1  | 17.5 | 21.0 |      |
|      | 优酷土豆      | 买入     | USD32.00  | RMB       | (3.200) | (3.501) | (3.116) | 0.393  | 4.256  | 0.000  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000  | (424)  | (581)  | (607)   | 79     | 880    | 70.527 | 54.147  | 73.074  | 73.610  | 77.987  | (6.3)   | (6.3) | (5.2) | 0.5  | 5.7  |      |
|      | NITES US  | 网易     | 买入        | USD116.00 | RMB     | 27.702  | 34.206  | 39.158 | 42.444 | 47.788 | 0.000   | 8.542 | 9.859 | 10.643 | 11.983 | 3.637  | 4.444   | 5.032  | 5.399  | 6.022  | 118.817 | 155.242 | 158.678 | 173.929 | 198.954 | 25.3  | 24.7  | 24.7 | 25.4 | 25.5 |
| 互联网  | PWRD US   | 完美世界   | 减持        | USD20.00  | RMB     | 11.305  | 11.117  | 13.054 | 15.430 | 17.381 | 12.705  | 2.811 | 3.273 | 3.869  | 4.358  | 541    | 542     | 642    | 764    | 864    | 83.887  | 92.397  | 109.037 | 127.502 | 147.585 | 13.6  | 12.8  | 13.1 | 13.2 | 12.7 |
|      | 完美世界      | 买入     | 18.00     | RMB       | 0.743   | 0.752   | 0.598   | 0.679  | 0.894  | 0.547  | 0.634   | 0.299 | 0.340 | 0.447  | 119    | 121    | 113     | 147    | 194    | 3.326  | 3.519   | 5.822   | 6.232   | 6.776   | 22.3    | 22.2  | 9.1   | 11.1 | 13.4 |      |
|      | 联想集团      | 买入     | 18.00     | RMB       | 0.743   | 0.752   | 0.598   | 0.679  | 0.894  | 0.547  | 0.634   | 0.299 | 0.340 | 0.447  | 119    | 121    | 113     | 147    | 194    | 3.326  | 3.519   | 5.822   | 6.232   | 6.776   | 22.3    | 22.2  | 9.1   | 11.1 | 13.4 |      |
| 机械   | 海天国际控股    | 中性     | 18.00     | RMB       | 0.618   | 0.756   | 0.855   | 1.056  | 1.246  | 0.270  | 0.310   | 0.378 | 0.447 | 0.527  | 986    | 1.206  | 1.365   | 1.686  | 1.988  | 3.343  | 3.864   | 4.474   | 5.251   | 6.153   | 19.7    | 21.0  | 20.5  | 21.7 | 21.8 |      |
|      | 中国龙工      | 收集     | 1.95      | RMB       | 0.035   | 0.112   | 0.137   | 0.161  | 0.190  | 0.000  | 0.065   | 0.044 | 0.052 | 0.061  | 151    | 480    | 584     | 690    | 813    | 1.458  | 1.599   | 1.686   | 1.813   | 1.963   | 2.4     | 7.3   | 8.3   | 9.2  | 10.1 |      |
|      | 三一国际      | 中性     | 2.00      | RMB       | 0.161   | 0.117   | 0.285   | 0.135  | 0.138  | 0.064  | 0.000   | 0.054 | 0.026 | 0.026  | 500    | 356    | 866     | 410    | 418    | 1.831  | 1.916   | 2.195   | 2.532   | 2.644   | 9.1     | 6.3   | 14.0  | 5.8  | 5.4  |      |
| 机械   | 中联重科      | 收集     | 7.60      | RMB       | 0.951   | 0.499   | 0.198   | 0.292  | 0.323  | 0.200  | 0.150   | 0.095 | 0.100 | 0.110  | 7.330  | 3.844  | 1.528   | 2.252  | 2.491  | 5.340  | 5.452   | 5.507   | 5.713   | 5.946   | 19.2    | 9.3   | 3.7   | 5.3  | 5.6  |      |
|      | 中集集团      | 买入     | 22.00     | RMB       | 0.728   | 0.819   | 1.045   | 1.198  | 1.314  | 0.230  | 0.270   | 0.330 | 0.378 | 0.415  | 1.939  | 2.180  | 2.787   | 3.197  | 3.506  | 7.329  | 7.765   | 9.877   | 10.659  | 11.545  | 10.2    | 10.9  | 11.9  | 11.7 | 11.8 |      |
|      | 中集安瑞科     | 买入     | 15.00     | RMB       | 0.405   | 0.516   | 0.569   | 0.669  | 0.818  | 0.070  | 0.120   | 0.109 | 0.129 | 0.157  | 760    | 973    | 1.078   | 1.269  | 1.550  | 2.162  | 2.640   | 3.101   | 3.685   | 4.402   | 20.4    | 21.5  | 19.9  | 19.7 | 20.2 |      |
| 工业制造 | 晨鸣纸业      | 买入     | 4.50      | RMB       | 0.107   | 0.354   | 0.232   | 0.235  | 0.322  | 0.060  | 0.300   | 0.150 | 0.100 | 0.100  | 221    | 711    | 453     | 455    | 623    | 6.673  | 7.107   | 7.155   | 7.237   | 7.456   | 1.6     | 5.1   | 3.2   | 3.3  | 4.4  |      |
|      | 中国南车      | 买入     | 11.90     | RMB       | 0.299   | 0.300   | 0.383   | 0.455  | 0.528  | 0.090  | 0.180   | 0.115 | 0.136 | 0.158  | 4.009  | 4.140  | 5.285   | 6.276  | 7.283  | 2.444  | 2.649   | 2.815   | 3.155   | 3.546   | 14.5    | 11.9  | 14.0  | 15.2 | 15.7 |      |
|      | 中国节能海东新材料 | 收集     | 3.63      | RMB       | 0.316   | 0.312   | 0.308   | 0.350  | 0.391  | 0.082  | 0.079   | 0.074 | 0.084 | 0.093  | 246    | 243    | 239     | 272    | 304    | 1.562  | 1.803   | 2.037   | 2.304   | 2.602   | 22.0    | 18.6  | 16.0  | 16.1 | 15.9 |      |
| 工业制造 | 南车时代电气    | 买入     | 55.30     | RMB       | 1.129   | 1.332   | 1.710   | 2.022  | 2.395  | 0.350  | 0.350   | 0.513 | 0.607 | 0.719  | 1.224  | 1.467  | 2.010   | 2.377  | 2.816  | 5.704  | 7.670   | 9.030   | 10.539  | 12.328  | 21.3    | 19.3  | 20.5  | 20.7 | 21.0 |      |
|      | 创维数码*     | 收集     | 4.65      | HKD       | 0.549   | 0.446   | 0.465   | 0.506  | 0.560  | 0.170  | 0.195   | 0.272 | 0.253 | 0.280  | 1.501  | 1.254  | 1.316   | 1.431  | 1.586  | 3.743  | 4.040   | 5.283   | 5.580   | 5.927   | 15.9    | 11.6  | 10.0  | 9.3  | 9.7  |      |
|      |           |        |           |           |         |         |         |        |        |        |         |       |       |        |        |        |         |        |        |        |         |         |         |         |         |       |       |      |      |      |
| 有色金属 | 江西铜业      | 中性     | 14.20     | RMB       | 1.506   | 1.030   | 0.799   | 0.576  | 0.558  | 0.452  | 0.309   | 0.240 | 0.115 | 0.112  | 5.216  | 3.565  | 2.768   | 1.994  | 1.933  | 12.366 | 12.858  | 13.417  | 13.878  | 14.324  | 12.7    | 8.2   | 6.1   | 4.2  | 4.0  |      |
|      | 新疆鑫鑫矿业    | 收集     | 2.05      | RMB       | 0.010   | (0.026) | 0.087   | 0.091  | 0.095  | 0.000  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000  | 22     | (58)   | 193     | 201    | 210    | 2.552  | 2.528   | 2.526   | 2.532   | 2.538   | 0.4     | (1.1) | 3.7   | 3.8  | 4.0  |      |
|      | 洛阳钼业      | 收集     | 5.97      | RMB       | 0.207   | 0.231   | 0.339   | 0.344  | 0.334  | 0.062  | 0.069   | 0.152 | 0.155 | 0.155  | 1.050  | 1.174  | 1.720   | 1.745  | 1.698  | 2.274  | 2.399   | 2.890   | 3.389   | 3.874   | 8.5     | 9.3   | 12.2  | 10.5 | 8.8  |      |
| 石化   | 中国宏桥      | 中性     | 6.07      | RMB       | 0.926   | 0.949   | 0.934   | 0.948  | 1.079  | 0.300  | 0.250   | 0.234 | 0.237 | 0.270  | 5.450  | 5.586  | 5.498   | 5.581  | 6.350  | 3.796  | 4.568   | 5.233   | 5.945   | 6.754   | 26.8    | 22.7  | 19.1  | 17.0 | 17.0 |      |
|      |           |        |           |           |         |         |         |        |        |        |         |       |       |        |        |        |         |        |        |        |         |         |         |         |         |       |       |      |      |      |
|      | 中国石化      | 中性     | 9.30      | RMB       | 0.630   | 0.708   | 0.662   | 0.640  | 0.743  | 0.284  | 0.319   | 0.298 | 0.288 | 0      |        |        |         |        |        |        |         |         |         |         |         |       |       |      |      |      |

| 代码    | 代码公司名称    | 6至18个月 |          | 货币  |         | 每股盈利    |         |        |        |         |       | 每股股息  |       |        |         |         |         | 净利润(百万) |         |        |        |        |        | 每股净资产  |        |        |       |      |      | ROE(%) |  |  |  |  |  |
|-------|-----------|--------|----------|-----|---------|---------|---------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|------|------|--------|--|--|--|--|--|
|       |           | 评级     | 标价(HK\$) | 港币  |         | 每股盈利    |         | 每股股息   |        | 净利润(百万) |       | 每股净资产 |       | ROE(%) |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
|       |           |        |          | 12A | 13A     | 14F     | 15F     | 16F    | 12A    | 13A     | 14F   | 15F   | 16F   | 12A    | 13A     | 14F     | 15F     | 16F     | 12A     | 13A    | 14F    | 15F    | 16F    |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
| 港口    |           |        |          |     |         |         |         |        |        |         |       |       |       |        |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
|       | 招商局国际     | 买入     | 33.00    | HKD | 1.533   | 1.669   | 1.988   | 2.206  | 2.498  | 0.700   | 0.771 | 0.862 | 0.957 | 1.083  | 3.818   | 4.213   | 5.043   | 5.596   | 6.336   | 18.280 | 19.234 | 20.577 | 22.272 | 24.173 | 8.6    | 9.0    | 10.0  | 10.3 | 10.7 |        |  |  |  |  |  |
|       | 中远太平洋     | 收集     | 13.00    | USD | 0.125   | 0.250   | 0.118   | 0.136  | 0.153  | 0.050   | 0.096 | 0.047 | 0.054 | 0.061  | 342     | 703     | 346     | 397     | 448     | 1,419  | 1,561  | 1,604  | 1,685  | 1,777  | 9.0    | 16.5   | 7.5   | 8.2  | 8.8  |        |  |  |  |  |  |
|       | 大连港       | 中性     | 2.50     | RMB | 0.136   | 0.154   | 0.130   | 0.155  | 0.178  | 0.050   | 0.060 | 0.051 | 0.060 | 0.069  | 600     | 683     | 575     | 684     | 787     | 2,929  | 3,038  | 3,075  | 3,179  | 3,296  | 4.7    | 5.2    | 4.3   | 4.9  | 5.5  |        |  |  |  |  |  |
|       | 天津港发展     | 中性     | 1.55     | HKD | 0.115   | 0.132   | 0.132   | 0.148  | 0.157  | 0.046   | 0.063 | 0.053 | 0.059 | 0.063  | 706     | 811     | 816     | 913     | 966     | 1,701  | 1,866  | 1,927  | 1,992  | 2,054  | 6.9    | 7.4    | 7.0   | 7.6  | 7.8  |        |  |  |  |  |  |
|       | 厦门国际港务    | 收集     | 2.60     | RMB | 0.111   | 0.122   | 0.142   | 0.154  | 0.167  | 0.055   | 0.055 | 0.064 | 0.069 | 0.075  | 304     | 333     | 387     | 420     | 455     | 1,882  | 1,664  | 1,955  | 2,118  | 2,214  | 6.7    | 6.9    | 7.8   | 7.6  | 7.7  |        |  |  |  |  |  |
| 贵金属   |           |        |          |     |         |         |         |        |        |         |       |       |       |        |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
|       | 招金矿业      | 中性     | 4.71     | RMB | 0.649   | 0.248   | 0.233   | 0.220  | 0.210  | 0.259   | 0.099 | 0.070 | 0.066 | 0.063  | 1,924   | 734     | 692     | 652     | 624     | 3,118  | 3,143  | 3,207  | 3,386  | 3,557  | 25.7   | 8.7    | 8.1   | 7.4  | 6.7  |        |  |  |  |  |  |
|       | 紫金矿业      | 中性     | 2.08     | RMB | 0.240   | 0.098   | 0.110   | 0.109  | 0.108  | 0.100   | 0.078 | 0.033 | 0.033 | 0.033  | 5,211   | 2,125   | 2,395   | 2,375   | 2,354   | 1,299  | 1,272  | 1,350  | 1,426  | 1,502  | 19.3   | 7.6    | 8.4   | 7.9  | 7.4  |        |  |  |  |  |  |
|       | 灵宝黄金      | 中性     | 1.35     | RMB | 0.215   | (0.874) | 0.017   | 0.056  | 0.112  | 0.064   | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000  | 165     | (673)   | 13      | 43      | 86      | 3,100  | 2,160  | 2,177  | 2,233  | 2,345  | 7.1    | (33.2) | 0.8   | 2.6  | 4.9  |        |  |  |  |  |  |
|       | 中国黄金国际    | 中性     | 21.08    | USD | 0.179   | 0.140   | 0.182   | 0.280  | 0.400  | 0.045   | 0.035 | 0.046 | 0.070 | 0.100  | 71      | 55      | 72      | 111     | 158     | 3,451  | 3,611  | 3,797  | 4,016  | 4,330  | 5.4    | 4.0    | 5.0   | 7.3  | 9.8  |        |  |  |  |  |  |
| 房地产   |           |        |          |     |         |         |         |        |        |         |       |       |       |        |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
|       | 中国海外发展    | 收集     | 24.26    | HKD | 2.005   | 2.404   | 3.059   | 3.858  | 4.801  | 0.370   | 0.470 | 0.545 | 0.685 | 0.867  | 16,399  | 19,654  | 25,009  | 31,538  | 39,248  | 10,672 | 13,456 | 16,358 | 19,979 | 24,453 | 23.6   | 23.4   | 23.1  | 23.7 | 24.0 |        |  |  |  |  |  |
|       | 世茂房地产     | 收集     | 22.09    | RMB | 1.276   | 1.963   | 2.373   | 2.575  | 3.047  | 0.634   | 0.834 | 0.938 | 1.130 | 1.425  | 8,806   | 8,426   | 8,957   | 10,505  | 12,048  | 14,827 | 17,973 | 21,760 | 17.3   | 19.0   | 20.9   | 19.3   | 19.2  | 19.3 | 19.2 |        |  |  |  |  |  |
|       | 雅居乐地产     | 中性     | 4.32     | RMB | 1.326   | 1.270   | 1.206   | 1.756  | 1.810  | 0.307   | 0.373 | 0.415 | 0.460 | 0.509  | 4,870   | 4,719   | 4,725   | 6,100   | 6,378   | 6,973  | 7,904  | 8,475  | 10,707 | 11,863 | 21.1   | 17.6   | 15.6  | 17.8 | 16.8 |        |  |  |  |  |  |
|       | 龙湖地产      | 中性     | 11.24    | RMB | 1.054   | 1.176   | 1.228   | 1.235  | 1.407  | 0.172   | 0.199 | 0.232 | 0.277 | 0.339  | 5,571   | 6,461   | 6,704   | 6,742   | 7,684   | 5,710  | 7,060  | 8,596  | 10,169 | 11,937 | 24.3   | 24.0   | 19.7  | 16.8 | 16.0 |        |  |  |  |  |  |
|       | 华润置地      | 收集     | 23.70    | HKD | 1.392   | 1.775   | 2.006   | 2.566  | 3.075  | 0.335   | 0.437 | 0.449 | 0.575 | 0.731  | 8,152   | 10,357  | 12,743  | 16,293  | 19,528  | 11,859 | 14,549 | 15,566 | 18,121 | 21,109 | 16.3   | 19.1   | 18.0  | 18.2 | 18.6 |        |  |  |  |  |  |
|       | 碧桂园       | 中性     | 3.50     | RMB | 0.375   | 0.464   | 0.554   | 0.611  | 0.640  | 0.140   | 0.170 | 0.186 | 0.224 | 0.270  | 6,791   | 8,473   | 11,282  | 13,204  | 14,663  | 2,087  | 2,408  | 2,756  | 3,068  | 3,257  | 20.6   | 20.9   | 23.5  | 23.3 | 22.3 |        |  |  |  |  |  |
|       | 恒大地产      | 中性     | 3.66     | RMB | 0.438   | 0.603   | 0.762   | 0.800  | 0.859  | 0.153   | 0.392 | 0.305 | 0.404 | 0.536  | 6,691   | 9,724   | 11,240  | 11,937  | 12,830  | 2,556  | 3,040  | 3,676  | 4,178  | 4,709  | 26.1   | 29.0   | 27.4  | 25.5 | 23.9 |        |  |  |  |  |  |
|       | 中国海外宏洋    | 中性     | 6.03     | HKD | 0.873   | 1.144   | 1.082   | 1.156  | 1.246  | 0.110   | 0.110 | 0.142 | 0.176 | 0.208  | 2,171   | 2,913   | 2,469   | 2,770   | 3,159   | 3,491  | 4,953  | 6,138  | 7,449  | 8,936  | 36.6   | 32.5   | 21.4  | 19.3 | 18.1 |        |  |  |  |  |  |
|       | 当代置业      | 收集     | 1.65     | RMB | 0.373   | 0.362   | 0.470   | 0.438  | 0.614  | 0.000   | 0.014 | 0.086 | 0.097 | 0.091  | 448     | 502     | 753     | 700     | 983     | 1,251  | 1,781  | 1,944  | 2,302  | 2,846  | 37.5   | 26.6   | 27.8  | 21.4 | 24.7 |        |  |  |  |  |  |
|       | 宝龙地产      | 收集     | 1.45     | RMB | 0.263   | 0.261   | 0.266   | 0.529  | 1.085  | 0.081   | 0.000 | 0.079 | 0.063 | 0.125  | 1,053   | 1,046   | 1,062   | 2,113   | 4,335   | 4,000  | 4,274  | 4,665  | 5,198  | 6,325  | 14.2   | 8.2    | 8.1   | 11.7 | 19.5 |        |  |  |  |  |  |
| 航运及物流 |           |        |          |     |         |         |         |        |        |         |       |       |       |        |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
|       | 中外运航运     | 收集     | 2.85     | USD | 0.005   | 0.001   | 0.010   | 0.015  | 0.024  | 0.001   | 0.000 | 0.000 | 0.005 | 0.007  | 20      | 4       | 39      | 62      | 97      | 0.545  | 0.545  | 0.555  | 0.571  | 0.590  | 0.9    | 0.2    | 1.8   | 2.7  | 4.0  |        |  |  |  |  |  |
|       | 中国外运      | 买入     | 6.00     | RMB | 0.153   | 0.199   | 0.294   | 0.358  | 0.411  | 0.030   | 0.050 | 0.061 | 0.078 | 0.089  | 649     | 844     | 1,295   | 1,649   | 1,895   | 2,439  | 2,571  | 2,929  | 3,194  | 3,490  | 6.4    | 7.9    | 10.6  | 11.7 | 12.3 |        |  |  |  |  |  |
|       | 中国远洋      | 买入     | 6.50     | RMB | 0.022   | (0.656) | 0.059   | 0.187  | 0.469  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000  | 74      | (2,234) | 240     | 756     | 1,894   | 6,908  | 6,235  | 6,304  | 6,524  | 7,079  | 0.3    | (10.0) | 1.1   | 3.5  | 8.2  |        |  |  |  |  |  |
|       | 中国远洋      | 收集     | 4.00     | RMB | (0.936) | 0.023   | (0.101) | 0.126  | 0.360  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000  | (9,559) | 235     | (1,036) | 1,292   | 3,676   | 2,463  | 2,371  | 2,270  | 2,396  | 2,756  | (31.9) | 1.0    | (4.4) | 5.4  | 14.0 |        |  |  |  |  |  |
|       | 中海集运      | 收集     | 2.85     | RMB | 0.045   | (0.223) | 0.067   | 0.132  | 0.192  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000  | 525     | (2,610) | 784     | 1,540   | 2,240   | 2,271  | 2,035  | 2,102  | 2,233  | 2,425  | 2.0    | (10.4) | 3.2   | 6.1  | 8.2  |        |  |  |  |  |  |
| 钢铁    |           |        |          |     |         |         |         |        |        |         |       |       |       |        |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
|       | 马钢股份      | 中性     | 1.50     | RMB | (0.502) | 0.020   | (0.032) | 0.018  | 0.029  | 0.000   | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000  | (3,863) | 157     | (249)   | 137     | 223     | 3,003  | 3,004  | 2,974  | 2,995  | 3,026  | (15.3) | 0.7    | (1.1) | 0.6  | 1.0  |        |  |  |  |  |  |
|       | 鞍钢股份      | 中性     | 5.50     | RMB | (0.556) | 0.106   | 0.114   | 0.135  | 0.160  | 0.000   | 0.027 | 0.028 | 0.034 | 0.040  | (4,025) | 770     | 822     | 978     | 1,156   | 6,780  | 6,523  | 6,557  | 6,681  | 6,827  | (8.2)  | 1.6    | 1.7   | 2.0  | 2.3  |        |  |  |  |  |  |
| 通信设备  |           |        |          |     |         |         |         |        |        |         |       |       |       |        |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
|       | 中兴通讯      | 买入     | 21.00    | RMB | (0.828) | 0.395   | 0.809   | 0.938  | 1.061  | 0.000   | 0.030 | 0.121 | 0.141 | 0.159  | (2,841) | 1,358   | 2,780   | 3,223   | 3,647   | 6,254  | 6,555  | 4,595  | 3,133  | 4,297  | (12.4) | 6.2    | 14.5  | 24.3 | 28.6 |        |  |  |  |  |  |
|       | 中国全通      | 买入     | 4.40     | RMB | 0.140   | 0.168   | 0.189   | 0.239  | 0.283  | 0.062   | 0.091 | 0.104 | 0.132 | 0.156  | 170     | 223     | 274     | 361     | 426     | 1,204  | 1,385  | 1,993  | 2,675  | 3,070  | 7.7    | 9.2    | 8.7   | 8.4  | 8.3  |        |  |  |  |  |  |
|       | 联想集团      | 买入     | 13.50    | USD | 6.161   | 7.881   | 8.465   | 10.971 | 13.988 | 2.402   | 3.104 | 3.335 | 4.345 | 5.539  | 635     | 817     | 883     | 1,151   | 1,476   | 23,302 | 25,865 | 29,028 | 31,555 | 35,530 | 25.3   | 28.8   | 28.9  | 35.9 | 41.8 |        |  |  |  |  |  |
|       | 酷派集团      | 买入     | 2.75     | HKD | 0.076   | 0.083   | 0.146   | 0.190  | 0.214  | 0.015   | 0.010 | 0.022 | 0.029 | 0.032  | 323     | 348     | 684     | 883     | 979     | 0.570  | 0.657  | 0.688  | 0.836  | 1.005  | 14.1   | 13.5   | 22.9  | 24.9 | 23.2 |        |  |  |  |  |  |
| 电信服务  |           |        |          |     |         |         |         |        |        |         |       |       |       |        |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
|       | 中国电信      | 收集     | 5.40     | RMB | 0.185   | 0.217   | 0.227   | 0.257  | 0.305  | 0.067   | 0.073 | 0.077 | 0.085 | 0.116  | 14,949  | 17,545  | 18,375  | 20,834  | 24,714  | 3,276  | 3,432  | 3,548  | 3,646  | 3,855  | 5.7    | 6.5    | 6.5   | 7.2  | 8.1  |        |  |  |  |  |  |
|       | 中国联通      | 买入     | 14.40    | RMB | 0.301   | 0.440   | 0.522   | 0.643  | 0.743  | 0.096   | 0.129 | 0.155 | 0.190 | 0.220  | 7,096   | 10,409  | 12,432  | 15,404  | 17,892  | 8,890  | 9,253  | 9,579  | 10,424 | 10,811 | 3.4    | 4.9    | 5.6   | 6.5  | 7.0  |        |  |  |  |  |  |
|       | 中国移动      | 收集     | 101.00   | RMB | 6.431   | 6.054   | 6.165   | 6.717  | 7.024  | 2.777   | 2.621 | 2.669 | 2.908 | 3.040  | 129,274 | 121,692 | 123,927 | 135,020 | 141,197 | 35,991 | 39,241 | 45,264 | 49,886 | 53,246 | 18.8   | 16.1   | 14.6  | 14.1 | 13.6 |        |  |  |  |  |  |
| 公路    |           |        |          |     |         |         |         |        |        |         |       |       |       |        |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
|       | 宁沪高速      | 收集     | 9.20     | RMB | 0.463   | 0.537   | 0.551   | 0.589  | 0.643  | 0.360   | 0.380 | 0.380 | 0.400 | 0.400  | 0.400   | 2,333   | 2,708   | 2,775   | 2,970   | 3,240  | 3,709  | 3,890  | 4,060  | 4,270  | 4.512  | 12.7   | 14.1  | 13.9 | 14.2 | 14.6   |  |  |  |  |  |
|       | 深高速       | 收集     | 5.50     | RMB | 0.314   | 0.330   | 1.221   | 0.473  | 0.658  | 0.130   | 0.160 | 0.160 | 0.160 | 0.160  | 684     | 720     | 2,662   | 1,031   | 1,435   | 4,373  | 4,573  | 5,634  | 5,947  | 6,442  | 7.3    | 7.4    | 23.9  | 8.2  | 10.6 |        |  |  |  |  |  |
|       | 浙江沪杭甬高速公路 | 收集     | 9.50     | RMB | 0.380   | 0.439   | 0.499   | 0.543  | 0.581  | 0.300   | 0.310 | 0.310 | 0.310 | 0.310  | 1,651   | 1,907   | 2,166   | 2,358   | 2,525   | 3,694  | 3,678  | 3,866  | 4,099  | 4,371  | 10.6   | 11.9   | 13.2  | 13.2 | 13.6 |        |  |  |  |  |  |
|       | 皖通高速      | 收集     | 5.00     | RMB | 0.453   | 0.488   | 0.463   | 0.460  | 0.507  | 0.200   | 0.220 | 0.220 | 0.220 | 0.220  | 752     | 810     | 768     | 763     | 841     | 4,006  | 4,294  | 4,537  | 4,777  | 5,064  | 11.5   | 11.8   | 10.5  | 9.9  | 10.3 |        |  |  |  |  |  |
| 其它    |           |        |          |     |         |         |         |        |        |         |       |       |       |        |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |       |      |      |        |  |  |  |  |  |
|       | 香港交易所     | 收集     | 195.00   | HKD | 3.752   | 3.951   | 4.575   | 6.194  | 7.434  | 3.373   | 3.552 | 4.113 | 5.568 | 6.682  | 4,084   | 4,552   | 5,330   | 7,230   | 8,695   | 16,322 | 17,712 | 18,578 | 20,630 | 22,466 | 30.3   | 23.8   | 25.2  | 31.5 | 34.5 |        |  |  |  |  |  |

资料来源：国泰君安国际。  
注：#为非12月31日年结。



## 十五、沪港通带来投资风格变化

**沪港通开通，随着A股走强，港股市场风格有所变化。**随着沪港通的开通，市场更加关注沪港通合资个股票的走势，尤其是A+H股票的价差变化，港股市场的风格也有所变化。随着2014年A股市场的快速大幅上升，港股市场A+H相关股票的折溢价幅度明显拉大，相关股份的成交量也同时增加。2014年10月起形成了一波与中国企业相关的升浪，国指在沪港通开通以来升幅累计跑赢恒指14.4个百分点。自11月17日沪港通开通以来，香港市场港股通相关股份累计平均下跌0.4%，市值加权平均上升0.8%。对比同期恒生指数0.8%的跌幅以及恒生中国企业指数13.6%的升幅，相关股份表现并不突出，特别是部分非中国概念的股票回落较大。一方面是因为沪港通自宣布到开通之前，市场已有较高的期望，而随着正式的开通，以及年底外围市场波动较大，因此估值开始逐步从预期回归基本面。

**行业表现差异化。**自开通以来，涨幅居前的行业包括新能源、保险、航空、券商行业，平均升幅介于11.6%至37.6%。跌幅居前的行业包括博彩、互联网、化工、医药行业，平均跌幅介于10.7%至18.7%。总体看各行业相对大市的表现取决于自身的行业因素。然而，沪港通作为影响大市的其中一个因素，对券商（非银金融）的正面效应尤为明显。中长期看来，港股中独有而为A股投资者熟悉的行业，如互联网等股价将有正面表现。随着人民币国际化进程的推进，以及市场流动性和交易量增加，我们认为沪港通对大市的正面影响会逐步体现。

**A+H股跑赢大市。**自沪港通开通以来，香港市场A+H相关股份累计平均升幅9.4%，市值加权平均升幅16.2%，大幅超过同期恒生指数，也跑赢恒生中国企业指数。除了沪港通的因素以外，A+H股较好的表现也与A股估值水平提高有关。自开通以来，A股市场相关股份平均上升43.3%，市值加权平均上升51.7%，均跑赢上证综指。在65只A+H股份中，仅1只可交易A股累计录得下跌，有66%的可交易H股累计录得上涨。

**A+H股份折溢价总体扩大。**自沪港通开通以来，24个行业中仅有2个行业A+H折溢价幅度收缩，总体平均AH折溢价扩大14.9个百分点。除了工业制造业，其它行业A股表现均跑赢相应H股。主要与A股市场的快速大幅上升有关。

68

**银行、水泥与建材、电力、医药、保险行业的A+H折溢价出现较大变化。**随着沪港通开通和A股的走强，长期处于低估值的银行股迎来了显著的上升。过去H股长期相对A股有估值溢价，但此轮上升后银行股H股较A股由溢价转为折价。并且市净率有了大幅的上升，多只银行股已经消除了估值低于净值的情况。除了银行股，水泥与建材、电力、医药、保险行业也从过去的H股较A股有溢价而转变成目前的H股有折让。

**多重因素影响股票表现，长期正面作用将逐步显现，深港通值得期待。**一方面沪港通经过6个月的准备，市场已经充分认识并消化其影响，另一方面也沪港通作为影响大市众多因素的其中之一，除此之外大市仍受到其它多重因素影响。同时，两地市场的表现也反映在其中。中长期看来，随着人民币国际化进程的推进，以及市场流动性和交易量增加，我们认为沪港通对大市的正面影响会逐步体现。此外，2014年9月，中国证监会表示，在沪港通试点取得经验的基础上，支持深港两地交易所加强合作。李克强在深圳调研时表示沪港通后应有深港通。而深交所也表示正在与港交所开展深港通进行研究，方案成熟时会按程序报有关部门。我们认为随着沪港通的开通，两地交易所基础设施互通互联的技术难题基本已经解决，未来深港通值得投资者期待。而香港上市的中资券商、港交所将随着交易量上升而直接受益。同时，可能纳入深港通资格列表的A+H股票也有望受益。

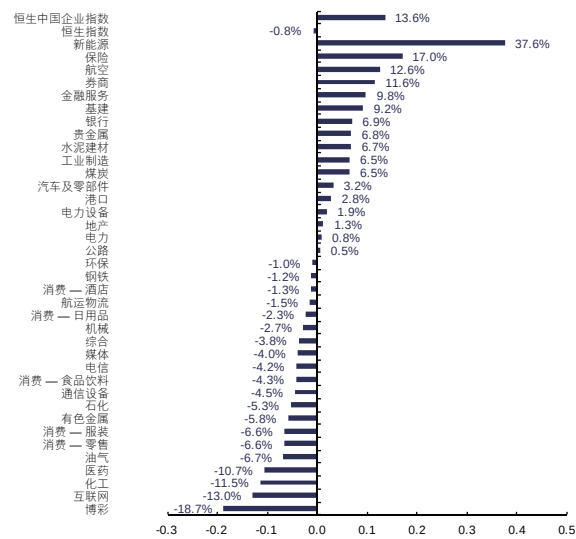
### 11月17日开通以来港股通资格股份表现总结

| 指数             | 相应指数表现 |
|----------------|--------|
| 恒生指数           | (0.8%) |
| 恒生中国企业指数       | 13.6%  |
| 港股通合格股份        |        |
| 简单平均           | (0.4%) |
| 加权平均           | 0.8%   |
| A+H股份(香港市场)    |        |
| 简单平均           | 9.4%   |
| 加权平均           | 16.2%  |
| A+H溢价/折让(百分点)* |        |
| 简单平均           | 14.7   |
| 加权平均           | 13.4   |

资料来源：Bloomberg、港交所、国泰君安国际。数据截至2014年12月31日。

\*注：正数表示溢价/折让扩大。

### 11月17日以来港股通合资格股份行业表现



资料来源：Bloomberg、港交所、国泰君安国际。数据截至2014年12月31日。

### 11月17日以来A+H股份表现

| 行业      | 11月17日<br>H股较A股<br>溢价/折价* | 12月31日<br>H股较A股<br>溢价/折价* | 期内溢价/<br>折价扩大/<br>收窄 (百分点)** | A股<br>股价变化 | H股<br>股价变化 | 期内H股<br>是否跑赢A股? |
|---------|---------------------------|---------------------------|------------------------------|------------|------------|-----------------|
| 汽车及零部件  | -14.1%                    | -20.1%                    | 6.0                          | ↑          | ↑          | 否               |
| 航空      | -24.3%                    | -39.2%                    | 14.9                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 银行      | 4.7%                      | -19.3%                    | 14.6                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 水泥建材    | 4.9%                      | -3.8%                     | (1.1)                        | ↑          | ↑          | 否               |
| 煤炭      | -3.3%                     | -21.5%                    | 18.3                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 消费—食品饮料 | 10.2%                     | 0.7%                      | (9.5)                        | ↑          | ↓          | 否               |
| 电力设备    | -40.7%                    | -55.6%                    | 14.9                         | ↑          | ↓          | 否               |
| 电力      | 2.4%                      | -17.7%                    | 15.3                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 医药      | 2.2%                      | -9.9%                     | 7.7                          | ↑          | ↓          | 否               |
| 基建      | -11.7%                    | -47.3%                    | 35.7                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 非银金融    | -1.6%                     | -32.9%                    | 31.4                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 保险      | 9.1%                      | -19.0%                    | 9.9                          | ↑          | ↑          | 否               |
| 机械      | -44.4%                    | -60.5%                    | 16.0                         | ↑          | ↓          | 否               |
| 工业制造    | 1.5%                      | 28.0%                     | 26.4                         | ↑          | ↑          | 跑赢              |
| 有色金属    | -30.6%                    | -49.1%                    | 18.5                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 油气      | -14.0%                    | -37.7%                    | 23.7                         | ↑          | ↓          | 否               |
| 石化      | -6.2%                     | -24.6%                    | 18.4                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 港口      | -46.0%                    | -55.7%                    | 9.7                          | ↑          | ↓          | 否               |
| 贵金属     | -37.3%                    | -47.9%                    | 10.6                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 地产      | -43.3%                    | -58.7%                    | 15.4                         | ↑          | ↓          | 否               |
| 航运物流    | -35.7%                    | -53.2%                    | 17.5                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 钢铁      | -42.5%                    | -54.7%                    | 12.2                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 公路      | -5.4%                     | -19.8%                    | 14.5                         | ↑          | ↑          | 否               |
| 环保服务    | -45.1%                    | -62.2%                    | 17.1                         | ↑          | ↓          | 否               |
| 平均值     |                           |                           | 14.9                         | ↑          | ↑          | 否               |

资料来源：Bloomberg、港交所、国泰君安国际。数据截至2014年12月31日。

\*注：负数表示H股较A股有折让；\*\*注：负数表示溢价/折让收窄。

## 同时在香港、上海上市的A+H股公司

| A股代码      | H股代码     | 名称    | A股股价(RMB) | H股股价(HK\$) | H对A折溢价* | 开通以来<br>A股股价变动 | 开通以来<br>H股股价变动 |
|-----------|----------|-------|-----------|------------|---------|----------------|----------------|
| 600860 CH | 00187 HK | *ST京城 | 6.950     | 3.000      | -65.5%  | -0.4%          | -31.8%         |
| 600806 CH | 00300 HK | 昆明机床  | 7.320     | 3.230      | -64.7%  | 28.9%          | -17.2%         |
| 601005 CH | 01053 HK | 重庆钢铁  | 3.330     | 1.710      | -58.9%  | 8.5%           | -14.1%         |
| 600548 CH | 00548 HK | 深高速   | 8.290     | 5.170      | -50.1%  | 39.6%          | -10.1%         |
| 601618 CH | 01618 HK | 中国中冶  | 5.050     | 2.580      | -59.1%  | 84.3%          | 14.2%          |
| 601727 CH | 02727 HK | 上海电气  | 8.250     | 4.130      | -59.9%  | 31.8%          | -3.7%          |
| 600027 CH | 01071 HK | 华电国际  | 7.000     | 6.800      | -22.3%  | 53.2%          | 7.9%           |
| 601299 CH | 06199 HK | 中国北车  | 7.100     | 11.120     | 25.3%   | 10.1%          | 45.2%          |
| 603993 CH | 03993 HK | 洛阳钼业  | 8.750     | 4.500      | -58.8%  | 15.9%          | -10.5%         |
| 601880 CH | 02880 HK | 大连港   | 4.610     | 2.550      | -55.7%  | 3.4%           | -15.3%         |
| 601991 CH | 00991 HK | 大唐发电  | 6.880     | 4.170      | -51.5%  | 59.6%          | -0.5%          |
| 601107 CH | 00107 HK | 四川成渝  | 5.420     | 3.330      | -50.8%  | 48.9%          | 2.8%           |
| 600874 CH | 01065 HK | 创业环保  | 11.050    | 5.220      | -62.2%  | 30.2%          | -10.5%         |
| 601717 CH | 00564 HK | 郑煤机   | 7.630     | 4.870      | -48.9%  | 16.7%          | -7.2%          |
| 601818 CH | 06818 HK | 光大银行  | 4.880     | 4.220      | -30.8%  | 63.8%          | 9.6%           |
| 601857 CH | 00857 HK | 中国石油  | 10.810    | 8.600      | -36.3%  | 37.9%          | -0.3%          |
| 601607 CH | 02607 HK | 上海医药  | 16.500    | 17.500     | -15.1%  | 14.0%          | -7.2%          |
| 600012 CH | 00995 HK | 皖通高速  | 6.180     | 5.220      | -32.4%  | 18.6%          | -1.1%          |
| 600688 CH | 00338 HK | 上海石化  | 4.330     | 2.270      | -58.0%  | 21.6%          | -6.6%          |
| 601336 CH | 01336 HK | 新华保险  | 49.560    | 39.150     | -36.8%  | 73.2%          | 26.5%          |
| 600875 CH | 01072 HK | 东方电气  | 20.640    | 14.260     | -44.7%  | 27.9%          | 0.3%           |
| 600011 CH | 00902 HK | 华能国际  | 8.830     | 10.480     | -5.0%   | 36.7%          | 19.8%          |
| 601328 CH | 03328 HK | 交通银行  | 6.800     | 7.240      | -14.8%  | 51.1%          | 24.0%          |
| 601038 CH | 00038 HK | 一拖股份  | 13.020    | 5.710      | -64.9%  | 44.0%          | -2.6%          |
| 601766 CH | 01766 HK | 中国南车  | 6.380     | 10.440     | 30.9%   | 10.0%          | 32.3%          |
| 601866 CH | 02866 HK | 中海集运  | 4.940     | 2.450      | -60.3%  | 50.2%          | 8.4%           |
| 601390 CH | 00390 HK | 中国中铁  | 9.300     | 6.380      | -45.1%  | 115.8%         | 28.6%          |
| 601588 CH | 00588 HK | 北辰实业  | 4.790     | 2.470      | -58.7%  | 35.7%          | -1.2%          |
| 600332 CH | 00874 HK | 白云山   | 27.080    | 23.450     | -30.7%  | 3.7%           | -11.7%         |
| 601899 CH | 02899 HK | 紫金矿业  | 3.380     | 2.200      | -47.9%  | 28.5%          | 6.8%           |
| 601601 CH | 02601 HK | 中国太保  | 32.300    | 39.400     | -2.4%   | 57.2%          | 37.0%          |
| 601111 CH | 00753 HK | 中国国航  | 7.840     | 6.270      | -36.0%  | 61.3%          | 18.8%          |
| 600026 CH | 01138 HK | 中海发展  | 9.100     | 5.320      | -53.2%  | 47.7%          | 4.3%           |
| 601600 CH | 02600 HK | 中国铝业  | 6.250     | 3.590      | -54.0%  | 58.6%          | 7.8%           |
| 601800 CH | 01800 HK | 中国交建  | 13.890    | 9.330      | -46.3%  | 119.8%         | 36.6%          |
| 601288 CH | 01288 HK | 农业银行  | 3.710     | 3.920      | -15.5%  | 42.1%          | 10.1%          |
| 600837 CH | 06837 HK | 海通证券  | 24.060    | 19.520     | -35.1%  | 103.6%         | 44.4%          |
| 601808 CH | 02883 HK | 中海油服  | 20.770    | 13.460     | -48.1%  | 20.0%          | -11.3%         |
| 601988 CH | 03988 HK | 中国银行  | 4.150     | 4.370      | -15.7%  | 37.4%          | 15.6%          |
| 601398 CH | 01398 HK | 工商银行  | 4.870     | 5.660      | -7.0%   | 29.9%          | 12.1%          |
| 600029 CH | 01055 HK | 南方航空  | 5.160     | 3.690      | -42.8%  | 47.0%          | 21.0%          |
| 601939 CH | 00939 HK | 建设银行  | 6.730     | 6.370      | -24.3%  | 56.9%          | 12.1%          |
| 601998 CH | 00998 HK | 中信银行  | 8.140     | 6.220      | -38.9%  | 64.4%          | 19.4%          |
| 601898 CH | 01898 HK | 中煤能源  | 6.920     | 4.860      | -43.8%  | 41.8%          | 2.3%           |
| 600188 CH | 01171 HK | 兖州煤业  | 13.180    | 6.570      | -60.1%  | 41.7%          | -0.5%          |
| 600030 CH | 06030 HK | 中信证券  | 33.900    | 29.200     | -31.1%  | 126.6%         | 49.7%          |
| 601186 CH | 01186 HK | 中国铁建  | 15.260    | 9.880      | -48.2%  | 123.8%         | 21.8%          |
| 601628 CH | 02628 HK | 中国人寿  | 34.150    | 30.450     | -28.7%  | 106.7%         | 33.8%          |
| 601919 CH | 01919 HK | 中国远洋  | 7.200     | 3.830      | -57.4%  | 54.2%          | 2.7%           |
| 601088 CH | 01088 HK | 中国神华  | 20.290    | 22.950     | -9.5%   | 31.8%          | 10.3%          |
| 600600 CH | 00168 HK | 青岛啤酒  | 41.780    | 52.600     | 0.7%    | 6.2%           | -3.0%          |
| 600028 CH | 00386 HK | 中国石化  | 6.490     | 6.250      | -22.9%  | 24.8%          | 0.5%           |
| 600362 CH | 00358 HK | 江西铜业  | 18.440    | 13.300     | -42.3%  | 30.5%          | -0.7%          |
| 600196 CH | 02196 HK | 复星医药  | 21.100    | 27.900     | 5.8%    | 8.8%           | 5.3%           |
| 600036 CH | 03968 HK | 招商银行  | 16.590    | 19.460     | -6.1%   | 53.6%          | 31.1%          |
| 600808 CH | 00323 HK | 马钢股份  | 4.010     | 2.320      | -53.7%  | 41.7%          | 11.5%          |
| 601333 CH | 00525 HK | 广深铁路  | 4.520     | 3.770      | -33.3%  | 32.9%          | 12.9%          |
| 600115 CH | 00670 HK | 东方航空  | 5.180     | 3.720      | -42.5%  | 16.4%          | 13.1%          |
| 601318 CH | 02318 HK | 中国平安  | 74.710    | 79.100     | -15.3%  | 72.0%          | 32.1%          |
| 600377 CH | 00177 HK | 宁沪高速  | 7.300     | 9.260      | 1.5%    | 16.8%          | 8.1%           |
| 601238 CH | 02238 HK | 广汽集团  | 8.680     | 7.060      | -34.9%  | 10.3%          | -5.1%          |
| 600016 CH | 01988 HK | 民生银行  | 10.880    | 10.200     | -25.0%  | 65.3%          | 29.4%          |
| 601992 CH | 02009 HK | 金隅股份  | 10.140    | 6.490      | -48.8%  | 42.2%          | 10.9%          |
| 600585 CH | 00914 HK | 海螺水泥  | 22.080    | 29.050     | 5.3%    | 25.2%          | 16.9%          |
| 601633 CH | 02333 HK | 长城汽车  | 41.550    | 44.100     | -15.1%  | 30.5%          | 24.1%          |
| 简单平均      |          |       |           |            | -34.7%  | 43.3%          | 9.4%           |

资料来源：港交所、上交所。

\*注：RMB/HK\$汇率为0.8002，负数表示H股较A股有折让。

### 同时在香港、深圳上市的A+H股公司

| A股代码      | H股代码     | 名称   | A股股价(RMB) | H股股价(HK\$) | H对A折溢价* |
|-----------|----------|------|-----------|------------|---------|
| 000002 CH | 02202 HK | 万科   | 13.900    | 17.300     | -0.4%   |
| 000039 CH | 02039 HK | 中集集团 | 21.890    | 17.220     | -37.1%  |
| 000063 CH | 00763 HK | 中兴通讯 | 18.060    | 16.840     | -25.4%  |
| 000157 CH | 01157 HK | 中联重科 | 7.060     | 5.910      | -33.0%  |
| 000338 CH | 02338 HK | 潍柴动力 | 27.290    | 32.700     | -4.1%   |
| 000488 CH | 01812 HK | 晨鸣纸业 | 6.170     | 3.680      | -52.3%  |
| 000513 CH | 01513 HK | 丽珠集团 | 49.440    | 47.350     | -23.4%  |
| 000585 CH | 00042 HK | 东北电气 | 4.060     | 1.850      | -63.5%  |
| 000666 CH | 00350 HK | 经纬纺机 | 18.000    | 8.980      | -60.1%  |
| 000756 CH | 00719 HK | 新华制药 | 7.970     | 3.710      | -62.8%  |
| 000898 CH | 00347 HK | 鞍钢股份 | 6.150     | 6.600      | -14.1%  |
| 000921 CH | 00921 HK | 海信科龙 | 8.350     | 6.850      | -34.4%  |
| 002202 CH | 02208 HK | 金风科技 | 14.130    | 12.060     | -31.7%  |
| 002490 CH | 00568 HK | 山东墨龙 | 8.630     | 3.050      | -71.7%  |
| 002594 CH | 01211 HK | 比亚迪  | 38.150    | 30.350     | -36.3%  |
| 002672 CH | 00895 HK | 东江环保 | 34.740    | 27.150     | -37.5%  |
| 002703 CH | 01057 HK | 浙江世宝 | 25.950    | 6.940      | -78.6%  |
| 简单平均      |          |      |           |            | -39.2%  |

资料来源：港交所、深交所。\*注：RMB/HK\$汇率为0.8002，负数表示H股较A股有折让。

## 十六、恒指及国指技术分析

恒指期货2014年微升0.5%，去年初在23,000边缘上落，3月底低见21,000边缘，其后拾级而上，9月初一度突破25,000以上，高见25,300，至年底一直回软，上方阻力24,000关口压力仍强大，有效突破此水平才能展开一轮升浪，进一步阻力在24,600水平。周线图恒指期货整固，下方支持22,900、21,670，上方阻力23,890、24,560。

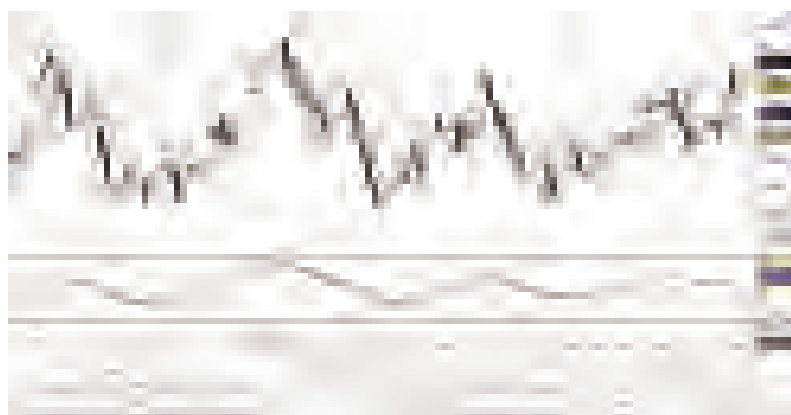
恒指期货3年周线图



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

国指期货表现较恒指期货佳，2014年上涨9.3%，走势较佳。国指期货年初在10,800左右上落，3月底低见9,140水平后，逐步回升，至12月初高见11,970水平，挑战12,000关口，如果有效突破前高12,400水平，趋势明显向好。2014年12月呈盘整格局，周线图下方支持11,175、10,855、10,420。

国指期货3年周线图



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

## 十七、投资主题

**香港市场估值低于欧美和国内A股市场。**目前恒指和国指的动态市盈率分别为11.2倍和8.4倍，分别低于2009年以来均值7.9%和15.7%。沪深300指数动态市盈率由于A股的快速上升，目前已和2009年以来均值相若。对比而言，标普500和纳斯达克显示的美股估值分别为17.4倍和23.9倍，反映欧元区蓝筹股的欧洲斯托克50指数显示的欧洲股市估值为14.3倍，欧美市场估值高于2009年以来均值的幅度介于15%–28%。2014年在经济复苏动能持续下，美股估值震荡上升，而欧股估值在流动性充裕支持下同样上扬。中资股份代表的沪深300及上证综合指数2014年下半年大幅上升，而国指以及包括部分恒指成份股的估值则并没有跟随。A股市场银行股的估值也大幅上升，但香港市场中资银行股的估值相对处于较低估值。剔除中资银行股份后，目前恒指估值水平已经和2009年以来均值相若，而国指水平和2009年以来的均值也基本一致。展望未来，欧美股市积累了较多升幅后，估值进一步上升的空间较原来更有限；而中资股份估值恢复的动力仍然存在，催化剂主要来自于内地政府更多稳增长措施推行、经济增速企稳、偏宽松的流动性支持等。当市场信心并不悲观时，低估值将对投资者提供更大的吸引力。受惠于与A股市场的差异，有利于中资股份的估值恢复。

**国企改革方案将出台。**结合中央经济工作会议对国企改革的部署，以及国资委对改革举措工作要点的相关报道，一系列国企改革方案的出台或在2015年年初。现在可能的几个改革方向，包括国企资源的重新整合及混合所有制的推进，特别是混合所有制中战略投资者的引进及垄断行业民营资本的放开。通过资源重新整合及运营机制的改进，提高国企运营效率和，有利国企长远的发展。根据国资委研究中心资料，2015年国有企业改革有七大任务，包括1)深入做好准确界定不同国有企业功能工作；2)稳妥、规范、有序发展混合所有制经济；3)进一步完善现代企业制度；4)积极推进剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题；5)加快推进「四项改革」试点；6)稳妥推进薪酬制度改革；7)改革完善国有资产监管体制。在国企改革风口下，混合所有制释放加速经济转型，表现为改革转型主题相关公司风险溢价的逐渐下降，形成风险溢价的洼地和估值的高原。受益改革和转型的公司将更容易出现主题投资机会。

**可能的降息、降准、以及创新货币工具操作，意在降低企业融资成本，推动实体经济发展。**央行2014年底发文，定于2015年起对存款统计口径进行调整，将部分原在同业往来项下统计的存款纳入各项存款范围。新纳入各项存款口径的存款是指存款类金融机构吸收的证券及交易结算类存放，银行业非存款类存放，SPV存放，其它金融机构存放以及境外机构存放。此举反映央行为配合稳增长货币政策，采用多种方式意在促进贷款降低企业融资成本。展望2015年，随着央行偏宽松货币政策的进一步推行，贷款的投放有望增加，即使是向基建、央企等特定板块投放，民营企业也可间接受益于宽松货币政策，有利于边际上降低融资成本，扩大需求，托底经济。



**亚洲基础设施互联互通及「一带一路」战略的推行。**随着「一带一路」战略的提出，在互联互通的背景下，有望拉动中国经济增长和资本输出、消化过剩产能、实现大规模走出去，并加速人民币国际化进程。相关基建、核电等主题受到关注。核心战略是通过合作将国内资本投向国外，对内消化过剩产能，对外投资运营。通过与周边国家在基础设施建设以及经济上建立紧密联系，加强与周边国家的深入合作。除了基础设施外，能源、金融、贸易、技术及设备合作等领域都将是该战略的发展方向。

**从经济特区走向自贸区，区域经济合作加强。**在上海自贸区试点一年多后，国务院批准广东、天津、福建设立自贸区，推广复制上海包括负面清单、贸易便利化、金融创新和金融服务业开放、以及政府职能转变的先进经验。自贸区的重要性堪比当年被誉为「改革开放试验田」的经济特区。从四个经济特区向四个自贸区的转变，是新常态下主动应对全球化竞争的选择。经济特区推行依靠的是政策优惠，自贸区的发展依靠的是消除政策壁垒。另外，中韩自贸区、中国—东盟自贸区、中澳自贸协定的发展也将成为热点。

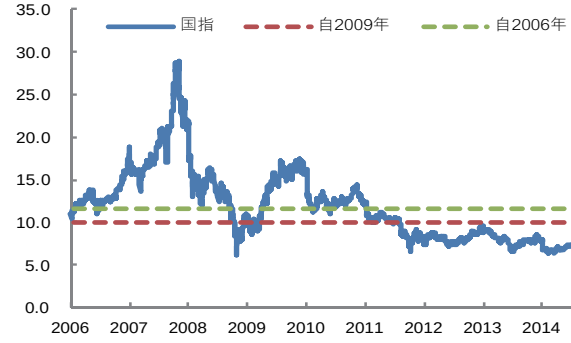
**其它题材仍然丰富。**除了几大投资主题，其它题材还包括：1) 油价及大宗商品的波动或间接产生交易性机会。2) 金融创新以及A股IPO的改革对港股市场的潜在影响，或存在价值发掘机会。3) 房地产及地方融资平台风险带来的投资机会。

恒指动态市盈率



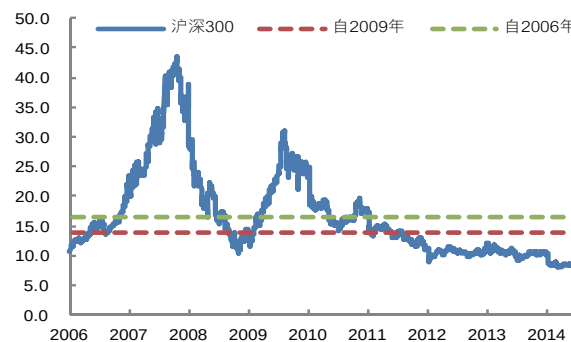
资料来源：Bloomberg。

国指动态市盈率



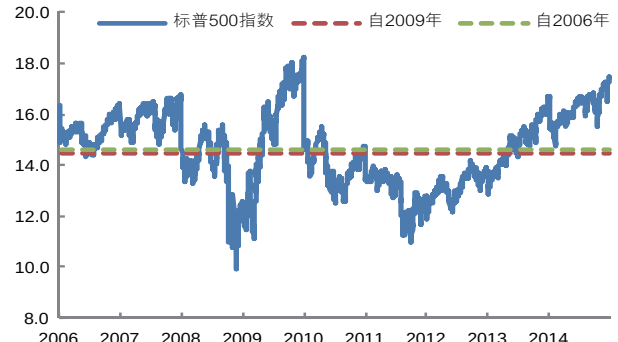
资料来源：Bloomberg。

沪深300动态市盈率



资料来源：Bloomberg。

标普500指数动态市盈率



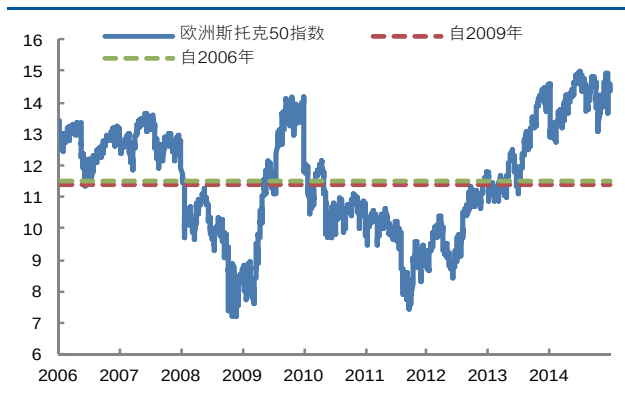
资料来源：Bloomberg。

纳斯达克指数动态市盈率



资料来源：Bloomberg。

欧洲斯托克50指数动态市盈率



资料来源：Bloomberg。

剔除中资银行股份的指数动态市盈率

|    | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2009年以<br>来平均 | 和6年均值<br>的差异 |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------------|
| 恒指 | 16.09 | 14.51 | 11.94 | 13.88 | 14.50 | 14.06 | 14.16         | -0.7%        |
| 国指 | 15.28 | 13.59 | 10.28 | 12.95 | 11.42 | 12.54 | 12.68         | -1.1%        |

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

## 十八、市场策略、选股及主题性受益股

74

国内目前仍不断深化财税体制改革，从以营改增为主的多个税种改革来看，总体税负应是有所下降的，尤其小微企业政策优惠明显。加上其它改革红利，支持盈利水平。美元维持强势，美国股市将继续受到良好的盈利趋势支撑。A股市场畅旺。A+H、国企改革、一带一路、自贸区、环保、金融改革等都是较好的投资主题。按照市值加权平均计算，我们覆盖的公司在2014–2016年的盈利增长分别为12.0%、15.2%和13.3%。我们认为恒指2015年将上升9%。相当于11.3倍及10.3倍2015及2016年市盈率。我们看好保险、通信设备、环保、电信服务和互联网，而航空、航运及物流、电力设备、钢铁、电力则有阶段性的机会。

### 国泰君安国际荐股名单

| 行业        | 公司     | 代码       | 评级 | 6-18个月目标价(HK\$) |
|-----------|--------|----------|----|-----------------|
| 汽车        | 中国重汽   | 03808 HK | 收集 | 4.90            |
| 航空        | 中国东方航空 | 00670 HK | 买入 | 5.20            |
| 银行        | 中国银行   | 03988 HK | 买入 | 5.25            |
| 水泥        | 海螺水泥   | 00914 HK | 收集 | 36.80           |
| 煤炭        | 中国神华   | 01088 HK | 买入 | 27.50           |
| 消费 — 服装   | 中国利郎   | 01234 HK | 收集 | 6.63            |
| 消费 — 食品饮料 | 小南国    | 03666 HK | 买入 | 1.65            |
| 消费 — 酒店   | 如家酒店   | HMIN US  | 买入 | US\$47.00       |
| 消费 — 零售   | 高鑫零售   | 06808 HK | 买入 | 11.47           |
| 消费 — 家电   | 海尔电器   | 01169 HK | 买入 | 28.73           |
| 电力设备      | 东方电气   | 01072 HK | 收集 | 15.00           |
| 电力        | 华润电力   | 00836 HK | 收集 | 24.30           |
| 环保        | 光大国际   | 00257 HK | 收集 | 12.10           |
| 博彩        | 永利澳门   | 01128 HK | 收集 | 30.00           |
| 基建        | 中国铁建   | 01186 HK | 收集 | 11.50           |
| 保险        | 中国平安   | 02318 HK | 买入 | 90.60           |
| 互联网       | 腾讯     | 00700 HK | 买入 | 153.00          |
| 互联网       | 优酷     | YOKU US  | 买入 | US\$32.00       |
| 机械        | 中联重科   | 01157 HK | 收集 | 7.60            |
| 港口        | 招商局国际  | 00144 HK | 买入 | 33.00           |
| 房地产       | 华润置地   | 01109 HK | 收集 | 23.70           |
| 航运及物流     | 中海发展   | 01138 HK | 买入 | 6.50            |
| 通信设备      | 联想     | 00992 HK | 买入 | 13.50           |
| 电信服务      | 中国联通   | 00762 HK | 买入 | 14.40           |
| 收费公路      | 浙江沪杭甬  | 00576 HK | 收集 | 9.50            |

资料来源：国泰君安国际。

### 受惠国企改革个股名单

| 行业   | 公司   | 代码       | 评级 | 6-18个月    |                    |                                                                        |
|------|------|----------|----|-----------|--------------------|------------------------------------------------------------------------|
|      |      |          |    | 目标价(HK\$) | 改革相关的政策            | 政策可能产生的改革及投资题材                                                         |
| 银行   | 交通银行 | 03328 HK | 中性 | 5.93      | 混合所有制改革            | 引进战略股东，增加员工持股                                                          |
| 综合   | 上海实业 | 00363 HK | 收集 | 31.00     | 国企股权激励             | 国企股权激励                                                                 |
| 电力设备 | 上海电气 | 02727 HK | 中性 | 4.20      | 《市国资委委管企业战略规划管理办法》 | 在未来5年里将国资委系统80%的国资集中到战略性新兴产业，先进制造业，现代服务业，基础设施与民生保障等关键领域。净资产收益率平均达6%以上。 |
| 基建   | 中国中铁 | 00390 HK | 收集 | 6.05      | 关于完善公有制实现形式的指导意见   | 继续探索公有制的多种实现途径，进一步深化对民资开放力度。推进结构性改革中发展混合所有制经济。                         |
| 基建   | 中国铁建 | 01186 HK | 收集 | 11.50     | 关于完善公有制实现形式的指导意见   | 继续探索公有制的多种实现途径，进一步深化对民资开放力度。推进结构性改革中发展混合所有制经济。                         |
| 基建   | 中交建  | 01800 HK | 收集 | 9.20      | 关于完善公有制实现形式的指导意见   | 继续探索公有制的多种实现途径，进一步深化对民资开放力度。推进结构性改革中发展混合所有制经济。                         |
| 石化   | 中国石油 | 00857 HK | 中性 | 9.30      | 混合所有制改革            | 提升业绩                                                                   |
| 石化   | 中国石化 | 00386 HK | 中性 | 6.70      | 混合所有制改革            | 改善资产结构                                                                 |

资料来源：国泰君安国际。

## 受益于沪港通个股名单

| 行业    | 公司       | 代码       | 评级 | 6-18个月    | 推荐理由                                            |
|-------|----------|----------|----|-----------|-------------------------------------------------|
|       |          |          |    | 目标价(HK\$) |                                                 |
| 银行    | 建设银行     | 00939 HK | 收集 | 6.76      | H股对A股折让                                         |
| 银行    | 中信银行     | 00998 HK | 中性 | 5.91      | H股对A股折让                                         |
| 银行    | 农业银行     | 01288 HK | 收集 | 4.50      | H股对A股折让                                         |
| 银行    | 工商银行     | 01398 HK | 收集 | 5.92      | 港股通结算行，H股对A股折让                                  |
| 银行    | 民生银行     | 01988 HK | 收集 | 11.90     | H股对A股折让                                         |
| 银行    | 交通银行     | 03328 HK | 中性 | 5.93      | H股对A股折让                                         |
| 银行    | 中国银行     | 03988 HK | 买入 | 5.25      | 沪港通结算行，H股对A股折让                                  |
| 煤炭    | 兖州煤业     | 01171 HK | 中性 | 5.40      | H股较A股有较大幅度折让                                    |
| 煤炭    | 中煤能源     | 01898 HK | 中性 | 4.80      | H股较A股有较大幅度折让                                    |
| 电力设备  | 东方电气     | 01072 HK | 收集 | 15.00     | H股价格相对于其A股价格有较大的折让                              |
| 电力设备  | 上海电气     | 02727 HK | 中性 | 4.20      | H股价格相对于其A股价格有较大的折让                              |
| 电力    | 大唐发电     | 00991 HK | 中性 | 4.50      | H股较A股有较大幅度折让                                    |
| 电力    | 华电国际     | 01071 HK | 中性 | 5.10      | H股较A股有较大幅度折让                                    |
| 博彩    | 永利澳门     | 01128 HK | 收集 | 30.00     | A股稀缺标的                                          |
| 博彩    | 美高梅中国    | 02282 HK | 收集 | 24.00     | A股稀缺标的                                          |
| 保险    | 新华保险     | 01336 HK | 收集 | 37.50     | H股较A股折让在4家A/H上市险企中最大                            |
| 互联网   | 腾讯       | 00700 HK | 买入 | 153.00    | 预期应用程序商店和社交网络平台的利用率提高，移动平台币化加快。                 |
| 工业制造  | 晨鸣纸业     | 01812 HK | 买入 | 4.50      | 深港通或推出有助两地股价差价收窄                                |
| 工业制造  | 株洲南车时代电气 | 03898 HK | 买入 | 55.30     | 目前暂未在沪港通投资标的，但未来有望进入列表                          |
| 石化    | 中国石油     | 00857 HK | 中性 | 9.30      | H股较A股有较大幅度折让                                    |
| 石化    | 中国石化     | 00386 HK | 中性 | 6.70      | H股较A股有较大幅度折让                                    |
| 航运及物流 | 中海发展     | 01138 HK | 买入 | 6.50      | H股较A股有较大幅度折让；公司基本面良好。                           |
| 航运及物流 | 中海集运     | 02866 HK | 收集 | 2.85      | H股较A股有较大幅度折让；公司盈利能力会逐步恢复。                       |
| 通信设备  | 联想       | 00992 HK | 买入 | 13.50     | 通过引入摩托罗拉品牌的手机，市占率可改善。                           |
| 电信服务  | 中国电信     | 00728 HK | 收集 | 5.40      | 预期公司的TD/FDD-LTE双制式的4G网从56个城市将扩展至更多城市，从而改善用户的增数。 |
| 电信服务  | 中国联通     | 00762 HK | 买入 | 14.40     | 预期公司的TD/FDD-LTE双制式的4G网从56个城市将扩展至更多城市，从而改善用户的增数。 |
| 电信服务  | 中国移动     | 00941 HK | 收集 | 101.00    | 相信公司2015年可维持高4G用户增数。                            |
| 其它    | 港交所      | 00388 HK | 收集 | 195.00    | 随着沪港通额度使用的上升，成交量有望继续提高。                         |

资料来源：国泰君安国际。

### 受益于降息、降准的股票名单

| 行业   | 公司    | 代码       | 评级 | 6-18个月目标价(HK\$) |
|------|-------|----------|----|-----------------|
| 航空   | 东方航空  | 00670 HK | 买入 | 5.20            |
| 航空   | 国际航空  | 00753 HK | 买入 | 8.40            |
| 航空   | 南方航空  | 01055 HK | 买入 | 5.20            |
| 银行   | 建设银行  | 00939 HK | 收集 | 6.76            |
| 银行   | 中信银行  | 00998 HK | 中性 | 5.91            |
| 银行   | 农业银行  | 01288 HK | 收集 | 4.50            |
| 银行   | 工商银行  | 01398 HK | 收集 | 5.92            |
| 银行   | 民生银行  | 01988 HK | 收集 | 11.90           |
| 银行   | 交通银行  | 03328 HK | 中性 | 5.93            |
| 银行   | 招商银行  | 03968 HK | 收集 | 23.20           |
| 银行   | 中国银行  | 03988 HK | 买入 | 5.25            |
| 水泥   | 海螺水泥  | 00914 HK | 收集 | 36.80           |
| 电力   | 华润电力  | 00836 HK | 收集 | 24.30           |
| 电力   | 华能国际  | 00902 HK | 收集 | 10.25           |
| 电力   | 龙源电力  | 00916 HK | 收集 | 9.20            |
| 电力   | 华能新能源 | 00958 HK | 买入 | 3.50            |
| 电力   | 大唐发电  | 00991 HK | 中性 | 4.50            |
| 电力   | 华电国际  | 01071 HK | 中性 | 5.10            |
| 电力   | 大唐新能源 | 01798 HK | 中性 | 1.08            |
| 电力   | 中国电力  | 02380 HK | 中性 | 4.00            |
| 基建   | 中国中铁  | 00390 HK | 收集 | 6.05            |
| 基建   | 中国铁建  | 01186 HK | 收集 | 11.50           |
| 基建   | 中交建   | 01800 HK | 收集 | 9.20            |
| 保险   | 中国太平  | 00966 HK | 收集 | 21.70           |
| 保险   | 新华保险  | 01336 HK | 收集 | 37.50           |
| 保险   | 中国平安  | 02318 HK | 买入 | 90.60           |
| 保险   | 中国太保  | 02601 HK | 收集 | 38.30           |
| 保险   | 中国人寿  | 02628 HK | 收集 | 29.20           |
| 机械   | 中联重科  | 01157 HK | 收集 | 7.60            |
| 机械   | 中国龙工  | 03339 HK | 收集 | 1.95            |
| 工业制造 | 晨鸣纸业  | 01812 HK | 买入 | 4.50            |
| 港口   | 大连港   | 02880 HK | 中性 | 2.50            |
| 港口   | 厦门港   | 03378 HK | 收集 | 2.60            |
| 房地产  | 中海外发展 | 00688 HK | 收集 | 24.26           |
| 房地产  | 世茂房地产 | 00813 HK | 收集 | 22.09           |
| 房地产  | 龙湖地产  | 00960 HK | 中性 | 11.24           |
| 房地产  | 华润置地  | 01109 HK | 收集 | 23.70           |
| 收费公路 | 深高速   | 00548 HK | 收集 | 5.50            |
| 收费公路 | 安徽皖通  | 00995 HK | 收集 | 5.00            |

资料来源：国泰君安国际。

### 受惠「一带一路」政策个股

| 行业    | 公司       | 代码       | 评级 | 6-18个月目标价(HK\$) |
|-------|----------|----------|----|-----------------|
| 银行    | 中国银行     | 03988 HK | 买入 | 5.25            |
| 水泥    | 海螺水泥     | 00914 HK | 收集 | 36.80           |
| 电力设备  | 东方电气     | 01072 HK | 收集 | 15.00           |
| 电力设备  | 哈尔滨电气    | 01133 HK | 中性 | 4.85            |
| 电力设备  | 上海电气     | 02727 HK | 中性 | 4.20            |
| 基建    | 中国铁建     | 01186 HK | 收集 | 11.50           |
| 基建    | 中国中铁     | 00390 HK | 收集 | 6.05            |
| 基建    | 中交建      | 01800 HK | 收集 | 9.20            |
| 机械    | 中联重科     | 01157 HK | 收集 | 7.60            |
| 机械    | 中国龙工     | 03339 HK | 收集 | 1.95            |
| 工业制造  | 中国南车     | 01766 HK | 买入 | 11.90           |
| 工业制造  | 株洲南车时代电气 | 03898 HK | 买入 | 55.30           |
| 港口    | 招商局国际    | 00144 HK | 买入 | 33.00           |
| 港口    | 中远太平洋    | 01199 HK | 收集 | 13.00           |
| 航运及物流 | 中国远洋     | 01919 HK | 收集 | 4.00            |
| 航运及物流 | 中海集运     | 02866 HK | 收集 | 2.85            |

资料来源：国泰君安国际。



### 自贸区与区域振兴相关股票名单

| 行业   | 公司   | 代码       | 评级 | 6-18个月目标 | 相关自贸区或区域振兴政策                                                                 |
|------|------|----------|----|----------|------------------------------------------------------------------------------|
|      |      |          |    | 价(HK\$)  |                                                                              |
| 清洁能源 | 滨海投资 | 02886 HK | 买入 | 0.59     | 天津自贸区的三个功能区域均位于滨海新区，是公司主要业务区域。天津自贸区的设立预计将产生示范效应，吸引更多工业企业来滨海新区投资，对天然气消费有正面影响。 |
| 综合   | 上海实业 | 00363 HK | 收集 | 31.00    | 在上海自贸区经营融资租赁业务，规模已经超过20亿元，租赁对象是城市水务管网。                                       |
| 保险   | 中国太保 | 02601 HK | 收集 | 38.30    | 自贸区内个人所得税递延型养老保险试点。                                                          |
| 港口   | 厦门港  | 03378 HK | 收集 | 2.60     | 全国人大已经授权国务院调整第二批自贸区法律法规，其范围将包括厦门部分地区。                                        |
| 港口   | 天津港  | 03382 HK | 中性 | 1.55     | 全国人大已经授权国务院调整第二批自贸区法律法规，其范围包括天津港港区。                                          |

资料来源：国泰君安国际。

### 值得长期持有、基本面健康的公司

| 行业      | 公司       | 代码       | 评级 | 6-18个月目标价(HK\$) |
|---------|----------|----------|----|-----------------|
| 银行      | 建设银行     | 00939 HK | 收集 | 6.76            |
| 银行      | 农业银行     | 01288 HK | 收集 | 4.50            |
| 银行      | 工商银行     | 01398 HK | 收集 | 5.92            |
| 银行      | 中国银行     | 03988 HK | 买入 | 5.25            |
| 煤炭      | 中国神华     | 01088 HK | 买入 | 27.50           |
| 消费—食品饮料 | 康师傅      | 00322 HK | 收集 | 20.70           |
| 消费—食品饮料 | 蒙牛乳业     | 02319 HK | 收集 | 33.00           |
| 消费—酒店   | 如家酒店     | HMIN US  | 买入 | US\$47.00       |
| 消费—酒店   | 华住酒店     | HTHT US  | 收集 | US\$26.20       |
| 消费—日用品  | 恒安国际     | 01044 HK | 收集 | 90.00           |
| 消费—零售   | 高鑫零售     | 06808 HK | 买入 | 11.47           |
| 消费—家电   | 海尔电器     | 01169 HK | 买入 | 28.73           |
| 综合      | 粤海投资     | 00270 HK | 收集 | 10.00           |
| 环保      | 光大国际     | 00257 HK | 收集 | 12.10           |
| 环保      | 北控水务     | 00371 HK | 收集 | 6.38            |
| 电力设备    | 东方电气     | 01072 HK | 收集 | 15.00           |
| 电力      | 华润电力     | 00836 HK | 收集 | 24.30           |
| 电力      | 龙源电力     | 00916 HK | 收集 | 9.20            |
| 保险      | 中国平安     | 02318 HK | 买入 | 90.60           |
| 工业制造    | 中国南车     | 01766 HK | 买入 | 11.90           |
| 工业制造    | 株洲南车时代电气 | 03898 HK | 买入 | 55.30           |
| 港口      | 招商局国际    | 00144 HK | 买入 | 33.00           |
| 电信服务    | 中国移动     | 00941 HK | 收集 | 101.00          |
| 收费公路    | 深高速      | 00548 HK | 收集 | 5.50            |
| 收费公路    | 浙江沪杭甬    | 00576 HK | 收集 | 9.50            |

资料来源：国泰君安国际。

### 估值偏低、有上升空间的优质个股

| 行业    | 公司    | 代码       | 评级 | 6-18个月目标价(HK\$) |
|-------|-------|----------|----|-----------------|
| 银行    | 建设银行  | 00939 HK | 收集 | 6.76            |
| 银行    | 农业银行  | 01288 HK | 收集 | 4.50            |
| 银行    | 工商银行  | 01398 HK | 收集 | 5.92            |
| 银行    | 中国银行  | 03988 HK | 买入 | 5.25            |
| 煤炭    | 中国神华  | 01088 HK | 买入 | 27.50           |
| 消费—酒店 | 如家酒店  | HMIN US  | 买入 | US\$47.00       |
| 保险    | 中国平安  | 02318 HK | 买入 | 90.60           |
| 互联网   | 优酷    | YOKU US  | 买入 | US\$32.00       |
| 航运及物流 | 中外运航运 | 00368 HK | 收集 | 2.65            |
| 航运及物流 | 中海发展  | 01138 HK | 买入 | 6.50            |

资料来源：国泰君安国际。

## 行业及公司 汽车行业

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

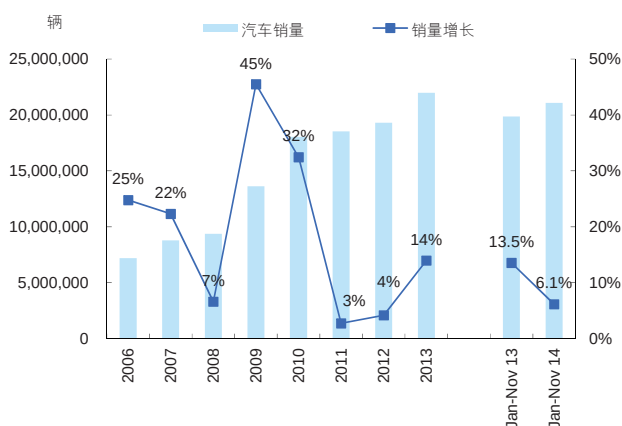
跑赢大市

### 整体汽车市场

**2014年前11个月国产汽车销售差于预期。**根据汽车工业协会数据显示，2014年前11个月国产汽车销售同比增长6.1%到2,107.9万辆，增长低于去年同期，差于市场和我们的预期。其中乘用车销量同比增长10.2%而商用车则下滑6.2%，乘用车销售的销量基本符合我们预期，而商用车的销售却差于我们预期。

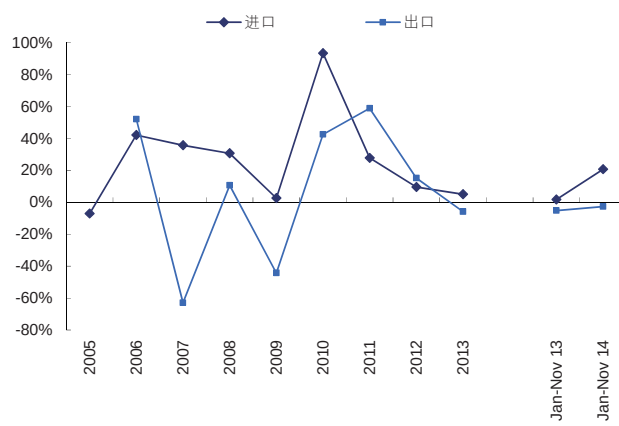
**汽车进口快速增长，出口则持续低迷。**根据海关总署统计显示，2014年前11个月汽车进口量同比大幅增加20.7%，而汽车出口则下滑5.8%。进口快速增长，主要是因为基数低的原因。出口增速从2013年3季度逐步回落，并在11月增速由正转负。而汽车出口仍然持续低迷，缺乏增长动力，主要是因为俄罗斯等发展中国家的经济受到油价下滑和地缘政治影响而比较低迷，新车购买需求不旺盛，同时因为人民币升值而日韩元贬值使中国汽车在海外的价格优势明显降低。

国产汽车销售及增长



资料来源：汽车工业协会。

汽车进出口变化



资料来源：中国海关。

### 乘用车市场分析

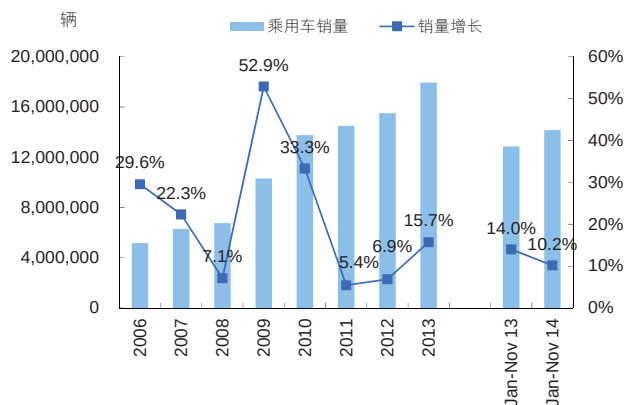
**2014年乘用车销售增长符合预期。**根据汽车工业协会数据显示，2014年前11个月乘用车销售增长稳定，同比增加10.2%到1,415万辆，符合我们预测。销售增速由第一季度和第二季度的10.1%和12.3%下滑到第三季度的8.1%。第二季度的销售增速略快于预期，主要是因为3月份杭州开始实行限购，给其它城市带来恐慌性抢购的现象。全年销售增长维持相对比较稳定的水平，主要是因为三四线城市汽车保有量仍然较低，一二线城市进入二次购车高峰，公车改革促进公务员购车。

**消费升级，MPV和SUV的销售增长远好于轿车和微客。**根据汽车工业协会数据显示，2014年前11个月的轿车、MPV和SUV的销售累计同比增长3.9%、51.6%和33.3%，而微客则同比下滑14.2%。由于消费不断升级和产品安全要求越来越高，微客的销售持续下滑，但是由于微客占乘用车的比例已经从2009年的18.9%下滑到2014年前11个月的7.6%，对整体乘用车的销售影响越来越小。而由于MPV和SUV具有更多的功能，乘坐的舒适感较高，在消费升级的过程中，MPV和SUV将继续分流轿车和微客的需求。SUV的销售占比由2005年的不到5%迅速增加到2014年前11月的接近20%的水平。

**自主品牌市场份额有所改善，德系和法系增长强劲。**根据汽车工业协会的数据显示，自主品牌乘用车销售在逐步改善，同比变化从第一季度的下滑1.6%逐步回升，第二季度和第三季度同比分别增长5.5%和6.3%。2014年前11个月自主品牌乘用车销售同比增长3.3%，市场份额则累计同比下滑了2.2个百分点到38.0%。德系和法

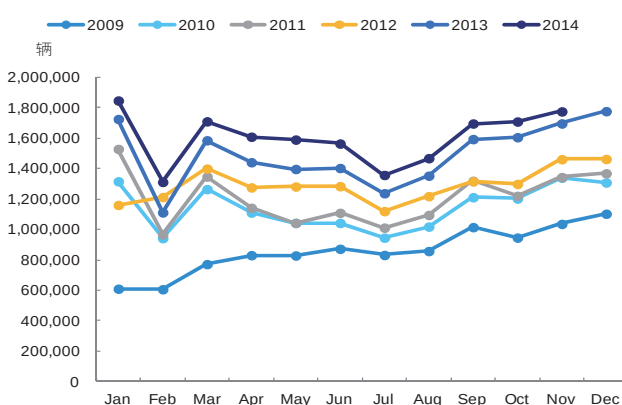
系的市场份额同比分别提高1.4个百分点和0.7个百分点到20.7%和3.8%，主要得益于大众的捷达和桑塔纳换代，以及神龙爱丽舍替代富康。美系和韩系的份额则与去年持平，分别为12.8%和9.0%。日系的销售受到新车推出的影响在上半年的表现非常不错，但是从第三季度开始就出现比较大回落，这主要是反映市场已经没有像过往那样喜欢日系汽车，因为德系和美系的节油性已经提高很多，而安全性则相对较高。

乘用车销售及增长



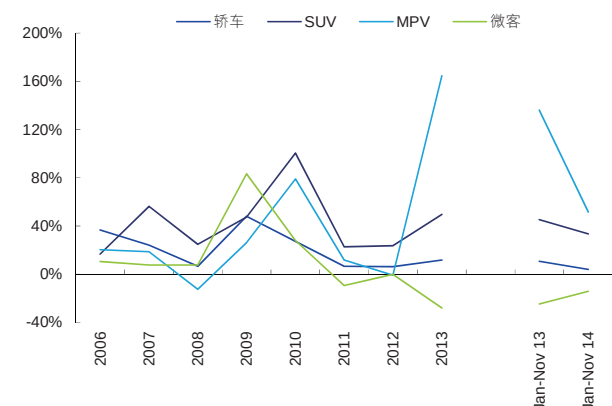
资料来源：汽车工业协会。

乘用车月度销售



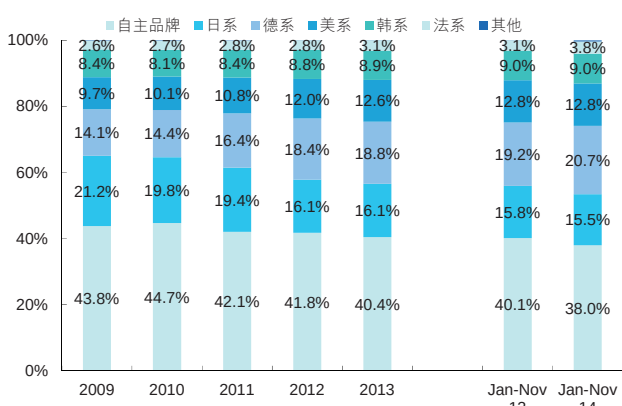
资料来源：汽车工业协会。

品类乘用车销售增长



资料来源：汽车工业协会。

各国籍品牌的乘用车市场份额变化



资料来源：汽车工业协会。

豪华车在中国的销售持续快速增长，前11个月同比累计增加22%。随着豪华车的销量不断的提高，基数越来越大，同比增速本应逐步下滑。但是2014年二线豪华品牌汽车的销量在发力，其中沃尔沃、凯迪拉克、英菲尼迪和捷豹路虎在前11个月累计同比增长33.6%、50.7%、78.9%和32.2%，快于宝马和奥迪的17.2%和16.4%的增速。把经销渠道整合好的奔驰也获得良好的改善，销售同比增长30.0%。

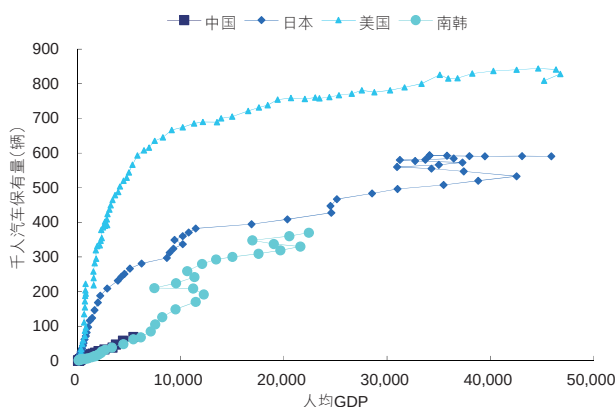
中国乘用车中长期增长稳定。与日本和韩国的汽车发展相比较，中国汽车爆发期持续时间更长，但是增速较低。这个差异主要是因为日韩收入差距非常小，当收入达到一定水平后进入集中式爆发，这个时候差不多大部分的人都可以买得起车，而中国国土面积大，东和西部，沿海和内陆的发展速度不一致，收入水平也存在较大的差异，国家经济发展从沿海到内陆，从东部到西部的过程经历的时间比较长，这在一定程度上拉长了全国汽车高速发展的周期，但是同时也降低增速。未来新车的增长主要来自于三四线城市的首次购车和一二线城市的换购需求。

稳定的经济环境、消费信贷和车型投放都将支持乘用车销售增长。未来几年的中国经济发展速度将有所下滑，发展模式正在转型，从重投资逐步转换到重消费的模式上面。货币市场仍然会维持比较宽松的情况，通胀水平不高，油价水平偏低，再加上，中国股市进入牛市带来财富效应，这些都是支持汽车消费的因素。除了与经济相关的因素外，消费信贷比例增加，再加上合资车企加快其国产车型的投放，这些也将带动国内乘用车销售的增长。

一二线城市的汽车容量有限和空气污染严重则是限制乘用车销售增长的因素。环境污染、城市拥堵和车位紧张等因素将是限制汽车保有量增长。部分大型城市在汽车增长调控上面采用消极政策，直接采用摇号和拍卖方式限制汽车数目的增长。截止目前为止，总共有7个城市限制小客车上牌数目，包括北京、上海、广州、深圳、贵阳、天津和杭州。其它未限购的城市里的汽车限购传言不断，使潜在购车者提前购车，尤其是对二线城市影响最大。而且由于拍卖指标使购车成本增加，购买高价位车的人数比购买低价位的增加的快，所以在一二线城市的低端车的销售，尤其是自主品牌的，会面对更大的压力。在政策方面，国家大力支持节能汽车和新能源汽车的发展，这则给新能源汽车和小排量汽车的增长带来机会。

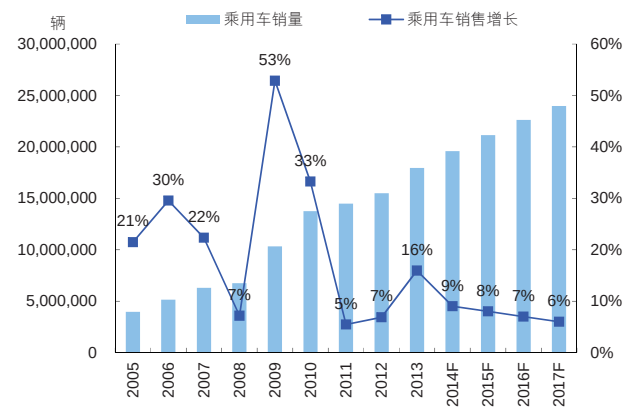
我们相信在2015年乘用车的销售增速将有所下滑，但是仍然维持较稳定的增长，同比增长8%左右。由于杭州去年的3月25日发布的限购令，对限购的恐慌带来大城市的抢购潮，在一定程度上加快了2014年3-6月的乘用车销售。2014年的春节来得比较早，这使2015年1月份的销量同比基数变低，但是使2月份的基数变高。综合考虑，我们相信2015年上半年的乘用车销售增速会在6%左右，下半年复苏到9%左右。

各国汽车保有量和人均GDP关系



资料来源：中国统计局、世界银行、JAMA、国泰君安国际。

2014-2016年乘用车销售预测



资料来源：汽车工业协会、国泰君安国际。

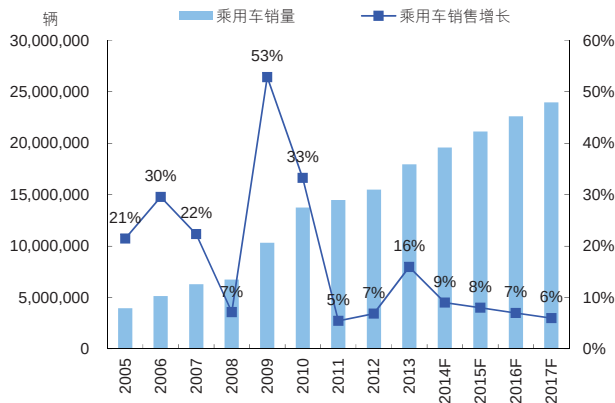
## 商用车市场分析

**2014年的商用车销售同比大幅下滑，差于预期。**根据汽车工业协会统计显示，2014年前11个月商用车销售为343.95万辆，同比下滑7.3%，差于我们预期。其中客车累计同比增长8.1%，而卡车销售则累计同比下滑9.7%。客车销售增长较快，主要因为各城市增加对公交客车的投资以缓解城市拥堵，而且由于空气污染带来的压力越来越大，各城市对新能源客车的投资加快。卡车的销售下滑，主要是因为去年基数因为国四标准的预期而有所提高，而且国家对轻卡的排放标准的管制，使不达标排放的中轻卡无法上牌销售。其中重卡、中卡和轻卡在前11个月销售同比分别下滑0.9%、13.7%和14.5%，中轻卡下滑幅度较大。

**房地产投资减速，进口贸易回暖。**根据国家统计局数据显示，2014年1-11月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长15.8%，增幅从6月份开始逐步下滑。固定资产的增速放缓，主要房地产投资出现拐点开始下滑。2014年中国出口增速呈现出前低后高的态势，而进口贸易增长速度则持续放缓。出口增速的提升，主要是受到欧美经济的复苏直接拉升影响。中国进口贸易增长速度放缓，主要是由于大宗商品价格下降造成的。据海关统计，2014年前11个月中国进出口总值为23.95万亿元人民币，累计同比增长2.2%。其中，出口13万亿元，增长4.4%；进口10.95万亿元，下降0.4%；贸易顺差2.05万亿元，扩大40.4%。

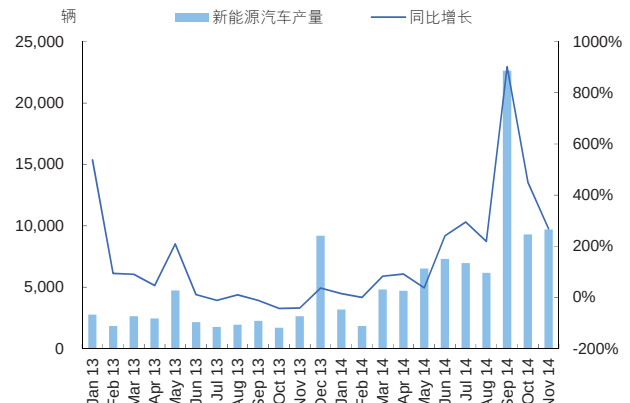
**预计2015年卡车销售同比下滑3%，但是客车销售将同比增长5%。**由于房地产投资减速，工程类卡车的需求相信仍然疲软，但是进出口贸易的回暖和城际间物流增长，将继续刺激物流类卡车的需求。我们相信国家对不达标排放标准的中轻卡的整治仍将继续，因此中轻卡销售将继续承压。因此我们预计2015年卡车销售将同比下滑3%。客车的需求一方面虽然受到高铁的挤压，但是城内公交系统的建设，以及新能源大巴替代传统大巴都将拉动客车的需求。因此我们相信2015年的客车销售将同比增长5%。

## 商用车的销售及增长



资料来源：汽车工业协会。

## 新能源汽车产量和增长



资料来源：中汽研。

## 新能源汽车发展

新能源汽车发展在**2013–2014年略有成效**。2008年以来，国家在不停的推出相关政策和补贴来支持新能源汽车的发展。根据工信部统计，从2013年1月至2014年9月底，**39个**推广应用城市（群）累计推广新能源汽车**38,616辆**，完成进度为**11.5%**，基本符合我们预期。推广新能源汽车数目最多的**5个城市（群）**为浙江省、北京、深圳、合肥和上海，分别推广了**5,203辆**、**4,762辆**、**4,189辆**、**4,145辆**和**4,022辆**。其中完成比例最高的**3个城市**为合肥、浙江省和上海，完成进度分别为**72%**、**52%**和**40%**，其它城市的完成比例都相对较低。与**2009–2012年**的第一次新能源汽车推广计划相比，这次新能源汽车的推广目标和推广的数量都得到了大幅提高，然后完成推广计划的比例仍然偏低。其中上海在推广数量上和完成计划上是进步最快的城市，这主要是因为该城市大力补贴新能源汽车的推广、积极推广新能源公交车和允许私人新能源汽车上牌优先。我们预计**2013–2015年**，示范城市将完成他们的计划的**25%**，相当于**8.8万辆**左右。

预计新能源汽车的销售在**2015–2020年**仍然维持高速增长。虽然地方保护主义仍然强烈，地方政府对政策的执行不到位，但是国家对发展新能源汽车的决心非常明确，因为无论是为了国家能源安全的战略，还是为了空气洁净，新能源汽车的发展都是显得至关重要。随着更多的车企在考虑到整体油耗要求的情况下投入新能源汽车的开发和销售，市场将有更多的车型供消费者选择。同时充电设备的安装和运营模式已经开始有成功的案例，包括出租车、政府用车和私人租车等方式。我相信新能源汽车的销售在未来**5年**仍将维持快速增长，复合增长率在**30%**以上。

## 投资建议

**行业评级：跑赢大市**。乘用车销售告别了双位数高速增长的时代，但是仍将维持相对稳定的增长，未来**5年**的增长将维持在**7%**左右的水平，我们维持行业「跑赢大市」的评级。行业的关注点将是技术创新和盈利提高方面。我们预计行业里盈利有较好复苏的为长城汽车(02333 HK)，比亚迪(01211 HK)在新能源市场的竞争力很强，将受惠于新能源汽车的快速增长。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HKS) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|---------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 东风汽车   | 00489 | 10.980  | 买入   | 5.5      | 5.0      | 4.3      | 0.8      | 18.2       | 3.0      |
| 比亚迪汽车  | 01211 | 30.350  | 收集   | 117.0    | 44.8     | 30.8     | 1.8      | 4.1        | 0.5      |
| 华晨汽车   | 01114 | 12.460  | 中性   | 11.6     | 10.4     | 8.8      | 2.7      | 28.1       | 1.2      |
| 吉利汽车   | 00175 | 2.470   | 中性   | 7.4      | 9.7      | 8.3      | 0.9      | 9.1        | 1.6      |
| 长城汽车   | 02333 | 44.100  | 收集   | 13.1     | 11.6     | 10.2     | 2.5      | 23.8       | 2.6      |
| 中国重汽   | 03808 | 4.330   | 收集   | 19.3     | 13.8     | 13.0     | 0.4      | 3.1        | 1.8      |
| 协众国际   | 03663 | 1.090   | 中性   | 14.3     | 12.6     | 12.0     | 0.8      | 6.8        | 1.8      |
| 市值加权平均 |       |         | 跑赢大市 | 30.4     | 16.0     | 12.4     | 1.9      | 18.0       | 2.0      |

资料来源：国泰君安国际。



## 复苏缓慢，静待亮点出现

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

吉利汽车(00175 HK)

评级：中性

股价：HK\$2.470

目标价：HK\$2.60

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)  | BPS<br>(RMB)                   | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)         | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-------------|--------------------------------|------------|--------------|----------------------|------------|
| 2012A                                         | 24,628              | 2,040                 | 0.263        | 37.2         | 7.5         | 1.771                          | 1.1        | 0.039        | 2.0                  | 17.5       |
| 2013A                                         | 28,708              | 2,663                 | 0.304        | 15.5         | 6.6         | 1.965                          | 1.0        | 0.046        | 2.3                  | 18.1       |
| 2014F                                         | 20,895              | 2,283                 | 0.259        | (14.8)       | 7.4         | 2.009                          | 1.0        | 0.040        | 2.1                  | 13.5       |
| 2015F                                         | 19,346              | 1,714                 | 0.201        | (22.2)       | 9.7         | 2.259                          | 0.9        | 0.031        | 1.6                  | 9.1        |
| 2016F                                         | 22,735              | 2,083                 | 0.235        | 16.8         | 8.3         | 2.567                          | 0.8        | 0.038        | 1.9                  | 9.8        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              |              | 8,801.4     | 大股东 Major shareholder          |            |              | 李书福 50.3%            |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              |              | 21,739.6    | 流通比例 Free float (%)            |            |              | 29.3                 |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              |              | 47,081.4    | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |            |              | 净现金                  |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              |              | 3.770/2.430 | 15年净资产值 15 NAV (HK\$)          |            |              | 2.5                  |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |             |                                |            |              | (26.7)/(24.0)/(33.0) |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |             |                                |            |              | (25.1)/(26.9)/(34.3) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

在2014年前11个月，吉利销售362,779辆汽车，同比下滑25.8%，符合我们预期，差于公司预期。公司在7月份推出了新的帝豪EC7，减缓了公司的销售下滑，但是由于车型只是更新款，没有实质性的变动，因此公司的销量从10月份开始继续大幅下滑。而且由于公司在俄罗斯成立了合资公司，当卢布大幅下滑以后，由库存带来的外汇损失15亿元左右，造成公司2014年盈利将下滑50%。我们相信在公司2016年推出和沃尔沃合作的新车型以前，公司将缺乏亮点。

公司现在的估值低于行业平均及其自身的历史平均水平，主要因为预期其销售和盈利将大幅下滑。我们维持公司「中性」的评级和目标价2.60港元，相当于7.8倍的2014年市盈率、10.1倍2015年市盈率、1.0倍的2014年市净率和0.9倍的2015年市净率。

### 正面因素分析

- 与沃尔沃共同研发新的A0级汽车在2016年推出。
- 推出的EC9已经有比较大的突破。
- 三四线城市的乘用车销售增长仍然比较快，而且购买自主品牌的比例比较大。

### 负面因素分析

- 合资品牌加快低端国产车型的引进。
- 城市限购打压自主品牌销售。
- 吉利的汽车出口面临的国际风险比较大。

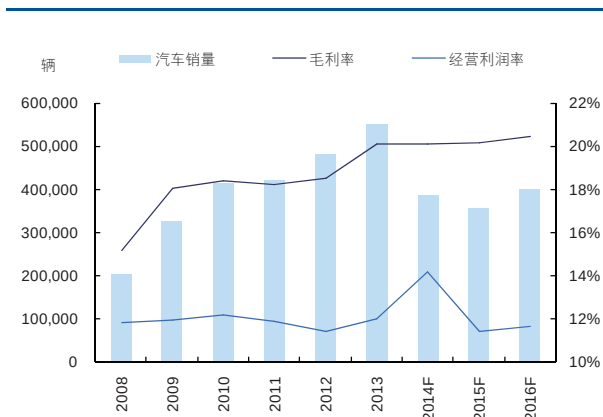
### 风险分析

- 新兴国家经济下滑，当地货币大幅贬值。
- 限购的城市增加。

### 其它

吉利属于外延式增长公司，即通过收购国外技术来提升自身竞争力。

汽车销量、经营利润率和毛利率预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总收入           | 24,628   | 28,708   | 20,895   | 19,346   | 22,735   |
| 销售成本          | (20,069) | (22,942) | (16,702) | (15,448) | (18,085) |
| 毛利            | 4,559    | 5,766    | 4,194    | 3,898    | 4,651    |
| 销售及分销成本       | (1,483)  | (1,705)  | (1,243)  | (1,141)  | (1,341)  |
| 行政管理费用        | (1,319)  | (1,682)  | (1,233)  | (1,141)  | (1,341)  |
| 经营利润          | 1,756    | 2,378    | 1,718    | 1,615    | 1,968    |
| 应占联营公司盈利及亏损   | (2)      | (10)     | 6        | 6        | 6        |
| 其它收入          | 1,048    | 1,062    | 1,237    | 594      | 678      |
| 息税前溢利         | 2,802    | 3,431    | 2,961    | 2,215    | 2,652    |
| 财务费用          | (195)    | (40)     | (55)     | (27)     | (23)     |
| 以股份付款         | (79)     | (87)     | (70)     | (56)     | (45)     |
| 税前溢利          | 2,529    | 3,304    | 2,836    | 2,132    | 2,585    |
| 所得税           | (479)    | (624)    | (539)    | (405)    | (491)    |
| 净利润           | 2,050    | 2,680    | 2,297    | 1,727    | 2,093    |
| 少数股东权益        | (10)     | (17)     | (15)     | (12)     | (11)     |
| 股东应占溢利        | 2,040    | 2,663    | 2,283    | 1,714    | 2,083    |
| 每股溢利(人民币)     | 0.263    | 0.304    | 0.259    | 0.201    | 0.235    |
| 每股股息(人民币)     | 0.039    | 0.046    | 0.040    | 0.031    | 0.038    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F  | 2015F  | 2016F |
|------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 销售量增长(%)   | 14.7  | 13.7  | (30.0) | (7.6)  | 13.0  |
| 销售收入增长(%)  | 17.5  | 16.6  | (27.2) | (7.4)  | 17.5  |
| EPS增长(%)   | 37.2  | 15.5  | (14.8) | (22.2) | 16.8  |
| 经营利润率(%)   | 11.4  | 12.0  | 14.2   | 11.4   | 11.7  |
| 净利率(%)     | 8.3   | 9.3   | 10.9   | 8.9    | 9.2   |
| 股东资金回报率(%) | 17.5  | 18.1  | 13.5   | 9.1    | 9.8   |
| 库存周转次数     | 15.5  | 15.9  | 14.9   | 14.6   | 13.9  |
| 现金比率(倍)    | 0.3   | 0.3   | 0.6    | 0.6    | 0.6   |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金    | 净现金    | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 神龙和自主品牌继续发力

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

东风汽车 (00489 HK)

评级：买入

股价：HK\$10.980

目标价：HK\$18.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)         | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 6,090               | 9,092                 | 1.055        | n.a.         | 8.4                            | 6.268        | 1.4                | 0.150        | 1.7          | 17.6       |
| 2013A                                         | 37,263              | 10,528                | 1.222        | 15.8         | 7.3                            | 7.432        | 1.2                | 0.180        | 2.0          | 17.3       |
| 2014F                                         | 56,667              | 13,342                | 1.549        | 26.7         | 5.5                            | 8.751        | 1.0                | 0.228        | 2.7          | 19.1       |
| 2015F                                         | 64,182              | 15,058                | 1.748        | 12.9         | 5.0                            | 10.418       | 0.8                | 0.257        | 3.0          | 18.2       |
| 2016F                                         | 71,556              | 17,383                | 2.017        | 15.4         | 4.3                            | 12.431       | 0.7                | 0.297        | 3.4          | 17.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 8,616.1      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 东风汽车公司 66.9%       |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 94,605.0     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 8.1                |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 16,901.0     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 净现金                |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 15.200/9.600 |              | 15年净资产值 15 NAV (HK\$)          |              | 18.0               |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (6.9)/(13.9)/(8.1) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (5.4)/(16.9)/(9.4) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

在2014年前11个月，东风神龙、自主品牌和东风日产同比分别增长28.3%、26.6%和3.9%，但是郑州日产和东风本田则同比下滑13.3%和8.8%。东风的神龙和自主品牌增长仍然维持较快速度，但是其日产和本田则表现比较差。这主要是因为东风神龙推出了5款新车和换代车，但是日产和本田的销售则受到不良的中日关系影响，而且日产和本田推出的换代车型相对比较少。我们认为公司2015年的神龙品牌和自主品牌仍将维持高速增长，日系品牌将轻微复苏。

公司现在的估值低于行业平均水平，主要是因为公司快速增长的盈利未被市场反应。我们维持公司「买入」的评级，目标价为18.50港元，相当于9.3倍2014年市盈率、8.3倍2015年市盈率、1.7倍2014年市净率和1.4倍2015年市净率。

## 正面因素分析

- 入股法国PSA成为其最大股东之一，话语权增加。
- 自主品牌和法系都加快车型的国产化。
- 产品结构改善提升均价和毛利率。

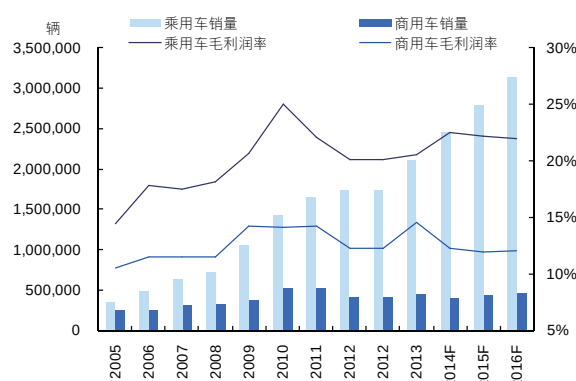
## 风险分析

- 新能源汽车的投放仍不算积极，恐会错过抢占市场的先机。

## 其它

乘用车的销售仍为公司的主盈业务，乘用车的毛利率远商用车的高。

公司汽车销量和毛利率趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 负面因素分析

- 中日关系不明朗，影响日系销售。
- 各跨国企业加快车型国产，国内竞争极大。
- 城市对汽车限购影响中低端车销售。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 商用车收入          | 2,784   | 24,527   | 33,642   | 36,950   | 40,738   |
| 乘用车收入          | 3,254   | 11,905   | 21,761   | 25,800   | 29,222   |
| 其它经营收入         | 52      | 831      | 1,264    | 1,431    | 1,596    |
| 总收入            | 6,090   | 37,263   | 56,667   | 64,182   | 71,556   |
| 销售成本           | (5,736) | (32,582) | (48,733) | (54,876) | (60,822) |
| 毛利             | 354     | 4,681    | 7,933    | 9,306    | 10,733   |
| 销售及分销成本        | (812)   | (2,268)  | (2,544)  | (3,203)  | (3,392)  |
| 管理费用           | (706)   | (2,179)  | (3,217)  | (3,559)  | (3,924)  |
| 其它费用           | (693)   | (2,062)  | (2,808)  | (3,407)  | (3,829)  |
| 应占联营公司盈利及亏损    | 191     | 253      | 2,494    | 1,280    | 1,827    |
| 其它收入           | 1,123   | 1,281    | 1,061    | 1,110    | 1,316    |
| 息税前溢利          | 9,330   | 10,882   | 15,571   | 16,521   | 19,454   |
| 财务费用           | (178)   | (170)    | (500)    | (786)    | (849)    |
| 税前溢利           | 9,152   | 10,712   | 15,070   | 15,735   | 18,605   |
| 所得税            | (45)    | (109)    | (1,593)  | (524)    | (1,047)  |
| 净利润            | 9,107   | 10,603   | 13,477   | 15,210   | 17,558   |
| 少数股东权益         | (15)    | (75)     | (15)     | (15)     | (15)     |
| 股东应占溢利         | 9,092   | 10,528   | 13,342   | 15,058   | 17,383   |
| 每股溢利 (人民币)     | 1.055   | 1.222    | 1.549    | 1.748    | 2.017    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.150   | 0.180    | 0.228    | 0.257    | 0.297    |

重要财务比率

|              | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入增长 (%)   | n.a.  | 511.9 | 52.1  | 13.3  | 11.5  |
| 合资公司投资收益 (%) | n.a.  | 13.2  | 13.2  | 18.5  | 11.5  |
| EPS增长 (%)    | n.a.  | 15.8  | 26.7  | 12.9  | 15.4  |
| 经营利润率 (%)    | 153.2 | 29.2  | 27.5  | 25.7  | 27.2  |
| 净利率 (%)      | 149.3 | 28.3  | 23.5  | 23.5  | 24.3  |
| 股东资金回报率 (%)  | 17.6  | 17.3  | 19.1  | 18.2  | 17.7  |
| 库存周转次数       | 56.0  | 30.5  | 32.9  | 35.6  | 38.4  |
| 现金比率 (倍)     | 2.2   | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
| 净负债比率 (%)    | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 国产豪华车的概念已在股价反映

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

华晨汽车(01114 HK)

评级：中性

股价：HK\$12.460

目标价：HK\$12.10

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | DPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)       | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------------|------------|
| 2012A                                         | 5,916               | 2,301                 | 0.458        | 26.3         | 21.9                           | 1.999        | 5.0        | 0.000        | 0.0                | 28.1       |
| 2013A                                         | 6,103               | 3,374                 | 0.671        | 46.6         | 15.1                           | 2.590        | 3.9        | 0.079        | 0.8                | 29.3       |
| 2014F                                         | 5,792               | 4,211                 | 0.838        | 24.8         | 11.6                           | 3.104        | 3.1        | 0.101        | 1.0                | 29.4       |
| 2015F                                         | 5,749               | 4,762                 | 0.948        | 13.1         | 10.4                           | 3.635        | 2.7        | 0.114        | 1.2                | 28.1       |
| 2016F                                         | 5,928               | 5,607                 | 1.116        | 17.7         | 8.8                            | 4.292        | 2.3        | 0.134        | 1.4                | 28.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              |              |                                |              |            |              |                    |            |
|                                               |                     |                       |              | 5,025.8      | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 华晨集团 45.3%         |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 62,621.1     | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              | 18.4               |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 11,900.9     | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              | 18.8               |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 16.140/9.500 | 15年净资产值 15 NAV (HK\$)          |              |            |              | 11.5               |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            |              | (5.7)/(7.3)/(0.6)  |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            |              | (4.2)/(10.3)/(1.9) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

在2014年前11个月里，公司销售华晨宝马25.7万辆，同比增长35.6%，符合我们预测。由于中国进入换车和增购的高峰期，豪华车的国产车型不断提高，而且城市限购也将提高限购城市里购买豪华车的比例，因此中国豪华车的市场份额将继续提高。我们相信未来3年里公司的华晨宝马销量将继续高速增长。我们认为公司的金杯汽车销售仍旧处于亏损状态，但是对整体盈利水平影响不大。

公司现在的估值略高于行业水平，主要是反映公司盈利高速增长的趋势。我们维持公司「中性」评级和目标价12.10港元，相当于0.63倍的2013–2016年PEG、11.4倍2014年市盈率、10.1倍2015年市盈率、3.1倍2014年市净率和2.6倍2015年市净率。

## 正面因素分析

- 中国进入换车和增购的高峰期。
- 大城市汽车限购利好于高端车的销售。
- 新厂房投产解决产能不足的问题。
- 国产化率提高，有利于降低生产成本。
- 消费贷款购车逐渐成熟。

## 负面因素分析

- 宝马集团掌握公司的主要决策权，中方缺乏话语权。
- 华晨金杯持续处于亏损状态。
- 2015年没有新车型推出，销售增速放缓。
- 二线豪华品牌加快国产化进程，挤压宝马的市场份额。

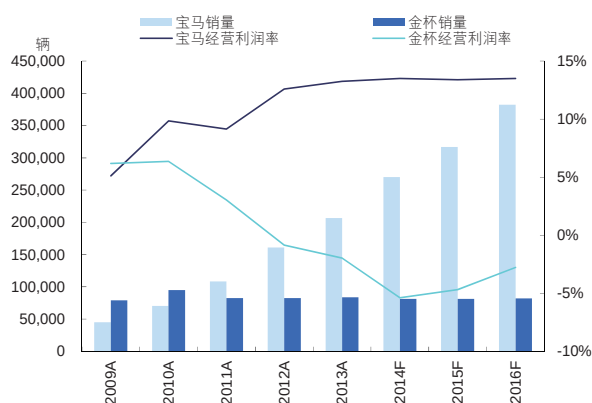
## 风险分析

- 国内豪华车市场竞争加剧。

## 其它

宝马合资公司里的成本公布不够透明。

公司汽车销量和经营利润率趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入            | 5,916   | 6,103   | 5,792   | 5,749   | 5,928   |
| 销售成本           | (5,220) | (5,417) | (5,213) | (5,203) | (5,276) |
| 毛利             | 696     | 687     | 579     | 546     | 652     |
| 销售及分销成本        | (539)   | (608)   | (579)   | (517)   | (528)   |
| 行政管理费用         | (339)   | (399)   | (359)   | (345)   | (338)   |
| 其它费用和收入        | 50      | 96      | 47      | 47      | 49      |
| 应占联营公司盈利及亏损    | 2,526   | 3,641   | 4,628   | 5,271   | 6,230   |
| 经营利润           | 2,395   | 3,416   | 4,317   | 5,002   | 6,065   |
| 财务费用           | (100)   | (92)    | (177)   | (302)   | (503)   |
| 税前溢利           | 2,295   | 3,325   | 4,140   | 4,700   | 5,562   |
| 所得税            | (58)    | (8)     | (9)     | (7)     | 3       |
| 净利润            | 2,237   | 3,316   | 4,131   | 4,693   | 5,565   |
| 少数股东权益         | 64      | 58      | 80      | 69      | 42      |
| 股东应占溢利         | 2,301   | 3,374   | 4,211   | 4,762   | 5,607   |
| 每股溢利 (人民币)     | 0.458   | 0.671   | 0.838   | 0.948   | 1.116   |
| 每股股息 (人民币)     | 0.000   | 0.079   | 0.101   | 0.114   | 0.134   |

重要财务比率

|               | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 华晨金杯销售量增长 (%) | 0.0   | 1.5   | (3.2) | 0.3   | 1.1   |
| 华晨宝马销售量增长 (%) | 48.7  | 28.5  | 30.7  | 17.3  | 20.7  |
| EPS 增长率 (%)   | 26.3  | 46.6  | 24.8  | 13.1  | 17.7  |
| 华晨金杯经营利润率 (%) | (2.2) | (3.7) | (5.4) | (4.7) | (2.8) |
| 华晨宝马经营利润率 (%) | 12.6  | 13.3  | 13.5  | 13.4  | 13.5  |
| 净利率 (%)       | 38.9  | 55.3  | 72.7  | 82.8  | 94.6  |
| 股东资金回报率 (%)   | 28.1  | 29.3  | 29.4  | 28.1  | 28.2  |
| 现金比率 (倍)      | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.3   |
| 存货周转期 (天)     | 55.1  | 54.2  | 54.0  | 55.0  | 55.0  |
| 净负债比率 (%)     | 8.0   | 10.2  | 13.7  | 18.8  | 20.3  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 新能源汽车销售维持快速增长

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

比亚迪股份 (01211 HK)

评级：收集

股价：HK\$30.350

目标价：HK\$60.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)         | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|----------------------|------------|
| 2012A                                         | 44,381              | 81                    | 0.035        | (94.2)        | 705.9                          | 10.256       | 2.4        | 0.000        | 0.0                  | 0.3        |
| 2013A                                         | 49,768              | 553                   | 0.235        | 579.6         | 104.9                          | 10.559       | 2.3        | 0.050        | 0.2                  | 2.3        |
| 2014F                                         | 56,086              | 491                   | 0.203        | (13.8)        | 117.0                          | 12.466       | 1.9        | 0.041        | 0.2                  | 1.8        |
| 2015F                                         | 64,068              | 1,325                 | 0.535        | 164.2         | 44.8                           | 13.584       | 1.8        | 0.107        | 0.5                  | 4.1        |
| 2016F                                         | 72,050              | 1,925                 | 0.778        | 45.3          | 30.8                           | 14.738       | 1.6        | 0.156        | 0.7                  | 5.5        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 2,476.0       | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 王传福                  | 25.1%      |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 75,146.6      | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              |                      | 27.8       |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 11,836.3      | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              |                      | 67.5       |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 57.800/18.700 | 15年净资产值 15 NAV (HK\$)          |              |            |              |                      | 53.8       |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | (35.5)/(41.1)/(20.0) |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | (33.9)/(44.1)/(21.3) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

在2014年前11个月比亚迪共销售38.4万辆汽车，同比下滑16.5%，而其新能源汽车销售则累计增长5.5倍到1.7万辆，占其汽车销量的4.4%。比亚迪正在加快新能源汽车车型的推出，在2015年将推出4款新能源汽车「唐、商、宋和元」。在国家大力扶持和城市限购新能源汽车优先的情况下，我们相信新能源汽车的销售仍将维持快速增长，在2015年销售量将占比亚迪总销量的10%左右。另外我们预计公司的手机部件业务将继续稳定增长，其太阳能业务则轻微复苏。

公司股价有较大的回调，主要是因为油价大幅下滑的情况下，通过使用新能源汽车来降低能源消耗的压力大幅下降。下调后的估值回落至其历史较低水平，下行风险较低。因此我们维持公司「收集」评级，目标价为60.00港元，相当于231.3倍2014年市盈率、88.6倍2015年市盈率、3.8倍2014年市净率和3.5倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 在新能源汽车领域具有很强的竞争力，主要是其电动车的行距和可靠性领先于其它汽车制造商。
- 公司手机部件业务增长稳定。
- 新能源汽车的销售占比增加有利于提升毛利率水平。

### 风险分析

- 国外领先电动车厂家大幅进入中国市场。
- 充电设备运营的商业模式仍不完善。

### 其它

巴菲特是策略股东，提高了国外知名度高，产生估值有溢价。

### 负面因素分析

- 传统汽车的销售继续快速下滑。
- 负债率水平仍然较高，利息成本高。
- 太阳能业务仍是公司的负担。

### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总收入           | 44,381   | 49,768   | 56,086   | 64,068   | 72,050   |
| 手机零部件收入       | 17,155   | 19,459   | 22,350   | 25,416   | 27,531   |
| 电池收入          | 4,675    | 5,018    | 4,901    | 4,948    | 4,918    |
| 汽车收入          | 22,551   | 25,291   | 28,835   | 33,704   | 39,601   |
| 销售成本          | (39,255) | (43,252) | (48,377) | (54,793) | (61,253) |
| 毛利            | 5,126    | 6,516    | 7,709    | 9,275    | 10,797   |
| 销售及分销成本       | (1,512)  | (2,012)  | (2,243)  | (2,563)  | (2,810)  |
| 行政管理费用        | (2,055)  | (2,074)  | (2,636)  | (2,563)  | (2,810)  |
| 研发费用          | (1,150)  | (1,279)  | (1,739)  | (1,986)  | (2,234)  |
| 其它费用          | (205)    | (388)    | (112)    | (128)    | (144)    |
| 息税前溢利         | 204      | 764      | 978      | 2,035    | 2,799    |
| 财务费用          | (862)    | (1,017)  | (1,152)  | (1,093)  | (1,086)  |
| 其它收入          | 949      | 1,085    | 675      | 831      | 916      |
| 税前溢利          | 291      | 832      | 502      | 1,773    | 2,629    |
| 所得税           | (78)     | (56)     | 64       | (246)    | (411)    |
| 年度溢利          | 213      | 776      | 566      | 1,527    | 2,218    |
| 母公司控股人应占溢利    | 81       | 553      | 491      | 1,325    | 1,925    |
| 每股溢利(人民币)     | 0.035    | 0.235    | 0.203    | 0.535    | 0.778    |
| 每股股息(人民币)     | 0.000    | 0.050    | 0.041    | 0.107    | 0.156    |

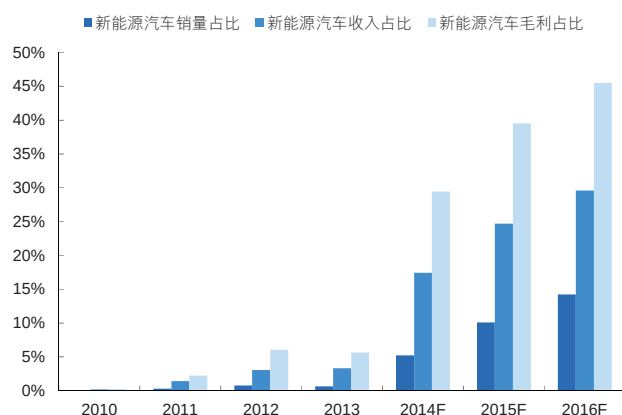
### 重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 手机部件收入增长(%) | (12.3) | 13.4  | 14.9  | 13.7  | 8.3   |
| 充电电池收入增长(%) | 1.2    | 7.3   | (2.3) | 0.9   | (0.6) |
| 汽车销售收入增长(%) | 1.9    | 12.2  | 14.0  | 16.9  | 17.5  |
| 经营利润率(%)    | 16.4   | 16.8  | 16.8  | 18.0  | 18.6  |
| 净利率(%)      | 0.2    | 1.1   | 0.9   | 2.1   | 2.7   |
| 股东资金回报率(%)  | 0.3    | 2.3   | 1.8   | 4.1   | 5.5   |
| 现金比率(%)     | 9.9    | 12.4  | 9.3   | 6.8   | 4.4   |
| 存货周转期(天)    | 6.0    | 6.1   | 6.0   | 5.9   | 6.0   |
| 净负债比率(%)    | 63.8   | 86.5  | 67.5  | 58.7  | 55.3  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 新能源汽车销量、收入和毛利在汽车业务里的占比



# 新车推出加快复苏

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

长城汽车(02333 HK)

评级：收集

股价：HK\$44.100

目标价：HK\$42.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)  | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 43,160              | 5,692                 | 1.871         | 53.7         | 19.0                           | 7.071        | 5.0        | 0.570         | 1.6          | 29.8       |
| 2013A                                         | 56,784              | 8,224                 | 2.703         | 44.5         | 13.2                           | 9.202        | 3.9        | 0.820         | 2.3          | 33.2       |
| 2014F                                         | 59,707              | 8,011                 | 2.633         | (2.6)        | 13.1                           | 11.552       | 3.0        | 0.790         | 2.3          | 25.4       |
| 2015F                                         | 66,796              | 9,174                 | 3.015         | 14.5         | 11.6                           | 13.768       | 2.5        | 0.905         | 2.6          | 23.8       |
| 2016F                                         | 75,333              | 10,427                | 3.427         | 13.7         | 10.2                           | 16.552       | 2.1        | 1.028         | 3.0          | 22.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 3,042.4       |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 魏建军 34.9%     |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 134,170.9     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 8.4           |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 9,459.8       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金           |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 44.900/26.100 |              | 15年净资产值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 44.1          |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              |            | 12.8/46.3/6.9 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              |            | 14.4/43.3/5.6 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

在2014年前11个月，长城汽车的销售累计下滑5.1%到65.4万辆。其中SUV的销售累计增长22.1%，而轿车和皮卡的销售则累计下滑10.1%和54.4%。公司的汽车销售从9月份开始复苏，符合我们预期，这主要是因为公司在推出了哈佛H2、H1和H9。我们相信未来半年的基数仍然比较低，因此销售仍将维持较快的增长。

公司的估值略高于行业平均水平，主要是反应其销售复苏的预期。我们维持公司的「收集」评级和目标价42.00港元，相当于12.5倍2014年市盈率、10.9倍2015年市盈率、2.8倍2014年市净率和2.4倍2015年市净率。

## 正面因素分析

- 中国消费者仍偏好于SUV。
- 三四线城市的汽车销售将维持快速增长，是自主品牌的主要市场。
- 油价大幅下滑。

## 风险分析

- 新兴国家汽车销售不景气。
- 油价大幅反弹。

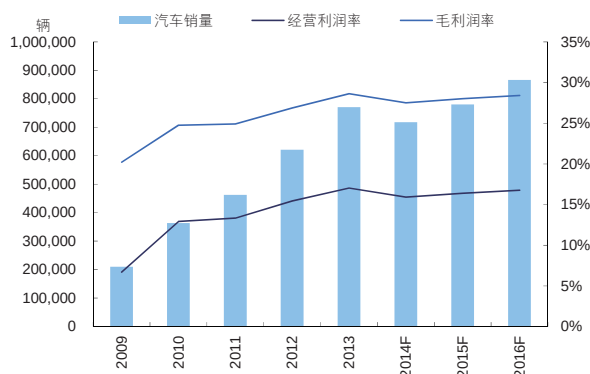
## 其它

长城汽车是自主品牌SUV和皮卡的龙头，出口发达的西方国家。

## 负面因素分析

- 城市限购影响自主品牌的销售。
- 汽车出口持续下滑。
- 合资品牌加快他们SUV的国产化进程，挤压自主品牌。
- 汽车企业的平均油耗在2015年要达到6.9L，公司车型的排量都偏高，也许会带来罚款。

公司汽车销量、毛利率和经营利润率趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总收入           | 43,160   | 56,784   | 59,707   | 66,796   | 75,333   |
| 销售成本          | (31,562) | (40,538) | (43,288) | (48,093) | (53,938) |
| 毛利            | 11,598   | 16,246   | 16,419   | 18,703   | 21,395   |
| 营业税金及附加       | (1,595)  | (2,057)  | (2,157)  | (2,413)  | (2,721)  |
| 销售及分销成本       | (1,656)  | (1,895)  | (2,001)  | (2,236)  | (2,523)  |
| 行政管理费用        | (1,744)  | (2,747)  | (2,906)  | (3,228)  | (3,646)  |
| 其它费用和收入       | (46)     | 38       | 45       | 43       | 46       |
| 财务费用/收入       | 105      | 84       | 101      | 85       | 78       |
| 经营利润          | 6,663    | 9,668    | 9,502    | 10,955   | 12,629   |
| 营业外收入和支出      | 178      | 252      | 239      | 268      | 302      |
| 税前溢利          | 6,841    | 9,920    | 9,741    | 11,222   | 12,931   |
| 所得税           | (1,119)  | (1,688)  | (1,722)  | (2,039)  | (2,493)  |
| 净利润           | 5,722    | 8,232    | 8,019    | 9,183    | 10,438   |
| 少数股东权益        | (30)     | (8)      | (8)      | (9)      | (11)     |
| 股东应占溢利        | 5,692    | 8,224    | 8,011    | 9,174    | 10,427   |
| 每股溢利(人民币)     | 1.871    | 2.703    | 2.633    | 3.015    | 3.427    |
| 每股股息(人民币)     | 0.570    | 0.820    | 0.790    | 0.905    | 1.028    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售量增长(%)   | 34.2  | 24.0  | (6.9) | 8.7   | 11.1  |
| 销售收入增长(%)  | 43.4  | 31.6  | 5.1   | 11.9  | 12.8  |
| 毛利率(%)     | 26.9  | 28.6  | 27.5  | 28.0  | 28.4  |
| 经营利润率(%)   | 15.4  | 17.0  | 15.9  | 16.4  | 16.8  |
| 净利率(%)     | 13.2  | 14.5  | 13.4  | 13.7  | 13.8  |
| 股东资金回报率(%) | 29.8  | 33.2  | 25.4  | 23.8  | 22.6  |
| 现金比率(倍)    | 0.3   | 0.3   | 0.4   | 0.2   | 0.3   |
| 存货周转期(天)   | 31.6  | 24.6  | 23.0  | 22.0  | 22.0  |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 继续向轿车空调业务迈进

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

协众国际(03663 HK)

评级：中性

股价：HK\$1.090

目标价：HK\$1.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)        | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 590                 | 68                    | 0.095        | (33.6)       | 9.2                            | 0.939        | 0.9               | 0.032        | 3.8          | 10.5       |
| 2013A                                         | 728                 | 59                    | 0.074        | (22.7)       | 12.0                           | 0.987        | 0.9               | 0.028        | 3.3          | 7.6        |
| 2014F                                         | 751                 | 48                    | 0.060        | (18.2)       | 14.3                           | 0.985        | 0.9               | 0.014        | 1.6          | 6.1        |
| 2015F                                         | 828                 | 54                    | 0.068        | 13.1         | 12.6                           | 1.015        | 0.8               | 0.016        | 1.8          | 6.8        |
| 2016F                                         | 883                 | 57                    | 0.072        | 5.1          | 12.0                           | 1.047        | 0.8               | 0.016        | 1.9          | 6.9        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 800.0        |              | 大股东 Major shareholder          |              | 海纳川 33.2%         |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 872.0        |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 25.0              |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 573.3        |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 22.8              |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 4.200/0.720  |              | 15年净资产值 15 NAV (HK\$)          |              | 1.3               |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (6.0)/(18.7)/24.9 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (4.4)/(21.6)/23.6 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

协众国际是国内第九大汽车供暖、通风及冷却(HVAC)系统供货商，其HVAC系统和部件主要安装于自主品牌的SUV、轿车、皮卡、重卡和重型机械卡车上。在6月16日公司公告，由北汽集团所控股的海纳川汽车零部件公司以现金形式从鼎辉和肇丰手上购入协众股权，成为协众最大股东。海纳川是协众的重要客户之一，股权转让后更加深化了协众和北汽的合作，给公司未来的业务拓展带来不少机会。

公司的估值比其它同业都高，主要是因为市场预期海纳川将注入资产到协众。我们相信公司的经营带来的盈利增长并没有亮点，因此维持公司的「中性」评级和目标价1.00港元，相当于13.1倍2014年市盈率、11.6倍2015年市盈率、0.8倍2014年市净率和0.8倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 业务延伸到轿车空调，使产品多元化。
- 在原有客户的市场份额增加。
- 逐步渗透进入合资品牌汽车(神龙等)的供应链体系。
- 海纳川入股加深了协众与北汽集团的合作。

### 负面因素分析

- 公司的客户的SUV和皮卡销量都不理想。
- 生产轿车空调毛利率较低。
- 零部件公司相对于整车公司的话语权较弱，利润容易受到整车公司的挤压。

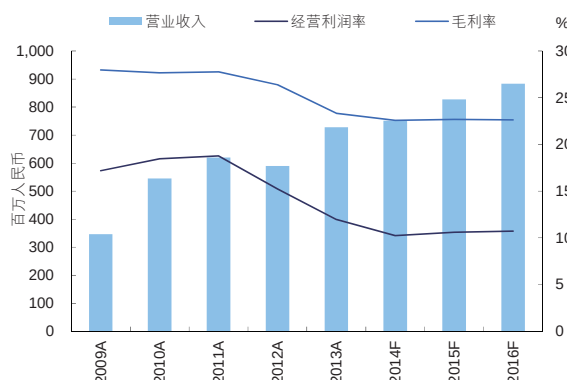
### 风险分析

- 零部件公司的议价能力较低。
- 受铝价波动影响较大，风险向下游传导能力低。

### 其它

零部件的进入壁垒相对较高，毛利率也相对较高。

公司销售额、毛利率和经营利润率趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总收入            | 590   | 728   | 751   | 828   | 883   |
| 销售成本           | (434) | (558) | (582) | (640) | (683) |
| 毛利             | 156   | 170   | 170   | 188   | 200   |
| 其它收入           | 10    | 11    | 13    | 15    | 18    |
| 销售及分销成本        | (23)  | (37)  | (43)  | (46)  | (49)  |
| 行政管理费用         | (52)  | (57)  | (63)  | (70)  | (75)  |
| 其它经营费用         | (0)   | (0)   | (0)   | (0)   | (0)   |
| 经营利润           | 90    | 87    | 77    | 88    | 95    |
| 应占联营公司盈利及亏损    | (0)   | (0)   | (1)   | (1)   | (1)   |
| 财务费用           | (9)   | (10)  | (18)  | (22)  | (25)  |
| 税前溢利           | 81    | 77    | 58    | 66    | 69    |
| 所得税            | (13)  | (18)  | (9)   | (11)  | (11)  |
| 净利润            | 68    | 59    | 50    | 55    | 58    |
| 母公司控股人应占溢利     | 68    | 59    | 48    | 54    | 57    |
| 每股溢利 (人民币)     | 0.095 | 0.074 | 0.060 | 0.068 | 0.072 |
| 每股股息 (人民币)     | 0.032 | 0.028 | 0.014 | 0.016 | 0.016 |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入增长 (%)  | (9.2) | 44.5  | 5.1   | 9.3   | 4.9   |
| 销售量增长 (%)   | (4.9) | 23.5  | 3.2   | 10.2  | 6.6   |
| 毛利率 (%)     | 26.4  | 23.3  | 22.6  | 22.7  | 22.6  |
| 经营利润率 (%)   | 15.3  | 12.0  | 10.2  | 10.6  | 10.7  |
| 净利率 (%)     | 11.5  | 8.1   | 6.4   | 6.6   | 6.5   |
| 股东资金回报率 (%) | 10.5  | 7.6   | 6.1   | 6.8   | 6.9   |
| 现金比率 (%)    | 1.8   | 1.3   | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| 存货周转期 (天)   | 128.0 | 118.0 | 115.0 | 113.0 | 112.0 |
| 净负债比率 (%)   | 14.6  | 21.4  | 26.2  | 22.8  | 20.6  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 重卡需求将轻微复苏

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

中国重汽(03808 HK)

评级：收集

股价：HK\$4.330

目标价：HK\$4.90

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)    | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|-----------------|------------|
| 2012A                                         | 27,888              | 123                   | 0.045        | (87.7)       | 78.2                           | 7.409        | 0.5        | 0.015        | 0.4             | 0.6        |
| 2013A                                         | 30,410              | 271                   | 0.098        | 120.7        | 35.8                           | 7.538        | 0.4        | 0.040        | 1.1             | 1.3        |
| 2014F                                         | 32,701              | 483                   | 0.175        | 77.9         | 19.3                           | 7.694        | 0.4        | 0.044        | 1.3             | 2.3        |
| 2015F                                         | 35,907              | 683                   | 0.247        | 41.5         | 13.8                           | 8.063        | 0.4        | 0.062        | 1.8             | 3.1        |
| 2016F                                         | 39,302              | 725                   | 0.262        | 6.1          | 13.0                           | 8.818        | 0.4        | 0.066        | 1.9             | 3.1        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              |              |                                |              |            |              |                 |            |
|                                               |                     |                       |              | 2,761.0      | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 中国重汽集团 45.3%    |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 11,955.1     | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              | 18.5            |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 1,501.3      | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              | 18.5            |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 4.590/3.750  | 15年净资产值 15 NAV (HK\$)          |              |            |              | 5.0             |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            |              | 2.1/2.9/0.5     |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            |              | 3.7/(0.1)/(0.8) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

在2014年前11个月，中国重汽集团（中国重汽母公司）销售16.2万辆卡车，同比增长7.5%，中国重汽的卡车销售增长好于市场平均，符合我们预期。其中重卡销售11.2万辆，同比增长1.4%。重卡销售增长缓慢，主要是因为部分需求被去年提前透支了。预计2015年的房地产投资仍然低迷，进出口贸易将有一定的复苏，因此我们预计2015年的重卡销售会略微复苏，同比增长5%左右。

现在公司前瞻市盈率估值远高于同业及其的历史平均，但是其前瞻市净率估值则处于相对较低水平。我们维持公司「收集」评级，目标价为4.90港元，相当于21.9倍2014年市盈率、15.5倍2015年市盈率、0.5倍2014年市净率和0.5倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 天然气重卡的推广和国四标准升级都会带来重卡更新需求的增加。
- 中轻卡和客车的产能不断释放，销量将大幅提高。
- 曼平台下的开发的重卡T7H、T5G和汕德卡将逐渐被市场接受而开始放量。
- 进出口贸易在逐步复苏。

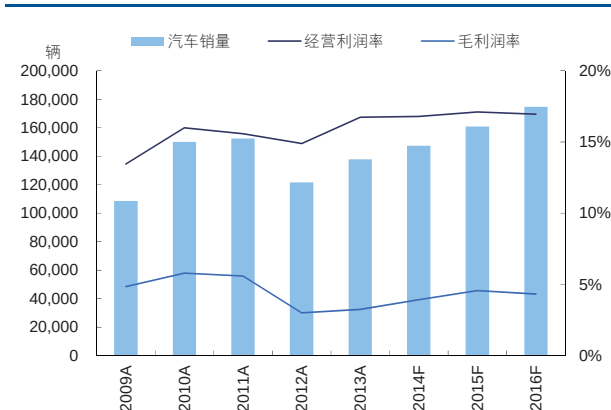
### 风险分析

- 国家经济增长差于预期。
- 油价大幅反弹。

### 其它

公司的重卡主要为工程卡车，受到固定资产投资的影响更加明显。

公司汽车销量、毛利率和经营利润率趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 中轻卡在产品结构中的比重增加，将拉低公司的平均毛利率水平。
- 新兴国家的经济增长放缓将影响到重卡出口。
- 房地产投资下滑。

### 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总收入            | 27,888   | 30,410   | 32,701   | 35,907   | 39,302   |
| 销售成本           | (23,737) | (25,319) | (27,212) | (29,765) | (32,644) |
| 毛利             | 4,151    | 5,091    | 5,489    | 6,142    | 6,658    |
| 其它收入           | 632      | 210      | 196      | 320      | 324      |
| 销售成本           | (1,947)  | (2,238)  | (2,288)  | (2,516)  | (2,755)  |
| 管理费用           | (1,998)  | (2,075)  | (2,115)  | (2,307)  | (2,526)  |
| 息税前溢利          | 838      | 988      | 1,282    | 1,639    | 1,701    |
| 财务收入           | 115      | 84       | 50       | 49       | 57       |
| 财务费用           | (632)    | (479)    | (458)    | (444)    | (448)    |
| 税前溢利           | 320      | 592      | 874      | 1,244    | 1,310    |
| 所得税            | (149)    | (153)    | (215)    | (312)    | (320)    |
| 净利润            | 171      | 440      | 659      | 932      | 990      |
| 股东应占溢利         | 123      | 271      | 483      | 683      | 725      |
| 每股溢利 (人民币)     | 0.045    | 0.098    | 0.175    | 0.247    | 0.262    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.015    | 0.040    | 0.044    | 0.062    | 0.066    |

### 重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 销售量增长 (%)   | (20.2) | 13.3  | 6.9   | 9.1   | 8.7   |
| 销售收入增长 (%)  | (23.8) | 9.0   | 7.5   | 9.8   | 9.5   |
| 毛利率 (%)     | 14.9   | 16.7  | 16.8  | 17.1  | 16.9  |
| 经营利润率 (%)   | 3.0    | 3.2   | 3.9   | 4.6   | 4.3   |
| 净利率 (%)     | 0.4    | 0.9   | 1.5   | 1.9   | 1.8   |
| 股东资金回报率 (%) | 0.6    | 1.3   | 2.3   | 3.1   | 3.1   |
| 现金比率 (倍)    | 0.3    | 0.2   | 0.1   | 0.2   | 0.2   |
| 存货周转期 (天)   | 116.2  | 92.2  | 92.0  | 91.0  | 90.0  |
| 净负债比率 (%)   | 25.2   | 21.4  | 22.2  | 18.5  | 19.9  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 航空行业

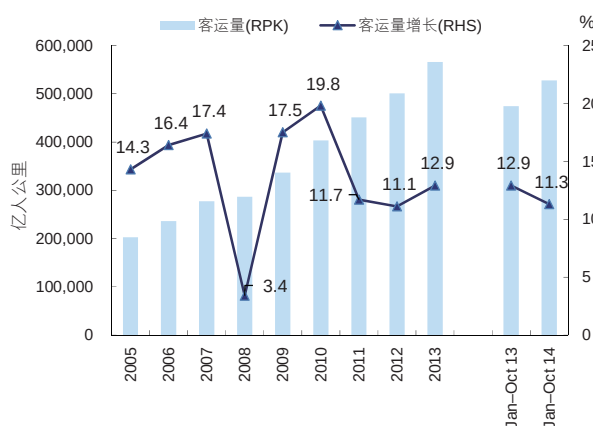
分析员：陈欢瑜 Harry Chen

## 跑赢大市

### 航空客运市场分析

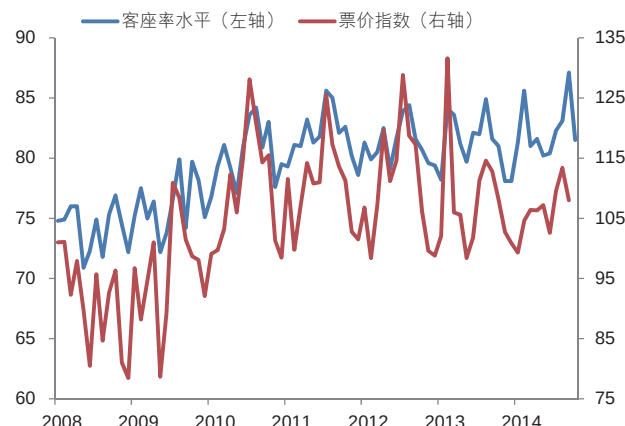
**2014年中国民航客增长稳定。**根据中国民航局的数据显示，2014年前10个月中国民航客运量(RPK)累计同比增长11.3%，增长稳定，基本符合我们预测。国际航线、国内航线和直线航线的客运量累计增长14.1%、10.6%和13.4%，国际航线的增长快于国内，主要是因为出境旅游的快速增长。前10个月中国民航承载了3.27亿人次乘客，同比增长10.0%。前10个月的客座率为81.8%，与去年持平。根据民航局的票价指数显示，总体票价水平在2014年下半年有所恢复。

中国航空客周转量和增长



资料来源：民航局。

客座率和票价变化



资料来源：民航局。

**中国的航空客运仍有很大的增长空间。**以长期趋势看，中国的航空客运发展仍有很大的发展空间。如果按人均乘机出行次数(航空出行渗透率)来看，中国排名全世界第60位左右，2012年的人均乘机次数仅为0.24次，而日本、韩国和美国的人均乘机次数分别为0.66次、1.23次和1.23次，所以中国人均使用航空出行的频率还是很低的。根据美国波音和法国空客2014年报告的预测，中国国内航线的客运量在2013-2032年期间将以每年7.0%的速度增长。我们预测在2013-2030年间，中国人均乘机出行次数会增长到0.8次，年均民航航空客运量增长达7.1%。

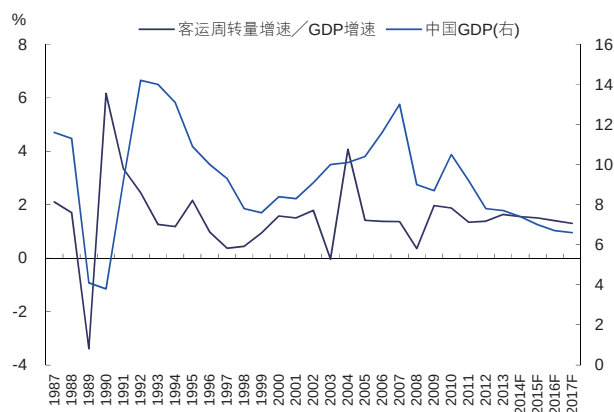
**2015-2016年中国经济增速将继续放缓。**2014年中国经济的增长预计将达7.4%，增速由去年的7.7%有所回落。随着经济转型和制度改革的进行，中国的经济从过去的粗放性增长逐渐转变为更注重结构优化的增长。根据彭博的预测，中国的GDP在2015年和2016年将继续放缓到7.0%和6.7%。

**尽管中国经济增速放缓，国内游仍然处于稳定增长期，出境游则维持高速发展。**根据中国旅游研究中心的数据显示，2014年前3季度全国旅客接待人数为28亿人次，同比增长9.4%，增速比去年同期略低。国内旅游和出境人数分别为27.1亿人次和8,500万人次，同比分别增长10.1%和16.6%，入境过夜为4,070万人次，同比下滑1.8%。国内游进入稳定增长期，入境市场止跌迹象初显。受到各个发达国家放宽中国旅客入境签证要求，出境游将继续维持高速增长。

**上海迪士尼的开通为以上海为基地的航空公司带来好处。**根据国内主题公园游客人数测算，我们预计上海迪士尼的旅客需求将可达每年2,700万人次。跟东京迪士尼和香港迪士尼的土地面积比较，上海迪士尼的接待能力预计将从2016年的500万人次开始，之后于2020年达到2,000万人次。我们预计上海迪士尼1/3的国内游客将乘飞机到达上海。因此预计上海迪士尼将在2016-2018年给上海航线带来368万、553万和737万乘客人次。以上海为基地的东航(00670 HK)将会受益。

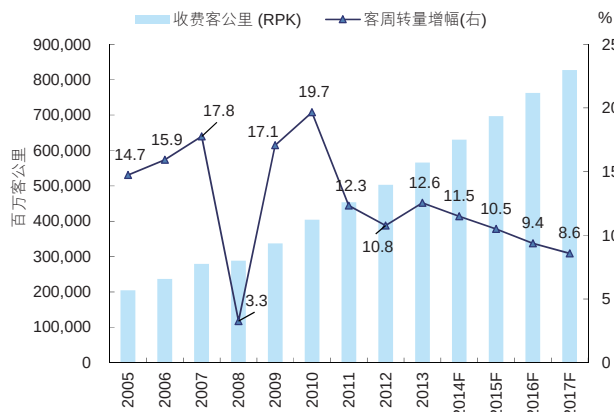
预计2015–2017年中国的客运量(RPK)同比增长10.5%、9.4%和8.6%。根据GDP和RPK的弹性关系分析，再加上对相关的其它因素考虑，我们预计2015–2017年中国民航客运量将增长10.5%、9.4%和8.6%。我们预计2015年东南亚市场将复苏，客运量和票价水平将有比较好的反弹，因此会为航空的整体客座率和票价水平带来比较好的支持。我们相信2015年的座率和票价水平会稳中有升。

### 中国GDP和航空客运量弹性关系和预测



资料来源：中国统计局、民航局、国泰君安国际。

### 行业客运量及增长预测

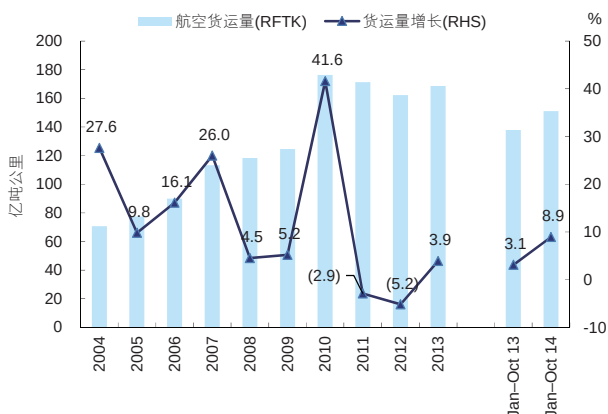


资料来源：民航局、国泰君安国际。

### 航空货运市场分析

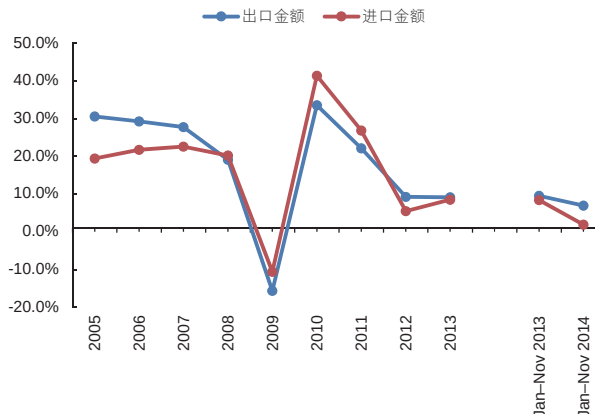
2014年中国民航货运量逐步回升。根据中国民航局的数据显示，2014年前10个月的中国货邮周转量(RFTK)逐步回升，累计同比增长8.9%。中国民航共承运482万吨航空货件，同比增长6.0%。其中国内、国际和地方航线的航空货邮同比增长5.8%、13.5%和10.6%。航空货运量随着中国进出口贸易的回暖而逐步回升。

### 民航月度货邮周转量及增长



资料来源：民航局。

### 进出口额增长



资料来源：中国统计局。

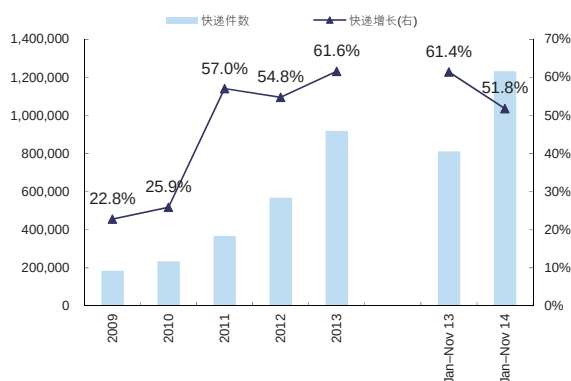
进出口贸易维持平稳发展。2014年中国出口增速呈现出前低后高的态势，而进口贸易增长速度则持续放缓。出口增速的提升，主要是受到欧美经济的复苏直接拉升影响。中国进口贸易增长速度放缓，主要是由于大宗商品价格下降造成的。据海关统计，2014年前11个月中国进出口总值为23.95万亿元人民币，累计同比增长2.2%。其中，出口为13万亿元，增长4.4%；进口为10.95万亿元，下降0.4%；贸易顺差为2.05万亿元，扩大40.4%。根据商务部研究院的预测，2015年中国出口贸易增长速度为6.6%，进口贸易增长5.5%，进出口贸易维持相对比较平稳的发展。

快速扩张的网购规模为国内物流带来快速增长的机会。根据国家邮政局发布的数据显示，2014年1–11月份全国快递服务企业业务量累计完成123.2亿件，同比增长51.8%。快递业务持续快速增长，主要是因为国内网购规模快速扩张。根据艾瑞咨询统计数据显示，2014年前3季度中国网络购物交易规模为1.84万亿元，同比增加46.9%。预计未来三年的网购规模仍将维持在30%以上的速度扩充，为国内物流带来快速增长的机会。

国际航空货运仍受到海运的分流和挤压。国际物流的形式正在改变，过往依赖航空运载的货品，包括时装、电子产品等。随着海运物理管理的不断提高，运达的时间更加准确，使委托人更容易控制其物流时间和成本，这部分货品则不断从航空货运分流道海运上面。

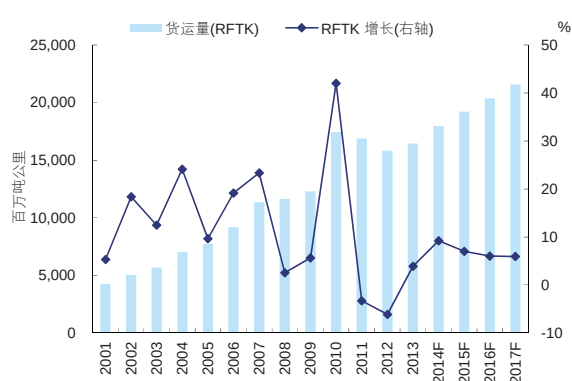
预计2015-2017年民航货运将有所增长，但是载运率和运费都仍将下滑。国际航空货从2010年起就随着国际经济的缓慢复苏而维持在平稳的水平。根据波音公司的预测，由于未来20年的国际经济和国际贸易加速，航空货运量(RTK)的年均增速为4.7%。这个增速略低于过去30年平均增速的5%。而IATA的预测显示，未来五年的航空货运量的符合增长率将为4.1%，快于预测的全球经济的增长。因此我们相信航空货运量在2015-2017年将同比增长7.0%、6.0%和5.9%。尽管航空货运的需求有所提高，但是航空货运的运力增长得更快，主要是来自于新增客机腹舱的运力。因此未来的几年的航空货运的载运率和运费都将继续下滑。

中国快递量及其增长



资料来源：中国邮政。

航空货邮量预测



资料来源：民航局、国泰君安国际。

## 油价和人民币汇率分析

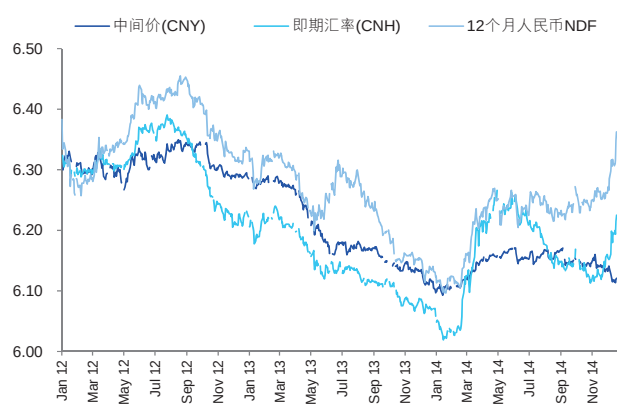
人民币双向波动将成为常态，2015年将先贬后升。人民币汇率在2014年的双向波动比较大。从2月份开始快速贬值，兑美元的最低汇率到达6.2659，随着出口贸易的逐步改善，人民币汇率反弹，但是临近年底，在美元强势的影响下，人民币又重回贬值轨道。截止12月29日，人民币兑美元即期汇率为6.2350，较年初贬值2.9%。2015年的人民币的双向浮动的空间和弹性将会加大。上半年持续会有贬值的压力，主要是一方面国际市场对中国经济的短期增长的前景不太乐观，相反，美国那边增长的前景不错，货币政策在逐步收紧，另外一方面，中国对外投资在不断增加，对外直接投资的量超过吸引的外商直接投资的总量，资本帐户将出现逆差。在资金外流和外汇储备下行的多重压力下，人民币贬值压力较大。但是人民币贬值和油价下滑大幅降低了出口商的生产成本，使其在国际的竞争力更强，这将导致出口在下半年有较好的复苏，有利于人民币重回升值轨道。

人民币即期汇率和1年期国债收益率



资料来源：Bloomberg。

人民币中间价、即期汇率和12个月人民币NDF



资料来源：Bloomberg。



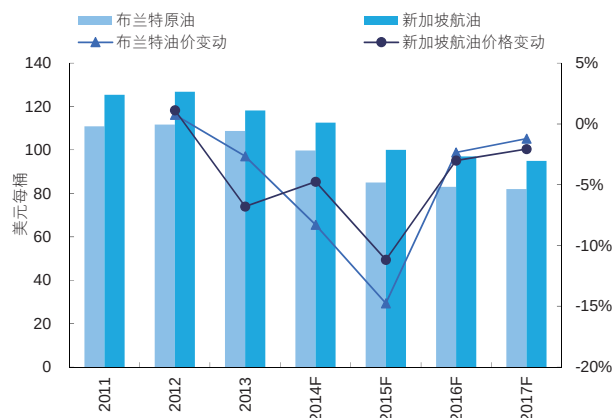
石油需求增长疲软，供过于求，**2015年航油价格预计下滑14.3%**。自2014年以来，国际石油市场供应与需求出现明显不平衡。欧洲和日本经济表现不尽人意，中国和印度的实际石油需求增长减缓，供大于求的特征十分突出，是下半年国际油价大跌的主要原因。布伦特原油价格从6月底的115美元/桶暴跌到最近的58美元/桶的水平，短短半年下滑了接近50%，是2009年金融危机以来的最低水平。这导致2014年的国际平均航油价格同比下滑5.9%到112.6美元/桶，低于我们预期。预计国际油价走弱将持续进入2015年，因为除了OPEC政策外，目前供过于求的基本面在2014年年底和2015年难见重大变化，相反2015年内仍存在若干明显增加石油供应的因素：一是美国解除原油出口限令和国会即将投票表决的美加Keystone石油管道；二是伊朗核谈判进程对增加伊朗原油出口的正面影响。同时，在气候变化的谈判压力下，2015年西方主要产油国加大能源政策（主要降低能耗，提高能源效率）调整力度，将进一步抑制石油需求的增长。根据IATA预测，2015年布伦特原油价格将为85美元/桶，国际航油价格为99.9美元/桶，同比下滑14.3%。我们预计航油价格在2016年和2017年仍将维持低位。

布伦特原油、新加坡航油价格及其变动



资料来源：Bloomberg。

布伦特原油和新加坡航油价格预测



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

## 投资建议

**行业评级：跑赢大市。**由于2015年航空行业的客货运都将维持相对比较稳定的增长，影响航空公司的股价和估值的主要因素为油价和人民币汇率。由于油价大幅下滑，让航空公司的运营成本大幅减少，盈利得到大幅的提高。但是由于原油的供给受到人为影响比较大，油价大幅反弹的风险比较高。我们相信航空公司的股价将会在2季度将跟随东南亚市场的恢复而启动第二轮升势，因此我们维持行业「跑赢大市」。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|---------|------------|----------|
| 中国国际航空 | 00753 | 6.270    | 买入   | 26.2     | 7.5      | 5.6      | 0.8     | 10.9       | 2.4      |
| 中国南方航空 | 01055 | 3.690    | 买入   | 63.4     | 6.7      | 5.1      | 0.6     | 9.6        | 3.0      |
| 中国东方航空 | 00670 | 3.720    | 买入   | 25.3     | 6.0      | 4.3      | 1.0     | 17.1       | 2.0      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 34.1     | 6.9      | 5.1      | 0.8     | 12.4       | 2.4      |

资料来源：国泰君安国际。

# 受益于迪士尼和油价大跌

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

中国东方航空 (00670 HK)

评级：买入

股价：HK\$3.720

目标价：HK\$5.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)    | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|-----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 85,253              | 3,072                 | 0.270        | (35.4)       | 11.2                           | 1.927        | 1.6        | 0.000           | 0.0          | 15.2       |
| 2013A                                         | 88,245              | 2,373                 | 0.200        | (25.9)       | 14.5                           | 2.319        | 1.3        | 0.000           | 0.0          | 8.8        |
| 2014F                                         | 92,618              | 1,471                 | 0.116        | (42.0)       | 25.3                           | 2.624        | 1.1        | 0.000           | 0.0          | 4.8        |
| 2015F                                         | 97,083              | 6,224                 | 0.491        | 323.3        | 6.0                            | 3.060        | 1.0        | 0.059           | 2.0          | 17.1       |
| 2016F                                         | 107,895             | 8,668                 | 0.684        | 39.3         | 4.3                            | 3.427        | 0.9        | 0.082           | 2.8          | 21.1       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 12,674.3     |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 东航集团 59.9%      |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 47,148.4     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 18.2            |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 20,819.9     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 223.3           |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 4.200/2.280  |              | 15年净资产值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 5.8             |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (4.1)/48.8/27.4 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (2.5)/45.9/26.1 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

在2014年前11个月，公司的客运周转量同比提高5.7%，而货邮周转量则同比下滑1.2%，客座率同比提高0.4个百分点到79.8%，而货邮载运率则同比分别下1.0个百分点到58.9%。我们预计公司的客运量增长稳定，货运量逐步复苏。国际油价大幅下滑，大大降低了公司的运营成本和提升利润率。人民币双向波动仍将会加大盈利的波动水平。因此我们预计公司盈利在2015年将大幅提高。同时，2015年底上海迪士尼就开通，将提升公司2016年和2017年的客运量和票价水平。

公司2015年的估值与国际同业比较，相对比较便宜，因此我们维持公司的「买入」评级和目标价5.20港元，相当于35.4倍2014年市盈率、8.4倍2015年市盈率、1.6倍2014年市净率和1.3倍2015年市净率。

## 正面因素分析

- 客运量增长稳定，客座率平稳。
- 出境游客持续快速增长。
- 油价大幅下滑。

## 风险分析

- 重大流行疾病（禽流感）等的爆发。
- 油价有可能大幅反弹。
- 人民币双向波动的风险提高。

## 其它

东航受惠于上海迪士尼最多。

## 负面因素分析

- 商务客占比减少，行业运力增长较快，票价维持在低位。
- 高铁网络的逐步形成，将会影响到部分航线的客运量和票价水平。

## 损益表

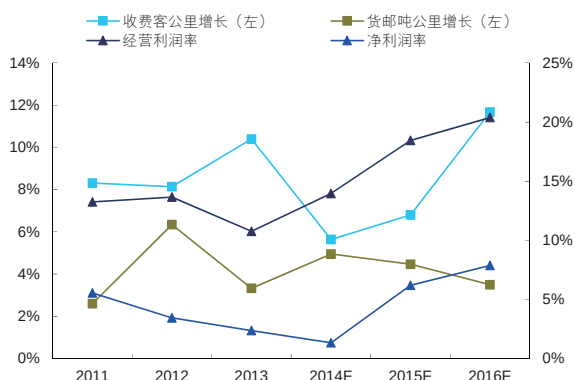
| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总收入            | 85,253   | 88,245   | 92,618   | 97,083   | 107,895  |
| 营运成本           | (75,213) | (81,186) | (82,974) | (83,060) | (90,262) |
| 航油             | (29,872) | (30,681) | (30,807) | (27,034) | (28,944) |
| 维修             | (4,433)  | (4,690)  | (4,621)  | (4,731)  | (5,023)  |
| 起降、机场费、CAAC费   | (10,480) | (10,755) | (11,320) | (11,883) | (12,829) |
| 经营租赁费用         | (4,438)  | (4,605)  | (4,872)  | (5,203)  | (5,565)  |
| 工资             | (10,059) | (13,454) | (14,552) | (15,356) | (16,801) |
| 销售费用           | (3,727)  | (4,139)  | (4,344)  | (4,553)  | (5,071)  |
| 管理费用           | (8,983)  | (4,623)  | (3,890)  | (5,048)  | (5,718)  |
| 其它             | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| EBITDA         | 11,760   | 9,785    | 13,460   | 18,793   | 23,118   |
| 折旧与摊销          | (7,557)  | (8,226)  | (9,031)  | (9,712)  | (10,535) |
| 经营利润/(亏损)      | 4,203    | 1,558    | 4,429    | 9,081    | 12,583   |
| 非经营性盈利/(亏损)    | (1,191)  | 659      | (3,104)  | (1,620)  | (1,756)  |
| 利息             | (1,497)  | (1,401)  | (1,744)  | (1,929)  | (2,113)  |
| 汇兑             | 148      | 1,976    | (1,508)  | 160      | 205      |
| 其它             | 158      | 83       | 148      | 149      | 152      |
| 税前利润           | 3,012    | 2,217    | 1,325    | 7,461    | 10,827   |
| 所得税            | (205)    | (124)    | (94)     | (1,443)  | (2,335)  |
| 年度溢利           | 2,929    | 2,093    | 1,231    | 6,018    | 8,492    |
| 少数股东权益         | 142      | 280      | 240      | 206      | 176      |
| 母公司控股股东应占溢利    | 3,072    | 2,373    | 1,471    | 6,224    | 8,668    |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.270    | 0.200    | 0.116    | 0.491    | 0.684    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.000    | 0.000    | 0.000    | 0.059    | 0.082    |

## 重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 客运收入增长 (%)  | 4.4    | 2.1    | 5.0    | 4.8   | 12.2  |
| 货运收入增长 (%)  | (0.7)  | (5.3)  | 4.2    | 3.7   | 2.8   |
| EPS 增长 (%)  | (35.4) | (25.9) | (42.0) | 323.2 | 39.3  |
| 经营利润率 (%)   | 5.1    | 1.8    | 4.8    | 9.4   | 11.7  |
| 净利率 (%)     | 3.4    | 2.4    | 1.3    | 6.2   | 7.9   |
| 股东资金回报率 (%) | 15.2   | 8.8    | 4.8    | 17.1  | 21.1  |
| 净负债比率 (%)   | 299.4  | 251.0  | 239.3  | 223.3 | 213.4 |
| 净利息覆盖比率 (%) | 262.9  | 111.2  | 254.0  | 470.8 | 595.4 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 客运量的增长、EBIT和净利润趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 受惠于欧美航线的增长

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

中国国际航空 (00753 HK)

评级：买入

股价：HK\$6.270

目标价：HK\$8.40

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 99,473              | 4,816                 | 0.397        | (34.4)       | 12.8                           | 3.874        | 1.3            | 0.000        | 0.0          | 9.6        |
| 2013A                                         | 98,181              | 3,264                 | 0.266        | (33.0)       | 18.4                           | 4.233        | 1.2            | 0.045        | 0.9          | 6.0        |
| 2014F                                         | 106,964             | 2,475                 | 0.189        | (28.9)       | 26.2                           | 4.675        | 1.1            | 0.034        | 0.7          | 4.1        |
| 2015F                                         | 115,072             | 8,622                 | 0.659        | 248.7        | 7.5                            | 6.067        | 0.8            | 0.119        | 2.4          | 10.9       |
| 2016F                                         | 128,305             | 11,652                | 0.890        | 35.1         | 5.6                            | 7.664        | 0.6            | 0.160        | 3.2          | 11.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 13,084.8     |              | 大股东 Major shareholder          |              | 中国航空集团公司 53.4% |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 82,041.7     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 19.0           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 16,137.4     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 130.9          |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 6.690/4.200  |              | 15年净资产 15 NAV (HK\$)           |              | 8.5            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 5.4/27.7/9.7   |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 7.0/24.8/8.4   |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

在2014年前11个月，公司的客运周转量和货邮周转量同比提高9.0%和12.1%，客座率和货邮载运率同比下滑0.9个百分点和2.1个百分点到80.2%和56.0%。我们预计公司的客运量增长稳定，货运量逐步复苏。国际油价大幅下滑，大大降低了公司的运营成本和提升利润率。人民币双向波动仍将会加大盈利的波动水平。因此我们预计公司盈利在2015年将大幅提高。同时，由于各个国家争先降低中国公民入境的签证要求来吸引中国游客，出境游将继续维持快速增长，国航受惠最大。

公司的估值高于同业，主要是反映油价下滑给公司带来的盈利提升。我们仍然维持公司「买入」和目标价8.40港元，相当于35.1倍2014年市盈率、10.1倍2015年市盈率、1.4倍2014年市净率和1.1倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 出境游客持续快速增长。
- 由于在欧美航线上具有天然优势，因此最受惠欧美旅游的增长。
- 油价大幅下滑。

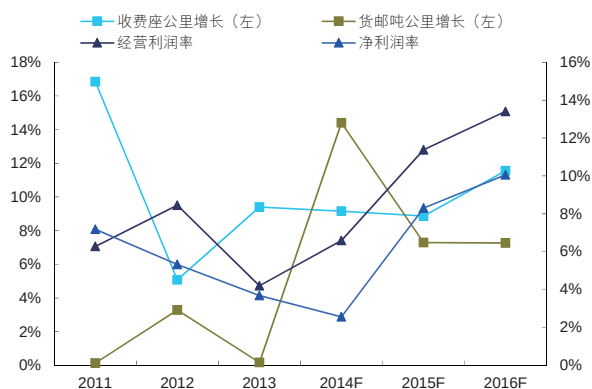
### 风险分析

- 重大流行疾病(禽流感)等的爆发。
- 油价大幅反弹的风险。
- 人民币双向波动的风险。

### 其它

国航的客座率和利润率处于行业领先水平。

客运量的增长、EBIT和净利润趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 商务客占比减少，行业运力增长较快，票价维持在低位。
- 高铁网络的逐步形成，将会影响到部分航线的客运量和票价水平。

### 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总收入            | 99,473   | 98,181   | 106,964  | 115,072  | 128,305  |
| 营运成本           | (80,738) | (83,126) | (88,382) | (89,850) | (98,486) |
| 航油             | (35,640) | (33,722) | (34,194) | (30,637) | (33,030) |
| 维修             | (3,128)  | (3,064)  | (3,399)  | (3,790)  | (4,184)  |
| 起降、机场费、CAAC 费  | (12,057) | (12,157) | (13,788) | (15,270) | (17,175) |
| 经营租赁费用         | (3,438)  | (4,006)  | (4,525)  | (5,035)  | (5,549)  |
| 工资             | (12,853) | (14,024) | (16,057) | (17,377) | (18,810) |
| 销售费用           | (5,670)  | (5,760)  | (6,128)  | (6,672)  | (7,395)  |
| 管理费用           | (650)    | (1,221)  | (1,198)  | (1,289)  | (1,437)  |
| 其它             | (7,302)  | (9,172)  | (9,092)  | (9,781)  | (10,906) |
| EBITDA         | 18,735   | 15,055   | 18,581   | 25,222   | 29,819   |
| 折旧与摊销          | (10,326) | (10,937) | (11,532) | (12,124) | (12,621) |
| 经营利润/(亏损)      | 8,409    | 4,118    | 7,050    | 13,098   | 17,198   |
| 非经营性盈利/(亏损)    | (1,500)  | 400      | (3,545)  | (590)    | (178)    |
| 利息             | (2,009)  | (2,361)  | (2,445)  | (2,376)  | (2,335)  |
| 汇兑             | 119      | 1,938    | (2,130)  | 209      | 240      |
| 其它             | 391      | 823      | 1,030    | 1,577    | 1,917    |
| 税前利润           | 6,909    | 4,518    | 3,505    | 12,508   | 17,020   |
| 所得税            | (1,607)  | (903)    | (763)    | (2,959)  | (4,114)  |
| 税后利润           | 5,302    | 3,615    | 2,741    | 9,550    | 12,906   |
| 少数股东权益         | (486)    | (351)    | (266)    | (928)    | (1,254)  |
| 净利润            | 4,816    | 3,264    | 2,475    | 8,622    | 11,652   |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.397    | 0.266    | 0.189    | 0.659    | 0.890    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.000    | 0.045    | 0.034    | 0.119    | 0.160    |

### 重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 客运收入增长 (%)  | 4.1    | (0.2)  | 7.3    | 7.7   | 12.0  |
| 货运收入增长 (%)  | (14.4) | (6.5)  | 17.9   | 6.1   | 6.1   |
| EPS 增长 (%)  | (34.4) | (33.0) | (28.9) | 248.7 | 35.1  |
| 经营利润率 (%)   | 8.5    | 4.2    | 6.6    | 11.4  | 13.4  |
| 净利率 (%)     | 4.8    | 3.3    | 2.3    | 7.5   | 9.1   |
| 股东资金回报率 (%) | 9.6    | 6.0    | 4.0    | 10.9  | 11.6  |
| 净负债比率 (%)   | 175.5  | 177.4  | 172.9  | 130.9 | 93.3  |
| 净利息覆盖比率 (%) | 418.5  | 174.4  | 288.4  | 551.3 | 736.5 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 受汇率波动影响最大

分析员：陈欢瑜 Harry Chen

中国南方航空 (01055 HK)

评级：买入

股价：HK\$3.690

目标价：HK\$5.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)  | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 99,514              | 2,619                 | 0.267        | (48.8)       | 11.2                           | 3.345        | 0.9        | 0.050         | 1.7          | 8.0        |
| 2013A                                         | 98,547              | 1,986                 | 0.202        | (24.2)       | 14.3                           | 3.453        | 0.8        | 0.040         | 1.4          | 5.9        |
| 2014F                                         | 108,268             | 454                   | 0.046        | (77.1)       | 63.4                           | 3.794        | 0.8        | 0.000         | 0.0          | 1.2        |
| 2015F                                         | 115,465             | 4,251                 | 0.433        | 836.2        | 6.7                            | 4.493        | 0.6        | 0.086         | 3.0          | 9.6        |
| 2016F                                         | 129,476             | 5,581                 | 0.568        | 31.3         | 5.1                            | 5.600        | 0.5        | 0.112         | 3.8          | 10.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 9,817.6      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 南航集团 60.7%    |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 36,226.9     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 22.7          |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 30,156.3     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 166.7         |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 4.040/2.210  |              | 15年净资产值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 5.6           |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 4.5/45.3/24.8 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 6.1/42.3/23.5 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

在2014年前11个月，公司的客运周转量和货邮周转量同比提高11.6%和16.9%，客座率和货邮载运率同比下滑0.3个百分点和0.3个百分点到79.5%和52.8%。我们预计公司的客运量增长稳定，货运量逐步复苏。国际油价大幅下滑，大大降低了公司的运营成本和提升利润率。人民币双向波动仍将会加大盈利的波动水平。因此我们预计公司盈利在2015年将大幅提高。南航的机队是三大航中最大的，其购买飞机的负债也是最多的。因此人民币的波动给南航的盈利带来的影响是最大的。

公司2015年的估值与国际同业比较，相对比较便宜，因此我们维持公司的「买入」评级和目标价5.20港元，相当于89.3倍2014年市盈率、9.5倍2015年市盈率、1.1倍2014年市净率和0.9倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 客运量增长稳定，客座率平稳。
- 油价大幅下滑。
- 国内游客和出境游客持续快速增长。

### 风险分析

- 全球传播的流行疾病的爆发。
- 油价有大幅反弹的风险。
- 人民币汇率双向波动的风险。

### 其它

南航80%的盈利来自国内航线，因此受国内航油变动和高铁的影响最大。

### 负面因素分析

- 商务客占比减少，行业运力增长较快，票价维持在低位。
- 高铁网络的逐步形成，将会影响到部分航线的客运量和票价水平。

### 损益表

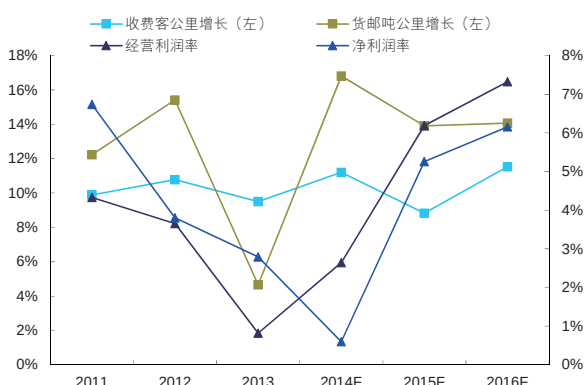
| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F     |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 总收入            | 99,514   | 98,547   | 108,268  | 115,465  | 129,476   |
| 营运成本           | (87,613) | (88,397) | (94,124) | (95,703) | (105,914) |
| 航油             | (37,401) | (35,538) | (37,293) | (34,218) | (37,567)  |
| 维修             | (7,971)  | (7,805)  | (8,187)  | (8,849)  | (9,730)   |
| 起降、机场费、CAAC费   | (18,495) | (19,616) | (22,167) | (23,977) | (26,647)  |
| 经营租赁费用         | (4,897)  | (4,767)  | (4,992)  | (5,218)  | (5,389)   |
| 工资             | (5,711)  | (6,583)  | (7,573)  | (8,604)  | (9,942)   |
| 销售费用           | (7,134)  | (7,754)  | (7,579)  | (8,083)  | (9,063)   |
| 管理费用           | (2,425)  | (2,470)  | (2,165)  | (2,309)  | (2,590)   |
| 其它             | (3,579)  | (3,864)  | (4,168)  | (4,445)  | (4,985)   |
| EBITDA         | 11,901   | 10,150   | 14,144   | 19,762   | 23,563    |
| 折旧与摊销          | (8,264)  | (9,347)  | (11,282) | (12,617) | (14,076)  |
| 经营利润/(亏损)      | 3,637    | 803      | 2,862    | 7,146    | 9,487     |
| 非经营性盈利/(亏损)    | 1,101    | 2,681    | (2,112)  | 827      | 1,026     |
| 利息             | (1,141)  | (1,344)  | (1,753)  | (1,998)  | (2,183)   |
| 汇兑             | 267      | 2,903    | (2,752)  | 283      | 357       |
| 其它             | 1,975    | 1,122    | 2,393    | 2,542    | 2,852     |
| 税前利润           | 4,738    | 3,484    | 750      | 7,973    | 10,512    |
| 所得税            | (954)    | (734)    | (101)    | (1,901)  | (2,539)   |
| 税后利润           | 3,784    | 2,750    | 649      | 6,072    | 7,973     |
| 少数股东权益         | (1,165)  | (764)    | (195)    | (1,822)  | (2,392)   |
| 净利润            | 2,619    | 1,986    | 454      | 4,251    | 5,581     |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.267    | 0.202    | 0.046    | 0.433    | 0.568     |
| 每股股息 (人民币)     | 0.050    | 0.040    | 0.000    | 0.086    | 0.112     |

### 重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 客运收入增长 (%)  | 9.9    | (1.4)  | 9.6    | 6.1   | 12.2  |
| 货运收入增长 (%)  | 13.8   | (2.2)  | 13.8   | 12.9  | 13.2  |
| EPS增长 (%)   | (48.8) | (24.2) | (77.1) | 836.2 | 31.3  |
| 经营利润率 (%)   | 3.7    | 0.8    | 2.6    | 6.2   | 7.3   |
| 净利率 (%)     | 2.6    | 2.0    | 0.4    | 3.7   | 4.3   |
| 股东资金回报率 (%) | 8.0    | 5.9    | 1.2    | 9.6   | 10.2  |
| 净负债比率 (%)   | 154.5  | 183.5  | 190.7  | 166.7 | 138.1 |
| 净利息覆盖比率 (%) | 318.8  | 59.7   | 163.2  | 357.7 | 434.5 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

客运量的增长、EBIT和净利润趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 银行业

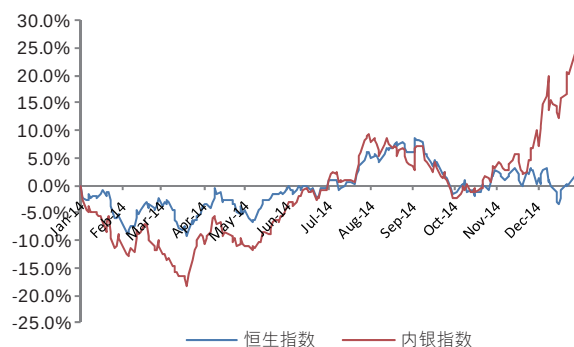
## 跑赢大市

分析员：曹 柱 Richard Cao

### 2014年银行股表现回顾

中资银行股**2014年跑赢恒指**。2014年，上市中资银行股市值加权回报率整体上跑赢恒生指数**21.7**个百分点。从行业走势来看，年初以来行业上涨主要发生在**3月、5月、10月**，其中以**10月**以后的行情最为突出。从行业上涨的推动的因素来看，**3月份**的上涨主要是受银行经营情况平稳、行业分红收益率偏高等因素推动；**5月份**上涨，主要是受国家定向宽松、经济增速启稳等因素的推动；**10月份**的上涨，主要是受货币政策宽松预期增强、沪港通开通等因素驱动。

2014年恒生指数与内银指数走势



资料来源：国泰君安国际。注：内银指数是由香港上市中国银行市值加权平均计算所得，数据截至2014年12月31日。

国泰君安国际研究覆盖中资银行股股价表现 (全回报率)

| YTD TRR        | 行业<br>(市值加权平均) | 工商银行 | 建设银行 | 农业银行 | 中国银行 | 交通银行 | 招商银行 | 中信银行 | 民生银行 |
|----------------|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2014年股价变动 %    | 22.8           | 15.3 | 16.2 | 9.5  | 30.8 | 40.6 | 23.9 | 57.9 | 45.7 |
| 2014年股价对恒指变动 % | 21.7           | 14.2 | 15.1 | 8.4  | 29.7 | 39.5 | 22.8 | 56.8 | 44.6 |

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。注：考虑股息再投资，数据截至2014年12月31日。

### 2015年银行业展望

央行非对称性降息将降低银行业**2015年净息差**。中国人民银行决定，自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构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%**，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构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；其它各档次贷款和存款基准利率相应调整。由于降息的时点已临近**12月份**，此次降息以及存款利率空间上浮对**2014年**银行的净息差影响相对较小，而对**2015年**银行业的净息差影响相对较大。预计将整体上降低**2015年**银行业的净息差在**10.0**个基点左右。对于我们覆盖的上市银行，预计将整体上平均降低我们覆盖上市银行**2015年**的净息差约**7.3**个基点。考虑国有大银行在存款方面存在优势，预计国有大行受的冲击将小于中小银行。



### 非对称性降息与存款利率空间上浮对国泰君安国际研究覆盖中资银行股息差影响测算

|      | 贷款收益率下降对<br>净息差影响(bp) | 存款成本率下降对<br>净息差影响(bp) | 债券收益率下降对<br>净息差影响(bp) | 同业收益率变动对<br>净息差影响(bp) | 息差下降(bp) |
|------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------|
| 工商银行 | (16.4)                | 10.1                  | (1.0)                 | 0.6                   | (6.7)    |
| 建设银行 | (16.2)                | 10.1                  | (1.0)                 | 0.5                   | (6.6)    |
| 农业银行 | (15.2)                | 10.3                  | (1.2)                 | (0.3)                 | (6.4)    |
| 中国银行 | (16.3)                | 11.1                  | (1.1)                 | 1.2                   | (5.1)    |
| 交通银行 | (17.0)                | 7.2                   | (1.0)                 | 2.2                   | (8.6)    |
| 招商银行 | (14.6)                | 8.3                   | (2.3)                 | 0.9                   | (7.7)    |
| 民生银行 | (13.0)                | 6.8                   | (1.0)                 | (0.4)                 | (7.6)    |
| 中信银行 | (14.2)                | 6.3                   | (3.1)                 | 1.0                   | (10.0)   |
| 平均值  | (15.4)                | 8.8                   | (1.5)                 | 0.7                   | (7.3)    |

资料来源：公司、国泰君安国际。

存款保险制度推出预计对银行的盈利产生负面影响。2014年11月30日，央行、国务院法制办就《存款保险条例（草案）》公开向社会征求意见。由于后续还需要配套出台一些银行破产或者退出机制的条例，我们预计存款保险的正式推出，最快也需要到2015年中期。存款保险推出后，由于银行需要交纳保险费，将增加银行的成本。由于差别费率的具体标准仍需报国务院批准执行，我们假设过渡期内大行、股份行、城商行的费率分别为0.06%、0.08%、0.10%，需要5年左右存款保险基金达到目标水平，之后大行、股份行、城商行的费率分别降为0.008%、0.010%、0.012%。通过测算，预计前五年存款保险制度的推出每年对银行业的净利润负面影响在1.8%左右，第六年开始对银行业绩的负面影响在0.2%左右。对我们覆盖中资银行，前五年每年的银行业绩的负面影响在1.1%–1.8%之间，第六年开始对银行业绩的负面影响0.1%–0.3%之间。总体看，对大行的影响要小于股份行。

### 存款保险制度的推出对国泰君安国际研究覆盖中资银行股盈利负面影响测算

|      | 存款余额<br>(亿元人民币) | 被保险存款<br>占比(%) | 前五年每年对<br>利润影响(%) | 第六年开始对<br>利润影响(%) |
|------|-----------------|----------------|-------------------|-------------------|
| 工商银行 | 153,400         | 35.0           | 1.1               | 0.1               |
| 建设银行 | 129,824         | 35.0           | 1.1               | 0.1               |
| 农业银行 | 126,386         | 35.0           | 1.3               | 0.2               |
| 中国银行 | 110,473         | 35.0           | 1.3               | 0.2               |
| 交通银行 | 41,165          | 35.0           | 1.3               | 0.2               |
| 招商银行 | 32,655          | 35.0           | 1.5               | 0.2               |
| 民生银行 | 23,977          | 35.0           | 1.3               | 0.2               |
| 中信银行 | 28,757          | 35.0           | 1.8               | 0.3               |

资料来源：公司、国泰君安国际。注：存款余额为2014年第三季度末数据。

信贷资产证券化有望加速，提升银行的业绩。1) 2013年12月央行、银监会《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》，将银行自留的证券化资产风险权重从62.5%降至6.25%；2) 2014年11月银监会《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》，将信贷资产证券化由审批制改为备案制，解除了额度管理的限制，银行可根据市场状况决定发行频率和发行规模。截至2014年3季度末，超过30家发行机构共发行了总额约1,819亿元人民币的信贷资产证券化，比2013年全年的158亿元人民币增长了近11倍。我们认为资产证券化将在以下方面对商业银行形成支持：1) 通过内外部的风险分散减轻流动性和资本压力；2) 促进信贷结构重组，提高风险资产回报；3) 获取手续费及佣金收入，提高盈利能力。随着利率的下降、程序简化、市场认知度的提高，预计2015年信贷资产证券化有望加速，总规模有望超过6,000亿元人民币。假设资产证券化总额度在0.6万亿–0.7万亿人民币，我们预计：1) 银行的系统风险资产平均将释放0.5万亿–1.0万亿；2) 银行的手续费及佣金收入将提高0.4%–2.5%；3) 整体将提高银行业的净利润0.6%–1.4%左右。

### 2014年前三季度资产证券化发行量

| 类型         | 发行数量 | 发行金额(亿元) |
|------------|------|----------|
| CLO        | 40   | 1,819    |
| Auto-ABS   | 8    | 151      |
| RMBS       | 1    | 68       |
| 消费贷款ABS    | 1    | 26       |
| 融资租赁资产支持证券 | 1    | 10       |
| 总计         | 51   | 2,075    |

资料来源：Wind、国泰君安国际。

**存贷比指标预计将不会成为限制银行放贷能力的主要障碍。**2014年以来，约束银行信贷规模的存贷比指标开始出现松动。为了增强商业银行放款能力，支持实体经济发展，银监会于**2014年6月30日**发布通知对存贷比公式进行调整。第一，扣除下列分子项目：**1)**支农再贷款、支小再贷款所对应的贷款；**2)**「三农」专项金融债所对应的涉农贷款；**3)**小微企业专项金融债所对应的小微企业贷款。第二，增加下列分母项目：对企业或个人发行的大额可转让存单。在**2014年11月19日**，国务院总理李克强在主持召开国务院常务会议上表示，将要增加存贷比指标弹性。**2014年12月27日**，央行再次调整存贷比计算公式，将证券及交易结算类存放、银行业非存款类存放、SPV存放、其它金融机构存放以及境外金融机构存放纳入存贷款比计算的存款口径，预计此次存贷比的调整将整体上降低银行业存贷比**4-5**个百分点。截至**2014年9月底**，中国银行业的存贷比达**64.2%**，离**75%**的上限仍有一定的空间。在存贷比指标不断调整的背景下，我们预计存贷比指标将不会成为限制银行业放贷能力的主要障碍。

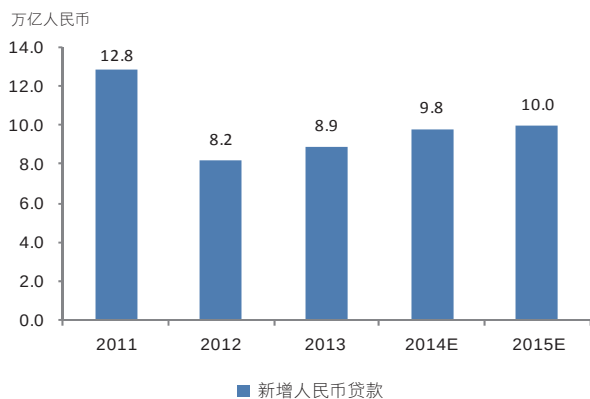
### 中国银行业的存贷比



资料来源：中国银监会、国泰君安国际。

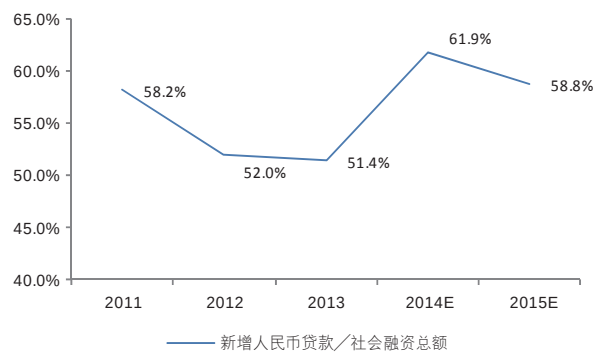
**新增贷款预计仍将保持稳定增长。**2014年以来，在影子银行得以有效清理的背景下，银行作为主要融资渠道的作用得以加强，贷款占社会融资总额的比重逐月提高。截至**2014年11月30日**，人民币贷款累计达**9.1**万亿元，占社会融资总额的**61.9%**。预计**2014**全年人民币贷款可达**9.8**万亿元，占社会融资总额的**62.4%**。**2015**年，我们预计贷款仍将是社会融资的主要渠道。而在我们预计**2015**年整体社会流动性保持偏宽松的情况下，为了维持经济合理增长，人民币贷款预计仍将比**2014**年有所增长。对应**12%**左右的**M2**增速，预计**2015**年人民币贷款将新增**10.0**万亿元人民币左右，将占社会融资总额的**58.8%**。

新增人民币贷款



资料来源：中国人民银行。

新增人民币贷款在社会融资总额中占比



资料来源：中国人民银行。

**不良贷款率仍将一定程度上攀升。**经济增速放缓，经济结构调整，伴随着过剩产能出清、企业利润摊薄、偿付能力下滑。反映在银行报表，则是不良贷款余额和不良贷款比例的提升。截止**2014**年三季度末，商业银行不良率为**1.16%**，连续十个季度保持增长趋势。展望**2015**年，预期经济增速将进一步放缓，全年仍将以经济结构调整为主旋律。而「一带一路」带动过剩产生能出清，预计仍需要时间。尽管预期积极的财政政策以及偏宽松的货币政策，将会一定程度上缓解相关企业的经营与融资压力，但预计在调结构的大背景下，相关企业的经营困境仍旧会持续。而在目前过剩产能行业、特定区域的中小企业风险逐渐暴露的情况下，银行对其「惜贷」的行为预计也仍旧会持续。随着经济下行持续，银行会陆续退出一些高风险领域的项目。为此，我们认为**2015**年不良贷款生成率仍将上行，银行业的不良贷款率仍维持攀升趋势。

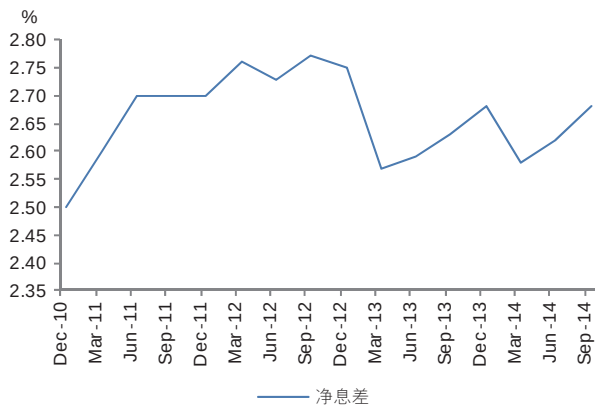
中国银行业的不良贷款率



资料来源：中国银监会。

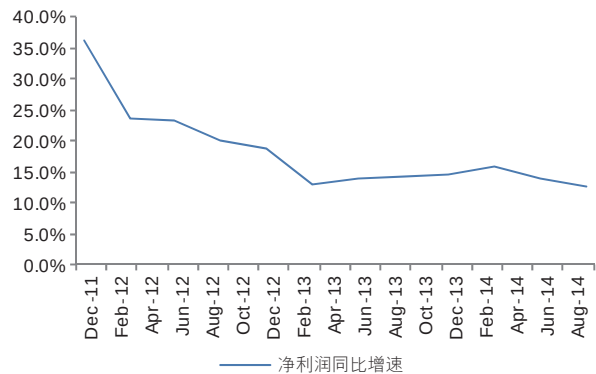
**预计全年银行业整体净利润同比增速在6.0%左右。**截至**2014**年9月底，中国银行业实现净利润总额**12,645**亿元人民币，同比增长了**12.7%**。受第四季度央行非对称性降息、银行降低服务性收费以及不良贷款攀升导致拨备计提压力加大的影响，预计**2014**全年银行业的盈利增速将降为**11.0%**左右。展望**2015**年，尽管预计贷款规模增长、信贷资产证券化等将对银行业的盈利产生正面影响，但是预计银行业仍将受到多方面负面因素的冲击，导致全年盈利增速处于低位。首先，非对称性降息对银行业的净息差的影响在**2015**年将会全面体现。同时，预计降低社会融资成本仍将是**2015**年的主旋律，为此，银行业生息资产收益率仍面临着较大的压力。而在利率市场化的情况下，银行的存款成本预计仍会维持在相对高位。其次，存款保险制度的推出，由于银行需要交纳保费，为此将会对银行业的盈利能力产生负面冲击。再次，央行要求商业银行降低服务性收费，仍将会在**2015**年影响银行的非利息收入增长。最后，预计银行资产质量不良温和暴露，仍将会导致信贷成本整体呈现上升态势。整体上，我们预计**2015**年中国银行业的盈利增速将降低到**6.0%**左右。

中国银行业的净息差



资料来源：中国银监会。

中国银行业净利润同比增速



资料来源：中国银监会。

### 2015年主要覆盖银行盈利预测

| 公司名称 | 编号    | 2015 预计净利润<br>(百万人民币) | 同比增速 | 2015 预计 EPS<br>(人民币) | 同比增速 |
|------|-------|-----------------------|------|----------------------|------|
| 工商银行 | 01398 | 294,468               | 5.3% | 0.838                | 5.3% |
| 建设银行 | 00939 | 243,374               | 5.3% | 0.973                | 5.3% |
| 农业银行 | 01288 | 192,588               | 5.8% | 0.593                | 5.8% |
| 中国银行 | 03988 | 179,455               | 5.9% | 0.642                | 5.9% |
| 交通银行 | 03328 | 65,629                | 1.5% | 0.884                | 1.5% |
| 招商银行 | 03968 | 63,407                | 8.5% | 2.514                | 8.5% |
| 民生银行 | 01988 | 49,190                | 6.3% | 1.445                | 6.3% |
| 中信银行 | 00998 | 41,763                | 2.8% | 0.893                | 2.8% |

资料来源：国泰君安国际。

### 投资建议

估值有望进一步修复，给予「跑赢大市」评级。2014年以来，尽管银行业业绩增速下滑、资产质量恶化，但是，在银行股估值偏低、货币政策偏宽松的背景下，银行股估值得以有效修复。截至2014年12月31日，14家中资银行股2014年的市场一致预期市值加权平均市盈率、市净率分别为5.8和1.0倍，比年初对应估值分别提升了23.4%与25.0%。但是，估值仍然偏低。展望2015年，为了稳定经济增长，预计货币政策将偏宽松。在偏宽松的货币政策背景下，银行股估值预计将得以进一步修复。为此，尽管经济增长放缓、经济转型、降息、利率市场化、不良贷款形成增加、存款保险制度推出等因素预计将负面影响银行业2015年业绩增速以及资产质量，但是，我们仍给予行业「跑赢大市」评级。我们首推估值低、受降息影响相对较小、付息率高、业绩增速平稳、拨备覆盖率高的商业银行。我们的行业首选为中国银行(03988 HK)，主要是考虑其海外业务占比高，受国内降息影响较小，而估值相对较低，付息率相对较高。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HKS) | 个股评级 | 14 市盈率(x) | 15 市盈率(x) | 16 市盈率(x) | 15 市净率(x) | 15 ROE (%) | 15 股息率 (%) |
|--------|-------|---------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 工商银行   | 01398 | 5.660   | 收集   | 5.6       | 5.3       | 5.0       | 0.9       | 18.5       | 6.6        |
| 建设银行   | 00939 | 6.370   | 收集   | 5.4       | 5.2       | 4.9       | 0.9       | 18.6       | 6.8        |
| 农业银行   | 01288 | 3.920   | 收集   | 5.5       | 5.2       | 4.9       | 0.9       | 17.3       | 6.6        |
| 中国银行   | 03988 | 4.370   | 买入   | 5.7       | 5.4       | 5.0       | 0.8       | 16.3       | 6.5        |
| 交通银行   | 03328 | 7.240   | 中性   | 6.6       | 6.5       | 6.3       | 0.8       | 13.5       | 4.8        |
| 招商银行   | 03968 | 19.460  | 收集   | 6.6       | 6.1       | 5.6       | 0.9       | 16.8       | 4.9        |
| 民生银行   | 01988 | 10.200  | 收集   | 5.9       | 5.6       | 5.1       | 1.0       | 18.6       | 2.9        |
| 中信银行   | 00998 | 6.220   | 中性   | 5.7       | 5.5       | 5.3       | 0.8       | 15.4       | 4.5        |
| 市值加权平均 |       |         | 跑赢大市 | 5.7       | 5.4       | 5.1       | 0.9       | 17.4       | 6.1        |

资料来源：国泰君安国际。

## 拨备充足，业绩增速平稳

分析员：曹 柱 Richard Cao

**建设银行(00939 HK)**
**评级：收集**

股价：HK\$6.370

目标价：HK\$6.76

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)            | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)    | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 462,533             | 193,179               | 0.773        | 14.1         | 6.6                   | 3.767        | 1.4           | 0.268        | 5.2          | 22.0       |
| 2013A                                         | 512,126             | 214,192               | 0.857        | 10.9         | 5.8                   | 4.264        | 1.2           | 0.300        | 6.0          | 21.2       |
| 2014F                                         | 559,554             | 231,100               | 0.924        | 7.9          | 5.4                   | 4.886        | 1.0           | 0.324        | 6.4          | 20.1       |
| 2015F                                         | 601,484             | 243,374               | 0.973        | 5.3          | 5.2                   | 5.535        | 0.9           | 0.341        | 6.8          | 18.6       |
| 2016F                                         | 653,301             | 258,685               | 1.035        | 6.3          | 4.9                   | 6.227        | 0.8           | 0.362        | 7.2          | 17.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 250,011.0    |              | 大股东 Major shareholder |              | 汇金 57.3%      |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 1,592,569.9  |              | 流通比例 Free float (%)   |              | 42.7          |              |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 301,399.2    |              | 15年存贷比 15 LDR (%)     |              | 73.6          |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 6.420/4.890  |              | 15年净息差 15 NIM (%)     |              | 2.7           |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 8.3/17.1/16.3 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 9.9/14.2/15.0 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014前三季度的业绩相当于我们全年预测的82.3%。2014年前三季度，公司实现4,154亿元人民币的营业利润，同比增长9.6%。其中，净利息收入达3,232亿元人民币，同比增长12.8%。受监管层要求降低服务性收费的影响，净手续费收入同比增速从2014年上半年的8.4%放缓至2014年前三季度的4.6%。公司2014年前三季度的归属公司股东净利润达1,903亿元人民币，同比增长7.8%。盈利增速在四大行中仅比工商银行略高。公司的不良贷款率达1.13%，比年初上升14个基点。主要原因是公司在2014年三季度将巴西BIC银行纳入并表。剔出此因素影响后，公司的不良贷款率为1.07%。2014年9月底，公司的不良贷款覆盖率比年初下滑33.8个百分点至234.5%，仍远高于监管要求。

预计公司2014–2015年的每股盈利将分别为0.924及0.973元人民币，同比分别增长7.9%及5.3%。基于公司稳定的利润增速、稳定的资产质量、良好的分红能力，我们给予公司「收集」评级，目标价为6.76港元。

### 正面因素分析

- 活期存款占比高，存款成本较低。
- 资本充足，融资压力小。
- 公司拥有大规模的中长期建设贷款，而中长期建设贷款受宏观经济波动相对影响较小。

### 风险分析

- 未来央行仍有可能继续降息，将影响公司的净息差。
- 未来盈利步入低增长期。

### 负面因素分析

- 房地产贷款占比高，受房地产影响较大。
- 《存款保险条例(草案)》推出，意味着存款保险制度即将出台，预计将降低公司未来几年的盈利能力。

### 损益表

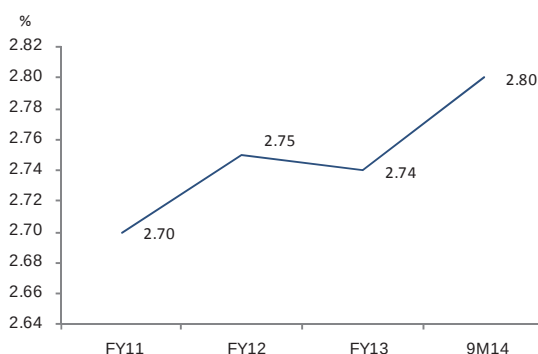
| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 利息收入          | 603,241   | 646,253   | 729,737   | 802,710   | 882,981   |
| 利息支出          | (250,039) | (256,709) | (293,766) | (333,697) | (377,133) |
| 净利息收入         | 353,202   | 389,544   | 435,970   | 469,013   | 505,848   |
| 手续费及佣金收入      | 96,218    | 107,432   | 114,737   | 123,916   | 138,786   |
| 手续费及佣金支出      | (2,711)   | (3,149)   | (3,666)   | (3,880)   | (4,258)   |
| 手续费及佣金净收入     | 93,507    | 104,283   | 111,072   | 119,380   | 133,706   |
| 其它净收入         | 15,824    | 18,299    | 12,512    | 13,091    | 13,747    |
| 经营总收入         | 462,533   | 512,126   | 559,554   | 601,484   | 653,301   |
| 营业费用          | (171,081) | (188,185) | (200,320) | (211,121) | (224,736) |
| 拨备前经营利润       | 291,452   | 323,941   | 359,234   | 390,363   | 428,566   |
| 减值损失准备支出      | (40,041)  | (43,209)  | (58,142)  | (73,694)  | (91,982)  |
| 税前经营收入        | 251,439   | 279,806   | 301,155   | 316,736   | 336,653   |
| 税收            | (57,837)  | (64,684)  | (69,567)  | (72,849)  | (77,430)  |
| 税后利润          | 193,602   | 215,122   | 231,588   | 243,886   | 259,223   |
| 股东应占利润        | 193,179   | 214,192   | 231,100   | 243,374   | 258,685   |
| 每股盈利(人民币)     | 0.773     | 0.857     | 0.924     | 0.973     | 1.035     |

### 重要财务比率

|               | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 不履约贷款(NPL)    | 74,618  | 85,264  | 116,953 | 139,566 | 157,043 |
| 不履约贷款比率(%)    | 1.0     | 1.0     | 1.2     | 1.3     | 1.3     |
| 贷款减值损失准备(LLR) | 202,433 | 228,696 | 258,973 | 287,049 | 309,855 |
| 拨备覆盖率(%)      | 271.3   | 268.2   | 221.4   | 205.7   | 197.3   |
| 核心一级资产充足率(%)  | n.a.    | 10.8    | 11.3    | 11.1    | 11.1    |
| 资本充足率(%)      | 14.3    | 13.3    | 13.8    | 13.5    | 13.2    |
| ROE(%)        | 22.0    | 21.2    | 20.1    | 18.6    | 17.5    |
| ROA(%)        | 1.5     | 1.5     | 1.4     | 1.4     | 1.3     |

资料来源：公司、国泰君安国际。

建行的净息差



资料来源：公司。



# 不良贷款率高，拨备计提压力大

分析员：曹 柱 Richard Cao

中信银行(00998 HK)

评级：中性

股价：HK\$6.220

目标价：HK\$5.91

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)            | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)    | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 89,692              | 31,032                | 0.663        | (6.7)        | 7.5                   | 4.240        | 1.2           | 0.150        | 3.0          | 16.6       |
| 2013A                                         | 104,924             | 39,175                | 0.837        | 26.2         | 5.8                   | 4.822        | 1.0           | 0.252        | 5.2          | 18.5       |
| 2014F                                         | 122,808             | 40,634                | 0.868        | 3.7          | 5.7                   | 5.471        | 0.9           | 0.217        | 4.4          | 16.9       |
| 2015F                                         | 137,320             | 41,763                | 0.893        | 2.8          | 5.5                   | 6.137        | 0.8           | 0.223        | 4.5          | 15.4       |
| 2016F                                         | 155,216             | 43,756                | 0.935        | 4.8          | 5.3                   | 6.836        | 0.7           | 0.234        | 4.8          | 14.4       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 46,787.3     |              | 大股东 Major shareholder |              | 中信集团 67.0%    |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 291,017.2    |              | 流通比例 Free float (%)   |              | 33.0          |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 60,317.1     |              | 15年存贷比 15 LDR (%)     |              | 73.3          |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 6.280/3.600  |              | 15年净息差 15 NIM (%)     |              | 2.2           |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 7.8/32.1/58.0 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 9.4/29.1/56.7 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

与招商银行及民生银行相比，中信银行在2014年前三季度的盈利能力最低。受央行非对称性降息、抬高存款利率上浮空间等负面因素影响，预计公司净息差在2014年第四季度将环比收缩。同时，中国央行要求降低服务性收费预计将对公司的手续费收入产生负面影响，也将降低公司的盈利能力。截至2014年9月30日，公司的不良贷款率以及不良拨备覆盖率分别为1.39%与181.49%。在我们覆盖的中资银行中，公司的不良贷款率最高，而不良拨备覆盖率最低。在未来几年，由于中国降低经济增速、经济结构调整以及抑制经济泡沫，我们预计公司的不良贷款率将继续较快攀升。由于公司的不良拨备覆盖率较低，公司仍将比其主要同业面临更大的拨备计提压力。

预计公司2014-2015年的每股盈利将分别为0.868及0.893元人民币，分别同比增长3.7%及2.8%。与主要同业相比，公司的盈利能力最弱，不良贷款形成以及拨备计提压力最大。为此，我们给予公司「中性」评级，目标价为5.91港元。

## 正面因素分析

- 中信集团整体上市，利于增强公司实力。
- 拟非公开发行A股，有利于增强公司资本实力以及抗风险能力。
- 公司实行新的发展战略，有利于进一步挖掘公司的发展潜力。

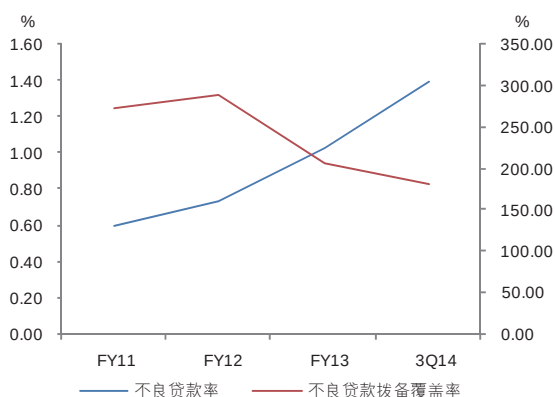
## 负面因素分析

- 公司的存款成本高，净息差相对较低。
- 不良贷款率为我们覆盖的银行中最高。
- 拨备覆盖率低，拨备计提压力较大。

## 风险分析

- BBVA有可能减持公司股票。
- 利率市场化下，公司的净息差下滑超预期。

中信不良贷款率以及不良贷款拨备覆盖率



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|----------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 利息收入           | 138,810  | 163,335  | 209,160   | 263,786   | 335,002   |
| 利息支出           | (63,324) | (77,647) | (114,856) | (161,827) | (223,869) |
| 净利息收入          | 75,486   | 85,688   | 94,305    | 101,959   | 111,133   |
| 手续费及佣金收入       | 12,194   | 18,318   | 26,195    | 32,481    | 40,602    |
| 手续费及佣金支出       | (984)    | (1,507)  | (1,854)   | (2,317)   | (2,896)   |
| 手续费及佣金净收入      | 11,210   | 16,811   | 24,341    | 30,164    | 37,706    |
| 其它净收入          | 2,996    | 2,425    | 4,162     | 5,196     | 6,377     |
| 营业总收入          | 89,692   | 104,924  | 122,808   | 137,320   | 155,216   |
| 经营费用           | (34,979) | (40,435) | (45,975)  | (51,675)  | (57,876)  |
| 拨备前经营利润        | 54,713   | 64,489   | 76,833    | 85,644    | 97,339    |
| 贷款减值准备支出       | (13,104) | (11,940) | (22,654)  | (29,903)  | (38,874)  |
| 税前经营收入         | 41,609   | 52,549   | 54,179    | 55,741    | 58,465    |
| 税收             | (10,224) | (12,832) | (12,949)  | (13,322)  | (13,856)  |
| 净利润            | 31,385   | 39,717   | 41,230    | 42,419    | 44,609    |
| 股东应占利润         | 31,032   | 39,175   | 40,634    | 41,763    | 43,756    |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.663    | 0.837    | 0.868     | 0.893     | 0.935     |

重要财务比率

|                | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 不履约贷款 (NPL)    | 12,255 | 19,966 | 31,634 | 41,482 | 49,906 |
| 不履约贷款比率 (%)    | 0.7    | 1.0    | 1.5    | 1.7    | 1.9    |
| 贷款减值损失准备 (LLR) | 35,327 | 41,262 | 55,197 | 67,688 | 79,673 |
| 拨备覆盖率 (%)      | 288.3  | 206.7  | 174.5  | 163.2  | 159.6  |
| 核心一级资产充足率 (%)  | n.a.   | 8.8    | 8.5    | 8.3    | 8.2    |
| 资本充足率 (%)      | 13.4   | 11.2   | 11.0   | 10.3   | 10.1   |
| ROE (%)        | 16.6   | 18.5   | 16.9   | 15.4   | 14.4   |
| ROA (%)        | 1.1    | 1.2    | 1.0    | 0.9    | 0.8    |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 受益「三农」发展

分析员：曹 柱 Richard Cao

农业银行(01288 HK)

评级：收集

股价：HK\$3.920

目标价：HK\$4.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)            | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)   | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 424,964             | 145,094               | 0.447        | 17.6         | 7.1                   | 2.309        | 1.4          | 0.157        | 5.0          | 20.7       |
| 2013A                                         | 465,771             | 166,315               | 0.512        | 14.6         | 6.0                   | 2.596        | 1.2          | 0.177        | 5.8          | 20.9       |
| 2014F                                         | 508,131             | 182,077               | 0.561        | 9.5          | 5.5                   | 3.226        | 1.0          | 0.194        | 6.3          | 19.3       |
| 2015F                                         | 553,730             | 192,588               | 0.593        | 5.8          | 5.2                   | 3.625        | 0.9          | 0.205        | 6.6          | 17.3       |
| 2016F                                         | 602,786             | 205,239               | 0.632        | 6.6          | 4.9                   | 4.052        | 0.8          | 0.218        | 7.1          | 16.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 324,794.0    |              | 大股东 Major shareholder |              | 汇金 40.2%     |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 1,273,192.5  |              | 流通比例 Free float (%)   |              | 20.6         |              |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 149,227.5    |              | 15年存贷比 15 LDR (%)     |              | 64.5         |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 3.950/3.040  |              | 15年净息差 15 NIM (%)     |              | 2.8          |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 6.5/14.0/9.5 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 8.1/11.0/8.2 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

在中国拥有规模最大的县域银行业务，来自县域银行的低成本存款、高收益率贷款使其净息差为国内大行中最高。14年前季度，公司的净息差达2.91%。截至2014年9月底，公司的不良贷款率为1.29%，比2014年6月底上升5个基点，比年初上升7个基点。就不良贷款率年初至今的增幅来看，农业银行是四大行中最低的。2014年以来，国家连续出台「三农」定向宽松政策支持三农发展。受中国政府支持，我们认为农村经济将继续快速增长，农民的生活水平将进一步提高，而公司也将继续从中受益，使公司在中国利率市场化以及经济结构调整的过程中净息差保持较高的水平，而不良贷款却维持相对较低增长。

预计公司2014–2015年的每股盈利将分别为0.561及0.593元人民币，同比分别增长9.5%及5.8%。我们预计公司未来一段时间将继续受益于其县域银行业务。我们给予公司「收集」评级，目标价为4.50港元。

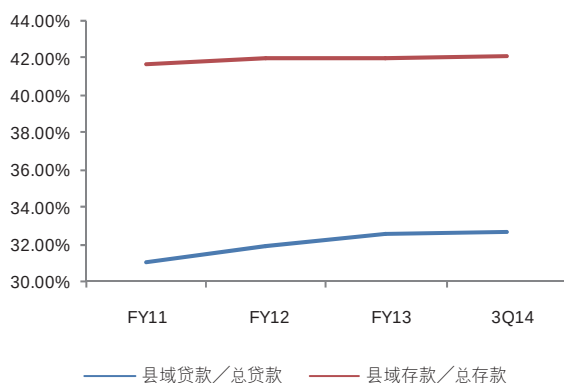
### 正面因素分析

- 县域银行业务占比高，未来受益「三农」发展。
- 总网点、县域银行网点数量中国银行中最多，渠道优势明显。
- 活期存款占比在中资上市银行中最高，受利率市场化影响小。
- 公司的不良贷款覆盖率是我们覆盖的大陆银行中最高的，拨备计提压力较小。

### 风险分析

- 县域银行业务的发展趋势低于我们的预期。
- 城镇化将降低农村人口，可能会一定程度上影响公司的农村客户规模。

公司县域贷款占比、县域存款占比



资料来源：公司。

### 负面因素分析

- 资本充足率为四大行中最低，融资压力较大。
- 成本收入比仍然较高。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 利息收入           | 566,063   | 613,384   | 692,781   | 755,012   | 819,167   |
| 利息支出           | (224,184) | (237,182) | (268,346) | (296,695) | (324,198) |
| 净利息收入          | 341,879   | 376,202   | 424,435   | 458,317   | 494,969   |
| 手续费及佣金收入       | 78,573    | 89,697    | 87,006    | 99,448    | 112,675   |
| 手续费及佣金支出       | (3,729)   | (6,526)   | (10,988)  | (12,787)  | (14,748)  |
| 手续费及佣金净收入      | 74,844    | 83,171    | 76,018    | 86,661    | 97,927    |
| 其它经营净收入/损失     | 8,241     | 6,398     | 7,678     | 8,752     | 9,890     |
| 经营收入           | 424,964   | 465,771   | 508,131   | 553,730   | 602,786   |
| 一般及行政费用        | (182,802) | (198,607) | (210,366) | (228,137) | (249,554) |
| 拨备前经营利润        | 242,162   | 267,164   | 297,765   | 325,593   | 353,233   |
| 减值损失准备支出       | (54,235)  | (52,990)  | (61,466)  | (75,978)  | (87,224)  |
| 税前经营收入         | 187,927   | 214,174   | 236,299   | 249,615   | 266,009   |
| 税收             | (42,796)  | (47,963)  | (54,112)  | (56,912)  | (60,650)  |
| 税后利润           | 145,131   | 166,211   | 182,186   | 192,703   | 205,359   |
| 股东应占利润         | 145,094   | 166,315   | 182,077   | 192,588   | 205,239   |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.447     | 0.512     | 0.561     | 0.593     | 0.632     |

重要财务比率

|                | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 不履约贷款 (NPL)    | 85,848  | 87,781  | 107,238 | 124,100 | 140,092 |
| 不履约贷款比率 (%)    | 1.3     | 1.2     | 1.3     | 1.4     | 1.5     |
| 贷款减值损失准备 (LLR) | 280,001 | 322,191 | 354,857 | 388,604 | 425,379 |
| 拨备覆盖率 (%)      | 326.2   | 367.0   | 330.9   | 313.1   | 303.6   |
| 核心一级资产充足率 (%)  | 9.7     | 9.3     | 8.8     | 8.8     | 8.8     |
| 资本充足率 (%)      | 12.6    | 11.9    | 12.5    | 12.3    | 11.9    |
| ROE (%)        | 20.7    | 20.9    | 19.3    | 17.3    | 16.5    |
| ROA (%)        | 1.2     | 1.2     | 1.2     | 1.1     | 1.1     |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 经营稳健，派息能力强

分析员：曹 柱 Richard Cao

工商银行(01398 HK)

评级：收集

股价：HK\$5.660

目标价：HK\$5.92

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)            | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)    | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 529,720             | 238,532               | 0.683        | 14.4         | 6.7                   | 3.218        | 1.4           | 0.239        | 5.3          | 22.9       |
| 2013A                                         | 578,901             | 262,649               | 0.749        | 9.7          | 4.7                   | 3.626        | 1.2           | 0.262        | 5.9          | 21.9       |
| 2014F                                         | 633,005             | 279,542               | 0.796        | 6.2          | 5.6                   | 4.266        | 1.0           | 0.279        | 6.2          | 20.2       |
| 2015F                                         | 676,577             | 294,468               | 0.838        | 5.3          | 5.3                   | 4.812        | 0.9           | 0.294        | 6.6          | 18.5       |
| 2016F                                         | 737,042             | 312,098               | 0.888        | 6.0          | 5.0                   | 5.390        | 0.8           | 0.311        | 7.0          | 17.4       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 351,392.8    |              | 大股东 Major shareholder |              | 汇金 35.5%      |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 1,988,883.2  |              | 流通比例 Free float (%)   |              | 29.2          |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 336,103.4    |              | 15年存贷比 15 LDR (%)     |              | 71.7          |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 5.700/4.330  |              | 15年净息差 15 NIM (%)     |              | 2.5           |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 7.6/16.9/15.2 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 9.2/14.0/13.9 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

2014年前三季度，公司实现4,695亿元人民币的营业利润，同比增长8.6%。其中，净利息收入达3,629亿元人民币，同比增长10.8%。受监管层要求降低服务性收费的影响，净手续费收入同比增速从2014年上半年的8.7%放缓至2014年前三季度的5.6%。公司2014年前三季度的归属公司股东净利润达2,205亿元人民币，同比增长7.3%，增速比2013年同期下滑3.4个百分点。预计公司2014年第四季度净利润将受到监管层要求降低服务性收费、存贷款非对称性降息、存款利率上浮到基准利率的1.2倍等负面因素的影响，增速将进一步放缓。

预计2014–2015的每股盈利将分别为0.796及0.838元人民币，同比增长6.2%及5.3%。我们预计公司未来几年仍有较强的派息能力。当前股价下，我们预计公司2014年与2015年的派息率分别为6.2%与6.6%，将会对公司的股价提供稳固的支撑。我们给予公司「收集」评级，目标价为5.92港元。

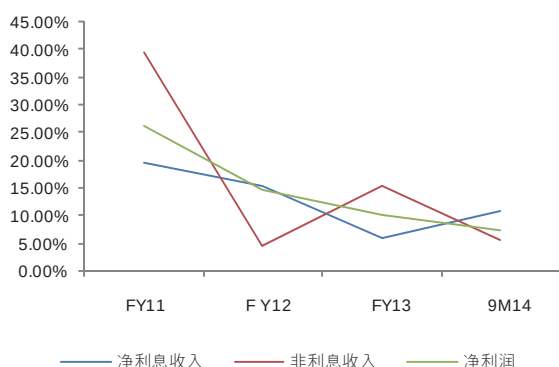
### 正面因素分析

- 贷存比较低，同时存款具渠道优势，预计受央行存贷款非对称性降息、存款利率上浮到基准利率的1.2倍的影响相对较小。
- 公司积极进行海外扩张，未来将会受益人民币国际化，海外收入将成为未来又一盈利主要来源。
- 公司的资本充足率相对较高，抵御风险能力较强。

### 风险分析

- 利率市场化下，公司的净息差下滑幅度超预期。
- 公司对公贷款占比较高，国家经济结构进一步调整，其贷款质量下滑有超预期风险。

工行净利息收入、非利息收入、净利润同比增速



资料来源：公司。

### 负面因素分析

- 放开民营银行准入，公司面临市场份额进一步下滑。
- 《存款保险条例(草案)》推出，意味着存款保险制度即将出台，这预计将降低公司未来几年的盈利能力。
- 不良贷款率预计将继续攀升。

### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 利息收入          | 721,439   | 767,111   | 824,644   | 878,246   | 948,506   |
| 利息支出          | (303,611) | (323,776) | (338,610) | (360,680) | (390,582) |
| 净利息收入         | 417,828   | 443,335   | 486,035   | 517,566   | 557,924   |
| 手续费及佣金收入      | 115,881   | 134,550   | 143,969   | 155,486   | 174,144   |
| 手续费及佣金支出      | (9,817)   | (12,224)  | (13,447)  | (15,306)  | (15,740)  |
| 净利息收入         | 106,064   | 122,326   | 130,522   | 140,180   | 158,404   |
| 其它净收入         | 5,828     | 13,240    | 16,448    | 18,831    | 20,714    |
| 营业总收入         | 529,720   | 578,901   | 633,005   | 676,577   | 737,042   |
| 营业费用          | (189,940) | (204,140) | (221,552) | (233,419) | (252,805) |
| 贷款减值损失准备      | (32,572)  | (38,098)  | (47,019)  | (58,829)  | (76,544)  |
| 拨备后经营利润       | 307,208   | 336,663   | 364,434   | 384,329   | 407,692   |
| 税收            | (69,996)  | (75,572)  | (86,215)  | (90,818)  | (96,256)  |
| 税后利润          | 238,691   | 263,188   | 279,878   | 294,822   | 312,473   |
| 股东应占利润        | 238,532   | 262,649   | 279,542   | 294,468   | 312,098   |
| 每股盈利(人民币)     | 0.683     | 0.749     | 0.796     | 0.838     | 0.888     |

### 重要财务比率

|               | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 不履约贷款(NPL)    | 74,575  | 93,689  | 111,652 | 150,163 | 191,500 |
| 不履约贷款比率(%)    | 0.8     | 0.9     | 1.1     | 1.2     | 1.3     |
| 贷款减值损失准备(LLR) | 220,403 | 240,959 | 263,907 | 294,211 | 380,975 |
| 拨备覆盖率(%)      | 295.5   | 257.2   | 236.4   | 195.9   | 198.9   |
| 核心一级资产充足率(%)  | 10.5    | 10.6    | 11.1    | 11.1    | 11.1    |
| 资本充足率(%)      | 13.1    | 13.1    | 13.9    | 13.7    | 13.8    |
| ROE(%)        | 22.9    | 21.9    | 20.2    | 18.5    | 17.4    |
| ROA(%)        | 1.4     | 1.4     | 1.4     | 1.4     | 1.3     |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 小微贷款占比下滑

分析员：曹 柱 Richard Cao

民生银行 (01988 HK)

评级：收集

股价：HK\$10.200

目标价：HK\$11.90

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)            | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 103,111             | 37,686                | 1.107        | 56.1         | 7.4                   | 4.952        | 1.7            | 0.250        | 3.0          | 25.3       |
| 2013A                                         | 115,886             | 42,278                | 1.242        | 12.2         | 6.4                   | 6.002        | 1.3            | 0.215        | 2.7          | 22.7       |
| 2014F                                         | 127,193             | 46,282                | 1.360        | 9.5          | 5.9                   | 7.150        | 1.1            | 0.218        | 2.7          | 20.7       |
| 2015F                                         | 136,904             | 49,190                | 1.445        | 6.3          | 5.6                   | 8.381        | 1.0            | 0.231        | 2.9          | 18.6       |
| 2016F                                         | 160,387             | 53,423                | 1.569        | 8.6          | 5.1                   | 9.724        | 0.8            | 0.251        | 3.1          | 17.3       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 34,039.6     |              | 大股东 Major shareholder |              | 安邦保险 14.1%     |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 347,203.9    |              | 流通比例 Free float (%)   |              | 85.9           |              |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 63,901.1     |              | 15年存贷比 15 LDR (%)     |              | 72.7           |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 10.300/5.925 |              | 15年净息差 15 NIM (%)     |              | 2.4            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 20.9/45.1/45.8 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 22.5/42.2/44.5 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

截至2014年9月30日，小微贷款余额为4,063亿元人民币，占总贷款的23.2%。小微贷款比2014年6月底继续下滑。这显示公司在优质小微贷款竞争激烈的情况下，公司的贷款战略转变。在2013年下半年到2014年一季度，由于监管层对影子银行的严格监管，公司的同业资产在总资产中的占比大幅下滑。从2014年二季度以来，公司的同业资产开始反弹。截至2014年9月底，公司的同业资产比2014年6月底增长10.8%，比年初增长21.0%。同业资产在总资产中的占比比2014年3月底上升3.8个百分点至24.6%，比2013年底的23.8%占比略高。

我们预期公司2014–2015的每股盈利将分别为1.360及1.445元人民币。由于同业监管的落地带来的不确定性风险的降低，以及好于预期的贷款增速将会推升公司的估值，我们给予公司「收集」评级，目标价为11.90港元。

### 正面因素分析

- 国家针对小微企业的定向宽松货币政策，公司获益。
- 公司在小微贷款领域积累了丰富的资源与管理经验。
- 社区银行有望成为未来公司新的存款来源以及利润增长点。

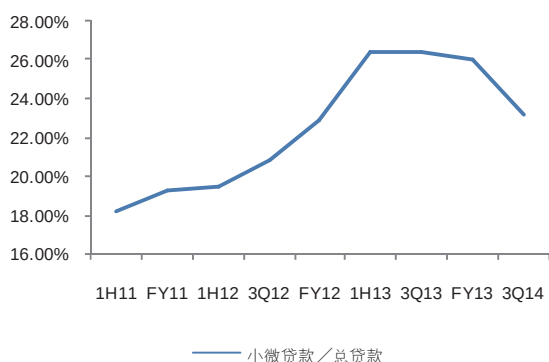
### 负面因素分析

- 公司的活期存款占比较低，大量依赖协议存款，为此，受利率市场化的影响预计比较大。
- 公司不良贷款率面临上行的压力。
- 拨备覆盖率较低，拨备计提压力较大。

### 风险分析

- 公司原董事长董文标辞职，管理层变动对公司未来经营策略带来不确定性。
- 安邦保险成为公司控股股东，公司经营策略存在着变数。
- 利率市场化下，公司的净息差下滑超预期。

公司小微企业贷款占比



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F     | 2016F     |
|----------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 利息收入           | 151,887  | 182,154  | 174,342  | 203,989   | 227,580   |
| 利息支出           | (74,734) | (99,121) | (90,098) | (121,453) | (137,037) |
| 净利息收入          | 77,153   | 83,033   | 84,244   | 82,536    | 90,543    |
| 手续费及佣金收入       | 22,091   | 33,061   | 43,021   | 54,053    | 69,038    |
| 手续费及佣金支出       | (1,568)  | (3,105)  | (3,838)  | (4,582)   | (5,559)   |
| 手续费及佣金净收入      | 20,523   | 29,956   | 39,183   | 49,472    | 63,479    |
| 营业收入           | 103,111  | 115,886  | 127,193  | 136,904   | 160,387   |
| 经营费用           | (42,889) | (45,962) | (48,333) | (52,434)  | (61,428)  |
| 拨备前经营利润        | 60,052   | 69,792   | 78,721   | 84,324    | 98,806    |
| 减值拨备           | (9,197)  | (12,989) | (16,236) | (17,860)  | (28,151)  |
| 拨备后经营利润        | 50,855   | 56,803   | 62,485   | 66,464    | 70,654    |
| 税收             | (12,344) | (13,869) | (15,406) | (16,365)  | (17,375)  |
| 股东应占利润         | 37,686   | 42,278   | 46,282   | 49,190    | 53,423    |
| 每股盈利 (人民币)     | 1.107    | 1.242    | 1.360    | 1.445     | 1.569     |

重要财务比率

|                | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 不履约贷款 (NPL)    | 10,523 | 13,085 | 16,531 | 20,474 | 25,496 |
| 不履约贷款比率 (%)    | 0.8    | 0.9    | 1.0    | 1.1    | 1.2    |
| 贷款减值损失准备 (LLR) | 33,098 | 34,816 | 38,621 | 44,344 | 53,938 |
| 拨备覆盖率 (%)      | 314.5  | 266.1  | 233.6  | 216.6  | 211.6  |
| 核心一级资产充足率 (%)  | n.a.   | 8.7    | 9.3    | 9.4    | 9.5    |
| 资本充足率 (%)      | 10.8   | 10.7   | 11.2   | 11.2   | 11.3   |
| ROE (%)        | 25.3   | 22.7   | 20.7   | 18.6   | 17.3   |
| ROA (%)        | 1.4    | 1.3    | 1.4    | 1.3    | 1.3    |

资料来源：公司、国泰君安国际。



# 盈利预计将低增长

分析员：曹 柱 Richard Cao

交通银行(03328 HK)

评级：中性

股价：HK\$7.240

目标价：HK\$5.93

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)            | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 148,188             | 58,369                | 0.884        | 7.9          | 6.6                   | 5.116        | 1.1            | 0.240        | 4.1          | 17.9       |
| 2013A                                         | 165,070             | 62,295                | 0.839        | (5.1)        | 6.7                   | 5.650        | 1.0            | 0.260        | 4.6          | 15.6       |
| 2014F                                         | 178,189             | 64,669                | 0.871        | 3.8          | 6.6                   | 6.260        | 0.9            | 0.270        | 4.7          | 14.6       |
| 2015F                                         | 193,038             | 65,629                | 0.884        | 1.5          | 6.5                   | 6.874        | 0.8            | 0.274        | 4.8          | 13.5       |
| 2016F                                         | 210,929             | 67,341                | 0.907        | 2.6          | 6.3                   | 7.507        | 0.8            | 0.281        | 4.9          | 12.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 74,262.7     |              | 大股东 Major shareholder |              | 财政部门 26.5%     |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 537,662.1    |              | 流通比例 Free float (%)   |              | 73.5           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 44,188.4     |              | 15年存贷比 15 LDR (%)     |              | 73.1           |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 7.300/4.530  |              | 15年净息差 15 NIM (%)     |              | 2.2            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 12.6/33.8/40.7 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 14.2/30.9/39.4 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

截至2014年9月30日，公司的总存款与总贷款达4.1万亿元人民币与3.4万亿元人民币，分别比年初下滑0.8%与增长4.5%。由于公司的存款比年初负增长，三季度末，公司的存贷比继续攀升至73.9%，比2013年底高0.5个百分点。截至2014年9月30日，公司的不良贷款率达1.17%，比年初上升12个基点，显示公司的资产质量继续下滑。与工商银行与建设银行相比，公司不良贷款率仍较高。截至2014年9月底，公司的不良贷款覆盖率比年初下滑12.4个百分点至201.3%，但仍比工商银行与建设银行低。这显示公司未来一段时间内面临一定的拨备计提压力。

预计公司2014–2015的每股盈利将分别为0.871及0.884元人民币，同比分别增长3.8%及1.5%。预计在不良贷款相对较快攀升而拨备覆盖率不高的情况下，公司拨备计提以及核销压力未来仍较大。为此，我们给予公司「中性」评级，目标价为5.93港元。

## 正面因素分析

- 拥有较好的资本管理能力，资本充足率相对较高。
- 公司高管增持交行股票，有利于公司业绩长期可持续发展。
- 混合所有制改革，有利于进一步挖掘公司的经营潜力。

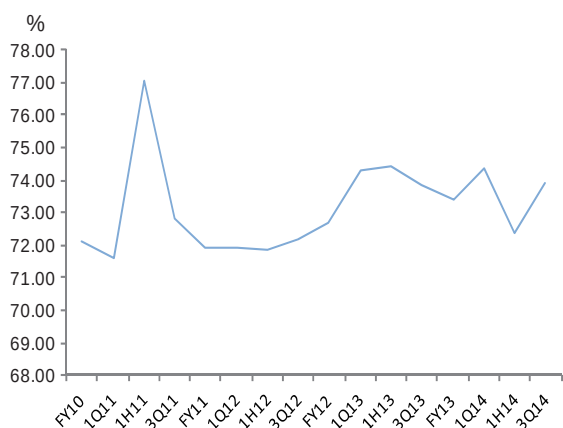
## 负面因素分析

- 公司的网点主要集中在经济发达地区，吸储成本较高。
- 不良贷款攀升较快，拨备计提压力较大。

## 风险分析

- 公司2014年全三季度存款出现负增长，未来仍面临存款流失风险。
- 未来盈利步入低增长长期。

交行的存贷比



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 利息收入          | 240,596   | 259,292   | 299,721   | 330,482   | 365,583   |
| 利息支出          | (120,470) | (128,634) | (161,757) | (185,256) | (212,194) |
| 净利息收入         | 120,126   | 130,658   | 137,965   | 145,226   | 153,389   |
| 手续费及佣金收入      | 24,126    | 29,405    | 32,425    | 37,520    | 43,361    |
| 手续费及佣金支出      | (3,244)   | (3,437)   | (3,601)   | (3,958)   | (4,345)   |
| 手续费及佣金净收入     | 20,882    | 25,968    | 28,825    | 33,562    | 39,016    |
| 其它净收入         | 7,180     | 8,444     | 11,399    | 14,249    | 18,524    |
| 营业总收入         | 148,188   | 165,070   | 178,189   | 193,038   | 210,929   |
| 营业费用          | (58,440)  | (66,751)  | (71,260)  | (75,999)  | (81,722)  |
| 贷款减值损失准备      | (14,537)  | (18,410)  | (24,298)  | (33,289)  | (43,275)  |
| 拨备后经营利润       | 75,211    | 79,909    | 82,631    | 83,750    | 85,932    |
| 税收            | (16,739)  | (17,448)  | (17,794)  | (17,952)  | (18,419)  |
| 税后利润          | 58,472    | 62,461    | 64,836    | 65,799    | 67,512    |
| 股东应占利润        | 58,369    | 62,295    | 64,669    | 65,629    | 67,341    |
| 每股盈利(人民币)     | 0.884     | 0.839     | 0.871     | 0.884     | 0.907     |

重要财务比率

|               | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 不履约贷款(NPL)    | 26,995 | 34,310 | 31,160 | 29,192 | 29,077  |
| 不履约贷款比率(%)    | 0.9    | 1.1    | 1.2    | 1.3    | 1.4     |
| 贷款减值损失准备(LLR) | 67,671 | 73,305 | 82,889 | 99,339 | 123,332 |
| 拨备覆盖率(%)      | 250.7  | 213.7  | 176.7  | 168.0  | 169.4   |
| 核心一级资产充足率(%)  | 11.2   | 9.8    | 9.8    | 9.5    | 9.1     |
| 资本充足率(%)      | 14.1   | 12.1   | 11.9   | 11.7   | 11.6    |
| ROE (%)       | 17.9   | 15.6   | 14.6   | 13.5   | 12.6    |
| ROA (%)       | 1.2    | 1.1    | 1.0    | 1.0    | 0.9     |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 受益「二次转型」，盈利增长稳定

分析员：曹 柱 Richard Cao

招商银行(03968 HK)

评级：收集

股价：HK\$19.460

目标价：HK\$23.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)            | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)   | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|-----------------------|--------------|------------|----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 113,367             | 45,268                | 2.098         | 25.3         | 7.5                   | 9.289        | 1.7        | 0.630          | 4.0          | 24.8       |
| 2013A                                         | 132,604             | 51,743                | 2.052         | (2.2)        | 7.4                   | 10.526       | 1.4        | 0.620          | 4.1          | 22.2       |
| 2014F                                         | 156,464             | 58,427                | 2.317         | 12.9         | 6.6                   | 13.499       | 1.1        | 0.700          | 4.6          | 19.3       |
| 2015F                                         | 176,212             | 63,407                | 2.514         | 8.5          | 6.1                   | 16.423       | 0.9        | 0.760          | 4.9          | 16.8       |
| 2016F                                         | 195,369             | 69,586                | 2.759         | 9.7          | 5.6                   | 18.760       | 0.8        | 0.834          | 5.4          | 15.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 25,219.8      |              | 大股东 Major shareholder |              |            | 招商局集团 18.8%    |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 490,777.3     |              | 流通比例 Free float (%)   |              |            | 81.2           |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 29,304.7      |              | 15年存货比 15 LDR (%)     |              |            | 75.5           |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 19.960/12.120 |              | 15年净息差 15 NIM (%)     |              |            | 2.4            |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                       |              |            | 21.2/46.5/23.9 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                       |              |            | 22.8/43.6/22.7 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2010年开始「二次战略转型」，着力提高资本效率以及贷款利率风险定价水平。公司13年管理层变更后，新管理层将「新资本市场业务」、「网络银行业务」、「战略性重点批发」业务作为公司发展的着力点。受「二次转型」以及新领导层战略风格变化的影响，前三季度非利息收入同比增长56.3%，而三季度末的同业资产以及投资分别比年初上升了27.9%与31.5%。预计公司在新战略的驱动下，未来资产规模以及非利息收入将会稳定增长。这将会一定程度上抵消公司放贷能力不足影响，使公司未来盈利增长保持稳定。

预计公司2014–2015的每股盈利将分别为2.317及2.514元人民币。基于公司稳定的利润增速、稳定的资产质量、较强的品牌影响力、审慎经营的传统、良好的客户基础、良好的外部融资能力，我们给予公司「收集」评级，目标价为23.20港元。

### 正面因素分析

- 在新管理层强调发展新资本市场业务的情况下，同业资产以及应收投资款项预期将稳定增长，弥补其放贷能力不足，使公司整体资产增速保持稳定。
- 「二次转型」强调降低资本消耗，预计公司非利息收入将保持较高增速。

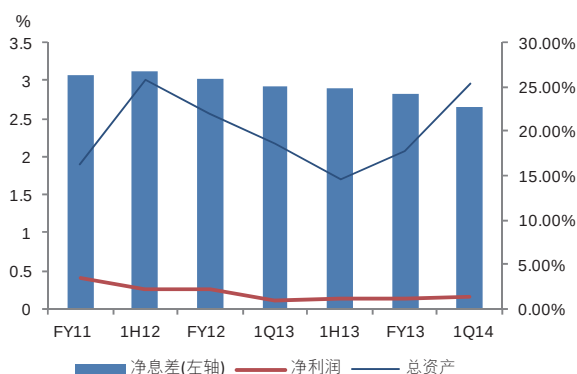
### 负面因素分析

- 活期存款下滑较快，未来存款成本面临较大的上涨压力。
- 贷存比较高，限制了公司的放款能力。
- 不良贷款率预计将继续攀升。

### 风险分析

- 民营银行放开，行业竞争加剧，公司面临高净值客户流失风险。
- 利率市场化下，公司的净息差下滑幅度超预期。

公司的净息差以及净利润、总资产的同比增速



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F     |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 利息收入           | 150,101  | 173,495  | 194,823  | 205,519  | 220,278   |
| 利息支出           | (61,727) | (74,582) | (86,227) | (93,459) | (102,735) |
| 净利息收入          | 88,374   | 98,913   | 108,596  | 112,059  | 117,543   |
| 手续费及佣金收入       | 21,167   | 31,365   | 45,753   | 62,137   | 76,418    |
| 手续费及佣金支出       | (1,428)  | (2,181)  | (3,294)  | (4,474)  | (5,731)   |
| 手续费及佣金净收入      | 19,739   | 29,184   | 42,459   | 57,663   | 70,687    |
| 其它净收入          | 5,254    | 4,507    | 5,408    | 6,490    | 7,139     |
| 保险费收入          | 414      | 435      | 456      | 479      | 503       |
| 营业总收入          | 113,367  | 132,604  | 156,464  | 176,212  | 195,369   |
| 经营费用           | (48,677) | (54,475) | (62,272) | (70,485) | (77,171)  |
| 贷款减值准备         | (5,583)  | (10,218) | (16,391) | (21,308) | (25,569)  |
| 税前经营收入         | 59,107   | 67,911   | 77,453   | 84,055   | 92,246    |
| 税收             | (14,286) | (16,683) | (19,027) | (20,649) | (22,661)  |
| 股东应占利润         | 45,268   | 51,743   | 58,427   | 63,407   | 69,586    |
| 每股盈利 (人民币)     | 2.098    | 2.052    | 2.317    | 2.514    | 2.759     |

重要财务比率

|                | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 不履约贷款 (NPL)    | 11,694 | 18,332 | 27,571 | 32,248 | 37,679 |
| 不履约贷款比率 (%)    | 0.6    | 0.8    | 1.1    | 1.2    | 1.3    |
| 贷款减值损失准备 (LLR) | 41,134 | 48,764 | 57,998 | 70,350 | 84,625 |
| 拨备覆盖率 (%)      | 351.8  | 266.0  | 210.4  | 218.2  | 224.6  |
| 核心一级资产充足率 (%)  | 8.0    | 9.0    | 9.2    | 9.4    | 9.5    |
| 资本充足率 (%)      | 11.1   | 10.9   | 11.8   | 12.2   | 12.0   |
| ROE (%)        | 24.8   | 22.2   | 19.3   | 16.8   | 15.7   |
| ROA (%)        | 1.5    | 1.4    | 1.4    | 1.3    | 1.3    |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 海外业务仍将是公司的投资亮点

分析员：曹 柱 Richard Cao

中国银行(03988 HK)

评级：买入

股价：HK\$4.370

目标价：HK\$5.25

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)            | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 366,176             | 139,432               | 0.500        | 12.3         | 7.0                   | 2.954        | 1.2            | 0.175        | 5.0          | 18.0       |
| 2013A                                         | 407,509             | 156,911               | 0.560        | 12.1         | 6.1                   | 3.307        | 1.0            | 0.196        | 5.7          | 17.9       |
| 2014F                                         | 452,936             | 169,506               | 0.607        | 8.3          | 5.7                   | 3.726        | 0.9            | 0.213        | 6.2          | 17.3       |
| 2015F                                         | 498,377             | 179,455               | 0.642        | 5.9          | 5.4                   | 4.167        | 0.8            | 0.225        | 6.5          | 16.3       |
| 2016F                                         | 553,253             | 191,238               | 0.685        | 6.6          | 5.0                   | 4.637        | 0.7            | 0.240        | 6.9          | 15.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 279,364.6    |              | 大股东 Major shareholder |              | 汇金 67.7%       |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 1,220,823.3  |              | 流通比例 Free float (%)   |              | 32.3           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 448,568.4    |              | 15年存贷比 15 LDR (%)     |              | 74.2           |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 4.400/3.030  |              | 15年净息差 15 NIM (%)     |              | 2.2            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 9.3/25.6/31.0  |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                       |              | 10.8/22.6/29.7 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司的海外业务保持强劲增长。公司海外银行业务2014年上半年的税前利润达到38.0亿美元（以当前汇率相当于人民币233.7亿元），同比上涨35.69%，占公司总税前利润的19.13%。在2014年前三季度，主要由于公司海外业务以及外汇业务的优势，公司的净利润增速比工商银行与建设银行要高。公司2014年前三季度的归属公司股东净利润达1,311亿元人民币，同比增长9.1%。预计公司在第四季度将继续受益全球经济复苏、人民币国际化以及自身海外业务的快速扩张。公司海外业务的净息差预计将受美联储量宽退出影响而扩大。这将会缓冲央行降息对内地人民币业务净息差收窄带来的负面影响。

预计公司2014–2015的每股盈利将分别为0.607及0.642元人民币。基于公司海外业务占比高、稳定的利润增速、稳定的资产质量及良好的分红能力，我们给予公司「买入」评级，目标价为5.25港元。

### 正面因素分析

- 海外业务在中资银行中占比最高，预计将受益于美国量宽退出。
- 估值为四大行中最低，有进一步提升空间。
- 由于公司的业务优势，未来将长期受益于人民币国际化。
- 公司被选为沪港通清算行，受益沪港通开通。

### 风险分析

- 公司的存贷比四大行中最高，央行非对称降息，将给公司的业绩带来压力。
- 公司作为全球性系统重要银行，面临监管层对资本充足性更高的要求。

### 负面因素分析

- 存款缺乏渠道优势，成本高于其它四大行。
- 净息差低，导致资产回报率低。

### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 利息收入          | 506,528   | 518,995   | 610,537   | 641,064   | 673,117   |
| 利息支出          | (249,564) | (235,410) | (295,194) | (295,184) | (288,373) |
| 净利息收入         | 256,964   | 283,585   | 315,343   | 345,880   | 384,744   |
| 手续费及佣金收入      | 75,198    | 88,585    | 99,259    | 110,922   | 123,401   |
| 手续费及佣金支出      | (5,275)   | (6,493)   | (7,891)   | (9,504)   | (11,333)  |
| 手续费及佣金净收入     | 69,923    | 82,092    | 91,368    | 101,419   | 112,068   |
| 其它净收入         | 39,289    | 41,832    | 46,224    | 51,078    | 56,441    |
| 营业总收入         | 366,176   | 407,509   | 452,936   | 498,377   | 553,253   |
| 营业费用          | (160,022) | (172,314) | (179,363) | (197,357) | (220,748) |
| 贷款减值损失准备      | (19,387)  | (23,510)  | (46,119)  | (60,848)  | (77,269)  |
| 拨备后经营利润       | 187,380   | 212,777   | 228,711   | 241,615   | 256,897   |
| 税收            | (41,858)  | (49,036)  | (52,375)  | (55,330)  | (58,829)  |
| 税后利润          | 145,522   | 163,741   | 176,336   | 186,285   | 198,068   |
| 股东应占利润        | 139,432   | 156,911   | 169,506   | 179,455   | 191,238   |
| 每股盈利(人民币)     | 0.500     | 0.560     | 0.607     | 0.642     | 0.685     |

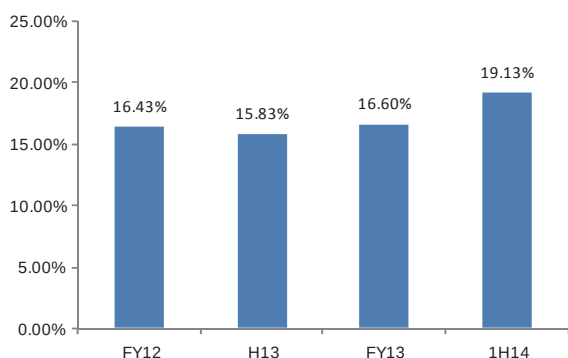
### 重要财务比率

|               | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 不履约贷款(NPL)    | 65,448  | 73,271  | 94,799  | 110,064 | 126,957 |
| 不履约贷款比率(%)    | 1.0     | 1.0     | 1.1     | 1.2     | 1.2     |
| 贷款减值损失准备(LLR) | 154,656 | 168,365 | 195,232 | 220,771 | 251,855 |
| 拨备覆盖率(%)      | 236.3   | 229.8   | 205.9   | 200.6   | 198.4   |
| 核心一级资产充足率(%)  | n.a.    | 9.7     | 10.1    | 10.1    | 10.2    |
| 资本充足率(%)      | 13.6    | 12.5    | 12.4    | 13.1    | 12.7    |
| ROE(%)        | 18.0    | 17.9    | 17.3    | 16.3    | 15.6    |
| ROA(%)        | 1.2     | 1.2     | 1.2     | 1.1     | 1.0     |

资料来源：公司。

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 中行海外商业银行业务税前利润占比



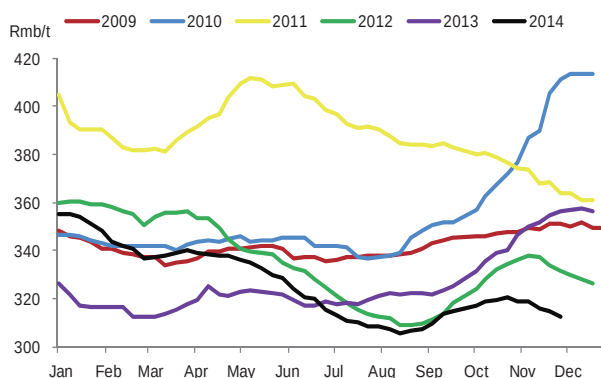
## 水泥和其它建材行业

分析员：陈 庆 Angus Chan

## 跑赢大市

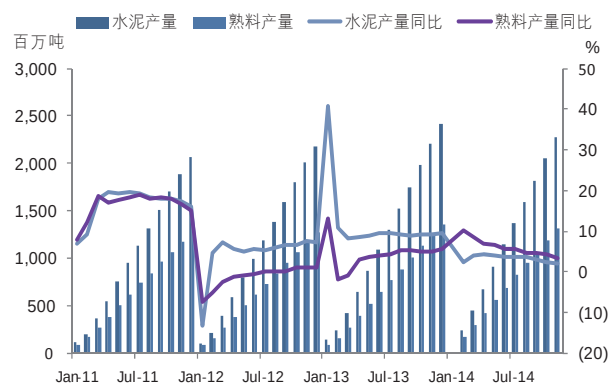
**2014年全年水泥需求较弱，南北分化明显。**2014年前11个月需求增长表现同比大幅度的下降，产量增长速度创本世纪以来同期新低的1.9%。但由于去年前三季度价格处于低位，且煤炭价格下降带来水泥制造成本下降，因此，全国水泥运行表现出整体比去年有较好的盈利增长。区域差异大，南北分化明显，依旧呈现为上半年的特点：南优北忧。前11个月，北部省份没有根本性改善，南部向好趋势明显。从全国季度的价格表现来看，一季度，水泥价格在企业主动停产维护下，保持相对高位，淡季不淡；二季度需求未能如期启动，且降雨频繁，促使价格持续走低，旺季不旺。三季度价格形势持续走低，8月份，全国平均价格已经跌入近5年来最低值，盈利能力明显下降。9月份南部省份价格呈现反弹趋势，但幅度相对温和。四季度基本已经进入淡季，水泥价格回调向下。根据数字水泥，2014年1-10月全国水泥投资完成人民币918亿元，同比下降15.3%。比前9个月增速又下降0.9个百分点，下降幅度比去年同期进一步拉大。受政策和需求减弱以及当前资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。在固定资产投资增速持续下降的大环境下，作为产能过剩产业和节能减排的重点行业之一，投资增速下降属于正常趋势。

中国水泥价格



资料来源：数字水泥。

中国水泥熟料产量累计增长率



资料来源：中国统计局。

**新增产能已到顶，国家对行业产能控制规范趋严。**新增产能继续放缓，行业共同遏制新建违规产能：根据数字水泥的统计，2014年上半年全国新增熟料产能3,106万吨，考虑到下半年仍有约4,000万吨熟料产能投放，预计全年将新增熟料产能7,000万吨左右，占2013年底新型干法熟料产能比重为4.1%，产能增速继续放缓，新增产能仍将主要集中在西北和西南地区。2014年7月和8月工信部公布了淘汰落后和过剩产能的企业第一、二批名单，2014年合计将要淘汰水泥（熟料及磨机）产能8,496万吨，其中河北地区占比最大，约为38.5%，而且大部分是磨机产能，有利于区域市场供需改善。此外，近期在水泥协会倡导下，444家水泥企业签名承诺不新建违规产能，化解产能过剩矛盾，共同维护市场秩序和行业利益。国家对水泥行规范趋严，有利于行业健康发展，随着没有新增产能的增长和更严格的染物排放标准应该会有效压制供应。

**「一带一路」对水泥行业影响正面。**随着国家主席习近平于APEC会议上宣布，中国将出资400亿美元成立丝路基金，有着中国版「马歇尔计划」之称的「一带一路」战略，继亚洲基础设施投资银行筹建备忘录签署后，再添动力。「一带一路」方案的内容将涵盖加大基础设施建设，基础设施建设对水泥需求的拉动是毫无疑问的，据悉，新疆基建拉动的水泥需求为地产的2-3倍，伴随丝绸之路经济带对交通基建的拉动，区域需求弹性更大。「一带一路」建设，将对区域经济形成实质性利好，也为西部建设带来巨大推力。

### 水泥需求与供应预测

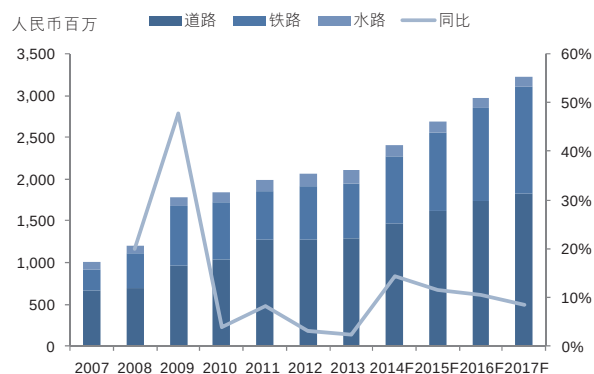
|         | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 熟料产能    | 1,370 | 1,680 | 1,762 | 1,850 | 1,899 | 1,960 | 1,999 | 2,019 | 1,999 |
| 同比      | 6%    | 23%   | 5%    | 5%    | 6%    | 3%    | 2%    | 1%    | -1%   |
| 水泥产能    | 2,425 | 2,688 | 2,942 | 3,053 | 3,171 | 3,234 | 3,298 | 3,331 | 3,298 |
| 同比      | 17%   | 11%   | 9%    | 4%    | 4%    | 2%    | 2%    | 1%    | -1%   |
| 水泥产量    | 1,629 | 1,868 | 2,063 | 2,184 | 2,402 | 2,463 | 2,512 | 2,537 | 2,550 |
| YoY %   | 17%   | 15%   | 10%   | 6%    | 10%   | 3%    | 2%    | 1%    | 1%    |
| 水泥需求    | 1,629 | 1,868 | 2,063 | 2,184 | 2,402 | 2,463 | 2,512 | 2,537 | 2,550 |
| 同比      | 17%   | 15%   | 10%   | 6%    | 10%   | 2%    | 2%    | 1%    | 0%    |
| 基础设施    | 497   | 570   | 629   | 666   | 716   | 741   | 774   | 799   | 821   |
| 同比      | 17%   | 15%   | 10%   | 6%    | 7%    | 4%    | 4%    | 3%    | 3%    |
| 房地产     | 497   | 570   | 629   | 666   | 733   | 751   | 766   | 774   | 778   |
| 同比      | 17%   | 15%   | 10%   | 6%    | 10%   | 3%    | 2%    | 1%    | 0%    |
| 农村及其它   | 635   | 729   | 805   | 852   | 954   | 970   | 972   | 964   | 951   |
| 同比      | 17%   | 15%   | 10%   | 6%    | 12%   | 2%    | 0%    | -1%   | -1%   |
| 水泥产能使用率 | 67%   | 69%   | 70%   | 72%   | 76%   | 76%   | 76%   | 76%   | 77%   |

资料来源：数字水泥、工信部、中国水泥协会、国泰君安国际。

基建投资继续支持水泥需求，房地产方面的需求可能逐步改善。2015年基建投资加快将对冲经济下行、房地产有望逐步止跌回暖、区域规划如京津冀一体化、自贸区建设等层面，需求环境整体平稳。铁路方面，中国国家发改委表示，2014年全年可完成铁路投资人民币8,000亿元、投产新线里程7,000公里的目标任务；而且发改委还在继续推进一批国家干线铁路项目的前期工作。据国家铁路「十二五」(2011年至2015年)规划，到2015年铁路通车里程要达12万公里，若要达规划要求，2014及2015年两年内完成1.6万公里，因此最后两年加大铁路投资，以完成「十二五」规划将势在必行，2015年铁路投资或有超预期可能。从房地产业销售数据来看，1-11月份，商品房销售面积101,717万平方米，同比下降8.2%，降幅比1-10月份扩大0.4个百分点；商品房销售额64,481亿元，下降7.8%，降幅比1-10月份收窄0.1个百分点。从单月情况来看，11月商品房销售面积13,223万平方米，商品房销售额8,096亿元，均创2014年各月新高。从房地产业社会投资量价方面来看，2014年1-11月份，全国房地产开发投资86,601亿元，同比名义增长11.9%，增速比1-10月份回落0.5个百分点。其中，住宅投资58,676亿元，增长10.5%，增速回落0.6个百分点。房屋新开工面积164,705万平方米，下降9.0%，降幅扩大3.5个百分点。其中，住宅新开工面积114,637万平方米，下降13.1%。2015年投资增速可能仍将继续下探，政策松绑效果的显现及货币政策调整的开启，反映到投资上的改善还需要一段时间，触底的时点较可能出现在2015年下半年。

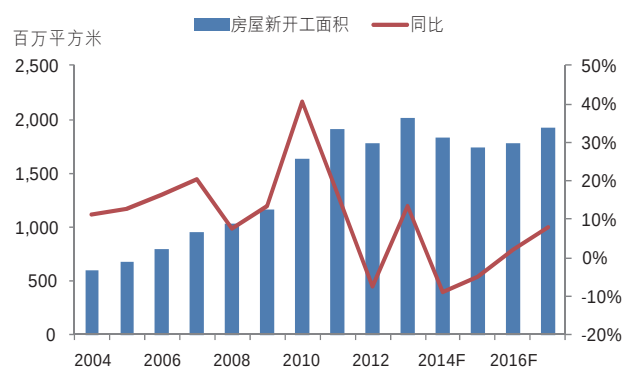
111

### 中国交通投资预测



资料来源：交通部、中国铁道总公司、国泰君安国际。

### 商品房新开工面积的增速

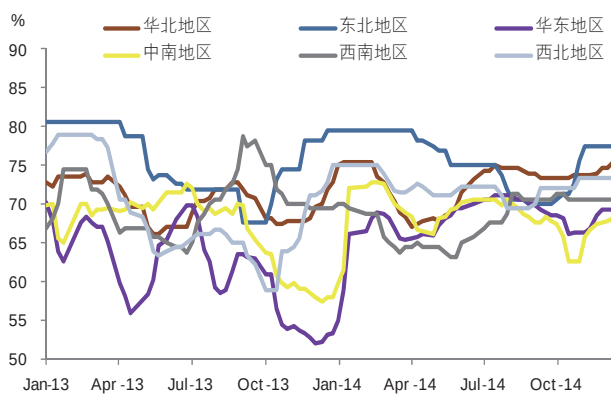


资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

水泥价格2015年同比有可能轻微下跌，2015年水泥行业并购重组为重点。水泥价格下滑趋势将影响到2015年上半年。预计2015年上半年个别地区水泥价格可能维持四季度疲软势头，南北分化依然明显。并购重组已经成为行业提升、企业扩张的关键手段。近年来，以股权合作方式推动业务合作，已经成为国内优势水泥企业的

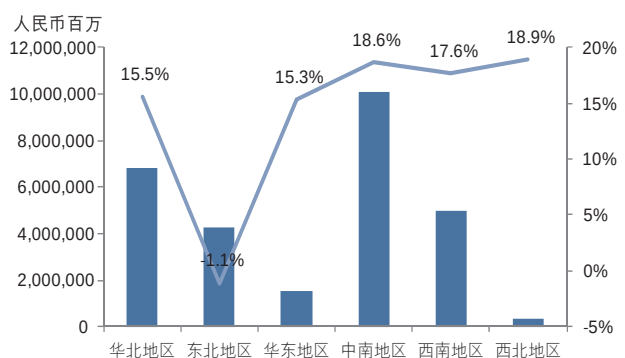
重要发展策略。除中国建材之外，海螺水泥也在深入开展以股权合作推动业务合作的发展策略。以青松建化为例，青松建化2014年初公告，2013年7月至2014年1月期间，海螺水泥买入青松建化股份共计6,893.96万股，占青松建化总股本的5%。这也是2014年第一个水泥企业买入同行股票的案例。海螺水泥共计持有青松建化股份20.73%；海螺水泥及其一致行动人芜湖海螺水泥有限公司合计持有青松建化股份25.08%，持股比例已经逼近青松建化大股东阿拉尔统众国资经营公司26.21%的比例。实际上，早在2012年，海螺水泥通过认购青松建化增发的股份就已经成为青松建化的第二大股东。除青松建化之外，海螺水泥还曾买入巢东股份、冀东水泥、祁连山、福建水泥、华新水泥、万年青、同力水泥股份。根据海螺水泥2014年半年报，截至2014年6月30日，海螺水泥持有巢东股份16.28%股份、冀东水泥19.84%股份、青松建化28.17%股份。近期，有多起水泥行业并购案例。最新的一个案例是，亚泥(1102 TW) 12月1日公告，再度加码买进山水水泥(00691 HK)股份，持股比例将由13.42%增至20.90%。亚泥为台湾龙头水泥企业，山水水泥是山东和辽宁地区最大的水泥企业。优势水泥企业以战略投资者身份成为其它大中型水泥企业的股东，将为双方开展更加深入的业务合作、实现协作效应奠定坚实基础。我们在2015年应该可以看到更多的并购重组出现。

中国水泥库存比



资料来源：数字水泥。

2014年首11月中国地区固定资产投资



资料来源：中国统计局。

## 投资建议

行业评级为「跑赢大市」，首选海螺。虽然2015年水泥价格可能会比2014年弱，但我们认为现时行业估值已反映负面因素。我们认为基建投资仍然会支持水泥需求，存款利率下调和降准的预期会对水泥行业有正面影响。另外，「一带一路」，伴随丝绸之路经济带对交通基建的拉动，区域需求弹性更大。「一带一路」建设，将对区域经济形成实质性利好，也为西部建设带来巨大推力。水泥行业的大方向是进行并购重组，海螺(00914 HK)是我们的首选。海螺在很多地区都具有领先的市场地位，它具有独特的成本优势超过其它同行。另外海螺的现金流和现金存款充裕，相信可以支持任何可能出现的大并购机会。投资者可以考虑在淡季收集海螺，我们给予行业「跑赢大市」评级。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 安徽海螺   | 00914 | 29.050   | 收集   | 9.9      | 8.7      | 8.3      | 1.6      | 19.4       | 2.3      |
| 华润水泥   | 01313 | 5.020    | 收集   | 7.5      | 7.6      | 7.3      | 1.0      | 14.5       | 2.9      |
| 中国建材   | 03323 | 7.540    | 中性   | 5.5      | 5.2      | 5.0      | 0.7      | 14.5       | 2.9      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 8.7      | 7.9      | 7.5      | 1.3      | 17.8       | 2.5      |

资料来源：国泰君安国际。



## 行业并购重组新常态的受益者

分析员：陈 庆 Angus Chan

安徽海螺(00914 HK)

评级：收集

股价：HK\$29.050

目标价：HK\$36.80

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( Δ %)   | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|-----------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 45,766              | 6,331                 | 1.195        | (45.4)          | 19.6                           | 9.159        | 2.6        | 0.250        | 1.1          | 13.6       |
| 2013A                                         | 55,262              | 9,389                 | 1.772        | 48.3            | 12.8                           | 10.523       | 2.2        | 0.350        | 1.5          | 18.0       |
| 2014F                                         | 62,797              | 12,305                | 2.322        | 31.0            | 9.9                            | 12.495       | 1.8        | 0.459        | 2.0          | 20.2       |
| 2015F                                         | 70,109              | 13,996                | 2.641        | 13.7            | 8.7                            | 14.677       | 1.6        | 0.522        | 2.3          | 19.4       |
| 2016F                                         | 73,688              | 14,705                | 2.775        | 5.1             | 8.3                            | 16.930       | 1.4        | 0.548        | 2.4          | 17.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 5,299.3         | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 安徽海螺 36.8%   |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 152,355.0       | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              | 32.0         |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 12,422.5        | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              | 净现金          |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 35.700/24.000   |                                |              |            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              | 10.7/17.1/1.0   |                                |              |            |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              | 12.3/14.2/(0.2) |                                |              |            |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

我们认为海螺水泥现时股价已经反映基建、房地产等固定资产投资放缓和最近疲软水泥价格。中国水泥行业将受益于正在改善中的供需平衡。我们认为海螺水泥仍是行业整合较好的选择。随着资本开支增加和并购活动加速，公司有望扩大其在其它地区的领导地位。此外，海螺已经进军缅甸和印度尼西亚，并研究其它东南亚市场。海螺依然是我们水泥行业的首选，主要因为其成本优势和布局在正确的区域（中部，南部和东部地区）。另外我们对其骨料业务的发展看法是正面的，骨料将成为未来增长动力。

我们认为海螺是行业中的首选。投资评级为「收集」。目标价36.80港元，相当于12.5倍/11.0倍/10.5倍的2014/2015/2016年市盈率。

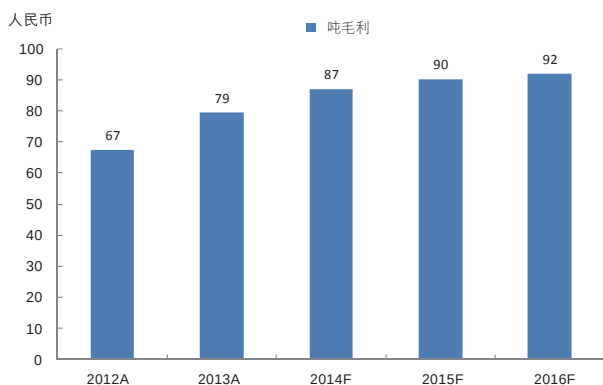
### 正面因素分析

- 净负债率在同业中比较低，而且还会继续下降。
- 区域生产成本优势巨大。
- 净负债率低，可能会加大派息。
- 印度尼西亚项目2015年可能开始贡献利润，吨毛利可观。
- 骨料将成为未来增长动力。

### 风险分析

- 如果煤炭价格上涨影响吨毛利。
- 基建投资和房地产投资增速放慢对水泥需求影响较大。

水泥吨毛利



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 房地产调控可能产生，影响需求。
- 三四线城市房地产库存较高，去库存缓慢。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 45,766   | 55,262   | 62,797   | 70,109   | 73,688   |
| 销售成本           | (33,265) | (37,275) | (41,060) | (45,541) | (47,856) |
| 毛利             | 12,502   | 17,987   | 21,737   | 24,568   | 25,832   |
| 分销及销售费用        | (2,280)  | (2,685)  | (3,077)  | (3,435)  | (3,537)  |
| 行政开支           | (2,178)  | (2,563)  | (2,912)  | (3,251)  | (3,537)  |
| 营业利润           | 8,044    | 12,739   | 15,747   | 17,881   | 18,758   |
| 其它收入           | 1,242    | 1,118    | 1,141    | 1,165    | 1,188    |
| 应占联营公司利润       | (5)      | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 共同控制实体的利润分享    | (18)     | (26)     | (29)     | (32)     | (35)     |
| 财务成本           | (1,137)  | (1,161)  | (1,102)  | (1,091)  | (1,080)  |
| 除税前溢利          | 8,044    | 12,739   | 15,747   | 17,881   | 18,758   |
| 税收             | (1,639)  | (2,850)  | (3,152)  | (3,585)  | (3,766)  |
| 少数股东权益         | (156)    | (432)    | (302)    | (344)    | (361)    |
| 净利润            | 6,331    | 9,389    | 12,305   | 13,996   | 14,705   |
| 每股盈利 (人民币)     | 1.195    | 1.772    | 2.322    | 2.641    | 2.775    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.250    | 0.350    | 0.459    | 0.522    | 0.548    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 27.3  | 32.5  | 34.6  | 35.0  | 35.1  |
| 经营利润率 (%)   | 17.6  | 23.1  | 25.1  | 25.5  | 25.5  |
| 净利率 (%)     | 13.8  | 17.0  | 19.6  | 20.0  | 20.0  |
| 资产收益率 (%)   | 7.4   | 10.4  | 12.3  | 12.3  | 11.5  |
| 股东资金回报率 (%) | 13.6  | 18.0  | 20.2  | 19.4  | 17.6  |
| 流动比率 (倍)    | 1.6   | 1.7   | 1.9   | 2.1   | 2.3   |
| 速动比率 (倍)    | 0.6   | 0.8   | 0.9   | 1.2   | 1.4   |
| 净负债比率 (%)   | 32.8  | 20.7  | 9.7   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 华南地区供给关系较健康

分析员：陈 庆 Angus Chan

### 华润水泥(01313 HK)

评级：收集

股价：HK\$5.020

目标价：HK\$6.70

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>( Δ %)     | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%)  | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|-------------------|--------------------------------|---------------|------------|---------------|---------------|------------|
| 2012A                                         | 25,345               | 2,324                  | 0.357         | (44.4)            | 14.1                           | 3.279         | 1.5        | 0.070         | 1.4           | 11.4       |
| 2013A                                         | 29,341               | 3,338                  | 0.512         | 43.6              | 9.8                            | 3.805         | 1.3        | 0.105         | 2.1           | 14.5       |
| 2014F                                         | 33,140               | 4,388                  | 0.672         | 31.2              | 7.5                            | 4.323         | 1.2        | 0.148         | 2.9           | 16.5       |
| 2015F                                         | 34,847               | 4,343                  | 0.665         | (1.0)             | 7.6                            | 4.842         | 1.0        | 0.146         | 2.9           | 14.5       |
| 2016F                                         | 37,620               | 4,519                  | 0.692         | 4.0               | 7.3                            | 5.381         | 0.9        | 0.152         | 3.0           | 13.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        |               | 6,532.9           | 大股东 Major shareholder          |               |            |               | 中国华润总公司 73.3% |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        |               | 32,795.3          | 流通比例 Free float (%)            |               |            |               | 26.3          |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                      |                        |               | 8,420.6           | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |               |            |               | 59.4          |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        |               | 6.350/4.350       |                                |               |            |               |               |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               | (5.6)/(5.6)/(3.6) |                                |               |            |               |               |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               | (4.0)/(8.6)/(4.9) |                                |               |            |               |               |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

#### 公司近况简评和估值

2014年前9个月广东地区的水泥需求已增长17%，远高于全国的平均水平3%。展望未来，华润水泥目前已有10个获批准项目，其中一半是南方地区的。预计华润水泥的两条生产线（3.1百万吨熟料产能占总产能的3.8%）将于2016年年初开始运作，安徽海螺12,000吨/天的熟料生产线，其生产线总产能可为3.7百万吨（占总产能的4.5%）预计于2015年上半年开始投产。在另一方面，我们认为水泥增长需求可能将在2015年保持稳定，主要是受惠基础设施需求推动但部分抵消房地产需求放缓。基于水泥供应和需求的温和增长前景，因此，我们认为在2015年广东省水泥需求可能保持稳定的增长。

我们对在中国南方供需平衡较为乐观，而在中国南方年初至今水泥价格表现优于全国水泥价格。我们的投资评级为「收集」。目标价为6.70港元，相当于10.0倍/10.1倍/9.7倍的2014/2015/2016年市盈率。

#### 正面因素分析

- 作为央企，资产质量较中国建材更优质。
- 华南基建建设空间较华东更大未来基建投资仍有空间。
- 进入福建市场。华东地区价格2015年也是比较乐观。

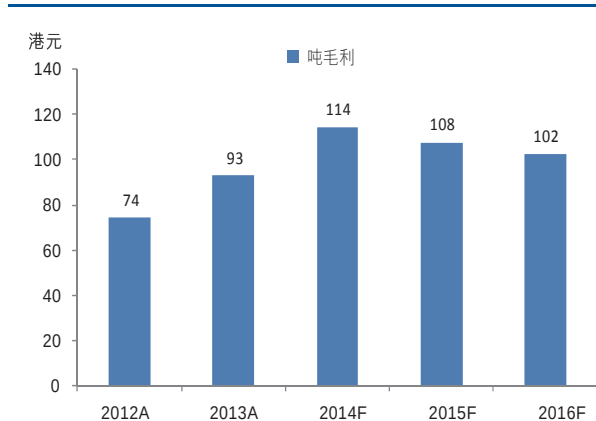
#### 负面因素分析

- 由于控制了产能增长，未来产能增速会放缓。
- 房地产调控影响需求。

#### 风险分析

- 如果煤炭价格上涨影响吨毛利。
- 山西省水泥市场有产能过剩风险。
- 华南市场可能频繁价格战。

水泥和熟料吨毛利



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 25,345   | 29,341   | 33,140   | 34,847   | 37,620   |
| 销售成本          | (19,246) | (20,981) | (22,665) | (24,315) | (26,530) |
| 毛利            | 6,100    | 8,360    | 10,475   | 10,532   | 11,090   |
| 分销及销售费用       | (1,223)  | (1,633)  | (1,845)  | (1,951)  | (2,107)  |
| 行政开支          | (1,808)  | (2,727)  | (2,717)  | (2,857)  | (3,085)  |
| 营业利润          | 3,069    | 3,999    | 5,913    | 5,723    | 5,898    |
| 其它收入          | 414      | 812      | 315      | 329      | 334      |
| 联营/共同控制实体     | 226      | 208      | 208      | 239      | 274      |
| 财务成本          | (835)    | (704)    | (690)    | (678)    | (667)    |
| 除税前溢利         | 2,873    | 4,314    | 5,746    | 5,612    | 5,839    |
| 税收            | (528)    | (1,036)  | (1,436)  | (1,347)  | (1,401)  |
| 少数股东权益        | (21)     | 60       | 78       | 78       | 81       |
| 净利润           | 2,324    | 3,338    | 4,388    | 4,343    | 4,519    |
| 每股盈利 (港元)     | 0.357    | 0.512    | 0.672    | 0.665    | 0.692    |
| 每股股息 (港元)     | 0.070    | 0.105    | 0.148    | 0.146    | 0.152    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 24.1  | 28.5  | 31.6  | 30.2  | 29.5  |
| 经营利润率 (%)   | 12.1  | 13.6  | 17.8  | 16.4  | 15.7  |
| 净利率 (%)     | 9.2   | 11.4  | 13.2  | 12.5  | 12.0  |
| 总资产收益率 (%)  | 4.5   | 6.2   | 7.6   | 7.0   | 6.9   |
| 股东资金回报率 (%) | 11.4  | 14.5  | 16.5  | 14.5  | 13.5  |
| 流动比率 (倍)    | 0.6   | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 速动比率 (倍)    | 0.2   | 0.2   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 净负债比率 (%)   | 87.2  | 71.0  | 68.4  | 59.4  | 51.9  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 宽松信贷有利于北京房市回暖

分析员：赵 睿 Ray Zhao

北京金隅(02009 HK)

评级：中性

股价：HK\$6.490

目标价：HK\$7.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)   | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 34,054              | 2,965                 | 0.692        | (14.9)       | 7.5                            | 5.347        | 1.0        | 0.071          | 1.4          | 12.9       |
| 2013A                                         | 44,790              | 3,215                 | 0.751        | 8.4          | 6.8                            | 6.135        | 0.8        | 0.078          | 1.5          | 12.2       |
| 2014F                                         | 53,923              | 3,797                 | 0.815        | 8.6          | 6.3                            | 6.800        | 0.8        | 0.085          | 1.7          | 11.7       |
| 2015F                                         | 60,425              | 4,012                 | 0.839        | 2.9          | 6.1                            | 7.557        | 0.7        | 0.087          | 1.7          | 11.1       |
| 2016F                                         | 65,033              | 4,225                 | 0.883        | 5.3          | 5.8                            | 8.352        | 0.6        | 0.092          | 1.8          | 10.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 4,784.7      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 金隅集团 47.9%     |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 31,052.9     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 50.3           |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 13,855.5     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 63.3           |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 7.100/4.900  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 10.5           |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 1.2/20.6/(3.9) |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 2.8/17.7/(5.1) |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

2014年公司受益于折扣商品房销售，房地产业务收入增速依然较快，但是市场在9月之前市场都担忧北京楼市的深度回调，其中也包括折扣商品房对北京楼价的冲击。该预期一直压制公司估值，毕竟公司大部分土地储备都在北京近郊。2014年预售面积达到220万平方米，同比增长28.7%，结转150万平方米，同比增长27.4%。部分项目结转是2012年的，未来2-3年结转面积预期能够至少增长10%-15%。据中国指数研究院统计数据显示，11月北京新房成交12,279套，突破2014年来单月纪录，成交面积121万平方米，环比上涨28%，同比大幅上升54%。无论是环比涨幅，还是同比涨幅，在一线城市楼市中均属领先。从供需上看，一线城市仍然有较大人口流入，不存在供需失衡，有利房市政策能够立即让楼市回暖。从估值上看，金隅股价与北京楼市成交高度相关，在2015年上半年能够继续回升。

目标价为7.00港元，相当于6.6倍2015年的市盈率，NAV折让24%。北京楼市较为波动，2015年上半年楼市回暖将带来正面影响，但是因为价格基数高，长期展望可能较为中性。投资评级为「中性」。

## 正面因素分析

- 地产NAV折让较大，目前北京商品房交易开始回暖。
- 公司80%的土储都在北京，天津和杭州，风险较低。只要房市政策正面，楼市回暖很快。
- 通过新增物流业务在北京拿更多工业用地。
- 北京新折扣商品房政策增加了公司工业用地增值预期。

## 风险分析

- 煤炭价格较为强势，如果煤炭价格上涨10块，吨毛利将下降1块。
- 房地产调控影响公司估值。

## 负面因素分析

- 金隅水泥业务可能进入长期盈亏平衡。
- ROA比纯房地产开发低，因为轻质建材业务盈利一般，且有大量非盈利的工业用地储备。
- 全国拿地扩张开发可能带来更多负面影响。

## 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 34,054   | 44,790   | 53,923   | 60,425   | 65,033   |
| 销售成本          | (27,400) | (36,386) | (43,587) | (49,060) | (52,917) |
| 毛利            | 6,654    | 8,404    | 10,336   | 11,366   | 12,116   |
| 经营管理费用        | (3,540)  | (4,378)  | (5,270)  | (5,906)  | (6,356)  |
| 其它费用          | (33)     | (34)     | (91)     | (102)    | (110)    |
| 经营溢利          | 3,082    | 3,992    | 4,974    | 5,357    | 5,650    |
| 利息支出          | (902)    | (1,017)  | (1,062)  | (993)    | (1,037)  |
| 其它            | 1,775    | 1,019    | 997      | 1,032    | 1,069    |
| 除税前溢利         | 3,954    | 3,994    | 4,910    | 5,396    | 5,682    |
| 所得税           | (804)    | (751)    | (1,080)  | (1,349)  | (1,421)  |
| 除税后溢利         | 3,150    | 3,243    | 3,830    | 4,047    | 4,262    |
| 少数股东权益        | (185)    | (28)     | (33)     | (35)     | (37)     |
| 净利润           | 2,965    | 3,215    | 3,797    | 4,012    | 4,225    |
| 每股盈利(人民币)     | 0.692    | 0.751    | 0.815    | 0.839    | 0.883    |
| 每股股息(人民币)     | 0.071    | 0.078    | 0.085    | 0.087    | 0.092    |

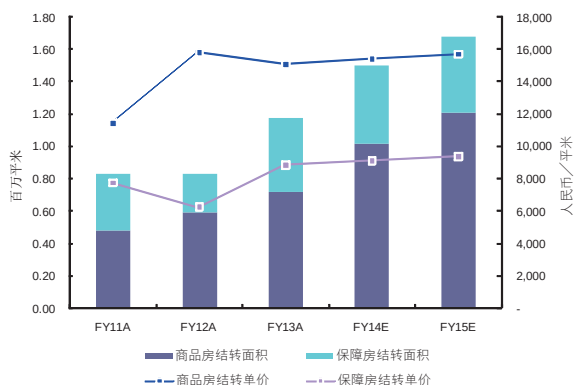
## 重要财务比率

|              | 2012A  | 2013A   | 2014F | 2015F | 2016F   |
|--------------|--------|---------|-------|-------|---------|
| 收入增长率(%)     | 23.5   | 31.5    | 20.4  | 12.1  | 7.6     |
| 净利润增长率(%)    | (13.5) | 8.4     | 18.1  | 5.7   | 5.3     |
| 毛利率(%)       | 19.5   | 18.8    | 19.2  | 18.8  | 18.6    |
| 净利率(%)       | 8.7    | 7.2     | 7.0   | 6.6   | 6.5     |
| ROE(%)       | 12.9   | 12.2    | 11.7  | 11.1  | 10.6    |
| ROA(%)       | 3.6    | 3.3     | 3.7   | 3.6   | 3.5     |
| ROIC(%)      | 4.8    | 5.2     | 5.9   | 5.8   | 5.6     |
| 自由现金流(百万人民币) | 783    | (4,560) | 930   | 947   | (1,895) |
| 净负债比率(%)     | 99.8   | 102.9   | 72.5  | 63.3  | 62.6    |

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

北京金隅房地产业务发展



## 国企改革只是略为利好，公司基本面较差

分析员：陈 庆 Angus Chan

中国建材(03323 HK)

评级：中性

股价：HK\$7.540

目标价：HK\$7.95

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%)      |  |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|-----------------|--|
| 2012A                                         | 87,218              | 5,580                 | 1.033        | (30.4)        | 5.9                            | 5.648        | 1.1        | 0.155        | 2.6          | 19.6            |  |
| 2013A                                         | 117,688             | 5,762                 | 1.067        | 3.3           | 5.5                            | 6.553        | 0.9        | 0.160        | 2.7          | 17.5            |  |
| 2014F                                         | 122,383             | 5,865                 | 1.086        | 1.8           | 5.5                            | 7.479        | 0.8        | 0.163        | 2.7          | 15.5            |  |
| 2015F                                         | 131,305             | 6,234                 | 1.155        | 6.3           | 5.2                            | 8.471        | 0.7        | 0.173        | 2.9          | 14.5            |  |
| 2016F                                         | 139,033             | 6,490                 | 1.202        | 4.1           | 5.0                            | 9.500        | 0.6        | 0.180        | 3.0          | 13.4            |  |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 5,399.0       | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 中国建材集团       | 44.4%           |  |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 40,708.5      | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              |              | 32.6            |  |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 20,751.4      | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              |              | 224.0           |  |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 8.420/6.650   |                                |              |            |              |              |                 |  |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              |              | (0.5)/7.1/(9.6) |  |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              |              | 1.1/4.2/(10.9)  |  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

2014年中国建材集团(中国建材母公司)被选定为试点运行「混合所有制模式」企业。我们相信现时为时过早去判断国企改革对中国建材的影响，具体的细节仍尚未公布。国有企业改革可能对中国建材轻微利好。中国建材是混合所有制模式的先行者。在过去数年中中国建材通过并购快速提高收入，现时绝大多数中国建材子公司在某种程度上都有私人所有制的成分。但是，在所有并购完成之后，中国建材的负债水平升至历史高位，净利率也达到低单位数，远差于其它龙头同业。我们认为混合所有制模式对中国建材来说并不太成功。此外，我们认为国企改革有可能引发潜在的发股，因为中国建材2014年的净负债比率(剔除少数股东权益)预计会超过350%。为了提升估值，我们认为资产负债表去杠杆化应是中国建材要处理的首要问题。

我们认为，中国建材重估的唯一途径就是去杠杆化，但我们并不指望这会很快发生。公司估值似乎具有吸引力，而高负债和缺乏独特的成本优势可能对投资者来说不太吸引。我们投资评级为「中性」。目标价7.95港元，相当于5.8倍/5.4倍/5.2倍的2014/2015/2016年市盈率。估值虽然不贵，但股价上升可能会有配股的风险。

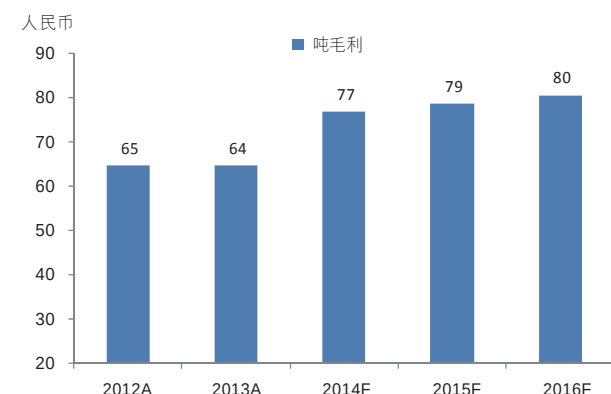
### 正面因素分析

- 华东拥有控制力。中联与山水控制了山东50%的市场，同时与海螺控制了江浙50%左右的市场。
- 扩张快速。
- 进入混凝土业务，已经在浙江湖南开始布局。

### 风险分析

- 如果煤炭价格上涨影响吨毛利。
- 基建投资和房地产投资对水泥需求影响较大。
- 混凝土业务可能影响应收款的质量。

水泥和熟料吨毛利



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 杠杆超高，未来还有可能上升。
- 未来资本开支可能持续超预期。
- 并购产生的商誉无形资产可能要减计。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F     |
|---------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业额           | 87,218   | 117,688  | 122,383  | 131,305  | 139,033   |
| 销售成本          | (67,089) | (87,550) | (89,340) | (95,747) | (100,960) |
| 毛利            | 20,128   | 30,138   | 33,043   | 35,558   | 38,073    |
| 分销及销售费用       | (3,881)  | (6,928)  | (7,465)  | (8,010)  | (8,620)   |
| 行政开支          | (5,362)  | (8,135)  | (8,934)  | (9,585)  | (10,427)  |
| 营业利润          | 10,886   | 15,075   | 16,643   | 17,963   | 19,025    |
| 其它收入          | 5,086    | 4,204    | 4,219    | 4,879    | 5,050     |
| 联营/共同控制实体     | 459      | 631      | 694      | 763      | 839       |
| 财务成本          | (6,507)  | (9,307)  | (10,189) | (10,986) | (11,776)  |
| 除税前溢利         | 9,924    | 10,603   | 11,368   | 12,619   | 13,138    |
| 税收            | (2,187)  | (2,291)  | (2,615)  | (3,029)  | (3,153)   |
| 少数股东权益        | (2,157)  | (2,550)  | (2,889)  | (3,357)  | (3,495)   |
| 净利润           | 5,580    | 5,762    | 5,865    | 6,234    | 6,490     |
| 每股盈利(人民币)     | 1.033    | 1.067    | 1.086    | 1.155    | 1.202     |
| 每股股息(人民币)     | 0.155    | 0.160    | 0.163    | 0.173    | 0.180     |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 23.1  | 25.6  | 27.0  | 27.1  | 27.4  |
| 经营利润率(%)   | 12.5  | 12.8  | 13.6  | 13.7  | 13.7  |
| 净利率(%)     | 6.4   | 4.9   | 4.8   | 4.7   | 4.7   |
| 资产收益率(%)   | 2.8   | 2.1   | 2.0   | 2.1   | 2.1   |
| 股东资金回报率(%) | 19.6  | 17.5  | 15.5  | 14.5  | 13.4  |
| 流动比率(倍)    | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| 速动比率(倍)    | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 净负债比率(%)   | 292.8 | 295.5 | 260.0 | 224.0 | 193.0 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 煤炭行业

中性

分析员：吴逸超 Leo Wu

**煤炭股表现回顾：**基本同步大市。2014年港股四家大型国内煤炭股全年的加权平均绝对回报为-1.6%，而同期恒生指数上涨1.3%，落后大市2.9个百分点，基本同步大市，符合我们年初中性的评级。中国神华、兖州煤业和伊泰煤炭全年分别下跌1.3%、6.8%、47.2%，中煤能源则上涨14.1%，成为板块中唯一上涨的个股。同时期国内A股市场重点煤炭股全年上涨37.6%，跑输上海综合指数同期的58.0%。欧美主要煤炭股全年下跌15.8%，跑输同期标准普尔500指数的14.9%。

### 各市场煤炭股表现回顾

| 公司名／地区        | 代码        | 货币  | 股价        | 市值<br>(百万港币) | 绝对回报%  |        |        | 股价范围      |           | 相对估值  |       |
|---------------|-----------|-----|-----------|--------------|--------|--------|--------|-----------|-----------|-------|-------|
|               |           |     |           |              | 1个月    | 3个月    | 1年     | 52周高位     | 52周低位     | 预测市盈率 | 预测市净率 |
| 港股市场          |           |     |           |              |        |        |        |           |           |       |       |
| 中国神华 —H       | 1088 HK   | HKD | 22.95     | 456,467      | 4.1    | 6.0    | (1.3)  | 24.75     | 19.12     | 9.2   | 1.2   |
| 中煤能源 —H       | 1898 HK   | HKD | 4.86      | 64,437       | 0.4    | 7.0    | 14.1   | 5.44      | 3.72      | 59.8  | 0.6   |
| 兖州煤业 —H       | 1171 HK   | HKD | 6.57      | 32,314       | (0.6)  | 3.1    | (6.8)  | 7.29      | 4.91      | 16.6  | 0.6   |
| 伊泰煤炭 —H       | 3948 HK   | HKD | 6.70      | 21,802       | (30.7) | (40.4) | (47.2) | 13.60     | 6.70      | 7.0   | 0.8   |
| 港股市场均值 (加权平均) |           |     |           |              | 2.1    | 4.2    | (1.6)  |           |           | 15.2  | 1.1   |
| 港股市场相对回报      |           |     |           |              | 3.7    | 1.3    | (2.9)  |           |           |       |       |
| A股市场          |           |     |           |              |        |        |        |           |           |       |       |
| 中国神华 —A       | 601088 CH | CNY | 20.29     | 510,836      | 26.9   | 30.4   | 36.7   | 20.76     | 12.66     | 10.6  | 1.4   |
| 中煤能源 —A       | 601898 CH | CNY | 6.92      | 116,139      | 36.2   | 47.5   | 47.9   | 7.38      | 3.89      | 121.4 | 1.1   |
| 兖州煤业 —A       | 600188 CH | CNY | 13.18     | 82,056       | 24.6   | 48.4   | 48.9   | 14.00     | 5.91      | 31.5  | 1.6   |
| 潞安环能          | 601699 CH | CNY | 11.54     | 33,613       | 12.3   | 24.6   | 8.2    | 12.88     | 7.22      | 32.8  | 1.5   |
| 阳泉煤业          | 600348 CH | CNY | 8.87      | 27,003       | 17.6   | 23.9   | 28.3   | 9.78      | 5.33      | 39.6  | 1.3   |
| 盘江股份          | 600395 CH | CNY | 11.92     | 24,972       | 18.6   | 43.8   | 71.6   | 13.30     | 4.96      | 44.1  | 2.6   |
| 冀中能源          | 000937 CH | CNY | 8.34      | 28,695       | 5.2    | 18.3   | 14.4   | 9.52      | 5.46      | 269.0 | 1.1   |
| 兰花科创          | 600123 CH | CNY | 10.30     | 14,895       | 7.9    | 16.3   | (0.2)  | 11.09     | 7.32      | 72.0  | 1.0   |
| A股市场均值 (加权平均) |           |     |           |              | 25.7   | 33.8   | 37.6   |           |           | 40.8  | 1.4   |
| 海外市场          |           |     |           |              |        |        |        |           |           |       |       |
| 博地能源          | BTU US    | USD | 7.76      | 16,336       | (23.2) | (36.8) | (59.3) | 19.94     | 7.23      | n.a.  | 0.6   |
| Consol能源      | CNX US    | USD | 34.09     | 60,854       | (12.9) | (9.8)  | (9.8)  | 48.30     | 31.64     | 38.1  | 1.5   |
| 阿尔法自然资源       | ANR US    | USD | 1.79      | 3,076        | (13.9) | (27.8) | (74.9) | 7.51      | 1.46      | n.a.  | 0.1   |
| 力拓公司          | RIO LN    | GBp | 2,989.00  | 670,965      | (0.1)  | (1.4)  | (9.1)  | 3,642.00  | 2,600.00  | 9.6   | 1.7   |
| 必和必拓          | BHP AU    | AUD | 29.37     | 954,171      | (5.0)  | (13.3) | (19.9) | 39.79     | 27.29     | 9.5   | 1.6   |
| 海外市场均值 (加权平均) |           |     |           |              | (3.6)  | (8.7)  | (15.8) |           |           | 10.4  | 1.6   |
| 全球指数          |           |     |           |              |        |        |        |           |           |       |       |
| 标准普尔500指数     | SPX       | USD | 2,080.35  |              | 0.8    | 6.0    | 14.9   | 2,093.55  | 1,737.92  |       |       |
| 道琼斯工业平均指数     | INDU      | USD | 17,983.07 |              | 1.0    | 6.1    | 11.0   | 18,103.45 | 15,340.69 |       |       |
| 香港恒生指数        | HSI       | HKD | 23,605.04 |              | (1.6)  | 2.9    | 1.3    | 25,362.98 | 21,137.61 |       |       |
| 香港恒生国企指数      | HSCEI     | HKD | 11,984.69 |              | 7.6    | 16.3   | 15.5   | 12,115.00 | 9,159.76  |       |       |
| 上证综合指数        | SHCOMP    | CNY | 3,234.68  |              | 20.6   | 36.9   | 58.0   | 3,239.36  | 1,974.38  |       |       |
| 沪深300指数       | SHSZ300   | CNY | 3,533.71  |              | 25.8   | 44.2   | 55.8   | 3,542.34  | 2,077.76  |       |       |

资料来源：Bloomberg。

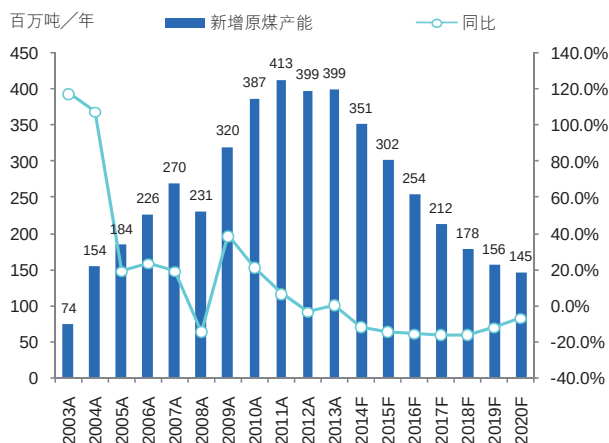
**2015年煤炭需求展望：**2015年全年用电量增速略微恢复至5%，煤炭消费量预计同比微增2.2%至39.1亿吨。2014年中国经济进一步进行结构调整，投资增速继续放缓，主要工业产品产量单位数增长。2014年首11个月用电量增速为3.7%，预计全年3.8%，比2013年的7.5%增速进一步下滑。预计2015年第一产业、第二产业、第三产业、居民用电分别增长1%、4.6%、7.0%和6.0%，全社会用电量预计增长5.0%。预计2015年火电行业耗煤数量同比增长2.6%至21.1亿吨，总原煤消费量同比增长2.2%至39.1亿吨。



**2015年煤炭产能延续过剩状态：2014/2015年预计新增3.5/3.0亿吨原煤产能，而2014/2015年新增煤炭需求量预计为0.84/0.22亿吨，因此2015年行业供大于求的情况将进一步恶化，产能利用率将继续下滑。2014年首11个月煤炭行业固定资产投资额同比下降8.9%至4,290亿人民币，预计2015年将继续同比下滑15%。原煤产能仍将继续释放，2013年全行业新增原煤产能3.99亿吨，2014/2015年新增产能预计下降至3.51/3.02亿吨，但仍远远超过煤炭需求的增加。受此影响，2015年煤炭产能利用率预计将继续下滑，煤炭市场整体供过于求的状态继续维持。**

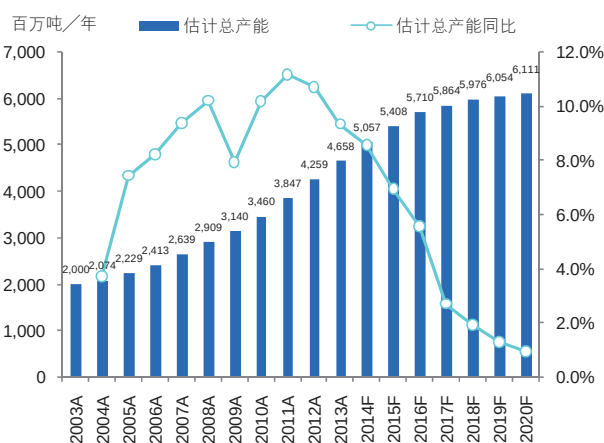
**2015年煤炭价格预测：预计2015年秦皇岛动力煤均价为500元/吨，同比下跌1.7%。2014年秦皇岛5,500大卡动力煤现货均价518元/吨，同比下跌12%，差于预期，主要受电力需求不强、水电电量显著增加导致。2015年煤炭产能继续增加，煤炭需求增长幅度预计远小于产能增幅，因此煤炭市场供过于求的状态将持续，而且煤炭产能利用率预计将进一步下滑，因此动力煤均价预计将进一步下跌。**

**2014–2020年中国新增原煤产能预计持续下滑**



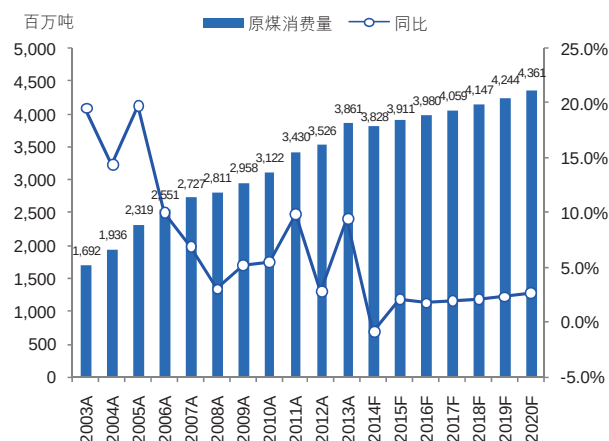
资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

**2003–2020原煤总产能估计**



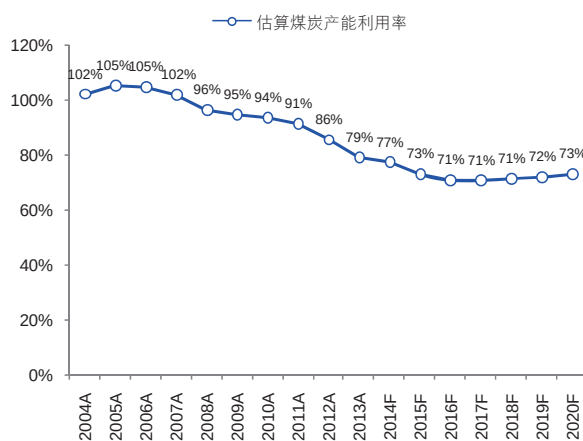
资料来源：国泰君安国际。

**2015–2020年中国原煤消费量预计低单位数增长**



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

**煤炭产能利用率预计2016年见底**

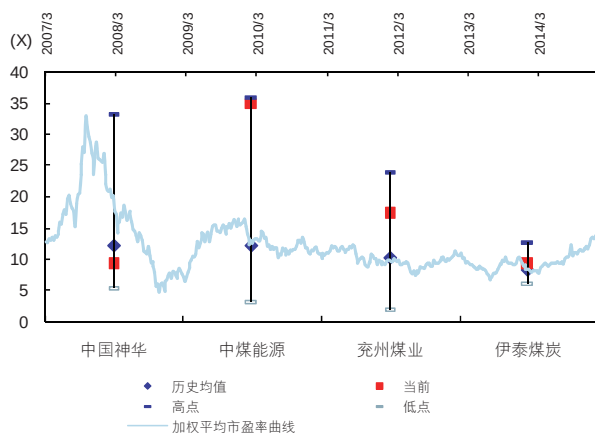


资料来源：国泰君安国际。

## 投资建议

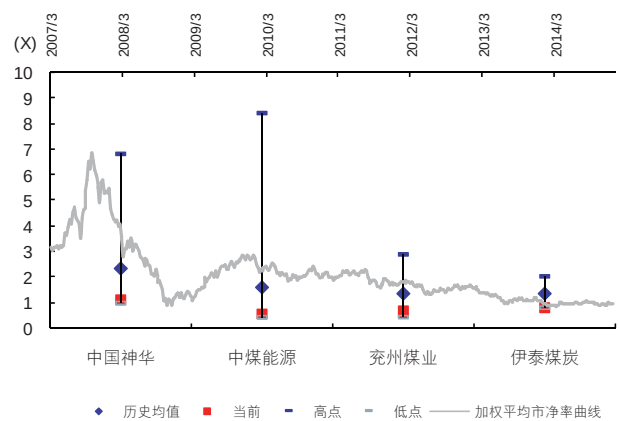
**行业估值：**煤炭行业目前整体估值为**12.1倍2015年市盈率**，看起来偏高，主要由于中煤能源和兖州煤业的盈利偏低，使其市盈率显得偏高，行业整体市净率为**1倍**，接近历史低点。目前四家在港上市的大型中资煤炭股加权平均后的2015年预测市盈率为**12.2倍**，较其历史平均市盈率**11.8倍**高**3.4%**，主要由于中煤能源和兖州煤业的2015年预测盈利偏低，拉高了行业平均市盈率。中国神华、中煤能源、兖州煤业及伊泰煤炭的2015年的预测市盈率分别为**9.4倍**、**26.8倍**、**23.0倍**以及**9.4倍**。从估值吸引力和业务模式的稳健程度而言，我们认为中国神华在目前价位仍有吸引力。

中资大型煤炭股预测市盈率水平



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

中资大型煤炭股市净率水平



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

**行业评级：**中性；行业首选为中国神华(01088 HK)。基于2014–2015年的供求预测，2015年煤炭行业的供过于求的大环境仍将持续。因此维持对煤炭行业的「中性」评级。我们维持中国神华(01088 HK)为行业首选，主要由于公司2016年电力装机将比2014年末增长20%，煤炭和电力业务的互补程度将进一步提高，盈利稳定性也将进一步提升，业绩对煤炭价格的敏感性将进一步下降。我们对中国神华的评级是「买入」，目标价为27.50港元，相当于11.1倍/11.3倍/10.5倍的2014/2015/2016年市盈率。

**煤炭股的风险因素包括：**1) 用电需求增速回升以及水电发电量低于预期对煤炭价格有显著影响；2) 煤炭单位生产成本高于预期；3) 进口煤数量假如因国家政策受抑制则将会对沿海煤炭价格产生向上的影响。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 中国神华   | 01088 | 22.950   | 买入   | 9.2      | 9.4      | 8.8      | 1.1      | 12.4       | 4.3      |
| 兖州煤业   | 01171 | 6.570    | 中性   | 16.1     | 23.0     | 17.3     | 0.6      | 2.6        | 1.3      |
| 中煤能源   | 01898 | 4.860    | 中性   | 24.1     | 26.8     | 24.6     | 0.6      | 2.1        | 1.1      |
| 伊泰煤炭   | 03948 | 6.700    | 中性   | 7.6      | 9.4      | 8.8      | 0.7      | 8.0        | 3.2      |
| 市值加权平均 |       |          | 中性   | 12.6     | 14.0     | 12.5     | 1.0      | 9.4        | 3.3      |

资料来源：国泰君安国际。

# 电力业务盈利占比将进一步提升

分析员：吴逸超 Leo Wu

**中国神华 (01088 HK)**
**评级：买入**
**股价：HK\$22.950**
**目标价：HK\$27.50**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)  | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 250,260             | 48,858                | 2.456         | 7.0          | 7.5                            | 12.901       | 1.4        | 0.960         | 5.2          | 20.3       |
| 2013A                                         | 283,797             | 45,079                | 2.266         | (7.7)        | 7.9                            | 13.922       | 1.3        | 0.910         | 5.1          | 16.9       |
| 2014F                                         | 239,462             | 38,991                | 1.960         | (13.5)       | 9.2                            | 14.972       | 1.2        | 0.784         | 4.3          | 13.6       |
| 2015F                                         | 247,910             | 38,336                | 1.927         | (1.7)        | 9.4                            | 16.116       | 1.1        | 0.771         | 4.3          | 12.4       |
| 2016F                                         | 267,786             | 41,129                | 2.068         | 7.3          | 8.8                            | 17.413       | 1.0        | 0.827         | 4.6          | 12.3       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 19,889.6      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 神华集团 73.0%    |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 456,466.8     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 17.0          |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 18,340.6      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 8.4           |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 24.750/19.120 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 31.6          |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              |            | 4.1/6.0/(1.3) |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              |            | 5.7/3.1/(2.6) |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

我们预计2015年公司自产商品煤产量同比增长3.3%至3.15亿吨，商品煤总销量同比增长4.7%至4.66亿吨。2015年国内煤炭市场预期继续维持供大于求，国内动力煤均价预计同比下跌，但跌幅将较2014年明显收窄，预计公司2015年商品煤销售均价同比下跌3.7%至336元/吨。单位自产煤生产成本预计同比上涨1.5%至140元/吨。电力方面，预计2015年有4.6吉瓦的燃煤机组及845兆瓦燃气机组投产，总装机容量将增长至46.8吉瓦。目前我们预测2014/2015/2016年的每股盈利为人民币1.960元/1.927元/2.068元，同比分别增长-13.5%/-1.7%/7.3%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于9.2倍/9.4倍/8.8倍的2014/2015/2016年市盈率以及1.2倍/1.1倍/1.0倍的2014/2015/2016年市净率。我们目前给予的评级是「买入」，目标价是27.50港元，相当于11.1倍/11.3倍/10.5倍的2014/2015/2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 大批火电装机容量获得核准，提高未来增长空间。

## 风险分析

- 国内动力煤价格波动的风险。
- 电力体制改革超预期使电力企业价值重估的风险。

## 负面因素分析

- 煤炭板块盈利能力受煤炭市场低迷影响。
- 煤化工板块盈利能力将受原油价格下跌的不利影响。
- 国内火电机组利用小时预计将持续偏低。

## 损益表

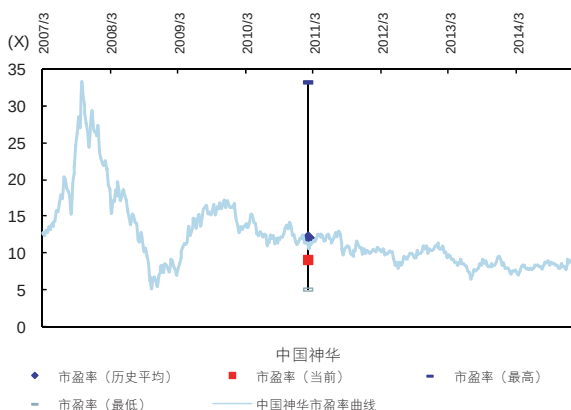
| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入           | 250,260  | 283,797  | 239,462  | 247,910  | 267,786  |
| 第三方购煤成本        | (69,685) | (73,876) | (45,507) | (48,268) | (52,673) |
| 原材料和生产成本       | (18,400) | (21,857) | (20,728) | (20,872) | (22,214) |
| 员工费用           | (10,369) | (11,347) | (10,472) | (11,247) | (11,966) |
| 折旧和摊销          | (16,797) | (16,955) | (17,472) | (18,893) | (20,345) |
| 维修费用           | (7,467)  | (9,041)  | (8,520)  | (8,802)  | (9,588)  |
| 运输成本           | (17,481) | (18,948) | (16,461) | (16,786) | (17,121) |
| 其它费用           | (27,555) | (45,562) | (44,273) | (46,946) | (51,238) |
| 销售、管理费用        | (12,950) | (10,118) | (10,943) | (11,900) | (12,891) |
| 经营利润           | 69,604   | 70,528   | 60,908   | 59,785   | 65,014   |
| 税前利润           | 68,011   | 68,928   | 58,774   | 58,381   | 63,798   |
| 所得税            | (10,965) | (13,704) | (11,789) | (12,062) | (13,526) |
| 税后利润           | 57,046   | 55,224   | 46,985   | 46,320   | 50,272   |
| 少数股东权益         | (8,188)  | (10,145) | (7,994)  | (7,984)  | (9,143)  |
| 净利润            | 48,858   | 45,079   | 38,991   | 38,336   | 41,129   |
| 每股净利 (人民币)     | 2.456    | 2.266    | 1.960    | 1.927    | 2.068    |

## 重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F  | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 20.2  | 13.4  | (15.6) | 3.5   | 8.0   |
| 经营利润增长 (%)  | 1.9   | 1.3   | (13.6) | (1.8) | 8.7   |
| 净利润增长 (%)   | 7.0   | (7.7) | (13.5) | (1.7) | 7.3   |
| 经营利润率 (%)   | 27.8  | 24.9  | 25.4   | 24.1  | 24.3  |
| 市盈率 (倍)     | 7.5   | 7.9   | 9.2    | 9.4   | 8.8   |
| 市净率 (倍)     | 1.4   | 1.3   | 1.2    | 1.1   | 1.0   |
| 股东资金回报率 (%) | 20.3  | 16.9  | 13.6   | 12.4  | 12.3  |
| 资产回报率 (%)   | 11.4  | 9.3   | 7.5    | 7.1   | 7.3   |
| 净负债比率 (倍)   | 0.0   | 0.1   | 0.1    | 0.1   | 0.1   |
| 净利息覆盖比例 (倍) | 18.8  | 16.4  | 14.6   | 17.1  | 19.7  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

## 澳洲业务对公司业绩有持续拖累

分析员：吴逸超 Leo Wu

兖州煤业(01171 HK)

评级：中性

股价：HK\$6.570

目标价：HK\$5.40

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)      | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 58,146              | 6,219                 | 1.264        | (30.3)       | 4.2                            | 9.317        | 0.6             | 0.360        | 6.8          | 14.1       |
| 2013A                                         | 56,402              | 777                   | 0.158        | (87.5)       | 32.5                           | 8.210        | 0.6             | 0.020        | 0.4          | 1.8        |
| 2014F                                         | 58,799              | 1,585                 | 0.322        | 103.9        | 16.1                           | 8.512        | 0.6             | 0.097        | 1.9          | 3.9        |
| 2015F                                         | 56,815              | 1,109                 | 0.226        | (30.0)       | 23.0                           | 8.641        | 0.6             | 0.068        | 1.3          | 2.6        |
| 2016F                                         | 56,493              | 1,476                 | 0.300        | 33.1         | 17.3                           | 8.873        | 0.6             | 0.090        | 1.7          | 3.4        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 4,918.4      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 兖矿集团 52.9%      |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 32,313.9     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 36.2            |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 21,430.4     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 105.9           |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 7.290/4.910  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 5.5             |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (0.6)/3.1/(6.8) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 1.0/0.2/(8.1)   |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

我们预计2015年公司自产商品煤产量同比增长2.3%至6,820万吨，商品煤总销量同比增长1.3%至1.23亿吨。2015年国内煤炭市场预期继续维持供大于求，国内动力煤均价预计同比下跌，但跌幅将较2014年明显收窄，预计公司2015年自产商品煤销售均价同比下跌5.5%至381元/吨。单位自产煤生产成本预计同比下降7.6%至230元/吨。目前我们预测2014/2015/2016年的每股盈利为人民币0.322元/0.226元/0.300元。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于16.1倍/23.0倍/17.3倍的2014/2015/2016年市盈率以及0.6倍/0.6倍/0.6倍的2014/2015/2016年市净率。我们目前给予的评级是「中性」，目标价是5.40港元，相当于0.5倍的2014/2015/2016年市净率。

### 正面因素分析

- 中国央行降息有利于降低境内债务利息费用。
- 前三季度单位自产煤生产成本实现了同比下降。

### 风险分析

- 国内外动力煤和冶金煤价格波动的风险。
- 单位自产煤生产成本下降不达预期的风险。

### 负面因素分析

- 煤炭业务盈利能力继续受煤炭市场低迷的不利影响。
- 兖煤澳洲业务持续亏损，拖累公司业绩。

### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营收入          | 58,146   | 56,402   | 58,799   | 56,815   | 56,493   |
| 煤炭运输成本        | (2,104)  | (2,024)  | (2,072)  | (2,127)  | (2,181)  |
| 销售成本          | (41,962) | (42,512) | (46,857) | (44,913) | (43,604) |
| 电产品成本         | (331)    | (321)    | (115)    | (118)    | (122)    |
| 甲醇成本          | (911)    | (851)    | (770)    | (777)    | (785)    |
| 热力成本          | (25)     | (7)      | (9)      | (9)      | (10)     |
| 总生产成本         | (45,333) | (45,714) | (49,823) | (47,944) | (46,702) |
| 销售管理费用        | (7,988)  | (10,381) | (6,469)  | (6,564)  | (6,846)  |
| 经营利润          | 7,795    | 1,186    | 3,661    | 3,334    | 3,950    |
| 财务费用          | (1,449)  | (1,766)  | (2,066)  | (2,126)  | (2,154)  |
| 税前利润          | 6,346    | (580)    | 1,595    | 1,208    | 1,797    |
| 所得税           | (124)    | 395      | (289)    | (216)    | (327)    |
| 税后利润          | 6,222    | (185)    | 1,306    | 991      | 1,470    |
| 少数股东权益        | (3)      | 963      | 279      | 118      | 7        |
| 净利润           | 6,219    | 777      | 1,585    | 1,109    | 1,476    |
| 每股净利(人民币)     | 1.264    | 0.158    | 0.322    | 0.226    | 0.300    |

### 重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A  | 2014F | 2015F  | 2016F |
|------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 收入增长(%)    | 23.5   | (3.0)  | 4.2   | (3.4)  | (0.6) |
| 经营利润增长(%)  | (41.7) | (84.8) | 208.8 | (8.9)  | 18.5  |
| 净利润增长(%)   | (30.3) | (87.5) | 103.9 | (30.0) | 33.1  |
| 经营利润率(%)   | 13.4   | 2.1    | 6.2   | 5.9    | 7.0   |
| 市盈率(倍)     | 4.2    | 32.5   | 16.1  | 23.0   | 17.3  |
| 市净率(倍)     | 0.6    | 0.6    | 0.6   | 0.6    | 0.6   |
| 股东资金回报率(%) | 14.1   | 1.8    | 3.9   | 2.6    | 3.4   |
| 资产回报率(%)   | 5.7    | 0.6    | 1.2   | 0.8    | 1.1   |
| 净负债比率(倍)   | 0.6    | 1.0    | 1.0   | 1.1    | 1.0   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 5.0    | 0.6    | 1.5   | 1.3    | 1.6   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

# 油价下跌将压制煤化工工业务盈利能力

分析员：吴逸超 Leo Wu

**中煤能源(01898 HK)**
**评级：中性**
**股价：HK\$4.860**
**目标价：HK\$4.80**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 87,292              | 8,842                 | 0.667        | (9.8)        | 5.9                            | 6.541        | 0.6        | 0.210        | 5.4          | 10.5       |
| 2013A                                         | 82,316              | 3,805                 | 0.287        | (57.0)       | 13.2                           | 6.623        | 0.6        | 0.081        | 2.1          | 4.4        |
| 2014F                                         | 73,834              | 2,113                 | 0.159        | (44.5)       | 24.1                           | 6.701        | 0.6        | 0.048        | 1.2          | 2.4        |
| 2015F                                         | 80,313              | 1,896                 | 0.143        | (10.3)       | 26.8                           | 6.797        | 0.6        | 0.043        | 1.1          | 2.1        |
| 2016F                                         | 90,543              | 2,066                 | 0.156        | 8.9          | 24.6                           | 6.909        | 0.6        | 0.047        | 1.2          | 2.3        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 13,258.7     |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 中煤集团 57.8%   |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 64,437.1     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 19.7         |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 23,693.5     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 92.2         |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 5.440/3.720  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 5.2          |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 0.4/7.0/14.1 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 2.0/4.1/12.8 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

我们预计2015年公司自产商品煤产量同比增长5.6%至1.21亿吨，自产商品煤销量同比增长7.8%至1.17亿吨。2015年国内煤炭市场预期继续维持供大于求，国内动力煤均价预计同比下跌，但跌幅将较2014年明显收窄，预计公司2015年自产商品煤销售均价同比下跌3.4%至350元/吨，单位自产煤生产成本预计同比下降2.2%至294元/吨。公司目前仍有四个大型化工项目在建中（图克化肥、平朔劣质煤利用、榆林能化甲醇醋酸深加工、鄂尔多斯工程塑料），预计在2015–2016年间投产。我们预测2014/2015/2016年的每股盈利为人民币0.159元/0.143元/0.156元，同比分别增长-44.5%/-10.3%/8.9%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于24.1倍/26.8倍/24.6倍的2014/2015/2016年市盈率以及0.6倍/0.6倍/0.6倍的2014/2015/2016年市净率。我们目前给予的评级是「中性」，目标价是4.80港元。

## 正面因素分析

- 中国央行减息有利于降低境内债务利息费用。
- 前三季度单位自产煤生产成本实现了同比下降。

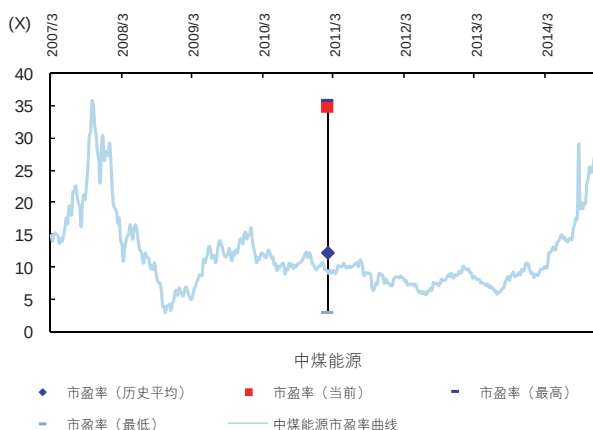
## 负面因素分析

- 煤炭板块盈利能力受煤炭市场低迷影响。
- 煤化工板块盈利能力将受原油价格下跌的不利影响。

## 风险分析

- 国内动力煤价格波动的风险。
- 单位自产煤生产成本下降不达预期的风险。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入          | 87,292   | 82,316   | 73,834   | 80,313   | 90,543   |
| 原材料           | (37,266) | (35,073) | (33,678) | (36,622) | (41,245) |
| 员工费用          | (4,453)  | (4,555)  | (4,136)  | (4,497)  | (5,065)  |
| 折旧和摊销         | (4,260)  | (4,846)  | (5,322)  | (5,907)  | (6,544)  |
| 维修费用          | (1,081)  | (1,135)  | (886)    | (964)    | (1,085)  |
| 运输费用          | (11,446) | (13,016) | (9,749)  | (10,601) | (11,939) |
| 营业税金          | (1,372)  | (1,294)  | (1,182)  | (1,285)  | (1,447)  |
| 其它费用          | (10,111) | (11,002) | (9,453)  | (10,280) | (11,578) |
| 销售费用          | (4,586)  | (4,620)  | (4,398)  | (4,645)  | (4,966)  |
| 经营利润          | 12,807   | 6,879    | 5,132    | 5,621    | 6,798    |
| 税前利润          | 12,789   | 6,401    | 3,429    | 3,097    | 3,381    |
| 所得税           | (3,214)  | (1,781)  | (920)    | (843)    | (916)    |
| 税后利润          | 9,575    | 4,620    | 2,510    | 2,254    | 2,465    |
| 少数股东权益        | (733)    | (815)    | (397)    | (358)    | (399)    |
| 净利润           | 8,842    | 3,805    | 2,113    | 1,896    | 2,066    |
| 每股净利(人民币)     | 0.667    | 0.287    | 0.159    | 0.143    | 0.156    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F |
|------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 收入增长(%)    | (0.5) | (5.7)  | (10.3) | 8.8    | 12.7  |
| 经营利润增长(%)  | (8.0) | (46.3) | (25.4) | 9.5    | 20.9  |
| 净利润增长(%)   | (9.8) | (57.0) | (44.5) | (10.3) | 8.9   |
| 经营利润率(%)   | 14.7  | 8.4    | 7.0    | 7.0    | 7.5   |
| 市盈率(倍)     | 5.9   | 13.2   | 24.1   | 26.8   | 24.6  |
| 市净率(倍)     | 0.6   | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6   |
| 股东资金回报率(%) | 10.5  | 4.4    | 2.4    | 2.1    | 2.3   |
| 资产回报率(%)   | 5.1   | 1.9    | 1.0    | 0.8    | 0.8   |
| 净负债比率(倍)   | 0.3   | 0.6    | 0.8    | 0.9    | 1.0   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 5.7   | 2.0    | 1.1    | 1.0    | 1.1   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



# 油价下跌将显著影响煤化工项目预期收益率

分析员：吴逸超 Leo Wu

伊泰煤炭(03948 HK)

评级：中性

股价：HK\$6.700

目标价：HK\$7.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)         | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|----------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 31,584              | 6,454                 | 2.095        | 12.2         | 2.6                            | 6.057        | 0.9        | 0.660                | 12.3         | 35.1       |
| 2013A                                         | 24,275              | 3,428                 | 1.053        | (49.7)       | 5.0                            | 6.500        | 0.8        | 0.320                | 6.1          | 16.8       |
| 2014F                                         | 22,181              | 2,253                 | 0.692        | (34.3)       | 7.6                            | 6.872        | 0.8        | 0.208                | 3.9          | 10.4       |
| 2015F                                         | 22,315              | 1,832                 | 0.563        | (18.7)       | 9.4                            | 7.227        | 0.7        | 0.169                | 3.2          | 8.0        |
| 2016F                                         | 23,764              | 1,967                 | 0.604        | 7.4          | 8.8                            | 7.663        | 0.7        | 0.181                | 3.4          | 8.1        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 3,254.0      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 伊泰集团 58.6%           |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 21,801.8     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 5.2                  |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 54.7         |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 166.6                |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 13.600/6.700 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 9.8                  |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (30.7)/(40.4)/(47.2) |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (29.1)/(43.3)/(48.5) |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

预计2015年公司自产商品煤产量同比增加2.8%至4,446万吨，商品煤总销量同比增长2.8%至6,669万吨。2015年国内煤炭市场预期继续维持供大于求，国内动力煤均价预计同比下跌，但跌幅将较2014年明显收窄，预计公司2015年商品煤销售均价同比下跌1.7%至310元/吨，单位自产煤坑口生产成本预计微幅上涨0.5%至95.5元/吨。公司目前有四个大型煤化工项目在建(煤制油二期、内蒙古伊泰化工、伊犁能源、新疆能源)，概算总投资额为1,004亿人民币，预计在2016年后投产。我们预测2014/2015/2016年的每股盈利为人民币0.692元/0.563元/0.604元，同比分别增长-34.3%/-18.7%/7.4%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于7.6倍/9.4倍/8.8倍的2014/2015/2016年市盈率以及0.8倍/0.7倍/0.7倍的2014/2015/2016年市净率。由于2014年原油价格暴跌，预期将显著影响公司煤化工预期收益率，公司股价下跌显著。我们目前的评级是「中性」，目标价是7.00港元。

## 正面因素分析

- 中国央行减息有利于降低境内债务利息费用。

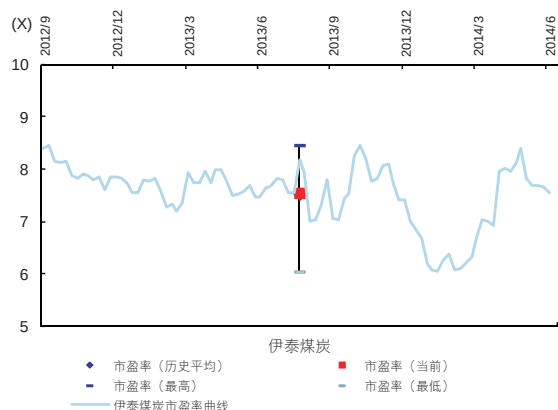
## 风险分析

- 国内动力煤价格波动的风险。
- 公司为对应煤价下跌继续削减产量的风险。

## 负面因素分析

- 煤炭板块盈利能力受煤炭市场低迷影响。
- 煤化工板块盈利能力将受原油价格下跌的不利影响。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入           | 31,584   | 24,275   | 22,181   | 22,315   | 23,764   |
| 销售成本           | (20,454) | (16,085) | (15,511) | (15,768) | (16,657) |
| 其它收入及利得        | 619      | 277      | 100      | 100      | 100      |
| 销售及分销开支        | (1,122)  | (1,258)  | (1,189)  | (1,224)  | (1,359)  |
| 行政开支           | (1,630)  | (1,593)  | (1,668)  | (1,708)  | (1,725)  |
| 其它开支           | (53)     | (192)    | (157)    | (157)    | (157)    |
| 经营利润           | 8,944    | 5,423    | 3,756    | 3,557    | 3,966    |
| 财务收入           | 35       | 38       | 31       | 48       | 36       |
| 财务费用           | (462)    | (847)    | (678)    | (1,046)  | (1,218)  |
| 应占联营合营公司利润     | 34       | 19       | 18       | 22       | 27       |
| 税前利润           | 8,551    | 4,634    | 3,127    | 2,582    | 2,811    |
| 所得税            | (1,399)  | (709)    | (525)    | (464)    | (531)    |
| 税后利润           | 7,151    | 3,924    | 2,602    | 2,118    | 2,280    |
| 少数股东权益         | (697)    | (497)    | (349)    | (286)    | (313)    |
| 净利润            | 6,454    | 3,428    | 2,253    | 1,832    | 1,967    |
| 每股净利 (人民币)     | 2.095    | 1.053    | 0.692    | 0.563    | 0.604    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F |
|------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 收入增长(%)    | 91.2  | (23.1) | (8.6)  | 0.6    | 6.5   |
| 经营利润增长(%)  | 28.2  | (39.4) | (30.7) | (5.3)  | 11.5  |
| 净利润增长(%)   | 18.1  | (46.9) | (34.3) | (18.7) | 7.4   |
| 经营利润率(%)   | 28.3  | 22.3   | 16.9   | 15.9   | 16.7  |
| 市盈率(倍)     | 2.6   | 5.0    | 7.6    | 9.4    | 8.8   |
| 市净率(倍)     | 0.9   | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7   |
| 股东资金回报率(%) | 35.1  | 16.8   | 10.4   | 8.0    | 8.1   |
| 资产回报率(%)   | 18.1  | 7.9    | 4.1    | 2.6    | 2.3   |
| 净负债比率(倍)   | 0.2   | 0.6    | 1.2    | 1.7    | 2.1   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 17.3  | 6.8    | 3.2    | 1.7    | 1.4   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 综合业务公司 调整资产布局，提升回报率

分析员：宋 然 Jason Song

和记黄埔(00013 HK)

评级：买入

股价：HK\$89.250

目标价：HK\$120.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>( Δ %)  | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%)       | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|----------------|--------------------------------|---------------|------------|---------------|--------------------|------------|
| 2012A                                         | 243,089              | 25,897                 | 6.074         | (53.8)         | 14.7                           | 91.833        | 1.0        | 2.080         | 2.3                | 6.9        |
| 2013A                                         | 256,234              | 31,112                 | 7.298         | 20.1           | 12.2                           | 100.064       | 0.9        | 2.300         | 2.6                | 7.6        |
| 2014F                                         | 271,595              | 35,559                 | 8.340         | 14.3           | 10.7                           | 104.064       | 0.9        | 2.445         | 2.7                | 8.2        |
| 2015F                                         | 284,732              | 40,096                 | 9.405         | 12.8           | 9.5                            | 108.806       | 0.8        | 2.567         | 2.9                | 8.8        |
| 2016F                                         | 301,035              | 44,494                 | 10.436        | 11.0           | 8.6                            | 114.237       | 0.8        | 2.696         | 3.0                | 9.4        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        |               | 4,263.4        | 大股东 Major shareholder          |               |            |               | 长江实业               | 52.5%      |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        |               | 380,505.8      | 流通比例 Free float (%)            |               |            |               |                    | 23.6       |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        |               | 5,768.1        | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |               |            |               |                    | 25.6       |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        |               | 108.500/86.000 | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               |            |               |                    | 141.0      |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |                |                                |               |            |               | (8.2)/(5.1)/(15.3) |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |                |                                |               |            |               | (6.6)/(8.0)/(16.6) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年完成了向淡马锡转让屈臣氏部分股权的交易，部分减轻了欧元贬值对公司估值的影响。只要欧洲经济复苏持续，未来屈臣氏估值水平有望继续上升。公司投资的赫斯基能源荔湾项目第二个天然气田2014年12月投产。原油价格下跌对荔湾天然气项目影响轻微，因该项目初期天然气售价有固定价格合同保证。公司未来仍然聚焦海外基建投资扩张，旗下的长江基建于2014年宣布建议收购澳洲天然气配气商 Envestra 的剩余全部股权。另外，欧洲电信市场仍然存在并购机会，如能完成相关交易，有利于公司的市场占有率大幅提高。未来如果长实和黄重组并购方案成功完成，有利于控股公司折让的减少，释放更多价值。另外，分拆地产业务后，长和以盈利为基础的估值更加清晰，有利于目标投资者的准确投资。

我们认为公司在随着市场和经济环境变化，不断调整资产布局，提高回报率。未来着眼于1) 更多基建项目的并购；2) 欧洲电信业务的整合；3) 不同业务板块良好的对冲。我们的投资评级为「买入」，目标价120.00港元，较2015年NAV有15%的折让。

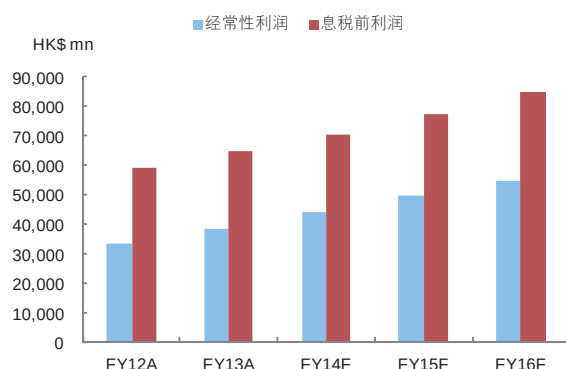
### 正面因素分析

- 资产配置佳，随经济周期调节。
- 公司业务稳健，下行风险小。
- 海外并购有望带来更高的回报。
- 长和系重组完成后预期派息率会提升。

### 风险分析

- 假如未来海外并购，特别是电信业务及能源业务受到监管机构反垄断调查，可能推迟公司扩张进度。
- 假如欧洲经济复苏持续较慢步伐，欧元持续疲弱，或影响公司欧洲业务板块的报告利润增长。

和记黄埔息税前利润及经常性利润预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 海外扩张项目存在风险及不确定性。
- 各国货币政策不同步，带来汇兑账面损失。
- 欧洲经济复苏慢于预期。

损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入            | 243,089  | 256,234   | 271,595   | 284,732   | 301,035   |
| 出售货品成本        | (98,113) | (102,496) | (108,641) | (113,895) | (120,417) |
| 雇员薪金成本        | (31,416) | (33,151)  | (35,138)  | (36,838)  | (38,947)  |
| 电讯客户上课成本      | (25,514) | (24,170)  | (25,754)  | (24,982)  | (23,249)  |
| 折旧及摊销         | (14,149) | (15,850)  | (16,428)  | (16,928)  | (17,319)  |
| 其它支出/溢利       | (50,364) | (51,265)  | (53,813)  | (57,741)  | (63,001)  |
| 联营公司          | 10,558   | 9,929     | 11,422    | 12,764    | 13,838    |
| 共同控制实体        | 10,924   | 12,597    | 13,791    | 15,411    | 16,708    |
| 利息支出及其它融资成本   | (9,243)  | (8,391)   | (8,317)   | (7,815)   | (8,006)   |
| 除税前溢利         | 35,772   | 43,437    | 48,718    | 54,707    | 60,613    |
| 税项            | (2,403)  | (4,800)   | (4,718)   | (5,298)   | (5,869)   |
| 归属少数股东及永久证券   | (6,210)  | (7,781)   | (8,442)   | (9,313)   | (10,249)  |
| 非经常性项目        | (1,262)  | 256       | 0         | 0         | 0         |
| 股东应占溢利        | 25,897   | 31,112    | 35,559    | 40,096    | 44,494    |
| 每股盈利 (港元)     | 6.074    | 7.298     | 8.340     | 9.405     | 10.436    |
| 增长/减少 (%)     | (53.8)   | 20.1      | 14.3      | 12.8      | 11.0      |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润率 (%)    | 10.7  | 12.1  | 13.1  | 14.1  | 14.8  |
| 资产回报率 (%)   | 3.4   | 3.8   | 4.3   | 4.7   | 5.0   |
| 股东资金回报率 (%) | 6.9   | 7.6   | 8.2   | 8.8   | 9.4   |
| 流动比率 (倍)    | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| 净资产负债率 (%)  | 32.8  | 28.7  | 27.8  | 25.6  | 23.9  |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 2.6   | 3.5   | 3.9   | 4.4   | 4.9   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 业务稳健，具有长期投资价值

分析员：宋 然 Jason Song

太古股份公司A(00019 HK)

评级：收集

股价：HK\$101.000

目标价：HK\$108.00

|                                               | Underlying | Underlying | Underlying |                |                                |         |     |        |                 |       |
|-----------------------------------------------|------------|------------|------------|----------------|--------------------------------|---------|-----|--------|-----------------|-------|
|                                               | Turnover   | Net Profit | EPS        | EPS            | PER                            | BPS     | PBR | DPS    | Yield           | ROE   |
| End 12/31                                     | (HK\$ m)   | (HK\$ m)   | (HK\$)     | ( Δ %)         | (x)                            | (HK\$)  | (x) | (HK\$) | (%)             | (%)   |
| 2012A                                         | 49,040     | 8,270      | 5.496      | (52.2)         | 18.4                           | 138.551 | 0.7 | 3.500  | 3.5             | 3.8   |
| 2013A                                         | 51,437     | 8,471      | 5.630      | 2.4            | 17.9                           | 146.413 | 0.7 | 3.500  | 3.5             | 4.0   |
| 2014F                                         | 60,703     | 10,714     | 7.121      | 26.5           | 14.2                           | 151.772 | 0.7 | 3.563  | 3.5             | 4.8   |
| 2015F                                         | 59,761     | 11,166     | 7.421      | 4.2            | 13.6                           | 157.339 | 0.6 | 3.703  | 3.7             | 4.8   |
| 2016F                                         | 63,285     | 12,438     | 8.267      | 11.4           | 12.2                           | 163.451 | 0.6 | 4.066  | 4.0             | 5.2   |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |            |            |            | 1,504.6        | 大股东 Major shareholder          |         |     |        | 英国太古集团          | 48.4% |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |            |            |            | 146,815.1      | 流通比例 Free float (%)            |         |     |        |                 | 36.4  |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |            |            |            | 1,201.3        | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |         |     |        |                 | 13.5  |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |            |            |            | 108.000/80.550 | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |         |     |        |                 | 134.5 |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |            |            |            |                |                                |         |     |        | (5.3)/1.0/11.1  |       |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |            |            |            |                |                                |         |     |        | (3.7)/(1.9)/9.8 |       |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司各项业务稳健发展。香港地产方面2014年推出的「瀚然」项目发售顺利，共卖出77个单位。而其余50个单位将在2015年上半年落成后发售。而公司的投资物业2014年表现仍然不错，太古广场零售销售未来仍有增长空间。国泰航空2014年乘客载运人数及运载率均有所增加，但头等及商务客舱需求低于预期；货运需求年底有上升，货运量未来或保持升势。我们认为公司未来的增长动力主要来自海洋业务的增长，虽然原油价格的下跌可能影响石油公司海洋石油开采的进度，但整体看对于补给船的需求仍将持续增加，公司的海洋业务将继续受惠。

公司的海洋服务船队规模将随着补给船舶的持续交付而继续扩大，预计未来将给盈利的提升注入更多动力。而商业地产及饮料业务保持稳健发展。目前公司股价较为吸引，投资评级「收集」，目标价108.00港元，较2015年NAV有20%的折让。

### 正面因素分析

- 优质商业地产资产竞争力及抗风险能力强。
- 海洋服务业务增长潜力大。
- 船队费率稳定，未来需求空间大。
- 经营稳健，下行风险小。

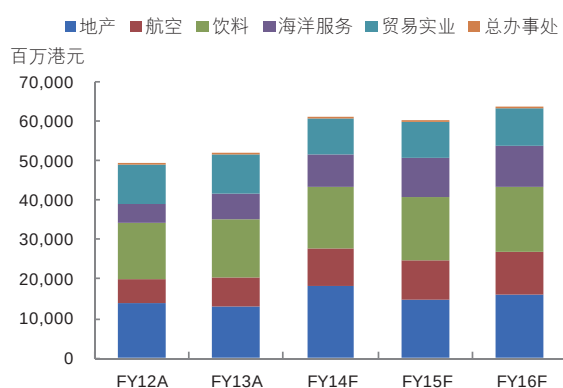
### 负面因素分析

- 香港地产业务或受到美国加息的影响。
- 贸易业务面临竞争持续。
- 航空产业周期性影响，业绩波动较大。

### 风险分析

- 假如美国联储局过快加息，香港市场息率或跟随上升，影响公司的地产业务。
- 油价价格波动对业绩影响大，假如油价下跌而燃油对冲点位较高，或产生较大衍生品亏损。
- 假如全球经济复苏脚步放慢，航空业务运载量及收益率将受影响。

太古股份公司收入预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总额         | 49,040   | 51,437   | 60,703   | 59,761   | 63,285   |
| 销售成本         | (28,532) | (30,763) | (36,162) | (35,963) | (37,824) |
| 分销成本         | (5,528)  | (5,802)  | (6,820)  | (6,783)  | (7,134)  |
| 行政开支         | (3,560)  | (4,081)  | (4,797)  | (4,771)  | (5,018)  |
| 其它营业开支       | (348)    | (287)    | (337)    | (336)    | (353)    |
| 其它收益净额       | 268      | 337      | 396      | 394      | 414      |
| 投资物业公允价值变化   | 12,147   | 5,845    | 3,548    | 3,642    | 3,766    |
| 财务支出净额       | (1,801)  | (1,999)  | (1,941)  | (2,103)  | (1,931)  |
| 应占共同控制/联属公司  | 2,101    | 3,203    | 4,040    | 4,923    | 5,327    |
| 除税前溢利        | 23,787   | 17,890   | 18,628   | 18,765   | 20,533   |
| 税项           | (2,343)  | (1,852)  | (2,982)  | (2,737)  | (3,016)  |
| 非控股权益        | (4,034)  | (2,747)  | (2,242)  | (2,101)  | (2,223)  |
| 基本股东应占溢利     | 8,270    | 8,471    | 10,714   | 11,166   | 12,438   |
| 基本每股盈利(港元)   | 5.496    | 5.630    | 7.121    | 7.421    | 8.267    |
| 增长/减少(%)     | (52.2)   | 2.4      | 26.5     | 4.2      | 11.4     |
| 每股派息(港元)     | 3.500    | 3.500    | 3.563    | 3.703    | 4.066    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润率(%)    | 35.5  | 25.8  | 22.1  | 23.3  | 24.2  |
| 资产回报率(%)   | 2.7   | 2.5   | 3.0   | 3.0   | 3.3   |
| 股东资金回报率(%) | 3.8   | 4.0   | 4.8   | 4.8   | 5.2   |
| 流动比率(倍)    | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| 净资产负债比率(%) | 21.3  | 16.6  | 15.8  | 13.5  | 11.9  |
| 净利息覆盖率(倍)  | 12.7  | 8.7   | 7.9   | 6.8   | 7.4   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 供水污水处理业务潜力大

分析员：赵 睿 Ray Zhao

粤海投资 (00270 HK)

评级：收集

股价：HK\$10.010

目标价：HK\$10.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)      | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|-----------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 7,736                | 3,414                  | 0.548         | 13.5         | 18.4                           | 3.857         | 2.6             | 0.200         | 2.0          | 14.9       |
| 2013A                                         | 7,990                | 4,426                  | 0.710         | 29.6         | 14.2                           | 4.381         | 2.3             | 0.230         | 2.3          | 17.2       |
| 2014F                                         | 8,311                | 4,058                  | 0.651         | (8.3)        | 15.4                           | 4.802         | 2.1             | 0.211         | 2.1          | 14.2       |
| 2015F                                         | 9,736                | 4,551                  | 0.730         | 12.1         | 13.8                           | 5.321         | 1.9             | 0.237         | 2.3          | 14.4       |
| 2016F                                         | 11,235               | 5,188                  | 0.832         | 14.0         | 12.1                           | 5.917         | 1.7             | 0.270         | 2.7          | 14.8       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 6,233.2       |              | 大股东 Major shareholder          |               | 粤海投资集团 60.5%    |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 62,330.2      |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 50.3            |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 8,408.9       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 净现金             |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 11.800/7.040  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               | 12.3            |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (5.6)/11.4/33.2 |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (4.0)/8.4/32.0  |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

公司电力与水务依然是利润增长主要动力。电力业务2014–2015年持续增长。电力产能持续增长到2015年，权益装机容量为1,439MW，较2013年增长60%，主要来自于粤电靖海电厂和中山热电厂扩建。公司供水产能利用率仅75%，未来有上升空间。2014年第3季度公司供水49.2百万立方米，同比增加12.7%，扭转了过去几个季度的负增长趋势。我们预期如果没有新的收购公司2015年净现金超过150亿港元。公司已经收购了4家污水处理厂，总产能为180,000吨/天。2014年第3季度公司广州天河商业物业租金和百货收入依然非常疲软，增速维持在低单位数。我们认为百货业务可能进入长期低迷。

目标价为10.00港元，相当于13.7倍2015年的市盈率，NAV折让25%。公司在污水处理行业可能开展更多收购。投资评级为「收集」。

## 正面因素分析

- 目前为净现金，有可能进入资产负债表扩张。广东政府可能缩编广东国资企业，加快资产注入上市公司，粤海投资可能受益。
- 公司商业地产，港深供水，广州天河百货均为现金牛业务，盈利波动低。
- 资产优质，2013年ROA达到11.3%。

## 风险分析

- 煤炭价格较为强势，如果煤炭价格上涨，电力业务毛利率将下降。
- 房地产调控影响公司估值。

## 负面因素分析

- 杠杆太低，目前为净现金，资本利用效率低。
- 除电力板块外，其它版块均为现金牛业务，公司利润增长缺乏催化剂。
- 污水处理收购没有明确目标。
- 供水量持续走弱。

## 损益表

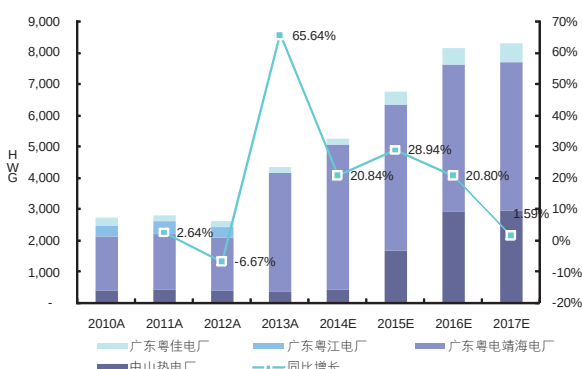
| 截至12月底 (百万港元) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额           | 7,736   | 7,990   | 8,311   | 9,736   | 11,235  |
| 销售成本          | (2,649) | (2,666) | (3,032) | (3,640) | (4,262) |
| 毛利            | 5,087   | 5,324   | 5,279   | 6,096   | 6,973   |
| 经营管理费用        | (1,231) | (1,260) | (1,310) | (1,535) | (1,771) |
| 其它费用          | 152     | 313     | 543     | 558     | 573     |
| 经营溢利          | 4,008   | 4,377   | 4,512   | 5,119   | 5,774   |
| 利息支出          | (165)   | (60)    | (51)    | (13)    | (7)     |
| 其它            | 1,078   | 1,727   | 1,082   | 1,109   | 1,318   |
| 除税前溢利         | 4,922   | 6,045   | 5,542   | 6,216   | 7,085   |
| 所得税           | (954)   | (1,099) | (1,007) | (1,130) | (1,288) |
| 除税后溢利         | 3,968   | 4,946   | 4,535   | 5,086   | 5,798   |
| 少数股东权益        | (554)   | (520)   | (477)   | (535)   | (610)   |
| 净利润           | 3,414   | 4,426   | 4,058   | 4,551   | 5,188   |
| 每股盈利 (人民币)    | 0.548   | 0.710   | 0.651   | 0.730   | 0.832   |
| 每股股息 (人民币)    | 0.200   | 0.230   | 0.211   | 0.237   | 0.270   |

## 重要财务比率

|              | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长率 (%)    | 8.0   | 3.3   | 4.0   | 17.2  | 15.4  |
| 净利润增长率 (%)   | 13.5  | 29.7  | (8.3) | 12.1  | 14.0  |
| 毛利率 (%)      | 65.8  | 66.6  | 63.5  | 62.6  | 62.1  |
| 净利率 (%)      | 44.1  | 55.4  | 48.8  | 46.7  | 46.2  |
| ROE (%)      | 14.9  | 17.2  | 14.2  | 14.4  | 14.8  |
| ROA (%)      | 9.5   | 11.3  | 9.6   | 10.1  | 10.4  |
| ROIC (%)     | 13.1  | 15.6  | 13.5  | 14.3  | 14.7  |
| 自由现金流 (百万港元) | 4,424 | 4,575 | 4,016 | 4,337 | 4,894 |
| 净负债比率 (%)    | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

粤海投资权益电力销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。



# 资产整合之后将走向光明

分析员：宋 涛 Andrew Song

华润创业(00291 HK)

评级：收集

股价：HK\$16.240

目标价：HK\$20.02

|                                               | Underlying |            |        |               |                                     |        |     |                           |       |      |                   |
|-----------------------------------------------|------------|------------|--------|---------------|-------------------------------------|--------|-----|---------------------------|-------|------|-------------------|
|                                               | Turnover   | Net profit | EPS    | EPS           | PER                                 | BPS    | PBR | DPS                       | Yield | ROE  |                   |
| End 12/31                                     | (HK\$ m)   | (HK\$ m)   | (HK\$) | ( △ %)        | (x)                                 | (HK\$) | (x) | (HK\$)                    | (%)   | (%)  |                   |
| 2012A                                         | 126,236    | 3,945      | 0.636  | (19.2)        | 25.5                                | 16.973 | 1.0 | 0.300                     | 1.8   | 10.0 |                   |
| 2013A                                         | 146,413    | 1,908      | 0.683  | 7.4           | 23.8                                | 18.343 | 0.9 | 0.271                     | 1.7   | 4.5  |                   |
| 2014F                                         | 173,833    | 663        | 0.083  | (87.8)        | 195.3                               | 18.294 | 0.9 | 0.102                     | 0.6   | 1.5  |                   |
| 2015F                                         | 200,637    | 915        | 0.278  | 234.4         | 58.4                                | 18.673 | 0.9 | 0.140                     | 0.9   | 2.1  |                   |
| 2016F                                         | 229,499    | 1,579      | 0.489  | 75.8          | 33.2                                | 19.328 | 0.8 | 0.242                     | 1.5   | 3.4  |                   |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |            |            |        | 2,421.4       | 大股东 Major shareholder               |        |     | China Resources Co., Ltd. |       |      | 50.9%             |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |            |            |        | 39,323.0      | 流通比例 Free float (%)                 |        |     |                           |       |      | 49.0              |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |            |            |        | 3,493.1       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%)      |        |     |                           |       |      | 38.9              |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |            |            |        | 25.950/15.120 | FY15 NBV per share FY15每股净资产 (HK\$) |        |     |                           |       |      | 18.7              |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |            |            |        |               |                                     |        |     |                           |       |      | 0.4/(11.6)/(36.9) |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |            |            |        |               |                                     |        |     |                           |       |      | 2.0/(14.5)/(38.2) |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

华润创业坚持多业态经营，在过去数年中，公司逐渐形成了以零售、啤酒、食品及饮料为核心的四大业务板块。公司最新的资本市场动向，是对英国零售商Tesco在华资产的收购计划于5月底通过了监管部门的审批。公司2014财年前三季度销售额同比上升16.6%至1,311亿港元，但受到Tesco资产整合的拖累，同期核心股东净利倒退55.7%至8.6亿港元。期内公司零售、啤酒、食品及饮料业务销售额占比分别为62%、22%、9%及6%；而同期核心净利占比分别为-36%、129%、-11%及19%。公司对Tesco以及金威资产的整合，将会在较长一段时期继续侵蚀公司的利润率，但各业务线的区域垄断地位日益增加，公司中长期的前景总体向好。

公司未来一段时间内的主题将会集中在对Tesco以及金威资产的整合上，管理层预计Tesco的业务将于3至5年内扭亏，同时预计金威业务有望于2至3年内实现盈利。公司目前的四个核心业务中，已有三个与具备行业洞察力的境外巨头开展合作，剩余的食品业务也有意与业内精英合作，共同深耕市场。虽从经营效率来看，公司的最佳时期尚未到来，但目前估值较同业并不昂贵，总体认为值得期待。故对公司评级为「收集」，目标价20.02港元。

## 正面因素分析

- 华润万家、雪花啤酒等品牌家喻户晓，具广泛忠诚度。
- 良好的现金水平及母公司的支持使业务扩张迅速。

## 风险分析

- 公司投资范围广，若经济恢复不及预期，则回报大减。
- 各业态网点多，地域跨度大，整合时间恐较预期更长。

## 负面因素分析

- 目前各业务间联动占比小，尚未体现跨业态共赢优势。
- 多数业务销售增长高于同业，但利润率尚没有竞争优势。

## 损益表

| 截至12月底(百万港元) | 2012A    | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|--------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业额          | 126,236  | 146,413   | 173,833   | 200,637   | 229,499   |
| 销售成本         | (95,835) | (109,040) | (131,070) | (151,033) | (171,666) |
| 毛利           | 30,401   | 37,373    | 42,763    | 49,603    | 57,834    |
| 其它收入         | 4,459    | 2,647     | 2,607     | 3,010     | 3,442     |
| 销售费用         | (21,891) | (27,566)  | (34,419)  | (39,927)  | (45,899)  |
| 管理费用         | (6,003)  | (7,131)   | (9,039)   | (10,232)  | (11,475)  |
| 经营溢利         | 6,966    | 5,323     | 1,912     | 2,454     | 3,903     |
| 净财务开支/收入     | (361)    | (304)     | (348)     | (355)     | (355)     |
| 联营及合资收益      | 48       | 27        | 0         | 0         | 0         |
| 除税前盈利        | 6,653    | 5,046     | 1,564     | 2,099     | 3,548     |
| 税项           | (1,631)  | (1,894)   | (469)     | (588)     | (940)     |
| 除税后盈利        | 5,022    | 3,152     | 1,095     | 1,511     | 2,608     |
| 少数股东权益       | (1,077)  | (1,244)   | (432)     | (596)     | (1,029)   |
| 股东应占溢利       | 3,945    | 1,908     | 663       | 915       | 1,579     |
| 每股盈利(港元)     | 0.636    | 0.683     | 0.083     | 0.278     | 0.489     |

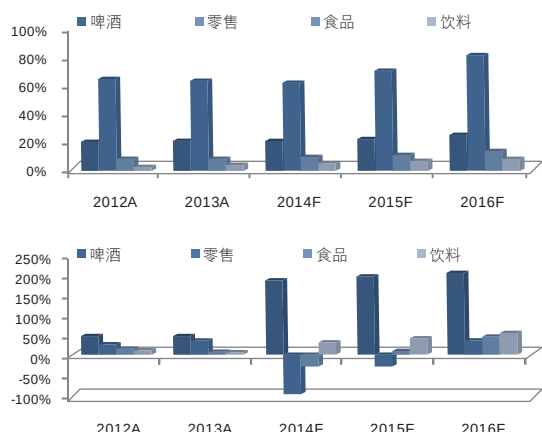
## 重要财务比率

|           | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)    | 24.1  | 25.5  | 24.6  | 24.7  | 25.2  |
| 经营利润率(%)  | 5.5   | 3.6   | 1.1   | 1.2   | 1.7   |
| 净利率(%)    | 1.2   | 1.1   | 0.1   | 0.3   | 0.5   |
| 净资产回报率(%) | 10.0  | 4.5   | 1.5   | 2.1   | 3.4   |
| 流动比率(倍)   | 0.9   | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.6   |
| 存货周转期(天)  | 79.9  | 77.4  | 76.2  | 77.3  | 78.1  |
| 净资产负债率(%) | 34.0  | 40.0  | 39.3  | 38.9  | 37.4  |
| 债务权益比(%)  | 43.5  | 51.5  | 53.4  | 52.5  | 50.4  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

各业务销售额(上图)及利润(下图)占比





## 期待上海自贸区改革带来更多收益

分析员：赵 睿 Ray Zhao

上海实业 (00363 HK)

评级：收集

股价：HK\$23.250

目标价：HK\$31.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)         | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 19,287               | 3,438                  | 3.184         | (14.5)       | 7.3                            | 30.013        | 0.8                | 1.080         | 4.6          | 11.0       |
| 2013A                                         | 21,568               | 2,702                  | 2.503         | (21.4)       | 9.3                            | 32.362        | 0.7                | 1.001         | 4.3          | 8.0        |
| 2014F                                         | 20,191               | 3,066                  | 2.839         | 13.4         | 8.2                            | 34.200        | 0.7                | 1.136         | 4.9          | 8.5        |
| 2015F                                         | 23,633               | 3,017                  | 2.794         | (1.6)        | 8.3                            | 35.858        | 0.6                | 1.118         | 4.8          | 8.0        |
| 2016F                                         | 25,691               | 3,269                  | 3.027         | 8.4          | 7.7                            | 37.768        | 0.6                | 1.211         | 5.2          | 8.2        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 1,079.8       |              | 大股东 Major shareholder          |               | 上海实业集团 52.5%       |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 25,106.3      |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 45.3               |               |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                      |                        | 1,092.5       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 21.0               |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 29.960/22.500 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               | 51.6               |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (2.7)/(1.1)/(18.0) |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (1.1)/(1.8)/(19.3) |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司或长期受益于上海国企改革和上海自贸区。公司目前杠杆合适，现金流充裕。上海地区高速公路和烟草能够每年带来人民币20亿元左右的现金流。目前公司地产业务预期仍将处于低迷状态，需要依赖出售在手项目来稳定利润贡献。公司已经准备全面推出3、4线城市，集中精力回归长三角1、2线城市。公司已经在上海自贸区开展融资租赁业务，规模已达10亿人民币以上，发展迅速，未来可能会逐渐并表。公司下属上实环境的污水处理和垃圾发电也发展快速。短期，从利润上看，公司依然受限于房地产业务低迷表现，新业务对整体利润贡献依然偏低，需要时间培育。

目标价为31.00港元，相当于11.1倍2015年的市盈率，NAV折让40%。公司地产或受益于上海自贸区新政策，以EV计算，上海土地储备占总土储40%。同时，公司已经在自贸区开展融资租赁业务。上海国资委可能加快省内国有企业重组，或加快国有资产注入上市公司，上海实业可能受益。投资评级为「收集」。

### 正面因素分析

- 公司可能受惠于上海国企改革，包括加大股权激励的范围，有利于长期提升公司竞争力。
- 公司或受惠于上海自贸区改革，境外廉价资金通过自贸区入境速度加快，有利于公司在境内做水务资产收购和开展融资租赁业务。公司融资租赁业务已经初具规模。
- 上实环境可能2015年中来香港上市。

### 风险分析

- 房地产调控影响公司估值。

### 负面因素分析

- 地产业务有低毛利率和保障房项目急需处理，有些项目已经完全失去开发价值。短期不需要增加土储开支。
- 公司新业务包括水务，光伏，垃圾发电，和融资租赁，在2-3年内贡献显著利润概率低，只能适度提升公司估值水平。

### 损益表

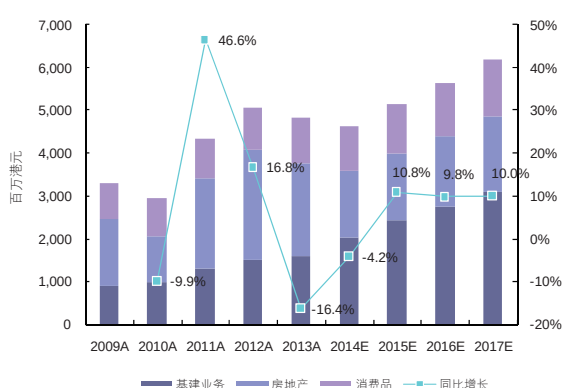
| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 19,287   | 21,568   | 20,191   | 23,633   | 25,691   |
| 销售成本          | (13,704) | (15,261) | (14,183) | (16,888) | (18,304) |
| 毛利            | 5,583    | 6,306    | 6,008    | 6,745    | 7,387    |
| 经营管理费用        | (2,527)  | (2,854)  | (2,672)  | (3,128)  | (3,400)  |
| 其它费用          | 41       | 103      | 61       | 73       | 85       |
| 经营溢利          | 3,097    | 3,555    | 3,397    | 3,690    | 4,073    |
| 利息支出          | (1,032)  | (1,200)  | (1,061)  | (847)    | (871)    |
| 其它            | 3,882    | 2,479    | 3,148    | 2,553    | 2,645    |
| 除税前溢利         | 5,948    | 4,834    | 5,484    | 5,396    | 5,847    |
| 所得税           | (1,621)  | (1,390)  | (1,576)  | (1,551)  | (1,681)  |
| 除税后溢利         | 4,326    | 3,444    | 3,907    | 3,845    | 4,166    |
| 少数股东权益        | (888)    | (742)    | (842)    | (828)    | (897)    |
| 净利润           | 3,438    | 2,702    | 3,066    | 3,017    | 3,269    |
| 每股盈利 (港元)     | 3.184    | 2.503    | 2.839    | 2.794    | 3.027    |
| 每股股息 (港元)     | 1.080    | 1.001    | 1.136    | 1.118    | 1.211    |

### 重要财务比率

|              | 2012A  | 2013A  | 2014F   | 2015F | 2016F   |
|--------------|--------|--------|---------|-------|---------|
| 收入增长率 (%)    | 28.8   | 11.8   | (6.4)   | 17.0  | 8.7     |
| 净利润增长率 (%)   | (14.5) | (21.4) | 13.4    | (1.6) | 8.4     |
| 毛利率 (%)      | 28.9   | 29.2   | 29.8    | 28.5  | 28.8    |
| 净利率 (%)      | 17.8   | 12.5   | 15.2    | 12.8  | 12.7    |
| ROE (%)      | 11.0   | 8.0    | 8.5     | 8.0   | 8.2     |
| ROA (%)      | 3.0    | 2.3    | 2.6     | 2.6   | 2.7     |
| ROIC (%)     | 5.1    | 3.9    | 4.5     | 4.8   | 5.0     |
| 自由现金流 (百万港元) | 3,272  | 7,540  | (4,714) | 7,167 | (5,490) |
| 净负债比率 (%)    | 50.4   | 30.4   | 40.4    | 21.0  | 34.4    |

资料来源：公司、国泰君安国际。

上海实业分布业绩利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 消费行业 消费—服装行业

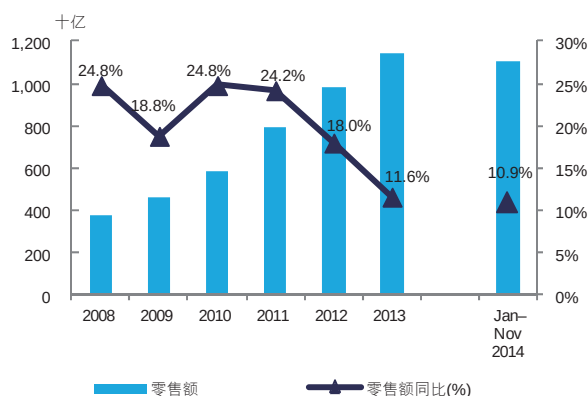
分析员：陈少威 Louis Chan

跑赢大市

### 行业概况

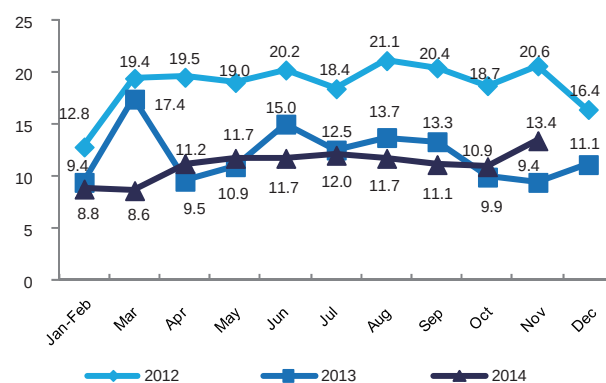
**2014年前11个月限额以上企业服装鞋帽销售增长10.9%，增速虽较去年全年的11.6%低，但增速下降速度在减慢。**中国宏观经济增长结构性放缓、国家实行反腐、电子商务的盛行减少了商店的人流等因素，使得过去几年整体消费气氛疲弱。服装和鞋类行业经历了近3年的整固后，目前很可能处于筑底的阶段。而这个阶段可能会维持一段较长的时间。限额以上企业的服装鞋帽的销售同比增长在2014年7月见顶后连续3个月回落，复苏动能逐步减弱。然而，11月份该数据在「双十一」的带动下，大幅攀升至13.4%，创出2014年以来的月度同比新高。在11月份预先消化部分消费力后，我们预期12月份增长会环比有所回落。根据中华商业信息网，全国百家大型零售企业服装销售2014年前9个月的销售增速创2007年以来的新低，仅录得2%的增长。而10月和11月同比增长徘徊在正负之间，可见行业恢复力道依然偏弱。过去几年服装和鞋类行业经历了一个整固的过程，公司表现出现分化。体质较佳的公司企业管理、供应链管理、产品质量等方面都有较好的提升，而体质较弱的公司缩小营运规模或退出市场。我们认为整体服装和鞋类消费在可支配收入的增加下，预期2015年全年限额以上企业服装鞋帽的增速在10%左右，略低于2014年，但仍将高于全国GDP的增长。

限额以上企业服装鞋帽销售额及增速



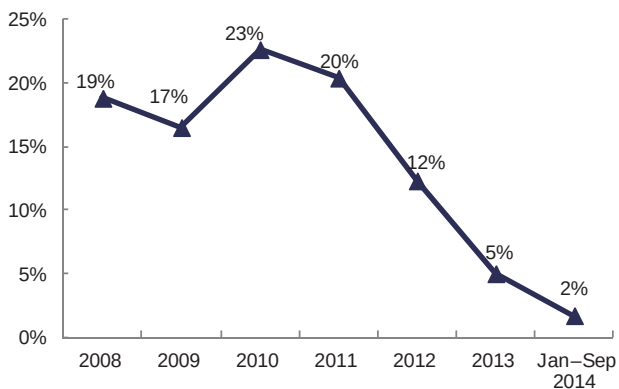
资料来源：中国统计局。

限额以上企业服装鞋帽销售月同比增长速



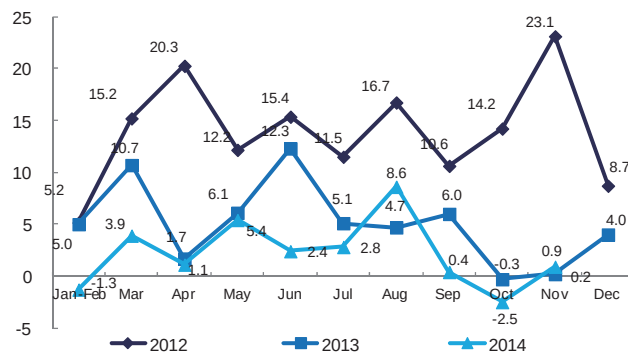
资料来源：中国统计局。

全国百家大型零售企业服装销售累计同比增速



资料来源：中华商业信息网。

全国百家大型零售企业服装销售月同比增长速



资料来源：中华商业信息网。

2014年鞋类销售持续疲弱，服装和体育用品逐步改善，股价表现相对恒指走势也如公司业绩出现分化。在行业结构性改变之下，各子行业的整合进度不一，某些子行业的整合进度理想，有些需要较长的时间。而各公司在业绩和股价上的表现也有较大分化。在策略上占优和公司管理上较佳的公司，股价表现也较为突出。鞋类板块的销售较为疲弱，2014年百丽国际(01880 HK)和达芙妮(00210 HK)股价分别上涨0.7%和下跌19.2%，均跑输恒指。中国利郎(01234 HK)在服装行业中属于复苏较快的公司，股价2014年上涨4.1%。而体育用品板块2014年表现较好，其中安踏体育(02020 HK)上涨了43.5%，跑赢恒指42.2%。普拉达(01913 HK)在亚洲区较慢增长的拖累和行业激烈竞争下，股价大幅下跌36.3%。预计2015年行业和各股的股票表现仍会有较大的差异化，而在第一季度有较多正面的催化剂，包括2015年3季度的订货会结果，2014年4季度的同店销售和2014年的全年业绩公布。

#### 年初至今各公司股票表现

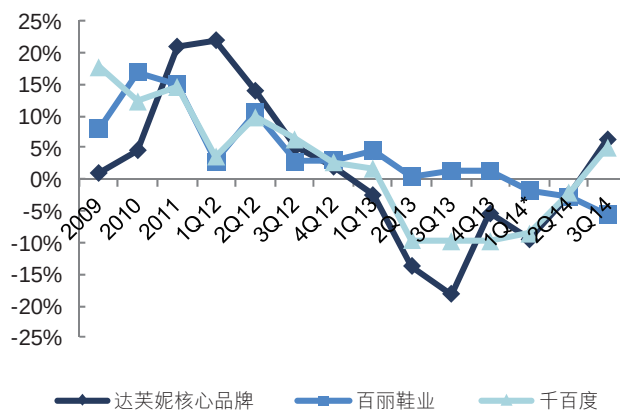
|      | 绝对回报(%) | 相对恒指(%) |
|------|---------|---------|
| 百丽国际 | 0.7     | (0.5)   |
| 达芙妮  | (19.2)  | (20.5)  |
| 中国利郎 | 4.1     | 2.8     |
| 安踏体育 | 43.5    | 42.2    |
| 匹克体育 | 14.8    | 13.6    |
| 普拉达  | (36.3)  | (37.6)  |
| 米格国际 | (58.8)  | (62.4)  |

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

\*注：截至2014年12月31日。

中高端女鞋同店销售持续倒退，低端品牌有所改善。女鞋行业表现分化，百丽国际(01880 HK)鞋类业务同店销售持续恶化，定位较低的达芙妮(00210 HK)和千百度(01028 HK)则在2014年3季度录得正增长。电商的盛行降低了行业入门坎和经营成本，电商以性价比相对高的产品侵蚀现有品牌的销售。受到「快时尚」概念的渲染，部分中高端的消费客群转向低端产品。然而，定位低端的达芙妮(00210 HK)也受到新的市场参与者的直接竞争。达芙妮(00210 HK)意识到尽管品牌定向低端市场，但在激烈的行业竞争下，产品更需要有差异化。公司透过委任著名演艺人为品牌代言人，强化品牌的形象，为老化的品牌重新注入活力。虽然这也会相应增加了公司经营上的开支，但这对公司长远策略上是有利的。而百丽国际(01880 HK)拥有并经营众多品牌，而且定位较高，在品牌的形象经营和管理上较为复杂，短期内较难全面利用明星效应促进销量和强化品牌形象。行业仍处于结构性的整合，整体未见明显的复苏，过往零售网络扩张过快的公司仍在缩小网络的规模和优化网络的质量，供应链上享有规模优势的公司寻求和一些同业进行收购合并的机会。我们预期2015年女鞋店铺扩张仍将谨慎而整体行业的复苏步伐将较为缓慢而且波动性较大。

#### 各公司同店增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

\*注：百丽国际(01880 HK)从2014年开始将财年年终日从12月31日更改至2月底，便于比较，1Q14相当于1QFY15。

### 各公司零售店铺数量

|           | 2011   | 2012   | 2013   | 3Q14*  | YTD   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 百丽国际      | 14,950 | 17,564 | 19,077 | 19,946 | 4.6%  |
| 鞋类业务      | 10,270 | 12,090 | 13,183 | 13,778 | 4.5%  |
| 运动业务      | 4,680  | 5,474  | 5,894  | 6,168  | 4.6%  |
| 达芙妮(核心品牌) | 5,602  | 6,369  | 6,319  | 6,311  | -0.1% |
| 千百度       | 1,748  | 2,166  | 2,286  | 2,181  | -4.6% |
| 自营        | 1,311  | 1,556  | 1,712  | 1,692  | -1.2% |
| 授权        | 437    | 610    | 574    | 560    | -2.4% |

资料来源：公司、国泰君安国际。

\*注：百丽国际(01880 HK)从2014年开始将财年年终日由12月31日更改至2月底，便于比较，1Q14相当于1QFY15。

**男装行业倒退速度减缓。**过往几年国内男装品牌百花齐放，公司例如九牧王(601566 CH)、劲霸、柒牌、希努尔(002485 CH)、卡奴迪路(002656 CH)、中国利郎(01234 HK)等等，在全国大肆扩张零售网络，行业竞争相当激烈。电商加入竞争行列，「陶品牌」或者无品牌产品凭籍较高的性价比，在市场上也站稳了脚步。实体店在电商和同业竞争加剧的冲击下，库存积压问题浮现。在经历了一段较长时间的去库存之后，目前有少数公司的订货会订单已经恢复增长，但均价仍有下行压力。中国利郎(01234 HK)2015年春夏季的订货会订单增长高个位数，增长动能持续。虽然有些公司，如七匹狼(002029 CH)和九牧王(601566 CH)的订单仍然在下降，但跌幅在缩窄。除了电商的冲击外，全球领先服装品牌如优衣库、H&M和Zara进驻中国市场，将「快时尚」概念灌输给中国消费者。「快时尚」由快速、时尚、便宜和款多量少等特点组成，不仅提升了中国消费者的价值意识，也将国际上的服装品味带进中国。目前经销商的库存对于有些公司已经不是问题了，而问题在于如何提升产品的性价比和保持长久竞争力。为了保持长期的竞争力，国内的品牌除了必须有清晰的产品定位外，还必须不断提升产品设计、面料的舒适度和创新、消费体验等等。如果要做到「快时尚」的话，在供应链管理上也需要有较大的投放。2015年，我们预计行业内某些公司将逐步失去竞争力，去库存后仍会有新的库存压力，短期内订单要恢复增长仍然有困难。这也使市场变得较不拥挤，在行业持续整合下，我们较看好中国利郎(01234 HK)。

### 各男装公司订货会订单增长

|      | 2013年春夏 | 2013年秋         | 2013年冬          | 2014年春夏             | 2014年秋            | 2014年冬             | 2015年春夏             |
|------|---------|----------------|-----------------|---------------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| 中国利郎 | -9%     | -15%           | -16%            | 低个位数增长              | 中个位数增长            | 高个位数增长             | 高个位数增长              |
| 七匹狼  | 13.0%   | 持平             |                 | 估计下降10%+            | 两位数下降             |                    | 估计降幅收窄              |
| 报喜鸟  | 15.0%   | 个位数下降          |                 | 估计下降10%             | 个位数下降             |                    | n.a.                |
| 九牧王  | 个位数增长   | 个位数下降          |                 | 估计下降10%+            | 两位数下降             |                    | 估计降幅收窄              |
| 森马   | 微负      | 森马持平，<br>巴拉10% | 森马持平，<br>巴拉10%+ | 森马10%+增长，<br>巴拉20%+ | 森马个位数增长，<br>巴拉27% | 森马20%+增长，<br>巴拉19% | 森马15%+增长，<br>巴拉20%+ |
| 美邦   | 负增长     | 下滑~10%         |                 | 下滑4%                | 低个位数增长            |                    | n.a.                |

资料来源：公司、国泰君安国际。

**童装整体受惠于行业的蓬勃，但行业竞争大，中高端市场占优。**由欧睿(Euromonitor)信息咨询公司进行的研究显示，中国的儿童服装市场的规模于2013年达到人民币1,164亿元，并预计于2018年将达到人民币1,941亿元，相当于10.8%的年复合增长率。「一孩政策」的逐步放松，为儿童相关的消费增长带来支持。在80年代初实施「一孩政策」的30年后，中国人口的老龄化问题浮现，政府已在逐渐调整人口政策。2013年底，相关政策进一步放松，如果父母其中任何一个为独子/女，该已婚夫妇将符合资格生育二胎。新政策可能带来更多新生儿并支持中国的童装行业的扩张。联合国ESCAP预计，未来几年国内儿童人口(0-14岁)将录得最快的增长率，到2014年底儿童人口将达到2.52亿，而到2019年底将达到2.61亿。人口改变利好童装行业的发展。在不同板块中，中高端市场有望录得最快的增速。根据零售价格，中国童装的市场板块大致可划成三大板块：(i) 高端，价格超过人民币600元；(ii) 中高端，价格介乎人民币200元至600元；以及(iii) 低端，价格低于人民币200元。根据弗若斯特沙利文，三大板块分别相当于2012年中国童装的13.8%、27%和59.2%。按营收计算，低端板块是目前三大板块中最大的板块。不过，中高端和高端板块的增速有望加快。弗若斯特沙利文预测，从2012年至2017年中高端市场的增长将达到30.0%的年复合年增长率。2015年，行业的竞争依然激烈，体育品牌将产品线扩充至童装，利用本身的品牌认知度，在短时间内打进新市场。我们较看好以中高端为定位的童装品牌。



体育用品行业整合较快，主要公司已经恢复增长。在经历了数年的去库存后，大部分体育用品公司的经销商暂时已没有太大的库存压力。在大量关闭盈利能力欠佳的店铺后，经销商的销售网络终见效益。部分体育用品公司改变了订货会订货制，减少对于大量的初始订单的依赖，而是采取积极补单的形式以求缓解零售端的库存以及增加一些销售较好的产品补单。这也对企业供应链管理的能力、产品设计研发能力以及迅速及时的库存管理系统有了更高的要求。去库存加上大幅度的缩减批发订单之后，体育用品公司零售库存趋于合理水平。目前零售店铺过剩情况已经大幅缓解，经销商的盈利能力逐步回升，应付帐款周转天数逐步回落。从2015年首两季的订单表现来看，安踏体育、匹克体育和361度有较高的增长，而特步国际的增长较慢。以往对经销商进行压货的模式不复存在，体育用品公司未来必须由同店销售拉动增长。当然，订单持续增长的部分原因是经销商在重新建立库存，为避免再一轮的库存累积，公司仍需在产品功能、质量、舒适、设计各方面都需要不断提升，以保持长期的竞争力。行业整体估值在2014年得到重估而有所提升。在外国主流品牌和国内品牌的竞争下，2015年某些公司的增长可能会放慢，有再次陷入库存堆积的风险，而公司表现可能进一步分化。

#### 体育用品公司订货会订单增长

|      | 1Q14             | 2Q14                        | 3Q14   | 4Q14   | 1Q15   | 2Q15   |
|------|------------------|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 安踏体育 | 高个位数增长           | 高个位数增长                      | 高个位数增长 | 低双位数增长 | 低双位数增长 | 低双位数增长 |
| 特步国际 | 高个位数下降           | 中个位数下降                      | 低个位数下降 | 同比持平   | 低个位数增长 | 低个位数增长 |
| 361度 |                  | -11%                        | -7%    | 8%     |        | 11%    |
| 匹克体育 | 低个位数增长<br>(同店销售) | 较2013Q2<br>实际销售额，<br>高个位数增长 | 中双位数增长 | 中双位数增长 | 中双位数增长 | 中双位数增长 |

资料来源：公司。

奢侈品依然处于严冬，整个奢侈品行业的增长仍在放缓。持续的反贪腐运动严厉打击了中国人之间的送礼活动，此举已引发了奢侈品购买的放缓。当然，较慢的经济增长、日渐成熟的中国奢侈品消费者及销售网点渗透的逐渐饱和等其它因素也导致奢侈品购买的放缓。同店销售数据显示，大部分奢侈品牌的增长已在2011年见顶。奢侈品牌的竞争加剧，各家公司努力提升产品设计、升档产品、优化产品组合及定价策略。一些近年经营较好的品牌，比如Bottega Veneta和YSL能够在艰苦的宏观环境下维持相对高的增速。尽管我们对受到亚太地区不断增长的中产人口所驱动的奢侈品行业的长线增长持乐观态度，但是短期内奢侈品行业仍缺少正面的催化剂。不同奢侈品牌的市场份额局面预计将重新洗牌。主要受到产品组合从高毛利率的皮具产品转移到非皮具产品，行业毛利率短期内仍然受压。

#### 投资建议

推荐买入匹克体育(01968 HK)和收集中国利郎(01234 HK)。女装鞋行业整合速度较慢，行业尚未全面复苏，我们对公司整体较为谨慎。而体育用品企业匹克体育(01968 HK)订货会订单增长录得连续三个季度改善。2015年2季度订货会，鞋类从上个季度增长约15%升至约25%。匹克体育(01968 HK)在提升产品性能上付出了努力和得到进步，并透过有效的市场营销方法，在海外市场迅速扩张。我们推荐「买入」，目标价为2.65港元，分别相当于14.5倍和12.8倍2014年和2015年市盈率。服装行业尚未全面转好，但大致停止恶化。我们看到有些优秀的公司已经走出谷底，销售持续增长。中国利郎(01234 HK)的渠道库存担忧大致得到缓解，并且大部分的经销商目前有盈利。公司录得连续5个季度订货会订单增长，2015年春季夏季的订货会的订单增长仍维持在高个位数。这支持了我们对分销商已恢复信心和公司业务已经走出低潮的看法。公司强化设计师团队的设计能力、面料使用的研究和提升消费者的购物体验。我们给予公司「收集」的评级，目标价为6.63港元，对应11.5倍和10.8倍2014年和2015年市盈率。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 百丽国际*  | 01880 | 8.720    | 中性   | 12.8     | 12.1     | 11.3     | 2.0      | 16.8       | 5.0      |
| 达芙妮    | 00210 | 2.820    | 收集   | 11.7     | 9.8      | 7.7      | 0.7      | 8.1        | 2.8      |
| 普拉达    | 01913 | 43.950   | 中性   | 25.2     | 20.8     | 18.9     | 3.6      | 18.3       | 1.9      |
| 中国利郎   | 01234 | 4.880    | 收集   | 8.5      | 7.9      | 7.2      | 1.6      | 20.6       | 8.5      |
| 安踏体育   | 02020 | 13.700   | 收集   | 16.0     | 13.7     | 12.1     | 3.2      | 24.2       | 5.4      |
| 匹克体育   | 01968 | 2.150    | 买入   | 11.5     | 10.2     | 9.2      | 0.8      | 8.0        | 4.9      |
| 米格国际   | 01247 | 0.940    | 买入   | 4.3      | 3.6      | 3.3      | 0.6      | 16.8       | 8.4      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 19.0     | 16.3     | 14.8     | 2.9      | 18.3       | 3.6      |

资料来源：国泰君安国际。

\*注：百丽国际(01880 HK)从2014年开始将财年年终日从12月31日更改至2月底，便于比较，2014相当于FY15。



## 为品牌注入活力，基本面改善

分析员：陈少威 Louis Chan

达芙妮(00210 HK)

评级：收集

股价：HK\$2.820

目标价：HK\$4.45

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$)         | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|------------|-----------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 10,529               | 956                    | 0.581         | 2.0          | 4.9                            | 2.932         | 1.0        | 0.180                 | 6.4          | 21.6       |
| 2013A                                         | 10,447               | 329                    | 0.200         | (65.6)       | 14.1                           | 3.059         | 0.9        | 0.080                 | 2.8          | 6.7        |
| 2014F                                         | 10,646               | 396                    | 0.240         | 20.4         | 11.7                           | 3.116         | 0.9        | 0.070                 | 2.5          | 7.7        |
| 2015F                                         | 11,322               | 473                    | 0.287         | 19.2         | 9.8                            | 3.868         | 0.7        | 0.079                 | 2.8          | 8.1        |
| 2016F                                         | 12,118               | 604                    | 0.366         | 27.8         | 7.7                            | 4.136         | 0.7        | 0.097                 | 3.4          | 9.1        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 1,649.1       |              | 大股东 Major shareholder          |               |            | Lucky Earn Intl 24.3% |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 4,650.6       |              | 流通比例 Free float (%)            |               |            | 50.1                  |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 3,593.2       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               |            | 净现金                   |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 4.640/2.640   |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               |            | 4.6                   |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               |            | (19.2)/(28.2)/(19.2)  |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               |            | (17.6)/(31.2)/(20.5)  |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司着手品牌管理，努力为达芙妮品牌注入活力。郭雪芙加入全智贤和谢霆锋，成为另一品牌大使。公司同时与著名演员高圆圆合作成立新的品牌，名为「圆漾」。与Hello Kitty的跨品牌鞋子同时也已经发布。全部的营销努力能促进公司中线的销售增长。在明星效应下，2014年3季度同店销售增长有显著的改善，同店销售同比增长6.3%，而2014年2季度为负2.4%。2014年前3个季度同店销售为负1.8%，而2013年同期为负12.2%。零售网络整合也大致完成，核心品牌销售点总数在2014年3季度增加了77个，包括净增加103家自营店和净关闭26家加盟店。2014年前3个季度净关闭的销售点为8个。

3季度的增长主要通过强化市场营销和更积极地推广由数量推动的。由于主动去库存，使得3季度均价同比下跌低单为数。当然，销量增长一部分是来自于低的基数效应。销售网络恢复扩张令人振奋，这给出了管理层信心已经提升的信号。女装鞋行业的结构性改变持续，然而我们相信达芙妮和行业中品牌定位较低的同业已有见底回升的迹象。我们维持公司「收集」的评级，目标价为4.45港元，对应19.0倍和17.0倍2014年和2015年摊薄后每股盈利。

### 正面因素分析

- 明星效应促进销售，强化品牌差异化。
- 受益于低层级城市强劲的收入增长。
- 和主流上市女鞋错位竞争。

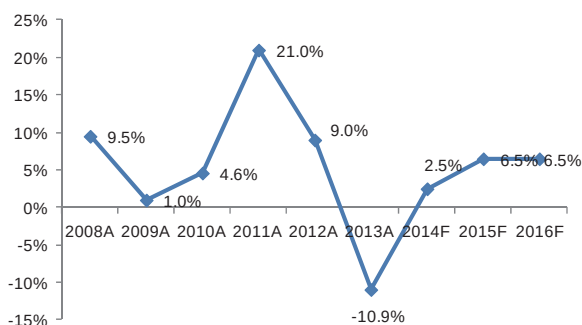
### 负面因素分析

- 分销商在网上的销售提供高折扣，侵蚀实体店。
- 行业库存消化缓慢，影响公司定价能力。
- 经营杠杆收缩导致经营利润率下降。

### 风险分析

- 同业竞争恶化，零售价格受压。
- 原材料、租金成本和员工成本上涨。
- 百丽进军中低端女鞋市场。
- 网购持续降低实体店人流。

公司同店销售增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万港元) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额          | 10,529  | 10,447  | 10,646  | 11,322  | 12,118  |
| 销售成本         | (4,300) | (4,608) | (4,659) | (4,905) | (5,196) |
| 毛利           | 6,229   | 5,839   | 5,986   | 6,416   | 6,923   |
| 其它收益         | 110     | 95      | 81      | 87      | 92      |
| 分销成本         | (4,410) | (4,875) | (5,020) | (5,282) | (5,599) |
| 行政及一般开支      | (544)   | (480)   | (489)   | (520)   | (556)   |
| 其它经营开支       | (20)    | (58)    | 5       | (14)    | (13)    |
| 经营利润         | 1,365   | 520     | 564     | 688     | 846     |
| 财务成本         | (49)    | (53)    | (27)    | (29)    | (5)     |
| 税前利润         | 1,307   | 465     | 537     | 658     | 841     |
| 税项           | (333)   | (130)   | (134)   | (181)   | (231)   |
| 纯利           | 956     | 329     | 396     | 473     | 604     |
| 全面摊薄每股盈利(港币) | 0.581   | 0.200   | 0.240   | 0.287   | 0.366   |
| 增长/减少(%)     | 1.4     | (63.5)  | 21.1    | 12.2    | 22.9    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 22.8  | (0.8)  | 1.9   | 6.4   | 7.0   |
| 净利增长(%)    | 2.4   | (65.6) | 20.4  | 19.2  | 27.8  |
| 毛利率(%)     | 59.2  | 55.9   | 56.2  | 56.7  | 57.1  |
| 经营利润率(%)   | 13.0  | 5.0    | 5.3   | 6.1   | 7.0   |
| 净利率(%)     | 9.1   | 3.2    | 3.7   | 4.2   | 5.0   |
| 权益回报率(%)   | 21.6  | 6.7    | 7.7   | 8.1   | 9.1   |
| 存货周转期(天)   | 187.9 | 198.5  | 210.8 | 207.2 | 204.3 |
| 应收账款周转期(天) | 10.8  | 12.4   | 12.9  | 13.2  | 13.3  |
| 应付账款周转期(天) | 71.5  | 78.9   | 90.0  | 88.6  | 87.3  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 价值宗旨可实现

分析员：陈少威 Louis Chan

利郎(01234 HK)

评级：收集

股价：HK\$4.880

目标价：HK\$6.63

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)          | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|-----------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 2,793               | 627                   | 0.522        | 0.6          | 7.5                            | 1.984        | 2.0        | 0.440                 | 9.0          | 27.5       |
| 2013A                                         | 2,299               | 516                   | 0.430        | (17.7)       | 8.9                            | 2.093        | 1.8        | 0.380                 | 7.8          | 21.1       |
| 2014F                                         | 2,417               | 539                   | 0.449        | 4.5          | 8.5                            | 2.243        | 1.7        | 0.393                 | 8.0          | 20.7       |
| 2015F                                         | 2,654               | 577                   | 0.480        | 6.9          | 7.9                            | 2.411        | 1.6        | 0.414                 | 8.5          | 20.6       |
| 2016F                                         | 2,942               | 635                   | 0.529        | 10.1         | 7.2                            | 2.603        | 1.5        | 0.456                 | 9.3          | 21.1       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 1,201.3      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | Xiao Sheng Intl 55.1% |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 5,875.2      |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 31.6                  |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 752.3        |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金                   |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 6.072/4.355  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 6.9                   |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (13.5)/(10.5)/4.1     |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (11.9)/(13.4)/2.8     |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

电子商务的盛行及全球领先服装品牌如优衣库、H&M和Zara的涌入带来了国际品味和元素，行业竞争加剧，也使中国消费者变得更具价值意识。中国利郎品牌定位于中国三四线城市的高端男装，公司的价值宗旨实现是未来增长的关键。任何价格的溢价都需与额外的增值相匹配，如更好的设计、更好的面料或更好的体验。公司在沿着加强设计能力的正确方向前行。

中国利郎2015年上半年订货会订单结果理想。主打品牌「LILANZ」订单录得高个位数同比增长，子品牌「L2」为低双位数同比增长。「LILANZ」和「L2」的均价已停止下跌，同比基本持平。公司录得连续三个季度订货会订单增长。我们看到均价已经趋向稳定，使得我们对于毛利率受挤压的忧虑稍微舒缓。尽管管理层指出大部分分销商目前有盈利，但我们看到中国利郎品牌的门店在2014年上半年环比仍净关闭5%（158家门店），在某程度上削弱了我们对终端销售的信心。整体而言，我们维持对分销商已恢复信心和公司业务已经走出低潮的看法。我们对于公司未来价值宗旨的实现乐观并维持公司「收集」评级和6.63港元目标价，对应11.5倍和10.8倍2014年和2015年市盈率。

### 正面因素分析

- 库存消化完成，订单重获增长。
- 公司加强产品设计能力和提高产品性价比。
- 上市后品牌认知度持续提升。

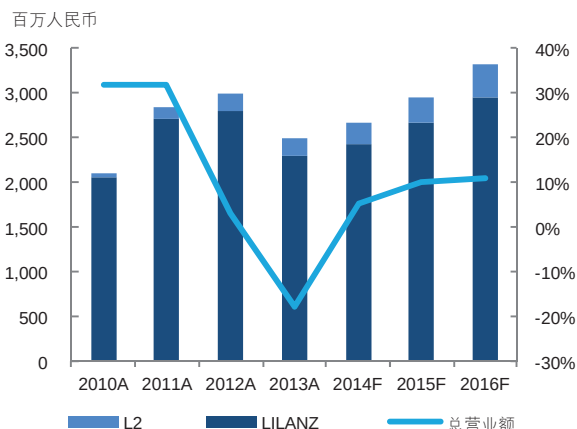
### 风险分析

- 产品设计未能迎合消费者口味，零售端库存再度积压。
- 同业竞争恶化，零售价格受压。
- 男装行业商品化，品牌价值锐减。

### 负面因素分析

- 国际品牌在中国三、四线城市业务扩张加速。
- 在三、四线城市定位为高端，零售价格高。
- 同业公司库存消化缓慢，影响公司定价能力。

公司销售



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 2,793   | 2,299   | 2,417   | 2,654   | 2,942   |
| 销售成本           | (1,669) | (1,319) | (1,397) | (1,537) | (1,706) |
| 毛利             | 1,124   | 980     | 1,020   | 1,117   | 1,236   |
| 其它收益           | 15      | 16      | 18      | 19      | 21      |
| 分销成本           | (325)   | (307)   | (280)   | (318)   | (353)   |
| 行政及一般开支        | (103)   | (100)   | (93)    | (102)   | (113)   |
| 其它经营开支         | (2)     | (8)     | (6)     | (6)     | (6)     |
| 经营利润           | 709     | 582     | 660     | 711     | 784     |
| 财务成本           | 57      | 64      | 84      | 90      | 98      |
| 税前利润           | 767     | 646     | 744     | 801     | 882     |
| 税项             | (140)   | (130)   | (205)   | (224)   | (247)   |
| 纯利             | 627     | 516     | 539     | 577     | 635     |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.522   | 0.430   | 0.449   | 0.480   | 0.529   |
| 增长/减少 (%)      | 0.6     | (17.7)  | 4.5     | 6.9     | 10.1    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 3.2   | (17.7) | 5.1   | 9.8   | 10.8  |
| 净利增长 (%)    | 0.6   | (17.7) | 4.5   | 6.9   | 10.1  |
| 毛利率 (%)     | 40.2  | 42.6   | 42.2  | 42.1  | 42.0  |
| 经营利润率 (%)   | 25.4  | 25.3   | 27.3  | 26.8  | 26.7  |
| 净利率 (%)     | 22.4  | 22.5   | 22.3  | 21.7  | 21.6  |
| 权益回报率 (%)   | 27.5  | 21.1   | 20.7  | 20.6  | 21.1  |
| 存货周转期 (天)   | 55.3  | 76.3   | 69.4  | 66.0  | 68.3  |
| 应收账款周转期 (天) | 94.9  | 105.6  | 92.0  | 90.0  | 89.7  |
| 应付账款周转期 (天) | 76.5  | 95.9   | 91.3  | 94.0  | 97.9  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 受益于行业蓬勃的一个童装品牌

分析员：陈少威 Louis Chan

米格国际(01247 HK)

评级：买入

股价：HK\$0.940

目标价：HK\$1.52

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)     | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 520                 | 115                   | 0.180        | 50.3         | 4.2                            | 0.369        | 2.2        | 0.000            | 0.0          | 64.7       |
| 2013A                                         | 661                 | 130                   | 0.203        | 12.3         | 3.6                            | 0.580        | 1.4        | 0.039            | 5.3          | 42.7       |
| 2014F                                         | 792                 | 144                   | 0.175        | (13.8)       | 4.3                            | 1.146        | 0.7        | 0.054            | 7.3          | 21.9       |
| 2015F                                         | 888                 | 168                   | 0.204        | 16.5         | 3.6                            | 1.281        | 0.6        | 0.062            | 8.4          | 16.8       |
| 2016F                                         | 986                 | 184                   | 0.224        | 9.9          | 3.3                            | 1.438        | 0.6        | 0.070            | 9.5          | 16.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 824.0        |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 丁培基 39.9%        |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 774.6        |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 23.0             |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 1,515.6      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 3.345/0.900  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 1.7              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (2.1)/(4.1)/n.a. |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (0.5)/(7.0)/n.a. |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

米格在电子商贸上有强劲的布局。公司明白到在80年代出生的父母为最大的消费群组，他们具有较高的资讯科技上的技能，因此是活跃的线上购物群组。电商在2010年贡献不到0.3%的总销售额，之后业务迅速扩张，2013年占了总销售额的18.6%预计在2016年占比将提升20%。公司销售其产品予单一在线分销商，该分销商获授权在网上，比如电子商贸平台天猫、京东、唯品会和V+等等，出售产品。线上和线下产品有所区别：线上产品为线上购物群组的偏好而订做。相对线下产品，这些产品通常是设计较简单，价格也较低。线下产品一般的设计更复杂、布料较佳及售价较高。线上产品包括T恤、牛仔裤、裤子及汗衣。

公司采用轻资产模式，外包绝大部分的生产予OEM并以批发形式销售其产品给分销商。作为总销售成本的百分比，2014年上半年由公司自有生产线和外包OEM生产的产品占比分别为31.9%和68.1%。公司打算透过不扩建其自身产能而进一步提高外包生产的占比。轻资产模式允许更多资源投放在产品设计的改善、研发及品牌建立，把自己和其它公司区别开来以及实现更可持续的增长。公司的产品定位良好，「红孩儿」品牌以中高档童装品牌为定位并且给予客户广泛的产品组合，而中高档市场的增速有望快于其它板块。我们维持公司「买入」的评级，目标价为1.52港元，分别相当于7.4倍、5.9倍和5.4倍2014年、2015年和2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 电子商贸业务强劲。
- 品牌定位清晰。
- 受益行业于行业的蓬勃。

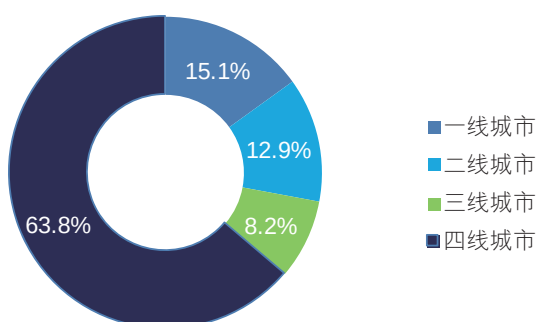
## 负面因素分析

- 行业竞争激烈。
- ERP系统安装进度较为缓慢。

## 风险分析

- 同业竞争恶化，零售价格持续受压。
- 过度开设自营店，导致经营成本增加。
- 可能出现的产品质量及安全事件。

店铺在中国的区域分布，截至2014年6月底



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A | 2013A | 2014F  | 2015F | 2016F |
|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业额            | 520   | 661   | 792    | 888   | 986   |
| 销售成本           | (324) | (401) | (485)  | (556) | (621) |
| 毛利             | 196   | 260   | 306    | 332   | 365   |
| 其它收益           | 0     | 2     | 3      | 5     | 5     |
| 分销成本           | (50)  | (47)  | (60)   | (71)  | (80)  |
| 行政及一般开支        | (13)  | (32)  | (45)   | (38)  | (42)  |
| 经营利润           | 133   | 182   | 204    | 227   | 249   |
| 财务成本           | (2)   | (4)   | (5)    | (4)   | (3)   |
| 税前利润           | 131   | 177   | 200    | 224   | 246   |
| 税项             | (15)  | (48)  | (56)   | (56)  | (61)  |
| 纯利             | 115   | 130   | 144    | 168   | 184   |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.180 | 0.203 | 0.175  | 0.204 | 0.224 |
| 增长/减少 (%)      | 50.3  | 12.3  | (13.8) | 16.5  | 9.9   |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 32.5  | 27.2  | 19.7  | 12.1  | 11.1  |
| 净利增长 (%)    | 49.3  | 12.3  | 11.0  | 16.5  | 9.9   |
| 毛利率 (%)     | 37.7  | 39.3  | 38.7  | 37.4  | 37.0  |
| 经营利润率 (%)   | 25.6  | 27.4  | 25.8  | 25.6  | 25.2  |
| 净利率 (%)     | 22.2  | 19.6  | 18.2  | 18.9  | 18.7  |
| 权益回报率 (%)   | 64.7  | 42.7  | 21.9  | 16.8  | 16.5  |
| 存货周转期 (天)   | 61.7  | 30.3  | 32.4  | 33.8  | 34.8  |
| 应收账款周转期 (天) | 141.6 | 130.2 | 122.9 | 104.8 | 91.7  |
| 应付账款周转期 (天) | 31.7  | 34.9  | 36.4  | 38.0  | 39.1  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 鞋类业务依然疲弱

分析员：陈少威 Louis Chan

百丽国际(01880 HK)

评级：中性

股价：HK\$8.720

目标价：HK\$10.11

| End 2/28 or 29                                | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)  | BPS<br>(RMB)                      | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)                 | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-------------|-----------------------------------|------------|------------------------------|--------------|------------|
| 2012A*                                        | 32,859              | 4,352                 | 0.516        | 2.3          | 13.6        | 2.658                             | 2.6        | 0.160                        | 2.3          | 19.4       |
| 2014A                                         | 36,794              | 4,402                 | 0.522        | n.a.         | 13.0        | 3.105                             | 2.2        | 0.200                        | 2.9          | 16.8       |
| 2015F                                         | 39,658              | 4,479                 | 0.531        | 1.7          | 12.8        | 3.116                             | 2.2        | 0.555                        | 8.2          | 17.0       |
| 2016F                                         | 42,960              | 4,748                 | 0.563        | 6.0          | 12.1        | 3.356                             | 2.0        | 0.340                        | 5.0          | 16.8       |
| 2017F                                         | 46,977              | 5,094                 | 0.604        | 7.3          | 11.3        | 3.610                             | 1.9        | 0.360                        | 5.3          | 16.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              |              | 8,434.2     | 大股东 Major shareholder             |            | Profit Leader Holdings 31.2% |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              |              | 73,546.5    | 流通比例 Free float (%)               |            | 53.1                         |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       |              |              | 18,920.3    | 15财年净负债/股东资金 FY15 Net gearing (%) |            | 净现金                          |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              |              | 9.998/6.997 | 15财年每股估值 FY15 NAV (HK\$)          |            | 10.2                         |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |             |                                   |            | (1.0)/3.5/0.7                |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |             |                                   |            | 0.6/0.6/(0.5)                |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。\*注：2012财年的年结为十二月底。从2014财年起，年结为二月底。

### 公司近况简评和估值

百丽2015财年3季度鞋类业务和体育用品业务同店销售增长分别为-5.6%和5.3%。鞋类业务和体育用品业务门店数目分别环比增长2.1%和1.9%。3季度鞋类业务同店销售增长比上季度的-2.8%有所恶化，体育用品业务同店销售增长比上季度的14.4%出现也出现减缓。鞋类业务销售动能依然疲弱。在消费者更具价值意识和行业竞争格局依然未变的情况下，我们看不到百丽有提价的空间。公司只能透过进一步改善其供应链以抵消毛利率压力。

电子商贸及购物商场的兴起降低了百货公司的客流量且加剧了行业竞争。未来几年，预计百丽进入较慢的增长阶段，而营收增长主要由体育用品及服装业务驱动。公司宣派中期股息和特别股息分别为每股人民币0.15和人民币0.25。特别股息短期为股价表现带来支持，我们认为公司向股东发放过剩现金的决定，在鞋类及服装业疲弱的大环境下，优于寻求并购的机会。我们预计未来几年派息比率保持在60%左右。虽然慷慨的派息短线应该利好股价，基本面对可持续的股价表现更加关键。我们维持公司「中性」评级和目标价10.11港元，相当于14.8倍和14.0倍和2015财年和2016财年市盈率。

### 正面因素分析

- 体育用品业务增长比市场预期强。
- 市场导向和快速应变的供应链管理。
- 新收购的高端品牌有助公司提升现有品牌的管理。
- 股息率的提升。

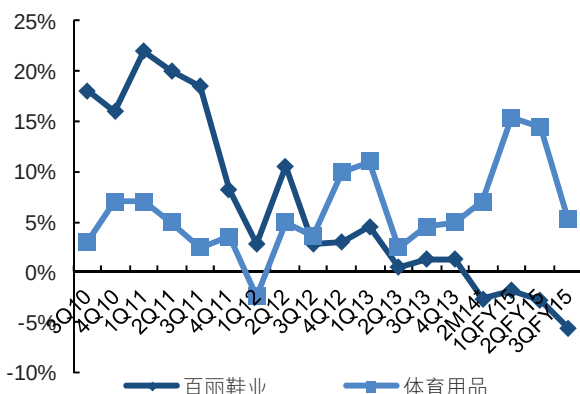
### 负面因素分析

- 在服装行业的扩张。
- 电商销售冲击持续。
- 公司透明度有待提高。

### 风险分析

- 女鞋市场商品化，品牌价值锐减。
- 在服装行业的过度扩张。
- 优购网在商品种类过度扩充，失去差异化。
- 原材料、租金成本和员工成本上涨。

公司同店销售增长



资料来源：公司。

损益表

| 截至2月底 (百万人民币) | 2012A*   | 2014A    | 2015F    | 2016F    | 2017F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 32,859   | 36,794   | 39,658   | 42,960   | 46,977   |
| 销售成本          | (14,261) | (15,682) | (17,200) | (18,750) | (20,672) |
| 毛利            | 18,598   | 21,112   | 22,458   | 24,210   | 26,305   |
| 其它收益          | 273      | 389      | 409      | 435      | 463      |
| 分销成本          | (11,081) | (12,966) | (13,994) | (15,213) | (16,679) |
| 行政及一般开支       | (2,387)  | (2,854)  | (3,093)  | (3,329)  | (3,523)  |
| 其它盈利/(损失)     | 0        | (15)     | (20)     | (19)     | (18)     |
| 经营利润          | 5,403    | 5,666    | 5,759    | 6,083    | 6,548    |
| 财务成本          | 269      | 362      | 418      | 421      | 430      |
| 税前利润          | 5,677    | 6,032    | 6,183    | 6,510    | 6,984    |
| 税项            | (1,351)  | (1,653)  | (1,731)  | (1,790)  | (1,921)  |
| 纯利            | 4,352    | 4,402    | 4,479    | 4,748    | 5,094    |
| 每股盈利 (人民币)    | 0.516    | 0.522    | 0.531    | 0.563    | 0.604    |
| 增长/减少 (%)     | 2.3      | n.a.     | 1.7      | 6.0      | 7.3      |

重要财务比率

|             | 2012A* | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 13.5   | n.a.  | 9.4   | 8.3   | 9.4   |
| 净利增长 (%)    | 2.3    | n.a.  | 1.7   | 6.0   | 7.3   |
| 毛利率 (%)     | 56.6   | 57.4  | 56.6  | 56.4  | 56.0  |
| 经营利润率 (%)   | 16.4   | 15.4  | 14.5  | 14.2  | 13.9  |
| 净利率 (%)     | 13.2   | 12.0  | 11.3  | 11.1  | 10.8  |
| 权益回报率 (%)   | 19.4   | 16.8  | 17.0  | 16.8  | 16.7  |
| 存货周转期 (天)   | 173.4  | 163.7 | 139.4 | 124.2 | 116.8 |
| 应收账款周转期 (天) | 32.7   | 31.8  | 32.7  | 33.9  | 33.6  |
| 应付账款周转期 (天) | 30.7   | 22.3  | 18.2  | 19.0  | 18.6  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

\*注：2012财年的年结为十二月底。从2014财年起，年结为二月底。

## 奢侈品消费依然疲弱

分析员：陈少威 Louis Chan

普拉达(01913 HK)

评级：中性

股价：HK\$43.950

目标价：HK\$45.32

| End 01/31                                     | Turnover<br>(EUR m) | Net Profit<br>(EUR m) | EPS<br>(EUR)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                        | BPS<br>(EUR) | PBR<br>(x) | DPS<br>(EUR)             | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|-----------------------------------|--------------|------------|--------------------------|--------------|------------|
| FY13A                                         | 3,297               | 626                   | 0.245         | 43.8         | 17.1                              | 0.907        | 4.6        | 0.090                    | 2.2          | 30.2       |
| FY14A                                         | 3,587               | 628                   | 0.245         | 0.3          | 17.1                              | 1.050        | 4.0        | 0.110                    | 2.6          | 25.1       |
| FY15F                                         | 3,606               | 451                   | 0.176         | (28.2)       | 25.2                              | 1.122        | 4.0        | 0.070                    | 1.6          | 16.2       |
| FY16F                                         | 3,963               | 558                   | 0.218         | 23.7         | 20.8                              | 1.267        | 3.6        | 0.087                    | 1.9          | 18.3       |
| FY17F                                         | 4,322               | 627                   | 0.245         | 12.4         | 18.9                              | 1.426        | 3.2        | 0.098                    | 2.1          | 18.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 2,558.8       |              | 大股东 Major shareholder             |              |            | Prada Holding B.V. 80.0% |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 112,460.3     |              | 流通比例 Free float (%)               |              |            | 20.0                     |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 1,542.1       |              | 15财年净负债/股东资金 FY15 Net gearing (%) |              |            | 净现金                      |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 71.800/42.950 |              | 15财年每股估值 FY15 NAV (HK\$)          |              |            | 46.0                     |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                   |              |            | (12.5)/(6.8)/(36.3)      |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                   |              |            | (10.9)/(9.7)/(37.6)      |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

2015财年3季度净利收缩43.9%，给市场带来负面的意外。普拉达公布令人失望的2015财年3季度业绩，营收同比下跌5.6%。区域上，除了日本和中东以外的所有地区，都录得营收的下跌。营收的下跌归咎于亚太和欧洲地区，分别同比下降6.8%和7.6%。销售组合的改变和经营去杠杆化造成2015财年3季度盈利能力大幅下跌。皮具产品的销售持续疲弱，同比下跌9.1%。销售组合的改变部分解释了毛利率的下跌。由于经营去杠杆化，税息前利润率下跌10.5个百分点。由于租金费用以及摊销和折旧费用水平的增加，销售费用同比上升12.5%。

持续的反贪腐运动严厉打击中国人之间的送礼活动。此举已引发奢侈品购买的放缓。当然，较慢的经济增长、日渐成熟的中国奢侈品消费者等其它因素也导致奢侈品购买的放缓。奢侈品牌之间的竞争正在加剧，各家公司努力提升产品设计、升档产品、优化产品组合及定价策略。一些品牌比如Bottega Veneta和YSL能够在艰苦的宏观环境下维持相对高的增速。尽管我们对受到亚太地区不断增长的中产人口所驱动的奢侈品行业的长线增长持乐观态度，短期该行业仍然在整合的过程中。不同奢侈品牌的市场份额局面预计重新洗牌。我们在看到行业和公司有任何复苏的讯号之前将会维持谨慎。我们维持对公司的评级为「中性」，目标价为45.32港元，分别相当于26.0倍和21.0倍2015财年和2016财年市盈率。

### 正面因素分析

- 新兴市场中产人口的增加。
- 稳固的品牌价值。
- 产品设计的提升。

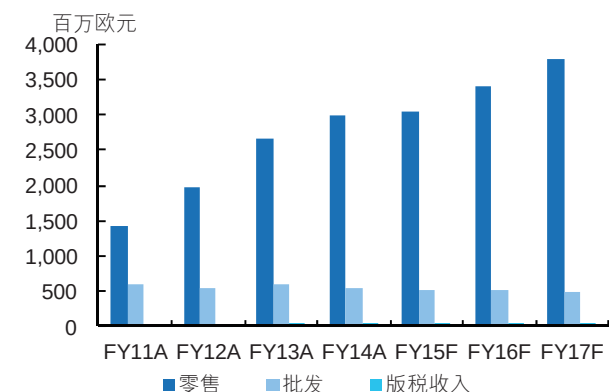
### 负面因素分析

- 中国的反贪腐运动持续。
- 同业竞争激烈。
- 皮具销售占比持续降低，整体毛利受压。

### 风险分析

- 同业竞争恶化，零售价格持续受压。
- 经营去杠杆化，经营成本增加。

普拉达的收入组成



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至1月底 (百万欧元) | FY13A   | FY14A   | FY15F   | FY16F   | FY17F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额          | 3,297   | 3,587   | 3,606   | 3,963   | 4,322   |
| 销售成本         | (921)   | (939)   | (1,005) | (1,091) | (1,183) |
| 毛利           | 2,377   | 2,649   | 2,601   | 2,871   | 3,139   |
| 经营开支         | (1,487) | (1,709) | (1,917) | (2,045) | (2,212) |
| 经营利润         | 890     | 939     | 684     | 826     | 927     |
| 财务成本         | (7)     | (17)    | (20)    | (16)    | (17)    |
| 投资股息         | 1       | 1       | 1       | 1       | 1       |
| 税前利润         | 884     | 923     | 665     | 811     | 911     |
| 税项           | (250)   | (285)   | (206)   | (243)   | (273)   |
| 少数股东权益       | (8)     | (10)    | (8)     | (10)    | (11)    |
| 纯利           | 626     | 628     | 451     | 558     | 627     |
| 每股盈利 (人民币)   | 0.245   | 0.245   | 0.176   | 0.218   | 0.245   |
| 增长/减少 (%)    | 43.8    | 0.3     | (28.2)  | 23.7    | 12.4    |

重要财务比率

|             | FY13A | FY14A | FY15F  | FY16F | FY17F |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 29.0  | 8.8   | 0.5    | 9.9   | 9.1   |
| 净利增长 (%)    | 44.9  | 0.3   | (28.2) | 23.7  | 12.4  |
| 毛利率 (%)     | 72.1  | 73.8  | 72.1   | 72.5  | 72.6  |
| 经营利润率 (%)   | 27.0  | 26.2  | 19.0   | 20.9  | 21.4  |
| 净利率 (%)     | 19.0  | 17.5  | 12.5   | 14.1  | 14.5  |
| 权益回报率 (%)   | 30.2  | 25.1  | 16.2   | 18.3  | 18.2  |
| 存货周转期 (天)   | 142.4 | 154.3 | 171.0  | 171.0 | 170.1 |
| 应收账款周转期 (天) | 31.6  | 31.2  | 32.2   | 31.7  | 31.8  |
| 应付账款周转期 (天) | 121.7 | 132.0 | 131.0  | 130.2 | 129.7 |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 海外扩张为增长的引擎

分析员：陈少威 Louis Chan

**匹克体育 (01968 HK)**
**评级：买入**
**股价：HK\$2.150**
**目标价：HK\$2.65**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)                 | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|------------------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 2,903               | 311                   | 0.148        | (60.1)       | 11.7                           | 1.946        | 0.9        | 0.100                        | 4.7          | 7.6        |
| 2013A                                         | 2,613               | 244                   | 0.116        | (21.3)       | 14.4                           | 1.965        | 0.9        | 0.162                        | 7.6          | 6.0        |
| 2014F                                         | 2,966               | 305                   | 0.145        | 24.9         | 11.5                           | 2.015        | 0.8        | 0.093                        | 4.3          | 7.3        |
| 2015F                                         | 3,364               | 346                   | 0.165        | 13.4         | 10.2                           | 2.098        | 0.8        | 0.106                        | 4.9          | 8.0        |
| 2016F                                         | 3,801               | 381                   | 0.182        | 10.1         | 9.2                            | 2.193        | 0.8        | 0.116                        | 5.4          | 8.5        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 2,097.9      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | Ever Sound Development 42.5% |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 4,511.5      |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 31.3                         |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 1,502.4      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金                          |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 2.450/1.793  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 2.8                          |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (2.3)/(3.6)/14.8             |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (0.7)/(6.5)/13.6             |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

2014年上半年海外市场增长强劲，同比增长**67.5%**。海外市场在公司销售额中的占比从2013年上半年的**14.8%**增长至2014年上半年的**22.6%**。在国内品牌中，匹克海外销售的占比仍最大。我们对公司利用其全球品牌知名度以提高海外销售的策略维持乐观。公司**2015年2季度**订货会订单结果为同比增长中双位数（**10%至20%**），连续四个季度订货会录得订单同比增长中双位数，动能维持强劲。高增长率主要由鞋类所驱动，其录得**2011年**以来最快的增长。

匹克专注于大众市场，避免了和以高端市场为目标定位的国际品牌正面的竞争。匹克品牌专注于篮球运动，有很好的差异化。专业亦是匹克的竞争优势之一，公司有超过**200位**的专业人员致力于研发以提升产品的性能、舒适度、耐用性等等。我们对公司在产品功能和设计上的专注有高度的评价。我们维持公司「买入」评级和**2.65港元**的目标价，分别相当于**14.5倍**和**12.8倍2014年**和**2015年**市盈率。

### 正面因素分析

- 库存消化完成，订货会订单持续增长。
- 有效的广告和推广增加了品牌的全球认知度。
- 提升了产品设计能力和提高了产品质量。
- 逐步提升店铺使用ERP系统的比例。

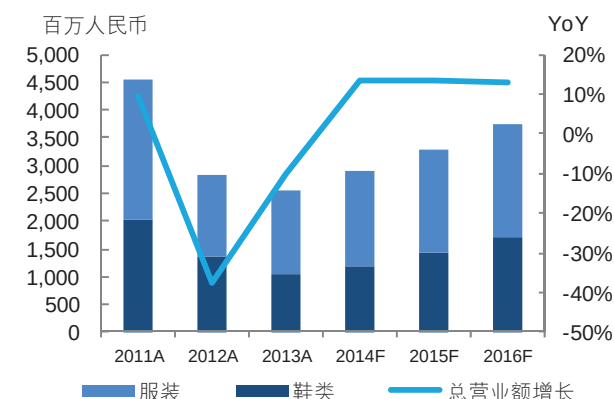
### 负面因素分析

- 应收帐款周转天数增加。
- 公司运营管理能力较弱。
- 零售端存货欠缺透明度。

### 风险分析

- 经销商补库存时，过分乐观。
- 同业竞争恶化，零售价格受压。
- 原材料、租金成本和员工成本上涨。

公司销售



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 2,903   | 2,613   | 2,966   | 3,364   | 3,801   |
| 销售成本           | (1,845) | (1,686) | (1,859) | (2,113) | (2,392) |
| 毛利             | 1,058   | 927     | 1,107   | 1,251   | 1,409   |
| 其它收益           | 45      | 62      | 61      | 71      | 76      |
| 分销成本           | (461)   | (334)   | (388)   | (457)   | (535)   |
| 行政及一般开支        | (228)   | (252)   | (290)   | (318)   | (348)   |
| 经营利润           | 414     | 403     | 491     | 548     | 603     |
| 财务成本           | (8)     | (13)    | (14)    | (16)    | (17)    |
| 税前利润           | 406     | 390     | 477     | 532     | 586     |
| 税项             | (95)    | (146)   | (172)   | (186)   | (205)   |
| 纯利             | 311     | 244     | 305     | 346     | 381     |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.148   | 0.116   | 0.145   | 0.165   | 0.182   |
| 增长/减少 (%)      | (60.1)  | (21.3)  | 24.9    | 13.4    | 10.1    |

重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | (37.5) | (10.0) | 13.5  | 13.4  | 13.0  |
| 净利增长 (%)    | (60.1) | (21.3) | 24.9  | 13.4  | 10.1  |
| 毛利率 (%)     | 36.5   | 35.5   | 37.3  | 37.2  | 37.1  |
| 经营利润率 (%)   | 14.3   | 15.4   | 16.6  | 16.3  | 15.9  |
| 净利率 (%)     | 10.7   | 9.3    | 10.3  | 10.3  | 10.0  |
| 权益回报率 (%)   | 7.6    | 6.0    | 7.3   | 8.0   | 8.5   |
| 存货周转期 (天)   | 79.9   | 81.4   | 75.3  | 75.1  | 77.2  |
| 应收账款周转期 (天) | 137.2  | 144.6  | 117.6 | 106.3 | 103.4 |
| 应付账款周转期 (天) | 92.4   | 85.3   | 81.9  | 76.7  | 76.4  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 订货会订单持续增长

分析员：陈少威 Louis Chan

**安踏体育(02020 HK)**
**评级：收集**
**股价：HK\$13.700**
**目标价：HK\$18.46**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)       | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 7,623               | 1,359                 | 0.545        | (21.5)       | 20.2                           | 2.707        | 4.1        | 0.390              | 3.5          | 20.7       |
| 2013A                                         | 7,281               | 1,315                 | 0.527        | (3.2)        | 20.3                           | 2.867        | 3.7        | 0.378              | 3.5          | 18.9       |
| 2014F                                         | 8,878               | 1,664                 | 0.667        | 26.5         | 16.0                           | 3.109        | 3.4        | 0.438              | 4.1          | 22.3       |
| 2015F                                         | 10,480              | 1,953                 | 0.783        | 17.3         | 13.7                           | 3.357        | 3.2        | 0.576              | 5.4          | 24.2       |
| 2016F                                         | 11,906              | 2,197                 | 0.880        | 12.5         | 12.1                           | 3.624        | 2.9        | 0.648              | 6.1          | 25.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 2,495.7      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 安踏国际 55.0%         |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 34,206.3     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 33.6               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 9,288.1      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金                |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 18.000/9.347 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 18.8               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (14.7)/(13.4)/43.5 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (13.1)/(16.3)/42.2 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

安踏和NBA合作，在中国推出联合品牌产品。根据合作协议，安踏成为NBA在中国的独家授权商，公司可以在成人和儿童的篮球鞋和配件使用NBA和30支NBA球队的商标，但服装不在此列。NBA相关产品将以两种方式呈现，即使用安踏和NBA商标的联合品牌和只使用NBA商标的单一品牌产品。公司已经推出联合品牌的篮球鞋和配件，现在其四分之一以上的中国门店及安踏自营网上旗舰店有售。鉴于篮球在中国的受欢迎程度，和NBA的合作对于公司的品牌价值和营收必然是一个正面的因素。

订货会订单增长动能维持强劲，2015年2季度订货会订单同比增长为低双位数。这是连续第三届订货会公司取得低双位数的同比增长。安踏品牌有清晰的定位，而且公司致力于通过创新和其有效的营销方法使其产品具有差异化。公司在行业整合中脱颖而出，市场份额逐步提升。然而，近期有媒体宣称公司董事会主席兼首席执行官丁世忠先生和中国泉州市国税局前局长蔡俊伟先生勾结，涉及当地多起政商黑幕而从中国出逃，公司已经做出澄清，而且丁世忠家族从市场增持股份，对稳定股价有一定的作用。我们维持公司「收集」的评级，目标价为18.46港元，分别相当于21.6倍和18.4倍2014年和2015年市盈率。

## 正面因素分析

- 订货会订单持续增长。
- 品牌定位清晰，产品定价合适。
- 运营和企业管理能力较强。

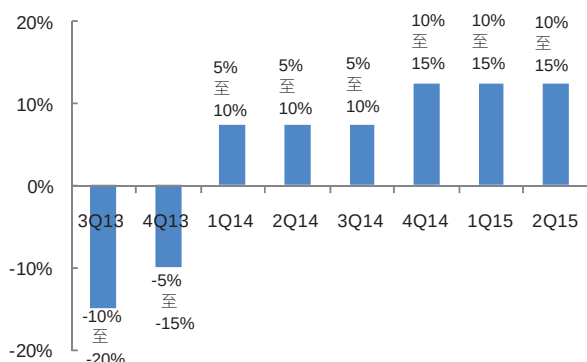
## 负面因素分析

- 经营资金增加。
- 新定价策略使毛利率改善空间缩窄。

## 风险分析

- 经销商重建库存过分乐观。
- 同业竞争恶化，零售价格持续受压。
- 原材料、租金成本和员工成本上涨。

公司订单增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 7,623   | 7,281   | 8,878   | 10,480  | 11,906  |
| 销售成本           | (4,730) | (4,242) | (4,936) | (5,794) | (6,588) |
| 毛利             | 2,893   | 3,039   | 3,941   | 4,686   | 5,318   |
| 其它收益           | 128     | 102     | 107     | 121     | 131     |
| 分销成本           | (1,038) | (1,199) | (1,569) | (1,894) | (2,176) |
| 行政及一般开支        | (420)   | (376)   | (407)   | (456)   | (513)   |
| 经营利润           | 1,563   | 1,566   | 2,072   | 2,456   | 2,759   |
| 财务成本           | 166     | 187     | 172     | 178     | 203     |
| 税前利润           | 1,730   | 1,753   | 2,244   | 2,633   | 2,962   |
| 税项             | (374)   | (423)   | (561)   | (658)   | (740)   |
| 少数股东权益         | 3       | (15)    | (19)    | (22)    | (25)    |
| 纯利             | 1,359   | 1,315   | 1,664   | 1,953   | 2,197   |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.545   | 0.527   | 0.667   | 0.783   | 0.880   |
| 增长/减少 (%)      | (21.5)  | (3.2)   | 26.5    | 17.3    | 12.5    |

重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | (14.4) | (4.5) | 21.9  | 18.1  | 13.6  |
| 净利增长 (%)    | (21.5) | (3.2) | 26.6  | 17.4  | 12.5  |
| 毛利率 (%)     | 38.0   | 41.7  | 44.4  | 44.7  | 44.7  |
| 经营利润率 (%)   | 20.5   | 21.5  | 23.3  | 23.4  | 23.2  |
| 净利率 (%)     | 17.8   | 18.1  | 18.7  | 18.6  | 18.5  |
| 权益回报率 (%)   | 20.7   | 18.9  | 22.3  | 24.2  | 25.2  |
| 存货周转期 (天)   | 50.4   | 59.2  | 55.1  | 54.9  | 55.7  |
| 应收账款周转期 (天) | 34.2   | 38.1  | 38.9  | 39.5  | 40.2  |
| 应付账款周转期 (天) | 45.9   | 64.5  | 66.0  | 64.1  | 65.4  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

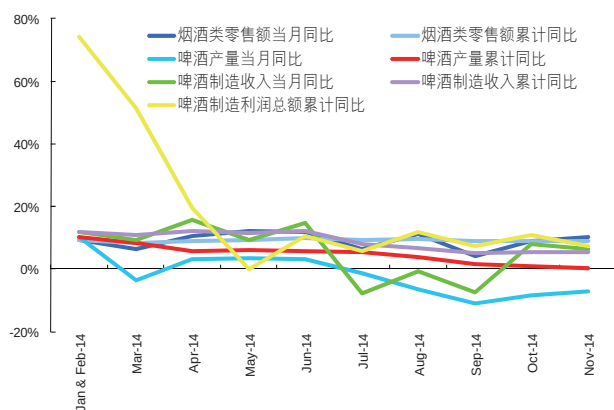
## 消费—食品饮料及日用品行业

分析员：郭日升 Sunny Kwok

## 跑赢大市

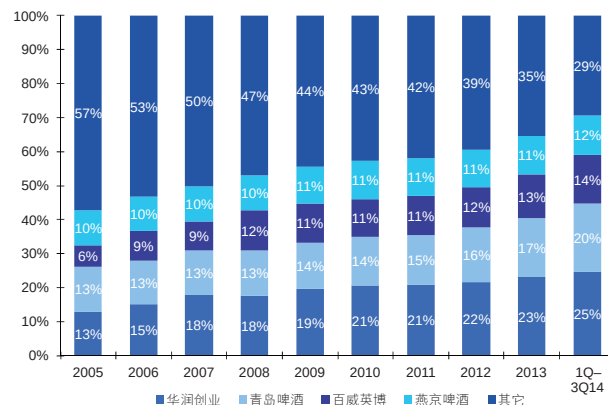
**啤酒 — 人均消费量上升空间不多；2015年提价机会不高。**根据麒麟啤酒大学最新的报告显示，2013年中国人均啤酒消费量约为34.0升，略低于亚洲发达国家（人均45升左右）及与欧美国家（人均70升或以上）有相当大的距离，但较世界平均高28.0%，我们认为中国人均啤酒消费量上升空间有限。2014年中国经济增速继续放缓，加上夏天不够热及多雨，因此，2014年首11月中国啤酒产量同比仅轻微增长0.2%，而同期行业收入及利润总额增速分别为5.4%及7.4%。然而，行业整合继续加快，2014年首3季中国最大4家啤酒商的市场份额比2013年增加6.0个百分点，加总达到70.6个百分点。展望2015年，在基数比较低的情况下中国啤酒销量增速预期将可以达到中单位数，但我们认为2015年提价可能性不高，而且企业为了保护利润率可能会选择减少销售费用的投入。

中国烟酒销售额及啤酒产量、收入和利润增长



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

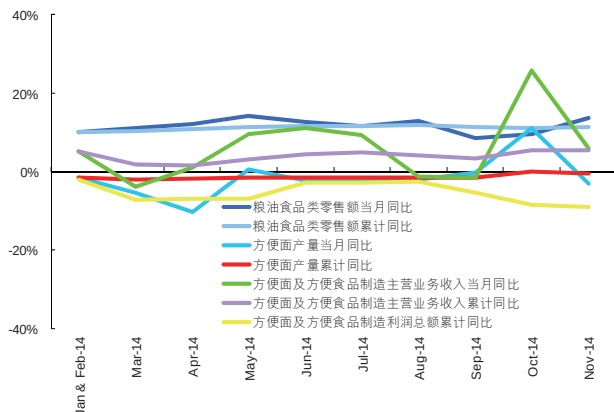
中国啤酒市场占有率 — 按产量/销量



资料来源：公司、中国统计局。

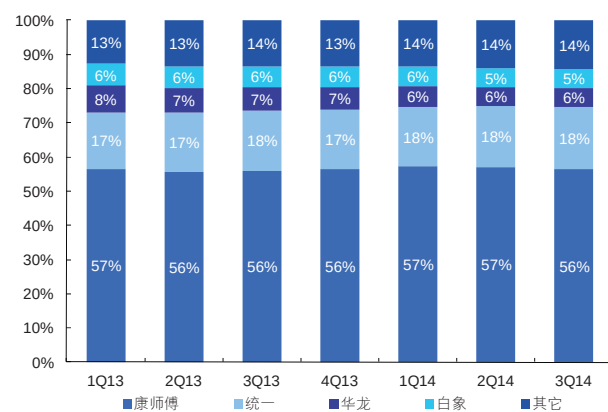
**方便面 — 口味多元化；期待高端容器面于2015年发力。**2014年首11月中国方便面产量同比下降0.6%，而同期行业收入及利润总额增速分别为5.5%及-9.0%。我们认为产量下降最主要原因是过去受中国消费者欢迎的酸菜及卤肉口味增速放缓。康师傅及统一于中国方便面市场的占有率大致趋向平稳，2家公司从恶性价格竞争转向不同的策略：康师傅集中于不同城市推广不同口味的方便面，同时也推广其高端非油炸面（爱鲜大餐）；统一则集中推广高端方便面（革面）。由于革面及爱鲜大餐零售价格比之前的容器面高约40%-50%，我们认为统一集中精力推广革面风险比较大（失去现有中高端方便面的市场份额），加上从口感及健康上来说我们认为爱鲜大餐均比革面优胜（但革面便宜约10%），因此，我们认为假若高端容器面受中国消费者欢迎，康师傅受惠程度也预期高于统一。

中国粮油食品销售额及方便面产量、收入和利润增长



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

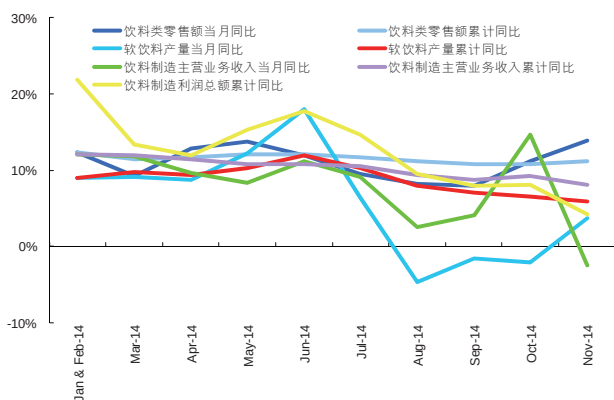
中国方便面市场占有率 — 按销售额



资料来源：Nielsen、康师傅。

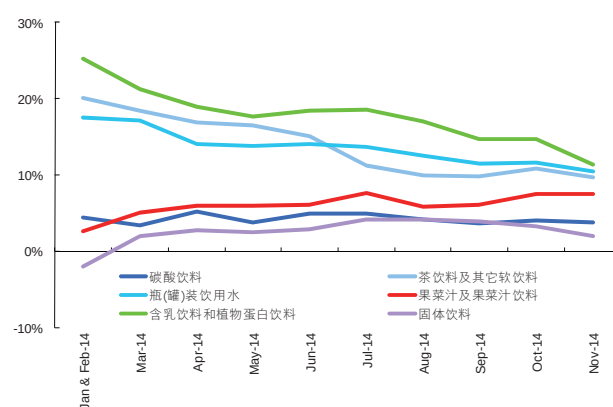
软饮料 — 消费者口味挪移快于预期；原材料价格走低利好利润率。2014年首11月中国软饮料产量增速只有5.9%，而同期行业收入及利润总额增速分别为8.1%及4.2%，其中含乳饮料和植物蛋白饮料子行业的收入增速最快(11.3%)但碳酸饮料的利润总额增速最高(15.0%)。由于软饮料需求受经济环境影响较大，加上2014年夏天天气不好，软饮料制造公司需要于2014年下半年清理渠道库存导致产量增速于2014年下半年明显放缓。展望2015年，虽然我们预期在基数较低的情况下软饮料制造企业收入增速会加快，但在难以判断哪种软饮料增长较快的情况下，我们偏好产品系列较为丰富的企业如康师傅。另一方面，PET粒子价格大幅走低也利好软饮料制造企业的毛利率，但部分节省的成本预期将用作销售费用加强品牌影响力。

中国饮料销售额、产量、收入和利润增长



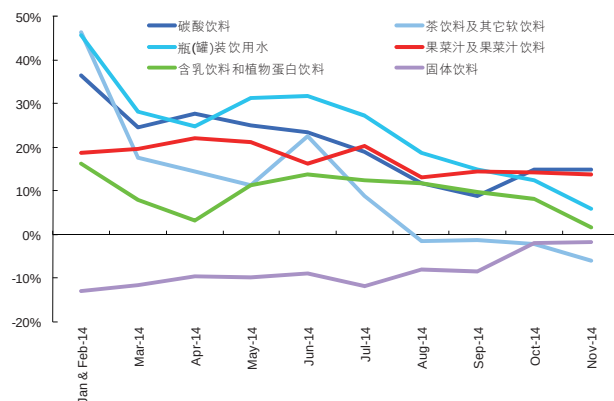
资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

中国饮料制造子行业迄今收入增长



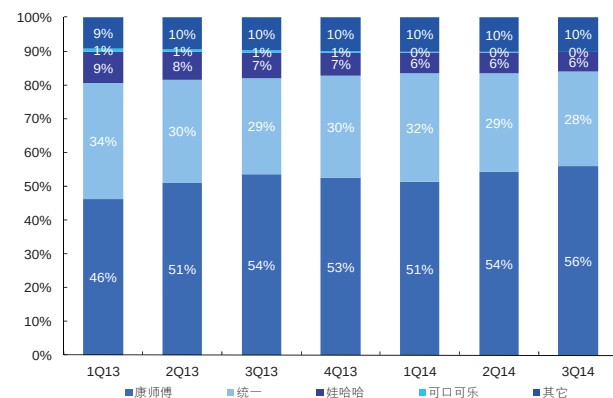
资料来源：中国统计局。

中国饮料制造子行业迄今利润增长



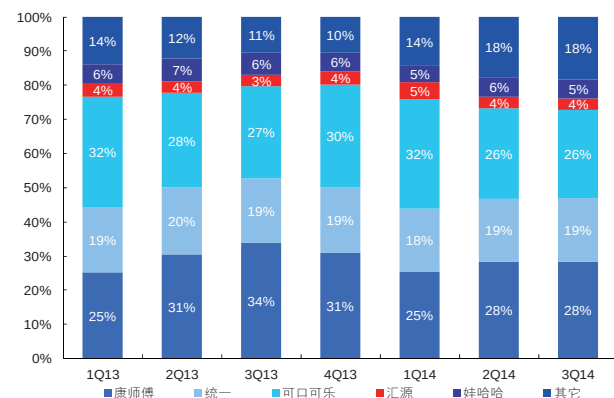
资料来源：中国统计局。

中国即饮茶市场占有率(含奶茶)——按销售量



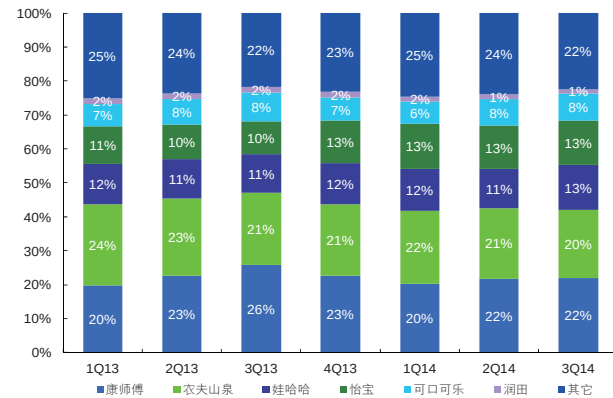
资料来源：Nielsen、康师傅。

中国稀释果汁市场占有率——按销售量



资料来源：Nielsen、康师傅。

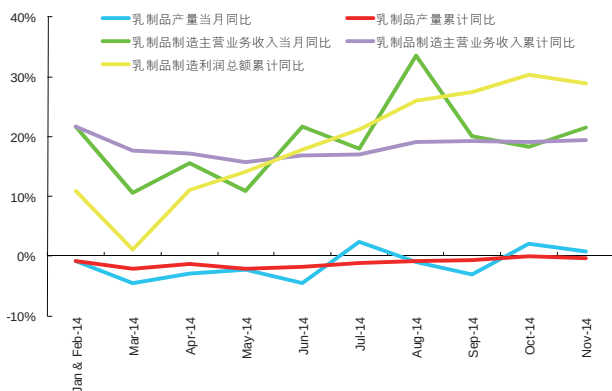
中国包装水市场占有率——按销售量



资料来源：Nielsen、康师傅。

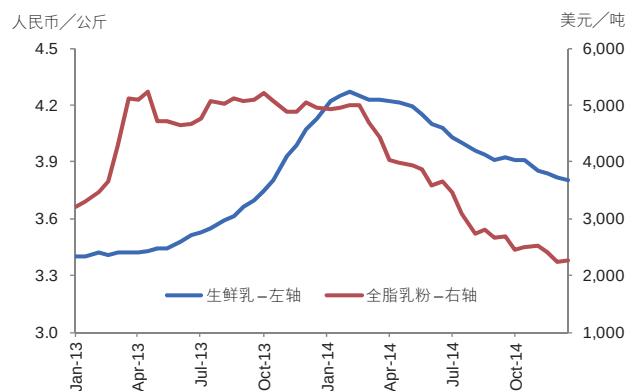
**乳制品 — 巴氏奶、常温酸奶、进口常温奶、植物蛋白饮料。**2014年首11月中国乳制品产量同比下降0.3%，但受惠于2013年多次提价、生鲜乳价格下跌及费用控制，同期行业收入及利润总额增速分别达到19.4%及28.9%。2013年中国生鲜乳供应紧张，进口大包粉价格也一直处于高位，然而，中国经济增速放缓影响乳制品需求，加上进口乳制品竞争渐趋激烈，均对2014年中国乳制品需求增长有一定压抑。展望2015年，中国乳制品企业大包粉库存预期将回复到正常水平，但进口大包粉价格仍然低迷，乳制品企业生产以大包粉作为原材料的乳制品意愿比较高，将继续对中国生鲜乳价格造成压力，但我们认为大型牧场生鲜乳价格降幅会低于散养户。另一方面，复原乳营养价值比较低，加上海外生鲜乳成本较低，进口常温奶对中国常温奶的冲击将会加大，因此，加快发展保质期较短但营养价值较高的巴氏奶才是中国乳制品企业的未来。最后，除了巴氏奶外，中国乳制品企业于2015年预期仍将加大及加快常温酸奶、海外牧场进口常温奶及植物蛋白饮料等产品的研发及推广。

中国乳制品产量、收入和利润增长



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

中国生鲜乳及进口乳粉价格

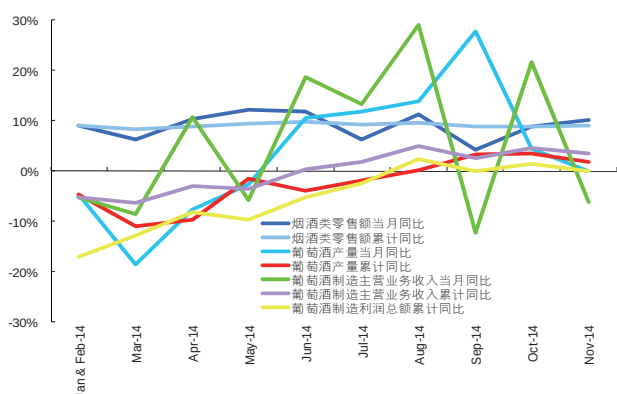


资料来源：中国农业部、GlobalDairyTrade。

**葡萄酒 — 高端国产葡萄酒市场正在萎缩。**2014年首11月中国葡萄酒产量同比增长1.9%，明显优于2013年倒退14.6%及2014年上半年下降3.9%，同期行业收入及利润总额分别按年上升3.5%及同比下跌0.1%。虽然情况看起来不太差，但消费者主要是购买中低端国产葡萄酒为主。展望未来，我们认为进口葡萄酒对国产葡萄酒的冲击永远存在，中国葡萄酒企业的利润率将难以回复到从前。

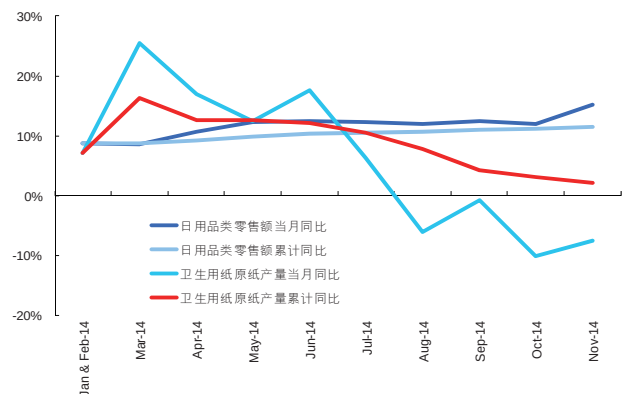
**生活用纸 — 推迟或取消产能扩张计划。**2013年中国人均年生活用纸消费量为4.4千克，与世界年人均消费量水平看齐，但与世界发达国家（10千克以上）相比还是有很大的距离。生活用纸委员会预期2020年中国人均年生活用纸消费量为5.6千克，复合年均增长率为3.4%。展望2015年，中国最大的4家生活用纸企业于未来2年的有效产能复合年均增长率预期将达到20%，但中国生活用纸需求的复合年均增长率预期只有5%，虽然有部分企业已经推迟或取消产能扩张计划，但短期产能过剩的现象基本上不可避免，企业只能从市场份额或利润两者中取其一，不过生活用纸市场集中度进一步提升将利好整个行业的长远发展。

中国烟酒销售额及葡萄酒产量、收入和利润增长



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

中国日用品销售及卫生用纸原纸产量增长

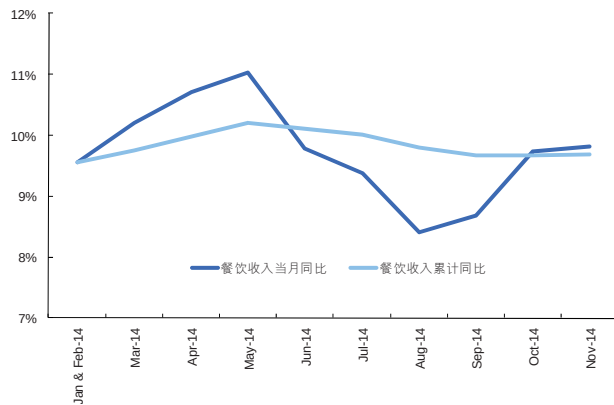


资料来源：中国统计局。



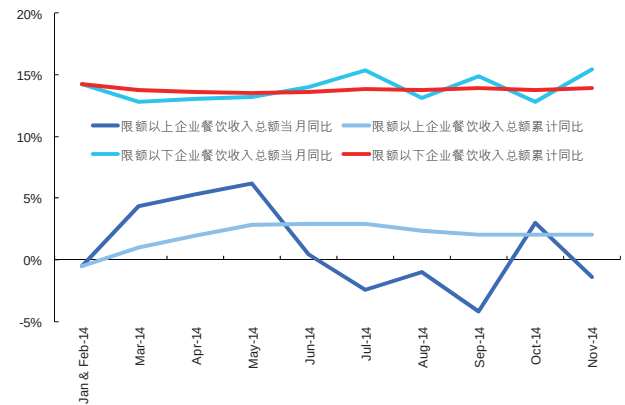
**餐饮 — 寒冬已过，春天不远。**虽然中国餐饮业于2014年仍然受到中央政府禁止奢华公款消费打击，但负面影响已逐渐消除，2014年首11月中国餐饮收入同比增长9.7%，其中限额以上企业餐饮收入按年上升2.1%，限额以下企业餐饮收入更录得13.9%的增长，显示中国大众消费市场增长仍然强劲，我们认为餐饮业的寒冬已经过去。展望2015年，客流量持续增长及人均消费再下跌空间有限将推动餐饮企业的同店销售增长。另一方面，由于实体零售店受电子商贸冲击巨大，我们认为餐饮企业与物业主的议价能力上升，续租时租金或有下调空间。

中国餐饮收入及餐饮行业销售额增长



资料来源：中国统计局。

限额以上及限额以下企业餐饮收入增长



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

## 投资建议

行业投资评级为「跑赢大市」，小南国为我们的行业首选。我们认为2015年中国的食品饮料企业仍然会面对销量低速增长的困境。虽然产能利用率或将较2014年进一步下降，但预期大部分原材料价格仍然处于低位，企业的毛利率有改善空间。像软饮料及乳制品行业我们预期受惠于毛利率改善，企业将加大推广费用的投入；反之像啤酒及方便面行业我们则预期企业会减少推广费用以保护利润率。总括而言，我们预期食品饮料及日用品企业将于2015年减少资本开支的投入，因此，自由现金流会比较健康。行业2015年市值加权平均市盈率为21.4倍，估值不算高，加上行业于2014年跑输大市后有补涨机会，因此，我们维持行业之投资评级为「跑赢大市」。行业首选为小南国(03666 HK)，虽然小南国于2014年预期仅能达到收支两平，但随着同店销售回复较快增长，2015年净利将明显反弹。此外，康师傅(00322 HK)及中国现代牧业(01117 HK)股价回调幅度比较大，现价也比较吸引。

143

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 中国旺旺   | 00151 | 10.220   | n.a. | 25.4     | 22.0     | 19.1     | 6.9      | 34.1       | 3.0      |
| 青岛啤酒   | 00168 | 52.600   | 中性   | 26.7     | 25.1     | 24.2     | 3.3      | 13.7       | 1.3      |
| 统一企业中国 | 00220 | 7.140    | 中性   | 66.4     | 50.3     | 42.6     | 2.2      | 4.4        | 0.4      |
| 万州国际   | 00288 | 4.440    | n.a. | 9.5      | 8.8      | 7.6      | 1.4      | 17.5       | 3.5      |
| 康师傅    | 00322 | 17.720   | 收集   | 29.1     | 23.8     | 21.2     | 3.7      | 16.3       | 2.1      |
| 中国食品   | 00506 | 2.670    | 收集   | n.a.     | 1,741.6  | 36.1     | 1.3      | 0.1        | 0.0      |
| 恒安国际   | 01044 | 81.050   | 收集   | 25.8     | 21.9     | 19.1     | 4.9      | 23.6       | 2.6      |
| 中国雨润食品 | 01068 | 3.150    | 中性   | n.a.     | 21.6     | 11.8     | 0.4      | 1.7        | 0.0      |
| 中国现代牧业 | 01117 | 2.210    | 买入   | 9.0      | 8.5      | 6.6      | 1.1      | 14.1       | 2.4      |
| 美丽家园   | 01237 | 0.700    | 买入   | 5.3      | 5.1      | 4.3      | 0.8      | 16.5       | 2.1      |
| 中国创意家居 | 01678 | 1.800    | 买入   | 7.7      | 6.8      | 6.4      | 1.1      | 15.2       | 4.1      |
| 蒙牛乳业   | 02319 | 32.000   | 收集   | 20.9     | 17.9     | 16.1     | 2.0      | 12.1       | 1.3      |
| 维达国际   | 03331 | 11.420   | 收集   | 20.4     | 16.7     | 14.8     | 2.0      | 12.9       | 1.6      |
| 小南国    | 03666 | 1.000    | 买入   | 117.6    | 18.2     | 9.1      | 1.4      | 7.8        | 2.0      |
| 辉山乳业   | 06863 | 1.350    | n.a. | 11.2     | 9.4      | 7.4      | 1.0      | 12.1       | 2.5      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 25.4     | 21.4*    | 19.1     | 3.8      | 19.6       | 2.2      |

资料来源：国泰君安国际、Bloomberg。

\* 不包括中国食品。

一 食品及饮料

啤酒销量增速放缓，提价机会不高

分析员：郭日升 Sunny Kwok

青岛啤酒(00168 HK)

评级：中性

股价：HK\$52.600

目标价：HK\$49.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%)         |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------------|
| 2012A                                         | 25,782              | 1,759                 | 1.302        | 1.2          | 32.5                           | 9.229        | 4.6        | 0.400        | 0.9          | 14.9               |
| 2013A                                         | 28,291              | 1,973                 | 1.461        | 12.2         | 28.1                           | 10.378       | 4.0        | 0.450        | 1.1          | 14.9               |
| 2014F                                         | 29,653              | 2,101                 | 1.555        | 6.4          | 26.7                           | 11.484       | 3.6        | 0.500        | 1.2          | 14.2               |
| 2015F                                         | 31,295              | 2,235                 | 1.654        | 6.4          | 25.1                           | 12.640       | 3.3        | 0.550        | 1.3          | 13.7               |
| 2016F                                         | 32,697              | 2,318                 | 1.716        | 3.7          | 24.2                           | 13.808       | 3.0        | 0.600        | 1.4          | 13.0               |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              |              | 大股东 Major shareholder          |              |            |              |              | 青岛啤酒集团 30.5%       |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              |              | 58.8               |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              |              | 净现金                |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            |              |              | 49.0               |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            |              |              | (3.4)/(4.9)/(19.8) |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            |              |              | (1.8)/(7.8)/(21.0) |

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2014年首3季青岛啤酒销量为815万千升，同比上升8.2%，收入按年增长6.4%，而核心净利则同比上升12.7%。受惠于三得利和河北嘉禾及新钟楼的新贡献，青岛啤酒于2014年首3季于中国啤酒的市场份额达到19.9%，按年增加1.5个百分点，增幅继续快于其它主要竞争对手。然而，由于2014年中国夏天不太热及多雨，2014年第3季青岛啤酒销量同比倒退3.5%，而中国啤酒行业2014年首11月的产量增速也只有0.2%。虽然在基数比较低的环境下青岛啤酒于2015年的销量增速将加快，但我们担心长期中国人均啤酒消费量上升空间有限。

按产量计算，中国4家最大的啤酒企业（华润、青岛、百威英博及燕京）于2014年首3季的市场份额加总达到70.6%，行业整合即将结束。我们认为在行业增速有限的环境下，2015年啤酒提价机会不高。青岛啤酒要在市场份额及利润率中取得平衡，因此，销售费用控制将会加大。我们预期青岛啤酒2013–2016年每股核心净利复合年均增长率只有8.5%，现估值不太吸引。我们对青岛啤酒的投资评级为「中性」，目标价49.00港元，相当于20.0倍2015年除去现金后市盈率。

正面因素分析

- 市场份额不断提升。
- 现金流及财务状况非常健康。

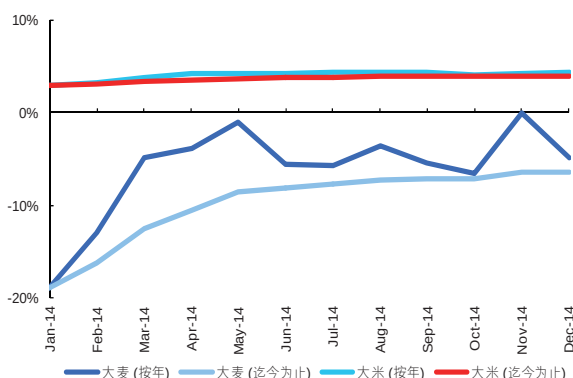
风险分析

- 中国人均啤酒消费量与其它发达亚洲国家已相距不远，行业收入及利润总额增速将放缓。

负面因素分析

- 中国啤酒消费量增速放缓，提价时机还没到，净利增长将受到负面影响。
- 中国啤酒行业集中度不算低，青岛啤酒要继续争取更高市场份额成本不低。

啤酒主要原材料价格按年及迄今为止变化



资料来源：中国统计局、纽约泛欧交易所。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入         | 25,782   | 28,291   | 29,653   | 31,295   | 32,697   |
| 营业成本          | (15,434) | (17,008) | (18,234) | (19,272) | (20,168) |
| 营业税金及附加       | (2,201)  | (2,228)  | (2,264)  | (2,379)  | (2,477)  |
| 毛利            | 8,147    | 9,055    | 9,155    | 9,644    | 10,051   |
| 销售费用          | (4,931)  | (5,611)  | (5,678)  | (5,868)  | (6,049)  |
| 管理费用          | (1,269)  | (1,573)  | (1,364)  | (1,440)  | (1,504)  |
| 核心营业利润        | 1,946    | 1,872    | 2,113    | 2,336    | 2,499    |
| 财务费用          | 178      | 251      | 352      | 410      | 419      |
| 投资及其它收益       | 360      | 543      | 413      | 384      | 360      |
| 利润总额          | 2,484    | 2,667    | 2,877    | 3,130    | 3,278    |
| 所得税费用         | (639)    | (692)    | (777)    | (845)    | (885)    |
| 少数股东权益        | (86)     | (2)      | 0        | (50)     | (75)     |
| 股东应占净利润       | 1,759    | 1,973    | 2,101    | 2,235    | 2,318    |
| 股东应占核心净利润     | 1,470    | 1,656    | 1,847    | 2,007    | 2,113    |
| 每股核心净利(人民币)   | 1.088    | 1.226    | 1.367    | 1.485    | 1.564    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 31.6  | 32.0  | 30.9  | 30.8  | 30.7  |
| 核心营业利润率(%) | 7.5   | 6.6   | 7.1   | 7.5   | 7.6   |
| 净利率(%)     | 6.8   | 7.0   | 7.1   | 7.1   | 7.1   |
| 股东资金回报率(%) | 14.9  | 14.9  | 14.2  | 13.7  | 13.0  |
| 流动比率(倍)    | 1.4   | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.4   |
| 存货周转期(天)   | 60.2  | 52.5  | 51.5  | 50.5  | 50.0  |
| 应收帐款周转期(天) | 1.2   | 1.5   | 2.0   | 2.0   | 2.0   |
| 应付帐款周转期(天) | 43.3  | 50.4  | 52.5  | 50.0  | 50.0  |
| 净现金        | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖率(倍)  | 净利息   | 净利息   | 净利息   | 净利息   | 净利息   |
| 收入         | 收入    | 收入    | 收入    | 收入    | 收入    |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 新品不如旧明星产品

分析员：郭日升 Sunny Kwok

统一企业中国(00220 HK)

评级：中性

股价：HK\$7.140

目标价：HK\$7.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)        | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 21,406              | 856                   | 0.226        | 174.4        | 25.4                           | 2.131        | 2.7               | 0.048        | 0.8          | 11.8       |
| 2013A                                         | 23,329              | 916                   | 0.242        | 7.1          | 23.0                           | 2.262        | 2.5               | 0.051        | 0.9          | 11.6       |
| 2014F                                         | 22,858              | 344                   | 0.085        | (64.9)       | 66.4                           | 2.491        | 2.3               | 0.016        | 0.3          | 3.6        |
| 2015F                                         | 24,569              | 485                   | 0.112        | 32.2         | 50.3                           | 2.588        | 2.2               | 0.022        | 0.4          | 4.4        |
| 2016F                                         | 26,144              | 572                   | 0.132        | 18.0         | 42.6                           | 2.698        | 2.1               | 0.026        | 0.5          | 5.0        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 4,319.3      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 统一企业 70.5%        |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$m)                        |                     |                       | 30,840.0     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 29.5              |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 3,399.9      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 41.5              |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 8.180/5.401  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 7.0               |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 4.5/(8.0)/(9.6)   |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 6.1/(10.9)/(10.9) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

统一于中国即饮茶(含奶茶)、即饮茶(不含奶茶)、浓缩果汁及方便面的市场占有率(按销量计算)于2014年第3季分别为27.9%、22.6%、18.6%及17.6%，除了方便面外，统一于上述所有产品的市场份额均比2013年第4季下降。由于中国软饮料市场自2014年第2季起转差，2014年第3季统一录得人民币5.6百万元亏损。统一于2014年主推2个新产品：革面及海之言。革面为高端容器面，零售价为人民币5.5元，略低于康师傅爱鲜大餐的人民币6.0元，但我们认为除了价格及包装有优势外，最重要的味道不及爱鲜大餐；海之言为清爽柠檬饮料，零售价为人民币4.0元，虽然口感不俗，但我们觉得定价有点贵。

由于我们比较担忧新品贡献低于预期，而旧品销售或倒退，因此，我们的净利预测较市场预期低约35%。统一的市值及营业额约为康师傅的三分之一，但统一2015年净利预期最多仅为康师傅的四分之一。估值不太吸引，我们对统一的投资评级为「中性」，目标价7.00港元，相当于49.3倍2015年市盈率及41.7倍2016年市盈率。

## 正面因素分析

- PET粒子及奶粉价格大跌利好饮料业务毛利率。

## 负面因素分析

- 产品组合不够丰富，明星产品销售增长放缓。

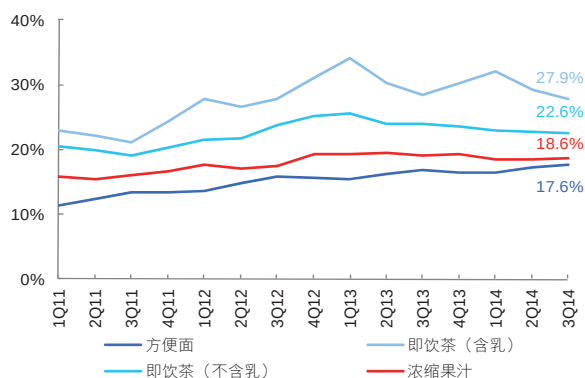
## 风险分析

- 奶茶及酸菜方便面高速增长长期快将结束。
- 新品销售增长不如预期。

## 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收益            | 21,406   | 23,329   | 22,858   | 24,569   | 26,144   |
| 销售成本          | (14,004) | (15,549) | (15,729) | (16,406) | (17,352) |
| 毛利            | 7,402    | 7,780    | 7,129    | 8,163    | 8,792    |
| 其它收入及开支       | 224      | 384      | 248      | 279      | 261      |
| 销售及市场推广开支     | (6,043)  | (6,825)  | (6,189)  | (6,818)  | (7,219)  |
| 行政开支          | (723)    | (840)    | (952)    | (1,015)  | (1,083)  |
| 经营利润          | 860      | 499      | 235      | 609      | 751      |
| 净财务收入         | 50       | (7)      | (125)    | (146)    | (158)    |
| 应占联营公司业绩      | 132      | 88       | 100      | 100      | 90       |
| 核心税前利润        | 1,041    | 580      | 209      | 563      | 683      |
| 其它利得          | 36       | 536      | 210      | 50       | 50       |
| 税项            | (221)    | (200)    | (75)     | (128)    | (161)    |
| 股东应占净利润       | 856      | 916      | 344      | 485      | 572      |
| 股东应占核心净利润     | 828      | 447      | 184      | 447      | 535      |
| 每股核心净利(人民币)   | 0.219    | 0.118    | 0.045    | 0.104    | 0.124    |

## 统一方便面、即饮茶及浓缩果汁的市场份额 — 按销量计算



资料来源：Nielsen。

## 重要财务比率

|               | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 饮料业务毛利率(%)    | 35.6  | 35.8  | 34.0  | 36.6  | 36.5  |
| 方便面业务毛利率(%)   | 33.2  | 29.2  | 27.4  | 28.6  | 30.0  |
| 饮料业务EBIT率(%)  | 5.5   | 4.2   | 3.7   | 5.2   | 5.3   |
| 方便面业务EBIT率(%) | 3.1   | (1.8) | (1.1) | 0.7   | 1.5   |
| 净利率(%)        | 4.0   | 3.9   | 1.5   | 2.0   | 2.2   |
| 股东资金回报率(%)    | 11.8  | 11.6  | 3.6   | 4.4   | 5.0   |
| 流动比率(倍)       | 1.0   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.9   |
| 存货周转期(天)      | 33.4  | 32.8  | 32.5  | 30.0  | 31.0  |
| 应收帐款周转期(天)    | 8.8   | 8.3   | 8.5   | 8.0   | 8.0   |
| 应付帐款周转期(天)    | 34.5  | 33.5  | 31.5  | 30.5  | 31.0  |
| 净负债比率(%)      | 21.9  | 56.4  | 36.4  | 41.5  | 36.1  |
| 净利息覆盖比率(倍)    | 净利息收入 | 67.1  | 1.9   | 4.2   | 4.8   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 着力改善利润率

分析员：郭日升 Sunny Kwok

**康师傅(00322 HK)**
**评级：收集**
**股价：HK\$17.720**
**目标价：HK\$20.70**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(US\$ m) | Net Profit<br>(US\$ m) | EPS<br>(US\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(US\$) | PBR<br>(x)          | DPS<br>(US\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|---------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 9,212                | 459                    | 0.082         | 9.2          | 27.9                           | 0.455         | 5.0                 | 0.032         | 1.4          | 19.8       |
| 2013A                                         | 10,941               | 409                    | 0.073         | (11.0)       | 31.3                           | 0.515         | 4.4                 | 0.037         | 1.6          | 15.1       |
| 2014F                                         | 10,537               | 440                    | 0.079         | 7.6          | 29.1                           | 0.560         | 4.1                 | 0.039         | 1.7          | 14.6       |
| 2015F                                         | 11,719               | 539                    | 0.096         | 22.5         | 23.8                           | 0.620         | 3.7                 | 0.048         | 2.1          | 16.3       |
| 2016F                                         | 12,831               | 603                    | 0.108         | 11.8         | 21.2                           | 0.682         | 3.4                 | 0.054         | 2.4          | 16.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 5,603.7       |              | 大股东 Major shareholder          |               | 魏应州 33.6%           |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 99,297.6      |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 33.3                |               |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                      |                        | 8,289.2       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 18.0                |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 23.250/16.020 |              | 市盈率/增长率 PEG (x)                |               | 2.3                 |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (3.9)/(13.1)/(20.9) |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (2.3)/(16.1)/(22.2) |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

康师傅(含百事)于国内方便面、即饮茶(不含奶茶)、即饮茶(含奶茶)、浓缩果汁及瓶装水的市场占有率(按销量计算)于2014年第3季分别为47.2%、61.4%、56.0%、28.4%及21.9%，除了浓缩果汁及瓶装水以外，康师傅于上述所有产品的市场份额均比2013年同期有增长。由于夏天不热及多雨，2014年第3季康师傅销售额同比倒退12.9%，而净利则按年减少14.1%。展望2015年，康师傅及统一均会注重提高方便面业务的利润率；而饮料业务则希望在基数较低及受惠于PET粒子价格大跌下录得强劲增长。

康师傅主席魏应州将不再兼任公司行政总裁，由原食品事业执行长韦俊贤接任，我们认为康师傅除了专注于现有业务外，未来公司将投放更多精力寻求与外国快消品企业合作的机会。随着方便面业务竞争环境转好，加上饮料业务利润率提升空间巨大，康师傅最令投资者担忧的时间已经过去。我们对康师傅的投资评级为「收集」，目标价20.70港元，相当于27.8倍2015年市盈率及24.8倍2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 竞争对手明星产品销售增长放缓。
- PET粒子价格大跌利好饮料业务毛利率。
- 百事装瓶业务业绩持续改善。

### 风险分析

- 继2013年年底朱华煦先生退任康师傅饮品控股执行长后，2014年年底魏应州先生也不再兼任康师傅行政总裁。高级管理层变动或影响公司长远发展方向。

### 负面因素分析

- 中国方便面行业销量增速不快。

### 损益表

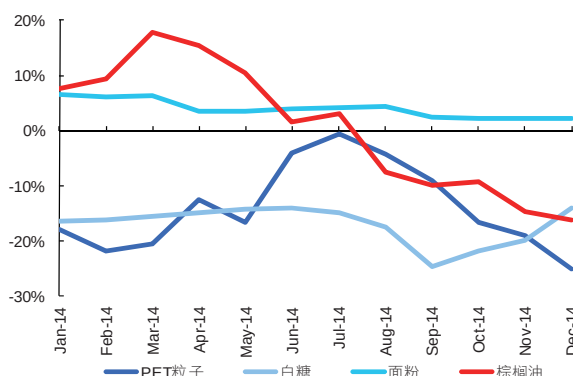
| 截至12月底(百万美元) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额          | 9,212   | 10,941  | 10,537  | 11,719  | 12,831  |
| 销售成本         | (6,457) | (7,631) | (7,322) | (8,024) | (8,843) |
| 毛利           | 2,754   | 3,310   | 3,215   | 3,695   | 3,989   |
| 分销成本         | (1,866) | (2,313) | (2,160) | (2,461) | (2,630) |
| 行政费用         | (297)   | (351)   | (306)   | (352)   | (385)   |
| 其它收益收入及经营费用  | 222     | 46      | (37)    | 51      | 82      |
| 经营利润         | 813     | 693     | 713     | 934     | 1,056   |
| 净财务收入        | 16      | 14      | 16      | (3)     | 3       |
| 应占联营公司业绩     | 4       | 16      | 16      | 19      | 23      |
| 税前利润         | 832     | 723     | 745     | 950     | 1,082   |
| 税项           | (228)   | (229)   | (224)   | (280)   | (317)   |
| 少数股东权益       | (146)   | (86)    | (81)    | (131)   | (163)   |
| 股东应占净利润      | 459     | 409     | 440     | 539     | 603     |
| 股东应占核心净利润    | 364     | 409     | 440     | 539     | 603     |
| 每股核心净利(美元)   | 0.065   | 0.073   | 0.079   | 0.096   | 0.108   |

### 重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 方便面业务毛利率(%) | 30.0  | 29.2  | 28.5  | 29.5  | 29.0  |
| 饮料业务毛利率(%)  | 29.6  | 30.8  | 32.0  | 33.0  | 32.5  |
| 方便面业务净利率(%) | 8.2   | 7.8   | 8.6   | 9.0   | 9.1   |
| 饮料业务净利率(%)  | 1.0   | 1.1   | 1.3   | 1.8   | 2.0   |
| 股东资金回报率(%)  | 19.8  | 15.1  | 14.6  | 16.3  | 16.5  |
| 流动比率(倍)     | 0.7   | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 存货周转期(天)    | 22.4  | 22.9  | 24.0  | 22.5  | 21.4  |
| 应收帐款周转期(天)  | 7.7   | 8.2   | 9.3   | 8.8   | 8.5   |
| 应付帐款周转期(天)  | 57.2  | 54.9  | 57.5  | 52.5  | 54.8  |
| 净负债比率(%)    | 25.4  | 14.8  | 34.1  | 18.0  | 5.2   |
| 净利息覆盖比率(倍)  | 净利息收入 | 净利息收入 | 净利息收入 | 319.4 | 净利息收入 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

方便面及饮料主要原材料价格按年变化



资料来源：中国统计局、马来西亚衍生品交易所、中国轻纺原料网、中国汇易网。

## 预期2015年扭亏为盈

分析员：郭日升 Sunny Kwok

中国食品(00506 HK)

评级：收集

股价：HK\$2.670

目标价：HK\$2.90

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>( △ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%)          |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|---------------|--------------------------------|---------------|------------|---------------|--------------|---------------------|
| 2012A                                         | 30,878               | 382                    | 0.137         | (40.9)        | 19.5                           | 2.433         | 1.1        | 0.061         | 2.3          | 5.7                 |
| 2013A                                         | 26,218               | (890)                  | (0.318)       | n.a.          | n.a.                           | 2.197         | 1.2        | 0.000         | 0.0          | (13.7)              |
| 2014F                                         | 25,471               | (477)                  | (0.171)       | (46.4)        | n.a.                           | 2.025         | 1.3        | 0.000         | 0.0          | (8.1)               |
| 2015F                                         | 27,601               | 4                      | 0.002         | n.a.          | 1,741.6                        | 2.030         | 1.3        | 0.000         | 0.0          | 0.1                 |
| 2016F                                         | 31,545               | 207                    | 0.074         | 4,727.8       | 36.1                           | 2.083         | 1.3        | 0.027         | 1.0          | 3.6                 |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        |               | 2,797.2       | 大股东 Major shareholder          |               |            |               | 中粮集团         | 74.1%               |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        |               | 7,468.6       | 流通比例 Free float (%)            |               |            |               |              | 25.9                |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        |               | 3,324.1       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |               |            |               |              | 30.3                |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        |               | 3.530/2.480   |                                |               |            |               |              |                     |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |               |                                |               |            |               |              | (6.6)/(13.0)/(18.8) |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |               |                                |               |            |               |              | (5.0)/(16.0)/(20.1) |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

虽然2014年上半年中国食品亏损较预期为少，但2014年下半年情况较上半年严峻。饮料业务受到销售放缓的冲击，我们预期2014年下半年该业务的经营溢利将同比下跌（2014年上半年同比增长20.1%）；虽然厨房食品业务于2014年上半年的毛利率高于我们预期，但该业务仍然录得经营亏损，公司集中发展主品牌的正面贡献预期最快要待2015年才会体现；酒品业务则仍然在转型中，虽然收入回复增长，但产品组合变差拖累毛利率，加上公司仍在帮经销商清理库存，我们预期该业务会于2015年录得经营亏损；休闲食品业务未见起色，我们仍然认为出售该业务会为公司及股东带来最大的利益。

虽然中国食品4大业务中其中有2个业务录得亏损，但饮料业务利润率相对稳定，厨房食品业务也预期将于2015年转亏为盈。我们分别给予中粮可口可乐饮料有限公司及中国食品厨房食品业务2015年净利20.0倍及7.5倍的估值，分别较相关同业约有36%的折让，分类加总估值法得出的目标价为2.90港元，现价合理，因此，我们对中国食品的投资评级为「收集」，目标价相当于1.4倍2014年及2015年市净率。

### 正面因素分析

- 厨房食品业务利润率持续改善。
- 受惠原材料价格走低，饮料业务利润率维持较好水平。
- 新管理层愿意更严格控制经营费用。

### 风险分析

- 进口葡萄酒与国产葡萄酒竞争激烈，高端国产葡萄酒销售难以录得快速增长。

### 负面因素分析

- 酒品业务毛利率及利润率仍然受压。
- 休闲食品业务仍然持续拖累公司业绩。

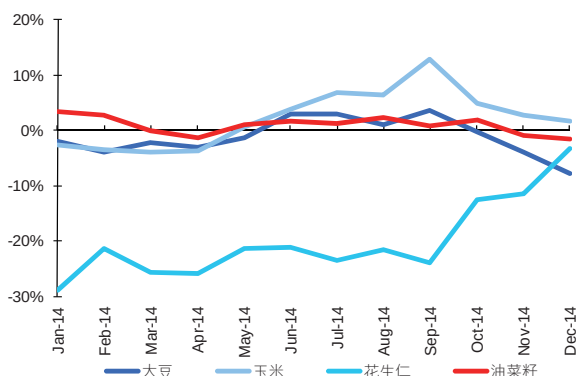
### 损益表

| 截至12月底(百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入           | 30,878   | 26,218   | 25,471   | 27,601   | 31,545   |
| 销售成本         | (24,389) | (20,934) | (19,930) | (21,668) | (24,807) |
| 毛利           | 6,490    | 5,284    | 5,540    | 5,933    | 6,738    |
| 其它收入及收益      | 316      | 304      | 332      | 346      | 361      |
| 销售费用及分销成本    | (5,149)  | (5,079)  | (5,196)  | (4,996)  | (5,394)  |
| 行政及其它支出      | (892)    | (941)    | (805)    | (854)    | (992)    |
| 经营利润         | 764      | (431)    | (129)    | 430      | 713      |
| 净财务收入        | (48)     | (77)     | (71)     | (91)     | (91)     |
| 应占联营公司业绩     | 67       | 114      | 120      | 132      | 138      |
| 税前利润         | 784      | (395)    | (80)     | 470      | 760      |
| 税项           | (192)    | (312)    | (196)    | (220)    | (270)    |
| 少数股东权益       | (210)    | (183)    | (200)    | (246)    | (283)    |
| 股东应占净利润      | 382      | (890)    | (477)    | 4        | 207      |
| 每股净利(港元)     | 0.137    | (0.318)  | (0.171)  | 0.002    | 0.074    |

### 重要财务比率

|                | 2012A | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 酒品业务EBIT率(%)   | 13.8  | (24.6) | (15.0) | (5.0)  | 2.5    |
| 饮料业务EBIT率(%)   | 5.2   | 4.4    | 4.5    | 4.9    | 5.0    |
| 厨房食品业务EBIT率(%) | (1.5) | (1.2)  | (1.0)  | 0.8    | 1.0    |
| 休闲食品业务EBIT率(%) | (7.8) | (51.2) | (40.0) | (20.0) | (20.0) |
| 净利率(%)         | 1.2   | (3.4)  | (1.9)  | 0.0    | 0.7    |
| 股东资金回报率(%)     | 5.7   | (13.7) | (8.1)  | 0.1    | 3.6    |
| 流动比率(倍)        | 1.2   | 1.1    | 1.2    | 1.2    | 1.3    |
| 存货周转期(天)       | 80.9  | 95.4   | 100.0  | 87.5   | 85.0   |
| 应收帐款周转期(天)     | 26.4  | 29.3   | 25.0   | 25.0   | 24.0   |
| 应付帐款周转期(天)     | 25.1  | 26.0   | 22.0   | 21.0   | 20.0   |
| 净负债比率(%)       | 17.6  | 27.3   | 29.7   | 30.3   | 31.6   |
| 净利息覆盖率(倍)      | 10.9  | n.a.   | n.a.   | 3.6    | 5.9    |

### 食用油主要原材料价格按年变化



资料来源：中华粮网。

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 核心业绩疲弱但财务轻微改善

分析员：郭日升 Sunny Kwok

中国雨润食品 (01068 HK)

评级：中性

股价：HK\$3.150

目标价：HK\$4.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%)        | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|---------------|--------------------------------|---------------|------------|---------------|---------------------|------------|
| 2012A                                         | 26,782               | (605)                  | (0.332)       | n.a.          | n.a.                           | 8.498         | 0.4        | 0.000         | 0.0                 | (3.8)      |
| 2013A                                         | 21,440               | 44                     | 0.024         | n.a           | 131.7                          | 8.750         | 0.4        | 0.000         | 0.0                 | 0.3        |
| 2014F                                         | 19,596               | (87)                   | (0.048)       | n.a.          | n.a.                           | 8.696         | 0.4        | 0.000         | 0.0                 | (0.5)      |
| 2015F                                         | 24,067               | 266                    | 0.146         | n.a.          | 21.6                           | 8.846         | 0.4        | 0.000         | 0.0                 | 1.7        |
| 2016F                                         | 29,348               | 486                    | 0.266         | 82.7          | 11.8                           | 9.117         | 0.3        | 0.000         | 0.0                 | 3.0        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        |               | 1,822.8       | 大股东 Major shareholder          |               |            |               | 祝义材 25.8%           |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        |               | 5,741.7       | 流通比例 Free float (%)            |               |            |               | 74.2                |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        |               | 5,435.7       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |               |            |               | 44.2                |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 5.040/2.920   |               |                                |               |            |               |                     |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |               |                                |               |            |               | (10.3)/(8.2)/(36.7) |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |               |                                |               |            |               | (8.7)/(11.1)/(38.0) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

雨润食品全资拥有的子公司南京雨润食品按中国会计准则公布了2014年第3季的业绩，收入同比下跌4.2%，而核心亏损增加至人民币234百万元（2013年第3季及2014年第2季分别录得核心亏损约人民币170百万元及人民币114百万元）。2014年12月雨润以人民币5.5亿元出售湖南辉鸿食品（2013年税后亏损为人民币4.2百万元），预期将录得3.6亿港元的一次性出售收益（税前），也可以降低公司的净负债比率。另外，最新中国国家食品药品监督管理总局对食品药品的监督抽检结果显示雨润有4个批次的产品不合格，而雨润随后发布公告表示复检后公司的产品并没有任何进一步的负面报告。

中国猪肉消费量及价格仍然疲弱，雨润核心业绩改善速度并没有好于市场预期。我们对雨润的投资评级为「中性」，目标价4.00港元，相当于0.45倍2015年市净率及27.4倍2015年报告市盈率。虽然现价大幅低于目标价，但最近雨润再次陷入食品安全问题事故将打击消费者及投资者的信心。

### 正面因素分析

- 雨润愿意暂时减少资本投入，也继续出售旧厂房的行动，现金流正在改善中。
- 政府限制生猪屠宰场牌照的发放利好公司长远发展。

### 风险分析

- 与雨润集团生猪采购协议的关联交易增加利益输送的风险。
- 公司及行业再度出现大型食品安全事故或经济增长放缓对猪肉需求会造成负面影响。

### 负面因素分析

- 消费者信心还没有完全回复，生猪屠宰量持续下跌。
- 产能利用率极低，利润率回复仍然需要较长时间。

### 损益表

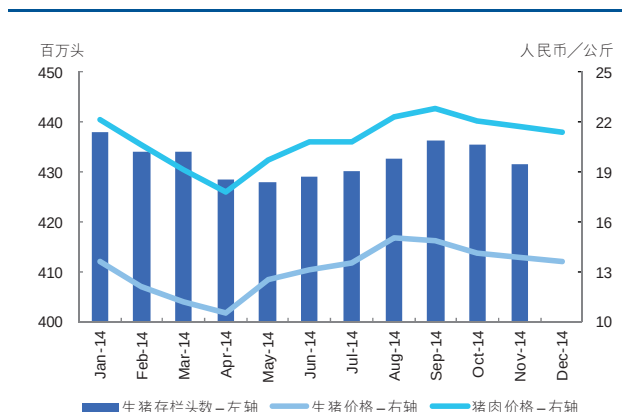
| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 26,782   | 21,440   | 19,596   | 24,067   | 29,348   |
| 销售成本          | (26,384) | (20,674) | (18,126) | (21,997) | (26,813) |
| 毛利            | 398      | 766      | 1,470    | 2,070    | 2,535    |
| 其它核心经营收入      | 58       | 49       | 100      | 105      | 110      |
| 分销开支          | (744)    | (705)    | (686)    | (746)    | (822)    |
| 行政及其它经营开支     | (1,021)  | (1,002)  | (980)    | (1,011)  | (1,057)  |
| 经营利润          | (1,309)  | (892)    | (96)     | 418      | 767      |
| 净财务收入         | (134)    | (185)    | (263)    | (311)    | (359)    |
| 应占联营公司损益      | (2)      | (5)      | (5)      | 0        | 0        |
| 非核心经营收入       | 876      | 1,185    | 300      | 200      | 150      |
| 税前利润          | (570)    | 103      | (64)     | 307      | 558      |
| 税项            | (42)     | (64)     | (23)     | (36)     | (62)     |
| 少数股东权益        | 6        | 4        | 0        | (5)      | (10)     |
| 股东应占净利润       | (605)    | 44       | (87)     | 266      | 486      |
| 股东应占核心净利润     | (1,482)  | (1,142)  | (387)    | 66       | 336      |
| 每股核心净利 (港元)   | (0.813)  | (0.626)  | (0.212)  | 0.036    | 0.184    |

### 重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 1.5   | 3.6   | 7.5   | 8.6   | 8.6   |
| 核心经营利润率 (%) | (4.9) | (4.2) | (0.5) | 1.7   | 2.6   |
| 核心净利率 (%)   | (5.5) | (5.3) | (2.0) | 0.3   | 1.1   |
| 股东资金回报率 (%) | (3.8) | 0.3   | (0.5) | 1.7   | 3.0   |
| 流动比率 (倍)    | 1.1   | 1.1   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| 存货周转期 (天)   | 21.6  | 25.0  | 28.6  | 26.4  | 22.0  |
| 应收帐款周转期 (天) | 8.4   | 9.9   | 10.0  | 10.0  | 10.0  |
| 应付帐款周转期 (天) | 12.1  | 15.6  | 15.0  | 15.0  | 15.0  |
| 净负债比率 (%)   | 28.7  | 37.9  | 46.1  | 44.2  | 40.8  |
| 净利息覆盖比率 (倍) | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 1.3   | 2.1   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

中国生猪存栏头数及生猪和猪肉价格



资料来源：中国政府网、中国农业部。

# 生鲜乳价格下降但股价回调幅度过大

分析员：郭日升 Sunny Kwok

中国现代牧业(01117 HK)

评级：买入

股价：HK\$2.210

目标价：HK\$3.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)           | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|----------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 2,035               | 409                   | 0.085        | 30.5         | 20.9                           | 1.091        | 1.6                  | 0.000        | 0.0          | 8.1        |
| 2013A                                         | 3,289               | 481                   | 0.100        | 17.3         | 17.3                           | 1.190        | 1.5                  | 0.000        | 0.0          | 8.8        |
| 2014F                                         | 5,123               | 940                   | 0.195        | 94.9         | 9.0                            | 1.384        | 1.3                  | 0.039        | 2.2          | 15.1       |
| 2015F                                         | 6,035               | 997                   | 0.206        | 6.0          | 8.5                            | 1.552        | 1.1                  | 0.041        | 2.4          | 14.1       |
| 2016F                                         | 7,100               | 1,283                 | 0.266        | 28.7         | 6.6                            | 1.776        | 1.0                  | 0.053        | 3.0          | 16.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 4,827.3      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 蒙牛乳业 27.9%           |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 10,668.4     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 48.9                 |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 27,272.0     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 70.1                 |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 4.280/1.880  |              | 市盈率/增长率 PEG (x)                |              | 0.4                  |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (11.6)/(38.6)/(47.4) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (10.0)/(41.5)/(48.7) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

现代牧业持股达到97.9%的现代牧业（集团）有限公司按中国会计准则公布了2014年第3季的业绩，营业收入按年上升63.1%，不包括公允价值变动的核心净利同比大增79.8%，至人民币3.0亿元。虽然业绩非常好，但由于中国生鲜乳价格从高位回落超过10%，加上公司陷入出售病牛及牧场污染的负面报导中，股价于3个月内从高位大跌接近50%。然而，我们认为股价回调幅度过大。首先，虽然现代牧业生鲜乳平均售价将于2015年同比下降，但我们认为下跌幅度低于10%；第二，现代牧业自有品牌的常温奶增长势头仍然非常强劲，再加上巴氏奶及低温产品的推出，我们预期现代牧业2015年生鲜乳产量可以超出公司目标的100万吨，同时也可以部分抵消生鲜乳价格下降带来的负面影响。

蒙牛没有打算大幅下调向大型牧场采购生鲜乳的价格，加上我们认为现代牧业是中国现有不多有能力向全国供应巴氏奶的乳企，虽然生鲜乳价格持续下降对现代牧业净利及自由现金流有负面影响，但股价回调幅度过大。我们对现代牧业的投资评级为「买入」，目标价3.00港元，相当于10.0倍2015年核心市盈率及8.3倍2016年核心市盈率。

## 正面因素分析

- 畜群逐渐成熟，平均每头乳牛产奶量仍然有上升空间。
- 采用合资公司模式减少资本开支，现金流慢慢改善中。

## 风险分析

- 中国乳制品企业大包粉库存仍然高于正常水平，加上大包粉价格低迷，对生鲜乳需求有一定压抑。

## 负面因素分析

- 中国生鲜乳价格回落。
- 比较依赖蒙牛这个重大客户。
- 净负债比率仍然维持在较高水平。

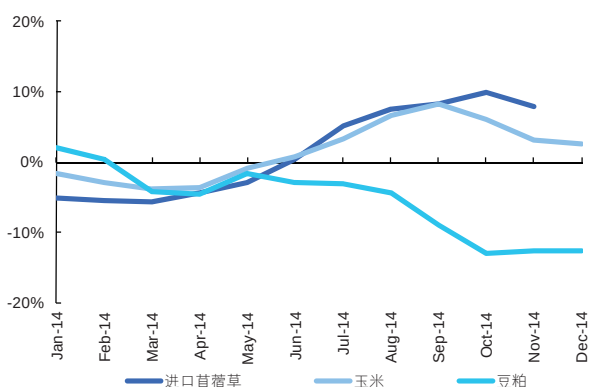
## 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 所产牛奶销售额       | 2,035   | 3,289   | 5,123   | 6,035   | 7,100   |
| 其它收入          | 115     | 55      | 20      | 38      | 25      |
| 畜牧场经营开支       | (1,382) | (2,032) | (2,871) | (3,665) | (4,246) |
| 雇员福利开支        | (149)   | (209)   | (325)   | (396)   | (459)   |
| 其它开支          | (94)    | (106)   | (192)   | (236)   | (290)   |
| 核心息税折旧前利润     | 525     | 997     | 1,756   | 1,776   | 2,129   |
| 折旧            | (111)   | (169)   | (228)   | (274)   | (315)   |
| 净财务收入         | (93)    | (194)   | (287)   | (300)   | (350)   |
| 应占联营公司业绩      | 5       | (0)     | 9       | 16      | 26      |
| 核心税前利润        | 327     | 634     | 1,249   | 1,217   | 1,491   |
| 其它收益及亏损       | 99      | (117)   | (250)   | (150)   | (100)   |
| 税项            | (3)     | (11)    | (9)     | (18)    | (40)    |
| 少数股东权益        | (14)    | (26)    | (50)    | (53)    | (68)    |
| 股东应占净利润       | 409     | 481     | 940     | 997     | 1,283   |
| 股东应占核心净利润     | 310     | 598     | 1,190   | 1,147   | 1,383   |
| 每股核心净利(人民币)   | 0.064   | 0.124   | 0.246   | 0.238   | 0.286   |

## 重要财务比率

|              | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 核心EBITDA率(%) | 25.8  | 30.3  | 34.3  | 29.4  | 30.0  |
| 核心EBIT率(%)   | 20.3  | 25.2  | 29.8  | 24.9  | 25.6  |
| 核心净利率(%)     | 15.2  | 18.2  | 23.2  | 19.0  | 19.5  |
| 股东资金回报率(%)   | 8.1   | 8.8   | 15.1  | 14.1  | 16.0  |
| 流动比率(倍)      | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| 存货周转期(天)     | 103.1 | 101.6 | 95.0  | 87.5  | 90.0  |
| 应收帐款周转期(天)   | 31.9  | 38.1  | 37.5  | 37.0  | 36.5  |
| 应付帐款周转期(天)   | 129.7 | 121.3 | 100.0 | 95.0  | 95.0  |
| 净负债比率(%)     | 54.2  | 72.2  | 71.7  | 70.1  | 67.7  |
| 净利息覆盖比率(倍)   | 4.5   | 4.3   | 5.3   | 5.0   | 5.2   |

进口苜蓿草、国内玉米及豆粕价格按年变化



资料来源：中国海关、中国农业部。

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 生鲜乳股价回调推动净利增长

分析员：郭日升 Sunny Kwok

**蒙牛乳业 (02319 HK)**
**评级：收集**
**股价：HK\$32.000**
**目标价：HK\$33.00**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)     | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 36,000              | 1,303                 | 0.737         | (18.8)       | 34.9                           | 7.063        | 3.6        | 0.160            | 0.6          | 10.9       |
| 2013A                                         | 43,357              | 1,631                 | 0.904         | 22.6         | 27.7                           | 8.370        | 3.0        | 0.200            | 0.8          | 11.7       |
| 2014F                                         | 49,839              | 2,341                 | 1.208         | 33.7         | 20.9                           | 11.054       | 2.3        | 0.269            | 1.1          | 12.7       |
| 2015F                                         | 53,349              | 2,813                 | 1.412         | 16.9         | 17.9                           | 12.457       | 2.0        | 0.318            | 1.3          | 12.1       |
| 2016F                                         | 57,933              | 3,133                 | 1.573         | 11.4         | 16.1                           | 13.812       | 1.8        | 0.354            | 1.4          | 12.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 1,958.4       |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 中粮集团 16.3%       |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 62,669.8      |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 68.5             |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 5,371.8       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 43.800/27.000 |              | 市盈率/增长率 PEG (x)                |              |            | 1.4              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              |            | 1.7/0.0/(13.0)   |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              |            | 3.3/(2.9)/(14.3) |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

蒙牛旗下非全资子公司雅士利于2014年10月向达能增发33.3%股权，因此，蒙牛于雅士利的股权将从68.1%下降至51.0%。另一方面，蒙牛打算以人民币25.1亿元增持主要子公司内蒙蒙牛6.7%股权，我们预期是次交易完成后将可以分别提升蒙牛2015年及2016年净利1.4%及3.0%。蒙牛于2014年上半年为大包粉作出了人民币2.6亿元的计提减值拨备，虽然于2014年年底公司存货库存没有较2014年上半年大幅下降，而且大包粉价格于2014年下半年较2014年上半年再继续下跌，但我们预期蒙牛于2014年下半年及2015年不需要再为大包粉作进一步的计提减值拨备。由于大包粉库存充足，加上预期乳制品销量增速比较慢，蒙牛于2015年生鲜乳采购量或仅同比持平。受惠于生鲜乳价格下降，我们相信蒙牛于2015年的毛利率继续有上升空间。

我们预期蒙牛2013-2016年每股净利复合年均增长率为20.3%。虽然蒙牛估值较伊利有溢价，但蒙牛净利率较伊利低超过3个百分点，我们认为蒙牛长期净利率有较大的上升空间。我们对蒙牛的投资评级为「收集」，目标价33.00港元，相当于18.5倍2015年市盈率及16.6倍2016年市盈率。由于现价与目标价相距不远，我们建议逢低收集。

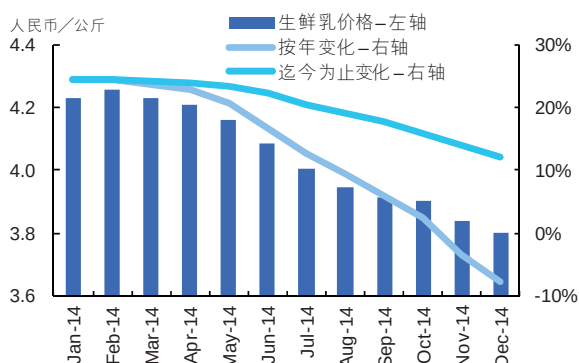
### 正面因素分析

- 生鲜乳价格下降对毛利率有正面影响。
- 2015年将不需要为大包粉作计提减值拨备。

### 风险分析

- 蒙牛或中国其它品牌之乳制品若再次发生比较大之食品安全问题将严重打击消费者对国内品牌的信心。
- 外延扩充非常积极，管理团队变化巨大，公司文化融合需时。

国内主产区生鲜乳平均价格及其按年和迄今为止变化



资料来源：中国农业部。

### 负面因素分析

- 销量增长疲弱。
- 雅士利及现代牧业业绩贡献低于预期。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入             | 36,000   | 43,357   | 49,839   | 53,349   | 57,933   |
| 销售成本           | (27,050) | (31,660) | (34,657) | (35,989) | (39,037) |
| 毛利             | 8,950    | 11,697   | 15,183   | 17,359   | 18,896   |
| 其它收入及收益        | 249      | 289      | 368      | 315      | 332      |
| 销售费用及分销成本      | (6,223)  | (8,168)  | (10,278) | (12,005) | (13,053) |
| 行政费用           | (1,175)  | (1,606)  | (1,884)  | (2,210)  | (2,401)  |
| 其它经营费用         | (194)    | (360)    | (725)    | (369)    | (394)    |
| 经营利润           | 1,608    | 1,852    | 2,663    | 3,091    | 3,379    |
| 净财务收入          | 179      | 199      | 182      | 270      | 304      |
| 应占联营公司业绩       | (53)     | 154      | 312      | 333      | 418      |
| 税前利润           | 1,734    | 2,205    | 3,157    | 3,694    | 4,101    |
| 税项             | (245)    | (367)    | (515)    | (610)    | (672)    |
| 少数股东权益         | (186)    | (231)    | (300)    | (270)    | (296)    |
| 已终止经营业务业绩      | 0        | 24       | (0)      | 0        | 0        |
| 股东应占净利润        | 1,303    | 1,631    | 2,341    | 2,813    | 3,133    |
| 每股净利 (人民币)     | 0.737    | 0.904    | 1.208    | 1.412    | 1.573    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 24.9  | 27.0  | 30.5  | 32.5  | 32.6  |
| EBITDA率 (%) | 7.1   | 7.5   | 8.8   | 9.3   | 9.4   |
| 经营溢利率 (%)   | 4.5   | 4.3   | 5.3   | 5.8   | 5.8   |
| 净利率 (%)     | 3.6   | 3.8   | 4.7   | 5.3   | 5.4   |
| 股东资金回报率 (%) | 10.9  | 11.7  | 12.7  | 12.1  | 12.0  |
| 流动比率 (倍)    | 1.4   | 0.9   | 1.4   | 1.4   | 1.6   |
| 存货周转期 (天)   | 20.6  | 22.7  | 45.0  | 30.0  | 27.5  |
| 应收帐款周转期 (天) | 8.6   | 6.8   | 6.5   | 6.8   | 7.0   |
| 应付帐款周转期 (天) | 49.5  | 48.4  | 55.0  | 55.0  | 55.0  |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 29.9  | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖比率 (倍) | 净利息   | 净利息   | 净利息   | 净利息   | 净利息   |
|             | 收入    | 收入    | 收入    | 收入    | 收入    |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 2015年业绩将大幅改善

分析员：郭日升 Sunny Kwok

小南国(03666 HK)

评级：买入

股价：HK\$1.000

目标价：HK\$1.65

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)          | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 1,332               | 119                   | 0.093        | (14.0)       | 8.7                            | 0.556        | 1.4                 | 0.040        | 4.0          | 20.2       |
| 2013A                                         | 1,386               | 1                     | 0.001        | (99.2)       | 1,071.8                        | 0.527        | 1.5                 | 0.008        | 0.8          | 0.1        |
| 2014F                                         | 1,563               | 10                    | 0.007        | 821.7        | 117.6                          | 0.533        | 1.5                 | 0.000        | 0.0          | 1.3        |
| 2015F                                         | 1,826               | 64                    | 0.044        | 548.0        | 18.2                           | 0.577        | 1.4                 | 0.020        | 2.0          | 7.8        |
| 2016F                                         | 2,143               | 129                   | 0.087        | 99.9         | 9.1                            | 0.640        | 1.2                 | 0.040        | 4.0          | 14.3       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 1,478.8      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 王慧敏 34.6%           |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 1,478.8      |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 53.3                |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 791.9        |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 净现金                 |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 1.680/0.870  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 2.1                 |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (3.8)/(9.1)/(28.1)  |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (2.3)/(12.0)/(29.3) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

2014年第3季小南国同店销售增长2.7%，较2014年第1季-4.3%及2014年第2季1.1%有明显改善，主要是客流量增长完全抵消了人均消费下跌的负面影响。我们预期2014年4季同店销售增长为3.5%，按季继续改善，而2015年同店销售增幅预期约为4.3%。南小馆于中国的发展尚算顺利，我们预期2015年南小馆开店计划不变，约为15家左右。小南国于2014年11月宣布以1.95亿港元收购百佳香港及百佳澳门65%的股权，我们认为公司希望在中国发展咖啡餐厅业务。另一方面，小南国于2014年12月回购了3.5百万股，我们认为小南国管理层觉得市场低估了公司2015年净利大幅增长的可能性。

在同店销售回复较快增长、南小馆贡献增加、百佳香港及百佳澳门的新贡献及缺乏关店费用的预期下，2015年业绩预期将较2014年大幅提升，现估值有吸引力。我们对小南国的投资评级为「买入」，目标价1.65港元，相当于30.0倍2015年市盈率及15.0倍2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 客流量增速加快。
- 「南小馆」贡献将逐渐增加，而其利润率比「小南国」还要高。

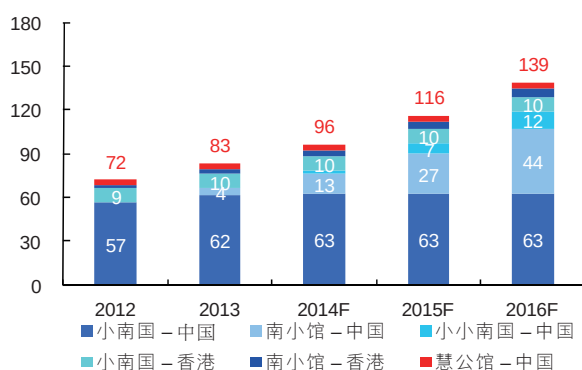
### 风险分析

- 政府出台更多打击中高端餐饮业的措施。
- 主打中国大众市场的「南小馆」加快开店步伐，若表现不如预期公司或需寻求另一个增长点。
- 「小小南国」或分流「小南国」的顾客。

### 负面因素分析

- 餐饮业营运杠杆高，同店销售表现欠佳对业绩会有明显的负面影响。
- 「物思叔叔」芝士蛋糕产品生命周期较预期为短。
- 中国食材及人力成本年年看涨。

小南国餐厅数目 — 按地区及品牌细分



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F   | 2016F   |
|----------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 收益             | 1,332 | 1,386 | 1,563 | 1,826   | 2,143   |
| 所消耗存货成本        | (425) | (459) | (510) | (585)   | (680)   |
| 毛利             | 908   | 927   | 1,053 | 1,240   | 1,463   |
| 其它收入及开支        | 41    | 24    | 32    | 67      | 92      |
| 销售及分销成本        | (689) | (830) | (941) | (1,081) | (1,232) |
| 行政开支           | (106) | (113) | (130) | (143)   | (157)   |
| 经营利润           | 154   | 8     | 14    | 84      | 166     |
| 净财务收入          | (2)   | (2)   | (2)   | 2       | 5       |
| 所得税开支          | (33)  | (5)   | (3)   | (21)    | (43)    |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 1     | 0       | 0       |
| 股东应占净利润        | 119   | 1     | 10    | 64      | 129     |
| 每股净利 (人民币)     | 0.093 | 0.001 | 0.007 | 0.044   | 0.087   |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 同店销售增长率 (%) | (5.4) | (10.1) | 1.5   | 4.3   | 4.1   |
| 毛利率 (%)     | 68.1  | 66.9   | 67.4  | 67.9  | 68.3  |
| EBITDA率 (%) | 17.7  | 8.6    | 9.6   | 13.5  | 16.3  |
| 经营溢利率 (%)   | 11.5  | 0.6    | 0.9   | 4.6   | 7.8   |
| 净利率 (%)     | 8.9   | 0.1    | 0.6   | 3.5   | 6.0   |
| 股东资金回报率 (%) | 20.2  | 0.1    | 1.3   | 7.8   | 14.3  |
| 流动比率 (倍)    | 1.3   | 1.0    | 1.2   | 1.3   | 1.5   |
| 存货周转期 (天)   | 45.4  | 43.3   | 37.5  | 35.0  | 32.5  |
| 应收帐款周转期 (天) | 6.4   | 5.7    | 4.0   | 3.8   | 3.5   |
| 应付帐款周转期 (天) | 77.5  | 66.6   | 60.0  | 55.0  | 55.0  |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金    | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖比率 (倍) | 87.5  | 3.5    | 7.8   | 净利息收入 | 净利息收入 |

资料来源：公司、国泰君安国际。



一日用品

估值合理，现金流非常健康

分析员：郭日升 Sunny Kwok

恒安国际 (01044 HK)

评级：收集

股价：HK\$81.050

目标价：HK\$90.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%)     | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|---------------|--------------------------------|---------------|------------|---------------|------------------|------------|
| 2012A                                         | 18,524               | 3,519                  | 2.863         | 32.6          | 28.3                           | 11.455        | 7.1        | 1.700         | 2.1              | 26.6       |
| 2013A                                         | 21,186               | 3,721                  | 3.024         | 5.6           | 26.8                           | 13.427        | 6.0        | 1.850         | 2.3              | 24.3       |
| 2014F                                         | 24,315               | 3,858                  | 3.141         | 3.9           | 25.8                           | 14.632        | 5.5        | 1.850         | 2.3              | 22.4       |
| 2015F                                         | 28,057               | 4,541                  | 3.701         | 17.8          | 21.9                           | 16.683        | 4.9        | 2.100         | 2.6              | 23.6       |
| 2016F                                         | 32,103               | 5,194                  | 4.234         | 14.4          | 19.1                           | 19.030        | 4.3        | 2.400         | 3.0              | 23.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        |               | 1,224.4       | 大股东 Major shareholder          |               |            |               | 施氏及许氏家族信托 37.0%  |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        |               | 99,236.4      | 流通比例 Free float (%)            |               |            |               | 63.0             |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        |               | 1,788.1       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |               |            |               | 净现金              |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 91.700/74.050 |               | 市盈率／增长率 PEG (x)                |               |            |               | 2.2              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |               |                                |               |            |               | (3.6)/6.2/(11.5) |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |               |                                |               |            |               | (2.0)/3.2/(12.8) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2014年上半年恒安卫生巾、纸巾及纸尿裤业务分别占公司经营溢利64.6%、20.8%及11.9%。恒安稍为推迟了纸巾的产能扩张计划，另外也会加大出口的力度，我们预期2014–2016年公司纸巾产能利用率维持在80%或以上的水平；虽然中国消费卫生巾的女生人数或会慢慢下降，但恒安的客户群主要为年轻女生，加上卫生巾消费者对品牌的忠诚度比较高，我们预期公司卫生巾销量增速于2014–2016年仍能维持在10%或以上；中高端纸尿裤销售增长仍然不俗，抵消了中低端纸尿裤销售倒退的负面影响，产品组合改善将利好纸尿裤业务的利润率，同时该业务最快可于2015年下半年受惠于单独二孩政策放开。

我们预期恒安2013–2016年每股净利复合年均增长率仅为11.9%，但公司现金流非常健康，我们对恒安的投资评级为「收集」，目标价90.00港元，相当于24.3倍2015年市盈率及21.3倍2016年市盈率，略低于公司2006–2014年历史平均估值。假设纸巾业务2015年估值为20.0倍市盈率，目标价相当于卫生巾及纸尿裤2015年估值为25.4倍市盈率，估值合理。

正面因素分析

- 纸尿裤业务受惠于单独二孩政策放开。
- 恒安于中国卫生巾的市场份额低于20%，有上升空间。
- 中国人均生活用纸消费量持续上升。
- 原材料压力不大，卫生巾及纸尿裤产品组合继续改善。

风险分析

- 中国卫生巾市场竞争或因未来人口结构变化及市场渗透率高而加剧。
- 市场对单独二孩政策放开对中国每年新增出生人数的预期或过于乐观。

负面因素分析

- 中国生活用纸行业产能释放对纸巾产品销量增长及均价有负面影响。
- 人民币贬值对公司有负面影响。

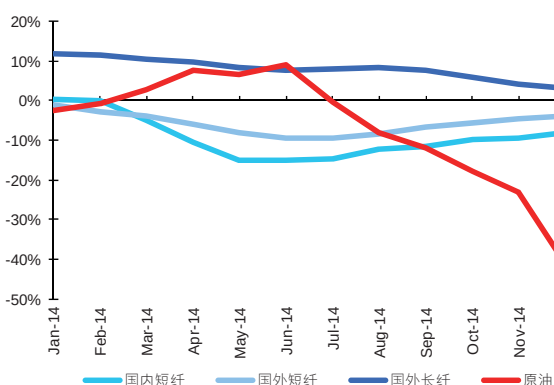
损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入            | 18,524   | 21,186   | 24,315   | 28,057   | 32,103   |
| 销售成本          | (10,209) | (11,627) | (13,263) | (15,151) | (17,196) |
| 毛利            | 8,315    | 9,559    | 11,052   | 12,906   | 14,907   |
| 分销成本          | (3,241)  | (3,886)  | (5,033)  | (5,920)  | (6,870)  |
| 行政费用          | (898)    | (1,362)  | (1,532)  | (1,683)  | (1,862)  |
| 核心经营利润        | 4,176    | 4,311    | 4,487    | 5,303    | 6,175    |
| 净财务收入         | 36       | 261      | 196      | 213      | 228      |
| 其它利得          | 327      | 443      | 452      | 522      | 544      |
| 税前利润          | 4,539    | 5,015    | 5,134    | 6,037    | 6,946    |
| 税项            | (1,001)  | (1,245)  | (1,232)  | (1,449)  | (1,702)  |
| 少数股东权益        | (19)     | (50)     | (44)     | (48)     | (50)     |
| 股东应占净利润       | 3,519    | 3,721    | 3,858    | 4,541    | 5,194    |
| 每股净利 (港元)     | 2.863    | 3.024    | 3.141    | 3.701    | 4.234    |

重要财务比率

|                | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 卫生巾业务毛利率 (%)   | 65.8  | 66.3  | 67.5  | 67.8  | 68.0  |
| 纸巾业务毛利率 (%)    | 35.4  | 34.1  | 33.4  | 33.8  | 33.9  |
| 纸尿裤业务毛利率 (%)   | 42.9  | 44.5  | 45.6  | 46.1  | 46.5  |
| 卫生巾业务EBIT率 (%) | 43.3  | 42.4  | 41.0  | 41.1  | 41.2  |
| 纸巾业务EBIT率 (%)  | 15.4  | 11.2  | 7.6   | 7.5   | 7.6   |
| 纸尿裤业务EBIT率 (%) | 22.5  | 20.6  | 19.0  | 19.4  | 19.7  |
| 净利率 (%)        | 19.0  | 17.6  | 15.9  | 16.2  | 16.2  |
| 股东资金回报率 (%)    | 26.6  | 24.3  | 22.4  | 23.6  | 23.7  |
| 流动比率 (倍)       | 1.5   | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.7   |
| 存货周转期 (天)      | 121.3 | 129.0 | 127.5 | 121.5 | 115.0 |
| 应收帐款周转期 (天)    | 37.2  | 34.9  | 36.0  | 35.0  | 34.0  |
| 应付帐款周转期 (天)    | 66.0  | 61.2  | 60.0  | 57.5  | 57.5  |
| 净现金            | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖比率 (倍)    | 净利息   | 净利息   | 净利息   | 净利息   | 净利息   |
| 收入             | 收入    | 收入    | 收入    | 收入    | 收入    |

国内外木浆和国际石油价格按年变化



资料来源：Bloomberg、芬兰期权交易所。

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 销售渠道拓展支持产能释放

分析员：郭日升 Sunny Kwok

美丽家园(01237 HK)

评级：买入

股价：HK\$0.700

目标价：HK\$1.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)          | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|---------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 421                 | 80                    | 0.088        | 2.1          | 6.4                            | 0.362        | 1.6                 | 0.013         | 1.9          | 31.5       |
| 2013A                                         | 475                 | 124                   | 0.124        | 41.4         | 4.4                            | 0.477        | 1.1                 | 0.013         | 1.9          | 29.6       |
| 2014F                                         | 631                 | 122                   | 0.105        | (15.4)       | 5.3                            | 0.608        | 0.9                 | 0.013         | 1.9          | 18.6       |
| 2015F                                         | 755                 | 148                   | 0.109        | 3.4          | 5.1                            | 0.707        | 0.8                 | 0.015         | 2.1          | 16.5       |
| 2016F                                         | 887                 | 174                   | 0.128        | 17.4         | 4.3                            | 0.823        | 0.7                 | 0.020         | 2.9          | 16.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 1,365.0      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 吴哲彦 30.2%           |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 955.5        |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 69.8                |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 14,631.5     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 5.0                 |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 1.080/0.680  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 1.6                 |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (7.9)/(15.7)/(12.5) |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (6.3)/(18.6)/(13.8) |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

美丽家园2014年上半年业绩好于我们预期，主要是因为扣除原木贸易后的毛利率同比略有增长、高于预期的政府补贴及严格控制行政开支。美丽家园2014年首3季营业额已经超过2013年全年之营业额（人民币4.8亿元），公司同时预期2014年全年收入将较2013年录得大幅增长。美丽家园于2014年10月与汉能华宇订立战略合作协议，将共同开发新型智能家居木屋别墅产品及薄膜光伏组合木制产品，我们认为对美丽家园最大的利好为可以通过汉能华宇的销售网络和渠道宣传公司的木屋产品。2013年美丽家园年产能约为110,000立方米，预期到2015年年底年产能将增加超过1倍至230,000立方米。

虽然中国房地产市场比较疲弱，但休闲产品需求仍然强劲，美丽家园也积极开拓海外市场。在产能释放的预期下，我们预期美丽家园2013–2016年收入及核心净利复合年均增长率分别为23.2%及24.3%。我们对美丽家园的投资评级为「买入」，目标价1.20港元，相当于8.7倍2015年市盈率及7.4倍2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 与汉能华宇合作拓展业务。
- 获选国家林业重点龙头企业。
- 生物质新能源业务投产。

### 风险分析

- 于上市后，大股东持有公司股权从47%下降至30%。
- 增发股票积极，2014年公司股本增加36.5%。
- 木材价格持续上升而公司不能转嫁成本。

### 负面因素分析

- 存货及存货周转天数大幅上升。
- 产能扩充积极，短期产能利用率或大幅下降。

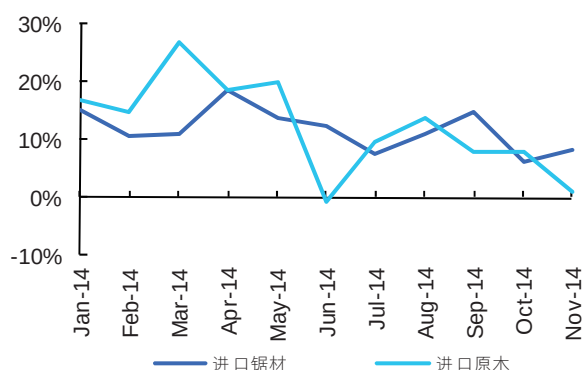
### 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入             | 421   | 475   | 631   | 755   | 887   |
| 销售成本           | (272) | (323) | (436) | (518) | (606) |
| 毛利             | 149   | 152   | 194   | 236   | 281   |
| 其它收入           | 11    | 22    | 30    | 32    | 33    |
| 销售及分销开支        | (10)  | (14)  | (22)  | (27)  | (32)  |
| 行政开支           | (35)  | (47)  | (49)  | (56)  | (63)  |
| 核心经营利润         | 115   | 113   | 154   | 185   | 219   |
| 净财务收入          | (5)   | (5)   | (6)   | (5)   | (8)   |
| 其它利得           | (13)  | 49    | 0     | 0     | 0     |
| 税项             | (17)  | (33)  | (26)  | (31)  | (37)  |
| 股东应占净利润        | 80    | 124   | 122   | 148   | 174   |
| 股东应占核心净利润      | 92    | 91    | 122   | 148   | 174   |
| 每股核心净利 (人民币)   | 0.102 | 0.091 | 0.105 | 0.109 | 0.128 |

### 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 35.3  | 31.9  | 30.8  | 31.3  | 31.7  |
| 核心经营利润率(%) | 27.3  | 23.8  | 24.4  | 24.5  | 24.7  |
| 报告净利率(%)   | 19.0  | 26.2  | 19.3  | 19.7  | 19.7  |
| 核心净利率(%)   | 22.0  | 19.1  | 19.3  | 19.7  | 19.7  |
| 股东资金回报率(%) | 31.5  | 29.6  | 18.6  | 16.5  | 16.7  |
| 流动比率(倍)    | 2.2   | 1.7   | 3.5   | 3.2   | 3.6   |
| 存货周转期(天)   | 83.2  | 149.0 | 180.0 | 175.0 | 165.0 |
| 应收帐款周转期(天) | 93.8  | 91.3  | 75.0  | 80.0  | 80.0  |
| 应付帐款周转期(天) | 10.7  | 9.6   | 10.0  | 10.0  | 10.0  |
| 净负债比率(%)   | 12.8  | 25.4  | 净现金   | 5.0   | 1.9   |
| 净利息覆盖比率(倍) | 20.2  | 35.0  | 25.6  | 37.0  | 27.4  |

进口锯材及原木价格按年变化



资料来源：中国海关。

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 推出电壁炉以外的产品

分析员：郭日升 Sunny Kwok

中国创意家居(01678 HK)

评级：买入

股价：HK\$1.800

目标价：HK\$2.55

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)        | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 969                 | 262                   | 0.182        | 19.9         | 8.0                            | 0.559        | 2.6               | n.a.          | n.a.         | 32.5       |
| 2013A                                         | 1,196               | 303                   | 0.209        | 15.0         | 6.7                            | 0.900        | 1.6               | 0.038         | 2.1          | 18.7       |
| 2014F                                         | 1,360               | 333                   | 0.185        | (11.4)       | 7.7                            | 1.066        | 1.3               | 0.070         | 3.9          | 17.4       |
| 2015F                                         | 1,672               | 382                   | 0.209        | 12.7         | 6.8                            | 1.272        | 1.1               | 0.073         | 4.1          | 15.2       |
| 2016F                                         | 2,007               | 441                   | 0.223        | 6.6          | 6.4                            | 1.440        | 1.0               | 0.085         | 4.7          | 15.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 1,800.0      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 陈芳林 62.4%         |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 3,240.0      |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 37.6              |               |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 9,833.6      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 净现金               |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 2.300/1.400  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 3.1               |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (10.4)/17.6/(0.6) |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (8.9)/14.7/(1.8)  |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

虽然创意家居第一次向Kingwin以每股1.80港元发行2.7亿创意家居认股权证失败，但再次以每股2.20港元向Kingwin发行1.8亿认股权证于2014年12月终于完成。假若Kingwin行使其权利，创意家居净所得款项将达到4.1亿港元，该笔款项将主要用于为空气净化器和净水器兴建新厂房、销售网络的扩张、净水器及新产品的研发投入、及建立电子商务平台，但大股东智华亚洲的股权将下降至58.3%。另一方面，安徽厂房第1期及洛江厂房扩建的生产线已经正式投产，我们预期2013–2016年创意家居电壁炉有效产能复合年均增长率达到27.7%。

虽然中国房地产市场疲弱，但创意家居推出功能性较强的电壁炉及空气净化器预期将推动公司销售增长。我们预期创意家居于2013–2016年收入及净利的复合年均增长率分别为18.8%及13.3%。估值吸引，我们对创意家居的投资评级为「买入」，目标价2.55港元，相当于7.0倍2015年除去现金后市盈率及6.5倍2016年除去现金后市盈率。

### 正面因素分析

- 于安徽设立新厂房可以帮助开发其它地区的电壁炉市场。
- 开发电壁炉以外的产品有助降低营运风险。

### 风险分析

- 中国房地产市场疲弱或影响公司电壁炉销售增长。
- 高利润率或因行业竞争加剧而不能维持。

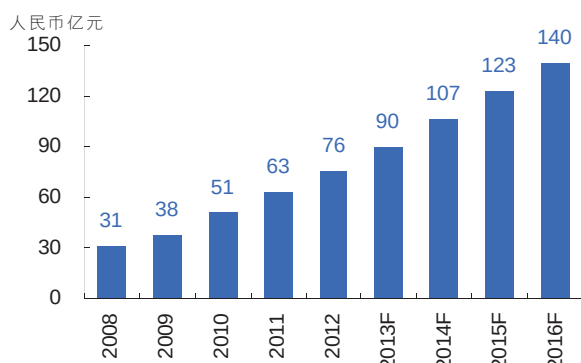
### 负面因素分析

- 工资及原材料成本上升，毛利率有下行压力。
- Kingwin悉数行使认股权会有9.1%摊薄效应。

### 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F   |
|----------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 电壁炉            | 437   | 687   | 805   | 935   | 1,133   |
| 家居装饰产品         | 532   | 509   | 505   | 500   | 495     |
| 营业额            | 969   | 1,196 | 1,360 | 1,672 | 2,007   |
| 销售成本           | (541) | (666) | (784) | (973) | (1,162) |
| 毛利             | 428   | 529   | 576   | 698   | 845     |
| 其它收入           | 0     | 3     | 9     | 9     | 9       |
| 销售及分销成本        | (54)  | (60)  | (88)  | (128) | (174)   |
| 行政开支           | (43)  | (83)  | (90)  | (109) | (131)   |
| 经营溢利           | 332   | 390   | 407   | 471   | 549     |
| 净财务收入          | (1)   | (1)   | 3     | 9     | 11      |
| 税前利润           | 331   | 389   | 410   | 480   | 560     |
| 税项             | (70)  | (85)  | (77)  | (98)  | (119)   |
| 股东应占净利润        | 262   | 303   | 333   | 382   | 441     |
| 每股净利 (人民币)     | 0.182 | 0.209 | 0.185 | 0.209 | 0.223   |

### 中国电壁炉销售额



资料来源：弗若斯特沙利文。

### 重要财务比率

|              | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 电壁炉毛利率(%)    | 49.2  | 49.4  | 47.9  | 46.6  | 46.5  |
| 家居装饰产品毛利率(%) | 40.1  | 37.4  | 33.6  | 33.6  | 33.7  |
| 经营溢利率(%)     | 34.3  | 32.6  | 29.9  | 28.2  | 27.3  |
| 净利率(%)       | 27.0  | 25.4  | 24.5  | 22.8  | 22.0  |
| 股东资金回报率(%)   | 32.5  | 18.7  | 17.4  | 15.2  | 15.5  |
| 流动比率(倍)      | 2.1   | 5.0   | 4.9   | 5.6   | 5.1   |
| 存货周转期(天)     | 17.2  | 17.8  | 20.0  | 22.5  | 25.0  |
| 应收帐款周转期(天)   | 93.0  | 95.4  | 100.0 | 95.0  | 95.0  |
| 应付帐款周转期(天)   | 109.0 | 110.0 | 75.0  | 70.0  | 75.0  |
| 净现金          | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖率(倍)    | 555.0 | 263.6 | 净利息收入 | 净利息收入 | 净利息收入 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 与SCA的协同效应值得期待

分析员：郭日升 Sunny Kwok

维达国际(03331 HK)

评级：收集

股价：HK\$11.420

目标价：HK\$13.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)         | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 6,024                | 537                    | 0.546         | 26.1         | 20.9                           | 4.121         | 2.8                | 0.156         | 1.4          | 14.8       |
| 2013A                                         | 6,798                | 543                    | 0.543         | (0.4)        | 21.0                           | 4.654         | 2.5                | 0.156         | 1.4          | 12.4       |
| 2014F                                         | 8,060                | 560                    | 0.561         | 3.2          | 20.4                           | 4.998         | 2.3                | 0.140         | 1.2          | 11.6       |
| 2015F                                         | 9,910                | 683                    | 0.684         | 22.0         | 16.7                           | 5.598         | 2.0                | 0.185         | 1.6          | 12.9       |
| 2016F                                         | 11,124               | 771                    | 0.772         | 12.8         | 14.8                           | 6.242         | 1.8                | 0.210         | 1.8          | 13.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 998.4         |              | 大股东 Major shareholder          |               | SCA 51.4%          |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 11,401.8      |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 25.0               |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 305.0         |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 48.7               |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 13.400/10.480 |              | 市盈率/增长率 PEG (x)                |               | 1.7                |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (3.5)/(2.6)/(11.5) |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (2.0)/(5.5)/(12.8) |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

维达2014年第3季收入同比增长21.8%，至19.6亿港元，毛利率按年改善4.5个百分点，至31.4%，而包括收购维安洁所产生40百万港元公平值重估收益的经营溢利同比大增78.7%，至2.2亿港元。维达2014年第3季的业绩远胜同业，我们认为主要是公司积极推广其卷纸及软抽产品。维达于2014年第4季完成收购SCA香港及国内的业务，将进一步加强公司在中国纸尿裤及卫生巾市场的竞争力。SCA于2014年12月为维达提供30亿港元的融资，我们预期贷款利率将较银行利率为低。最后，维达于2014年12月出售香港的物业，预期将为公司带来9百万港元的收益。

虽然中国生活用纸市场产能过剩的问题仍然还没有解决，但龙头企业品牌竞争力明显较高，因此，我们仍然预期维达收入及净利录得较快增长。维达收购SCA中国业务也解决了2家公司互相竞争的担忧，但协同效应对维达的利好可能需要时间才能体现出来。我们预期维达资本投入将减少，自由现金流或于2015年转正，因此，我们对维达的投资评级为「收集」，目标价13.00港元，相当于19.0倍2015年市盈率及16.8倍2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 并购SCA纸尿裤及卫生巾业务补强维达除纸巾外于中国生活用纸市场的空白。
- SCA有助维达推升产品质量、降低采购成本及提供财务支持。

## 风险分析

- 净负债比率将维持在较高水平。

## 负面因素分析

- 中国生活用纸行业产能释放对纸巾产品销量增长及均价有负面影响。
- 人民币贬值对公司有负面影响。

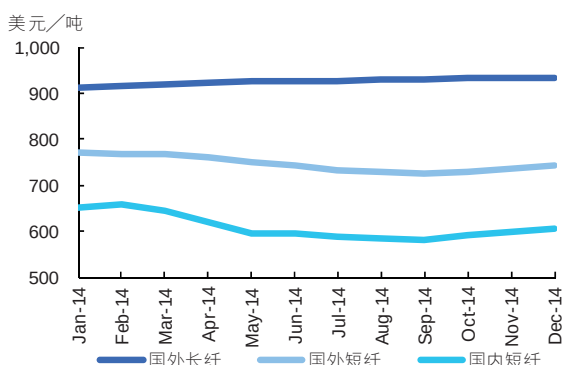
## 损益表

| 截至12月底(百万港元) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收益           | 6,024   | 6,798   | 8,060   | 9,910   | 11,124  |
| 销售成本         | (4,169) | (4,826) | (5,572) | (6,885) | (7,723) |
| 毛利           | 1,855   | 1,972   | 2,487   | 3,026   | 3,401   |
| 其它收入         | 55      | 40      | 82      | 42      | 42      |
| 销售及推广费用      | (770)   | (946)   | (1,249) | (1,536) | (1,724) |
| 行政开支         | (368)   | (372)   | (473)   | (595)   | (656)   |
| 核心经营利润       | 772     | 694     | 847     | 936     | 1,062   |
| 净财务收入        | (41)    | (57)    | (86)    | (98)    | (99)    |
| 应占联营公司业绩     | (16)    | (27)    | (5)     | 0       | 0       |
| 核心税前利润       | 715     | 610     | 756     | 839     | 963     |
| 外币汇兑收益       | 4       | 62      | (51)    | 37      | 38      |
| 税项           | (182)   | (130)   | (146)   | (193)   | (230)   |
| 股东应占净利润      | 537     | 543     | 560     | 683     | 771     |
| 每股净利(港元)     | 0.546   | 0.543   | 0.561   | 0.684   | 0.772   |

## 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 30.8  | 29.0  | 30.9  | 30.5  | 30.6  |
| EBITDA率(%) | 15.9  | 14.1  | 15.2  | 15.2  | 15.0  |
| 经营溢利率(%)   | 12.8  | 10.2  | 10.5  | 9.4   | 9.5   |
| 净利率(%)     | 8.9   | 8.0   | 6.9   | 6.9   | 6.9   |
| 股东资金回报率(%) | 14.8  | 12.4  | 11.6  | 12.9  | 13.0  |
| 流动比率(倍)    | 1.2   | 1.3   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| 存货周转期(天)   | 123.7 | 116.8 | 115.0 | 110.0 | 112.5 |
| 应收帐款周转期(天) | 62.3  | 64.5  | 63.0  | 61.0  | 62.0  |
| 应付帐款周转期(天) | 115.3 | 122.6 | 123.5 | 113.5 | 118.5 |
| 净负债比率(%)   | 31.8  | 44.0  | 57.3  | 48.7  | 42.2  |
| 净利息覆盖比率(倍) | 18.9  | 12.2  | 9.9   | 9.6   | 10.7  |

## 国内外木浆价格



资料来源：芬兰期权交易所。

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 消费—酒店

中性

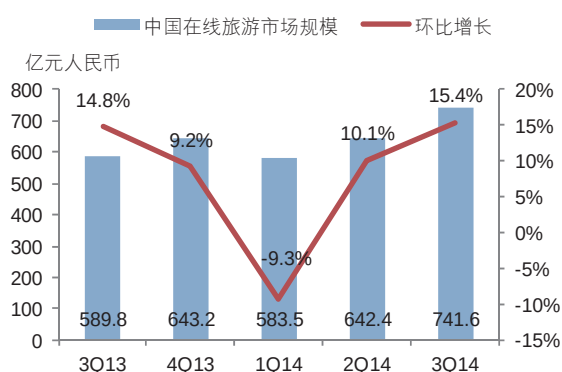
分析员：Noah Hudson

中国旅游研究院预计2014年上半年国内旅游人数18.5亿人次，同比增长10.2%，国内旅游收入人民币1.5万亿元，同比增长16%；入境旅游人数6,200万人次，入境旅游外汇收入为230亿美元；出境旅游人数5,410万人次，同比增长18.7%，出境旅游花费超过700亿美元，同比增长20.7%。预计上半年旅游接待总人数19.1亿人次，同比增长9.6%。旅游总收入为人民币1.6万亿元，同比增长14.8%，符合旅游研究院此前的人民币1.64万亿元预测。

中国旅游研究院预计2014年全年接待旅游总人数将达37.2亿人次，同比增长10%；全年旅游接待总收入人民币3.3万亿元，同比增长14.6%；入境旅游人数1.28亿人次，基本与去年持平；入境过夜人数5,500万人次，与去年持平；入境旅游外汇收入480亿美元，比去年增长6.2%。预计2014年全年出境旅游人数1.15亿人次，同比增长17.5%；出境旅游花费1,550亿美元，同比增长20.8%。

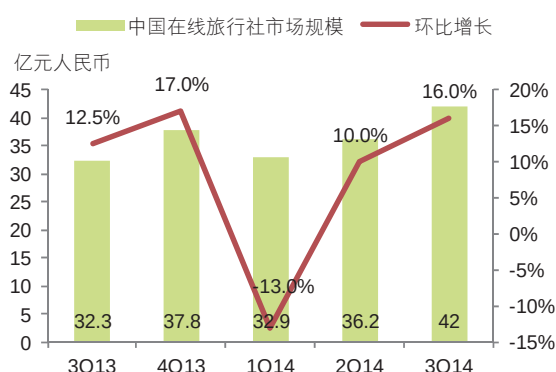
按照易观智库公布数据，2014年第3季度中国在线旅游市场规模达人民币741.6亿元，同比增长25.7%，环比增长15.4%；中国在线旅行社市场规模达42.0亿元，同比增长30.0%，环比增长16.0%。机票在线旅行社市场收入规模为20.4亿元，环比增长14.8%、住宿预订在线旅行社市场收入规模为19.2亿元，环比增长14.8%、度假旅游在线旅行社市场收入规模为2.4亿元，环比增长42.9%。

中国在线旅游市场规模增长



资料来源：易观智库。

中国在线旅行社市场规模增长

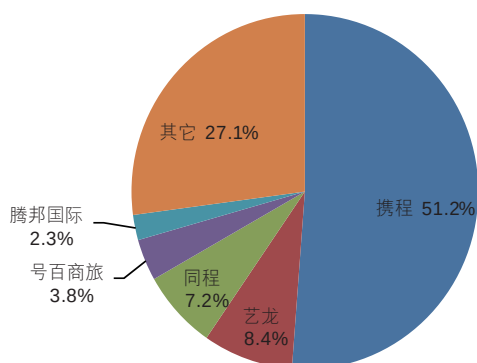


资料来源：易观智库。

2014年6月和7月中国三大航空公司决定把机票代理固定佣金率从3%降至2%左右。不过，携程的总佣金率在5%左右，因为也包括可变的佣金。因此，携程基本还能维持5%的佣金，但是对中小型机票代理商造成冲击。大型在线旅行商议价能力较强，受影响较小，机票代理市场份额向大型在线旅行商集中，机票佣金率的降低促进行业整合的趋势。比如腾邦国际以1,200万元收购成都八千翼网络科技有限公司60%的股权，另外2014年夏天媒体报道显示携程有意收购对手艺龙，但是未能实现。

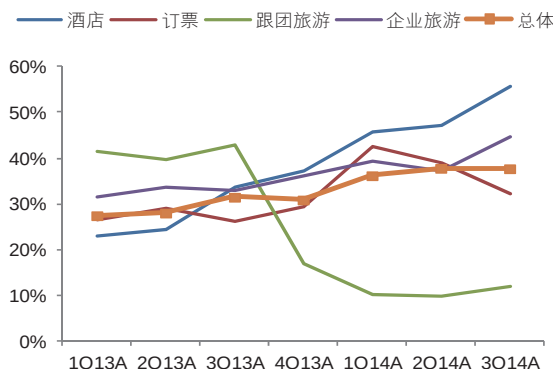
去哪儿网(QUNR US)算是中国最大的旅行平台，是属于旅行信息的搜索和在线旅行社混合模式平台，而不是纯在线旅行社。按照易观智库公布数据，在2014年3季度携程的在线旅行社市场份额提升到51.2%，保持携程行业老大地位。

2014年3季度中国在线旅行社市场份额



资料来源：易观智库。

携程收入增长，按业务划分



资料来源：携程旅游网。

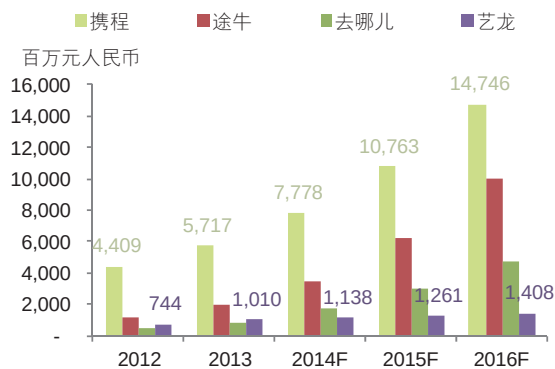
在携程网、去哪儿、艺龙等在线旅行社持续的市场份额战争长期不停之际，近日，阿里巴巴的旅游平台拔地而起。阿里巴巴集团在**2014年9月份**在纳斯达克上市，此融资利于旗下「去啊」(原来的「淘宝旅行」)。上市之后，阿里巴巴把旗下「淘宝旅行」升级为全新独立品牌「去啊」。去啊将成为阿里巴巴集团旗下航旅业务的新名字，手机应用程序则名为「去啊旅行」。品牌将在手机应用上推出「行程服务平台」，并提供酒店后付、旅游宝、机票预售等多种创新服务。现时，去啊平台已有数万卖家，提供机票销售、酒店客栈预订、度假产品销售、签证，甚至导游等各种服务，且提供顺畅的支付体验和安全保障。阿里巴巴表示，之所以针对航旅业务推出独立品牌，主要是考虑到网上旅行市场的巨大潜力，还有大量的用户需求没有被满足，独立品牌也将强调提供更好的服务和品质，让消费者享受放心、省心的旅程。去啊将重点关注消费者的度假出行需求，以无线、服务、创新、平台作为四大战略，推动网上旅游行业从销售向服务升级。去啊提供多种创新服务，包括「一键退改」、「自动值机」、「预定出租车」、「酒店后付」、「旅游宝」、「机票酒店套票」等。

我们认为去啊最大的弱点就是作为第三方卖家的平台，客户在预订时向第三方支付。然而，携程的服务和产品则是直接卖给客户。去啊的质量和执行要看他的数万第三方卖家的质量和执行，而携程则直接处理所有的订单和付款，所以能控制产品和服务的质量和执行，给客户提供一致的服务。但是我们认为去啊有望逐步采取携程的经营模式。早前阿里巴巴集团宣布以**28.1亿元人民币**投资酒店信息服务商石基信息，交易完成后将持有**15%**石基信息股份。去啊将和石基信息重点在酒店信息系统领域，包括酒店系统直连、后付预订产品开发、会员服务平台接入、账单扫码支付等四项合作领域进行深度合作。石基信息主要从事酒店信息管理系统软件的开发与销售、系统集成、技术服务业务。目前，中国内地**90%**的五星级酒店信息管理系统都来自石基信息，有近**6,000**家以上酒店使用石基信息的服务。未来，石基信息的系统将与阿里巴巴旗下的「去啊」平台全面打通，大力拓展阿里巴巴集团网上旅游市场的基础服务能力。我们认为此投资有望在**2015年**让去啊脱离它作为第三方卖家平台的角色而逐步像携程一样直接经销旅游产品。

旅游行业的激烈竞争状态将在**2015年**持续。为了在**2015年**取得更大的市场份额，竞争对手都正在拼命地推广各自品牌的知名度、扩大产品范围、研发以及发展包括移动应用在内的新技术、招聘更多专业技术员工，结果是导致行业收入快速增长但是费用开支将增长得更快，从而导致经营亏损。比如，**2014年**第三季度，去哪儿的总收入同比增长**107.8%**，但是，产品开发费用同比增长**153.1%**、产品采购费用同比增长**519.9%**、销售及推广费用同比增长**189.6%**、一般及行政费用同比增长**267.1%**，结果导致人民币**575.1**百万元经营亏损，比**2013年**第三季度人民币**429.0**百万元的经营亏损更糟糕，而且市场预期去哪儿**2015年**总收入翻一番，但是经营亏损预期从**2014年**的人民币**1,608.5**百万元恶化到人民币**1,899.3**百万元。携程的业绩也不佳，**2014年**第三季度总收入同比增长**37.7%**，但是经营利润同比下滑**70.5%**，而且预期在第四季度经营亏损超过人民币**400**百万元。另外，**2014年**第三季度艺龙亏损人民币**58.30**百万元、途牛亏损人民币**1.034**亿元。在线旅游行业一片混乱，而且我们认为**2015年**不会有改善，反而行业的亏损将更大。

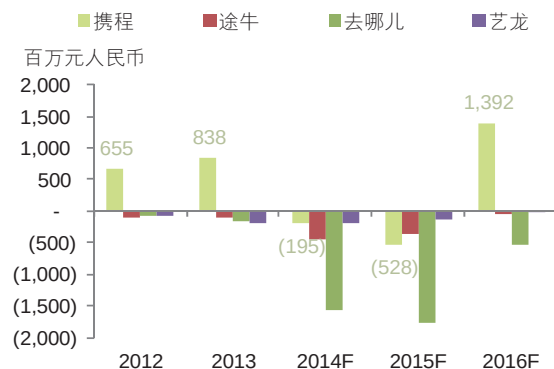


### 在美国上市的中国大型旅游公司收入



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

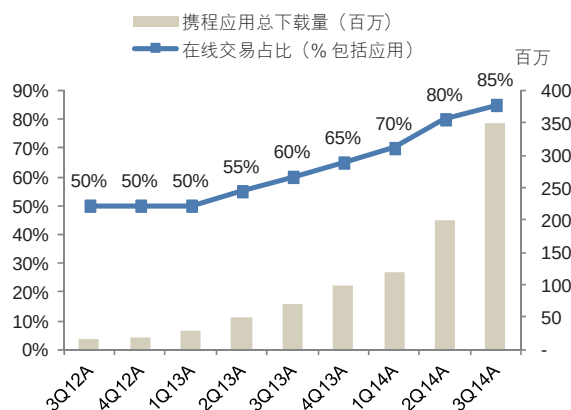
### 在美国上市的中国大型旅游公司经营利润



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

在2015年，我们预期酒店行业的电子商务将继续深化。至2014年3季度底，携程旅行应用的累计下载量达3.50亿次，环比增长75%。超过500万独立用户在高峰期进入携程旅行应用。2014年3季度的总移动交易量几乎是去年同期的三倍。三季度内，约40%的携程酒店总交易量为通过PC端互联网预订，45%通过移动渠道，一年前则分别为40%及30%。PC端互联网预订占携程总机票交易量的约45%，移动渠道占35%，一年前则分别为约40%和15%。对于许多其它产品，移动端是主要的预订平台。

### 携程在线交易占比和携程应用总下载量走势



资料来源：携程旅行网。

除了携程和其它在线旅游商家之外，连锁酒店也已经在推出和持续地更新他们的移动应用和互联网平台。如家酒店和华住酒店的移动应用以及互联网平台研发在一定程度上已经取得成果，但是我们认为还有很大的空间来研发更好的应用，以使他们的酒店智慧化。我们认为，在未来，酒店移动应用将继续发展，从而提供更多的功能。比如，从2015年开始，在希尔顿酒店位于美国的四家品牌酒店中，客户能使用希尔顿酒店的移动应用登记酒店、而且使用移动应用作为房间钥匙开门，让客户不用去酒店前台登记拿房卡而直接进入房间。有可能在未来，酒店会利用所积累的客户入住历史而提供个性化的房间调整，客户一开房间门，空调温度、灯亮度、电视台就可能按照客户的喜欢而自动调整。我们并不预期如家酒店和华住酒店会在他们的经济型品牌推出此功能，但是也许会在他们的中高档品牌推出。

另外，酒店有望利用互联网销售更多的产品。比如，如家酒店在2014年第三季度推出一个新的在线零售平台「如家优选」，为公司的会员及客户提供网购以获得精选的旅游相关产品服务。尽管如家酒店已经开始从此平台产生收入，但是我们并不预期它会在将来贡献显著收入。不过，此项目也将让公司为其广泛的忠诚会员及客户提供增值服务。此外，公司将与一家国内领先的B2C网上购物商城一号店合作，通过与一号店的策略性联盟，公司可以确保高质量的执行。我们认为这个平台将对回馈客户很有用，但是我们并不预计它将成为主要的收入贡献者。在将来，我们认为酒店客户有望能使用移动应用扫描在酒店里面他们喜欢的物品（枕头、灯、椅子等等）上的二维码，而在线上购买。

我们预期在2015年，在线旅游商家和酒店会继续研发移动应用和互联网平台以提供越来越多的智慧化功能、客户会更愿意下载并使用酒店的应用。在线旅游商家和酒店研发更好的应用能建立客户忠诚度，而且是一个竞争优势。

### 投资建议

我们建议「买入」我们的行业首选如家酒店(HMIN US)、「收集」华住酒店(HTHT US)以及「减持」携程旅行网(CTRP US)。尽管如家酒店业绩并不让人很兴奋（跟往年比，收入增长反弹，盈利率下降），但是它的基本面状况比较稳定，包括酒店品牌和数量扩张计划以及控制成本能力。我们认为如家酒店被市场忽略了，估值很低，所以如家酒店是属于价值股票。跟如家酒店比，华住酒店有比较激动人心的故事，近期跟雅高酒店集团(ACPA)打造加盟以及长期合作伙伴关系将令华住酒店深化在中高端酒店市场的角色，而且预期2015年盈利增长加速。不过，我们认为华住酒店的良好前景基本上已经反映在股价里；尽管如此，估值并不高，而且华住酒店的股票值得长期持有。

中国的大型在线旅行商虽然收入高速增长，但是利润让人失望。另外，因为比较大的对手都有充裕资金，所以为了取得市场份额他们愿意持续参加行业竞争而不担心负面的经营现金流。中短期我们看不到好转拐点，而且我们认为市场还没有完全反映在线旅行商行业近中期的悲观前景，而携程旅行网目前仍被市场高估了。

| 公司名称             | 编号      | 股价(US\$)  | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|------------------|---------|-----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 如家酒店             | HMIN US | 30.020    | 买入   | 16.7     | 17.2     | 14.6     | 1.5      | 9.5        | 0.0      |
| 华住酒店             | HTHT US | 26.280    | 收集   | 30.0     | 23.0     | 18.3     | 2.7      | 12.6       | 0.0      |
| 洲际酒店集团           | IHG US  | 40.050    | n.a. | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.       | 2.3      |
| 万豪国际             | MAR US  | 78.030    | n.a. | 30.5     | 25.7     | 22.1     | n.a.     | n.a.       | 1.1      |
| Hilton Worldwide | HLT US  | 26.090    | n.a. | 37.0     | 30.6     | 25.1     | 4.1      | 15.3       | 0.0      |
| Extended Stay    | STAY US | 19.310    | n.a. | 24.5     | 19.4     | 16.3     | 3.1      | 17.4       | 3.2      |
| 喜达屋饭店            | HOT US  | 81.070    | n.a. | 28.7     | 25.4     | 22.1     | 8.4      | 33.8       | 1.8      |
| Host Hotels      | HST US  | 23.770    | n.a. | 20.7     | 21.1     | 20.9     | 2.4      | 8.1        | 3.5      |
| Wyndham          | WYN US  | 85.760    | n.a. | 19.2     | 17.6     | 15.7     | 5.8      | 35.6       | 1.6      |
| 凯悦酒店公司           | H US    | 60.210    | n.a. | 57.7     | 47.8     | 35.9     | 1.9      | 4.3        | 0.0      |
| Sunstone Hotel   | SHO US  | 16.510    | n.a. | 25.6     | 22.5     | 29.3     | 1.4      | 4.3        | 2.5      |
| 携程旅行网            | CTRP US | 45.500    | 减持   | 278.2    | n.a.     | 29.9     | 4.8      | (2.6)      | 0.0      |
| Priceline        | PCLN US | 1,140.210 | n.a. | 21.8     | 18.6     | 15.7     | 5.3      | 33.4       | 0.0      |
| Tripadvisor      | TRIP US | 74.660    | n.a. | 38.2     | 29.4     | 23.1     | 7.6      | 28.8       | n.a.     |
| 艾派迪              | EXPE US | 85.360    | n.a. | 20.7     | 18.2     | 15.4     | 3.3      | 27.2       | 0.9      |
| Orbitz Worldwide | OWW US  | 8.230     | n.a. | 29.8     | 17.5     | 16.3     | 5.9      | 39.2       | n.a.     |
| 艺龙               | LONG US | 17.950    | n.a. | 448.6    | 99.7     | 24.9     | n.a.     | n.a.       | n.a.     |
| Travelzoo        | TZOO US | 12.620    | n.a. | 19.3     | 19.6     | 25.2     | 2.8      | 14.8       | n.a.     |
| Homeaway         | AWAY US | 29.780    | n.a. | 49.5     | 41.3     | 32.8     | 2.7      | 6.4        | n.a.     |
| 途牛旅游网            | TOUR US | 12.000    | n.a. | n.a.     | n.a.     | 112.1    | n.a.     | n.a.       | n.a.     |
| 去哪儿              | QUNR US | 28.430    | n.a. | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.     | 156.1      | 0.0      |
| 市值加权平均           |         |           | 中性   | 36.8     | 23.6     | 20.2     | 4.8      | 25.8       | 0.9      |

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

## 预期2015年净亏损，「减持」

分析员：Noah Hudson

携程旅行网 (CTRP US)

评级：减持

股价：US\$45.500

目标价：US\$36.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)              | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|--------------------------------|--------------|-------------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 4,409               | 714                   | 5.217         | (30.3)       | 54.3                           | 47.388       | 6.0                     | 0.000        | 0.0          | 10.6       |
| 2013A                                         | 5,717               | 998                   | 7.585         | 45.4         | 36.3                           | 64.810       | 4.3                     | 0.000        | 0.0          | 13.3       |
| 2014F                                         | 7,778               | 133                   | 1.001         | (86.8)       | 278.2                          | 63.365       | 4.4                     | 0.000        | 0.0          | 1.6        |
| 2015F                                         | 10,763              | (220)                 | (1.599)       | n.a.         | n.a.                           | 57.855       | 4.8                     | 0.000        | 0.0          | (2.6)      |
| 2016F                                         | 14,746              | 1,338                 | 9.326         | n.a.         | 29.9                           | 62.253       | 4.5                     | 0.000        | 0.0          | 15.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 129.4         |              | 大股东 Major shareholder          |              | Capital Group Co. 21.0% |              |              |            |
| 市值 Market cap. (US\$m)                        |                     |                       | 5,888.5       |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 66.3                    |              |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 3,019.0       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 80.1                    |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (US\$)               |                     |                       | 69.740/35.960 |              | 15年每股估值 15 NAV (US\$)          |              | 38.9                    |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              | (15.9)/(19.8)/(8.3)     |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              | (14.7)/(25.2)/(21.7)    |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

管理层预期2014年4季度经营开支占净收入比例爆增至94%左右，包括产品开发、销售及推广以及一般及行政费用对收入比例分别环比提升13个百分点、9个百分点以及2个百分点，而且激烈的行业竞争将持续到2015年。管理层表示经营利润率可能在2015年1季度环比稳定，而在2015年跟2014年持平。公司收购的Celebrity Century游轮预期将扩大公司的产品范围，在长期也将利好于公司（预期中国游轮旅游人次到2020年的复合年增长率为33%），但是在2015年将给公司带来人民币1亿元的亏损。另外，我们预期公司在2014年4季度购买凌空SOHO将提升公司2015年的折旧费用。

2014年携程的股价像坐刺激的过山车，从2月份的35.96美元低点增长到9月份的69.74美元高点，此后跌到目前的45.50美元，但是目前28.8倍后两年的市盈率估值仍高于它历史平均水平25.6%，也高于同行估值。我们预期携程2014年的每份ADR净利下滑至只有2013年的13.2%，在2015年转成亏损。估值过高，建议「减持」此股票，目标价为36.00美元。

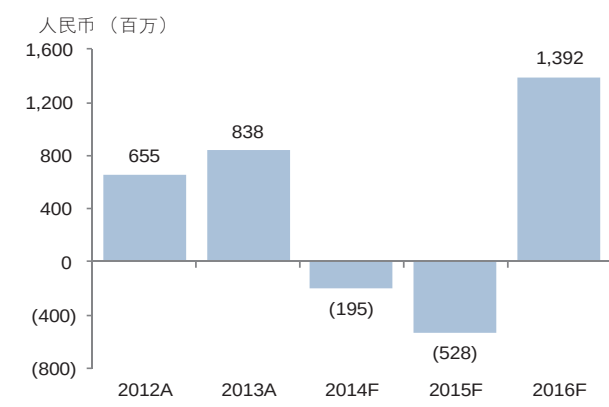
### 正面因素分析

- 公司不停地扩大它的产品范围，包括在2014年收购的Celebrity Century游轮。
- 携程不停地改善并发展其互联网和移动销售平台，以支持收入的高速增长和利于公司夺取市场份额。
- 2014年3季度携程总交易量的85%以上为在线预订，一年前则约为60%。

### 风险分析

- 公司在2013年净资产负债比率在净现金状态，但是预期在2015年提升至80.1%。
- 竞争对手去哪儿(QUNR US)已经从搜索平台模式到开始逐步采取直销模式，将会更有效地跟携程竞争。

携程经营溢利



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 因为携程有最低价格战略，如果竞争对手降价，携程将跟随，从而运营利润率将下降。
- 携程投入更多开支发展其新业务，让公司的经营费用对收入比例提升，而给盈利带来很大的压力。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 4,409   | 5,717   | 7,778   | 10,763  | 14,746  |
| 工商税和附加费        | (250)   | (330)   | (435)   | (619)   | (848)   |
| 销售成本           | (1,038) | (1,387) | (2,090) | (3,043) | (4,169) |
| 毛利润            | 3,121   | 4,000   | 5,253   | 7,101   | 9,729   |
| 产品发展费用         | (912)   | (1,246) | (2,337) | (3,303) | (3,642) |
| 销售费用           | (984)   | (1,269) | (2,217) | (2,869) | (3,141) |
| 管理费用           | (570)   | (646)   | (894)   | (1,457) | (1,553) |
| 经营溢利           | 655     | 838     | (195)   | (528)   | 1,392   |
| 净财务(开支)/收入     | 166     | 143     | 162     | 25      | (1)     |
| 其它收益           | 130     | 163     | 129     | 155     | 160     |
| 税项             | (295)   | (294)   | (144)   | (50)    | (403)   |
| 联营公司产权收入       | 34      | 56      | 75      | 64      | 76      |
| 少数股东权益         | 24      | 92      | 107     | 114     | 114     |
| 股东应占溢利         | 714     | 998     | 133     | (220)   | 1,338   |
| 每份ADR盈利(人民币)   | 5.217   | 7.585   | 1.001   | (1.599) | 9.326   |

重要财务比率

|              | 2012A  | 2013A | 2014F  | 2015F | 2016F |
|--------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 收入增长(%)      | 18.3   | 29.7  | 36.0   | 38.4  | 37.0  |
| 净利增长(%)      | (33.6) | 39.7  | (86.6) | n.a.  | n.a.  |
| EBITDA利润率(%) | 21.1   | 21.2  | 2.2    | 0.3   | 14.2  |
| 经营利润率(%)     | 15.7   | 15.6  | (2.7)  | (5.2) | 10.0  |
| 净利率(%)       | 17.2   | 18.5  | 1.8    | (2.2) | 9.6   |
| 资产回报率(%)     | 6.7    | 6.1   | 0.6    | (0.8) | 4.2   |
| 股东资金回报率(%)   | 10.6   | 13.3  | 1.6    | (2.6) | 15.7  |
| 流动比率(倍)      | 2.0    | 2.3   | 1.5    | 1.0   | 1.0   |
| 净资产负债比率(%)   | 净现金    | 净现金   | 51.6   | 80.1  | 64.6  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 2015年新推出50至80家「如家精选」品牌酒店

分析员：Noah Hudson

如家酒店(HMIN US)

评级：买入

股价：US\$30.020

目标价：US\$47.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)    | BPS<br>(RMB)                   | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)            | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|---------------|--------------------------------|------------|-------------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 5,770               | (27)                  | (0.580)      | (106.9)      | n.a.          | 87.163                         | 2.1        | 0.000                   | 0.0          | (0.7)      |
| 2013A                                         | 6,353               | 196                   | 4.235        | 830.1        | 42.9          | 95.632                         | 1.9        | 0.000                   | 0.0          | 4.7        |
| 2014F                                         | 6,706               | 524                   | 10.994       | 159.6        | 16.7          | 106.425                        | 1.7        | 0.000                   | 0.0          | 11.1       |
| 2015F                                         | 7,184               | 508                   | 10.681       | (2.9)        | 17.2          | 118.687                        | 1.5        | 0.000                   | 0.0          | 9.5        |
| 2016F                                         | 7,957               | 604                   | 12.558       | 17.6         | 14.6          | 131.537                        | 1.4        | 0.000                   | 0.0          | 10.1       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              |              | 47.5          | 大股东 Major shareholder          |            | Oppenheimer Funds 13.1% |              |            |
| 市值 Market cap. (US\$ m)                       |                     |                       |              |              | 1,427.3       | 流通比例 Free float (%)            |            | 70.4                    |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              |              | 125.5         | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |            | 6.2                     |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (US\$)               |                     |                       |              |              | 43.890/26.250 | 15年每股估值 15 NAV (US\$)          |            | 57.2                    |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |               |                                |            | (2.7)/3.6/(31.2)        |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |               |                                |            | (1.6)/(1.8)/(44.6)      |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

如家酒店未放缓新开酒店的速度，从2014年初到2014年9月30日已经新增316家酒店，而且有435家酒店项目作为开发储备。管理层将推出新「如家精选」品牌，瞄准新市场领土，计划在2015年新增50至80家「如家精选」品牌酒店，将瞄准公司的如家与和颐两个品牌之间的市场。和颐酒店的日均房价相当于如家酒店的日均房价的1.8倍，「如家精选」酒店的日均房价相当于如家酒店的日均房价的1.3倍至1.4倍。此外，公司在2015年将加快高端的和颐酒店扩展速度，利于公司的利润增长。另外，租赁直营酒店经营费用占收入比例同比降0.4个百分点至79.4%，好于我们此前的预期。

目前估值有吸引力，建议「买入」。后4个季度预测EV/EBITDA为5.7倍，低于美国上市同业13.6倍的平均4个季度预测EV/EBITDA 58.0%，相对公司8.6倍的历史平均4个季度预测EV/EBITDA有33.7%的折让。我们47.00美元的目标价是基于如家酒店8.8倍的历史平均4个季度预测EV/EBITDA，也低于美国上市同业目前13.6倍的平均4个季度预测EV/EBITDA 35.3%。

### 正面因素分析

- 加盟酒店已经成为如家主要的扩张模式，而通过这个模式能把酒店经营和亏损风险转嫁给加盟商。
- 多品牌（「如家快捷」、「和颐」、「如家精选」、「莫泰168」、「莫泰268」和「约泰」）瞄准多市场领土。

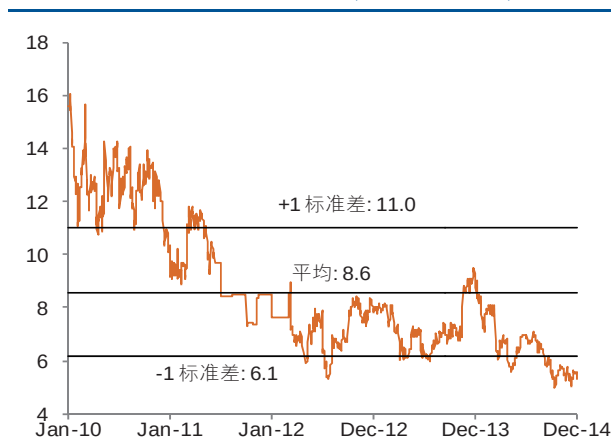
### 负面因素分析

- 正在膨胀的劳动薪水提高公司的自营酒店费用，预期将提高自营酒店费用对收入的比例。
- 自从2013年2季度以来，如家酒店投入运营至少18个月酒店的RevPAR同比增长都为零或者负值。

### 风险分析

- 公司酒店扩张主要在三线城市，而三线城市酒店业绩对中国经济增长放缓比一线城市更敏感。
- 以加盟模式而言，如果行业出现供应过度状态而导致酒店亏损，加盟商要负担亏损而不是公司，可能会让公司不够谨慎地计划酒店扩展速度。
- 新「如家精选」品牌酒店的实际业绩可能达不到预期。

如家酒店EV/EBITDA (未来四个季度)



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入             | 5,770   | 6,353   | 6,706   | 7,184   | 7,957   |
| 净收入            | 5,416   | 5,961   | 6,296   | 6,755   | 7,482   |
| 自营酒店经营成本       | (4,642) | (4,867) | (4,978) | (5,379) | (5,887) |
| 自营酒店盈利         | 774     | 1,094   | 1,318   | 1,376   | 1,595   |
| 销售费用           | (77)    | (110)   | (136)   | (145)   | (161)   |
| 管理费用           | (315)   | (313)   | (318)   | (341)   | (378)   |
| 加盟及管理酒店劳动成本    | (125)   | (157)   | (222)   | (250)   | (303)   |
| 其它收入           | 17      | 11      | 19      | 15      | 15      |
| 经营盈利           | 274     | 525     | 661     | 654     | 769     |
| 净财务(开支)/收入     | (108)   | (48)    | (37)    | (21)    | (8)     |
| 非经营收入          | (53)    | (74)    | 120     | 61      | 61      |
| 税前利润           | 114     | 403     | 744     | 694     | 823     |
| 税项             | (136)   | (207)   | (212)   | (176)   | (209)   |
| 少数股东权益         | (4)     | 0       | (8)     | (10)    | (10)    |
| 股东应占盈利         | (27)    | 196     | 524     | 508     | 604     |
| EBITDA         | 851     | 1,166   | 1,554   | 1,588   | 1,744   |
| 每份ADR盈利(人民币)   | (0.580) | 4.235   | 10.994  | 10.681  | 12.558  |

重要财务比率

|                | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)        | 46.0   | 10.1  | 5.6   | 7.3   | 10.8  |
| 核心EBITDA增长(%)  | 27.9   | 26.2  | 14.1  | 6.6   | 9.8   |
| 核心净利润增长(%)     | (26.0) | 114.4 | 36.6  | 10.4  | 18.9  |
| 经营利润率(%)       | 4.7    | 8.3   | 9.9   | 9.1   | 9.7   |
| 核心EBITDA利润率(%) | 17.9   | 20.6  | 22.2  | 22.1  | 21.9  |
| 核心净利率(%)       | 2.7    | 5.3   | 6.9   | 7.1   | 7.6   |
| 资产回报率(%)       | (0.3)  | 2.1   | 5.5   | 5.2   | 6.0   |
| 股东资金回报率(%)     | (0.7)  | 4.7   | 11.1  | 9.5   | 10.1  |
| 流动比率(倍)        | 0.7    | 0.9   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 净资产负债率(%)      | 29.3   | 17.0  | 6.2   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 公司将取得雅高酒店的五个品牌

分析员：Noah Hudson

华住酒店集团 (HTHT US)

评级：收集

股价：US\$26.280

目标价：US\$26.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)    | BPS<br>(RMB)                   | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%)       |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|---------------|--------------------------------|------------|--------------|--------------|------------------|
| 2012A                                         | 3,419               | 175                   | 2.876        | 51.5         | 56.9          | 40.532                         | 4.0        | 0.000        | 0.0          | 7.4              |
| 2013A                                         | 4,421               | 280                   | 4.564        | 58.7         | 34.9          | 45.936                         | 3.5        | 0.000        | 0.0          | 10.6             |
| 2014F                                         | 5,266               | 334                   | 5.363        | 17.5         | 30.0          | 52.196                         | 3.1        | 0.000        | 0.0          | 11.0             |
| 2015F                                         | 6,312               | 435                   | 6.992        | 30.4         | 23.0          | 58.855                         | 2.7        | 0.000        | 0.0          | 12.6             |
| 2016F                                         | 7,239               | 597                   | 8.815        | 26.1         | 18.3          | 64.218                         | 2.5        | 0.000        | 0.0          | 14.9             |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              |              | 62.1          | 大股东 Major shareholder          |            |              |              | 季琦 32.8%         |
| 市值 Market cap. (US\$ m)                       |                     |                       |              |              | 1,632.8       | 流通比例 Free float (%)            |            |              |              | 43.9             |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       |              |              | 98.4          | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |            |              |              | 净现金              |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (US\$)               |                     |                       |              |              | 31.248/19.990 | 15年每股估值 15 NAV (US\$)          |            |              |              | 33.2             |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |               |                                |            |              |              | 5.2/2.0/(13.7)   |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |               |                                |            |              |              | 6.4/(3.4)/(27.1) |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

华住酒店将在2016年1季度前取得雅高酒店集团在大中华的五个品牌酒店的主专营权，包括高端的美爵；中高端的诺富特和美居；以及经济型的宜必思和宜必思尚品。此五个品牌目前在大中华总共有102家酒店在经营中以及70家酒店在发展中。该项交易预期要到2015年4季度或2016年1季度才能完成。另外，华住酒店打算在五年内新增350家至400家雅高品牌的酒店。另外，雅高则将在合资企业中继续持有其在大中华的奢华及其它高端品牌，而在这些品牌业务中华住酒店将持有10%的股份。此协议长期利好于华住酒店，不但可提高品牌以及酒店数量而且可跟世界级高端酒店经营商建立密切的关系。

我们建议「收集」华住酒店股票。美国上市酒店行业组别目前相当于13.6倍预测EV/EBITDA，相对其12.7倍历史平均预测EV/EBITDA有6.9%的溢价。加以8.0%的行业估值溢价予华住酒店8.2倍的历史平均估值，得出8.9倍预测EV/EBITDA的估值，设定26.20美元的目标价，有上行空间，因为我们的预期并不包括公司正计划新增的350-400家雅高品牌酒店。

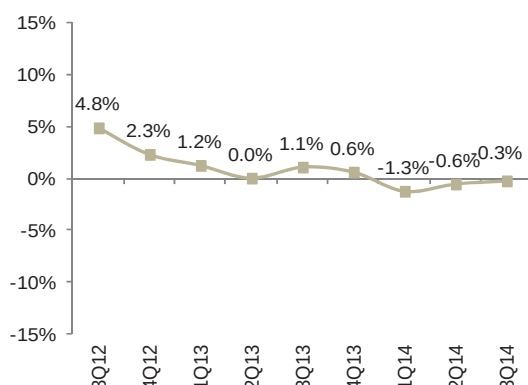
## 正面因素分析

- 连同雅高的五个品牌酒店，包括经济型、中高端及高端酒店，华住酒店持有的品牌总数将由7个增至12个。
- 所有获得的雅高品牌酒店将保留它们自身显著品牌并持续在雅高的品牌标准之下被管理。它们也将享有所有雅高的国际分销及忠诚客户平台，并将参加华住的分销及忠诚客户平台以及受益于华住酒店集团的支持。

## 风险分析

- 公司积极地在低线城市扩展酒店，将压低公司的平均每间可供出租客房收入(RevPAR)而且降低租赁直营酒店经营利润率。
- 公司推出的新高档品牌相当于4-5星级酒店，经营和管理要求较高。

### 华住酒店运营至少18个月酒店的RevPAR同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 负面因素分析

- 酒店经营费用一直在上升，但是公司提高房价能力有限，所以酒店经营利润受压。
- 在一二线城市找到合适酒店物业越来越难。
- 竞争对手酒店扩张在加剧竞争，可能导致价格战。

## 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入            | 3,419   | 4,421   | 5,266   | 6,312   | 7,239   |
| 净收入           | 3,225   | 4,169   | 4,964   | 5,952   | 6,825   |
| 自营酒店经营成本      | (2,454) | (3,182) | (3,837) | (4,599) | (5,123) |
| 酒店盈利          | 771     | 987     | 1,127   | 1,353   | 1,702   |
| 开店费用          | (231)   | (211)   | (180)   | (129)   | (231)   |
| 销售费用          | (103)   | (138)   | (176)   | (229)   | (248)   |
| 管理费用          | (224)   | (285)   | (339)   | (421)   | (466)   |
| 经营溢利          | 213     | 353     | 432     | 573     | 757     |
| 净财务(开支)/收入    | 14      | 6       | 19      | 19      | 33      |
| 非经营收入         | 7       | 30      | 10      | (1)     | 17      |
| 税前利润          | 234     | 389     | 461     | 590     | 807     |
| 税项            | (54)    | (105)   | (135)   | (164)   | (219)   |
| 少数股东权益        | (5)     | (4)     | 8       | 9       | 9       |
| 股东应占溢利        | 175     | 280     | 334     | 435     | 597     |
| EBITDA        | 561     | 842     | 1,016   | 1,240   | 1,498   |
| 每份ADR盈利(人民币)  | 2.876   | 4.564   | 5.363   | 6.992   | 8.815   |

## 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 43.3  | 29.3  | 19.1  | 19.9  | 14.7  |
| 净利增长(%)    | 52.3  | 60.0  | 19.2  | 30.5  | 37.2  |
| 毛利率(%)     | 23.9  | 23.7  | 22.7  | 22.7  | 24.9  |
| EBITDA率(%) | 17.4  | 20.2  | 20.5  | 20.8  | 22.0  |
| 经营利润率(%)   | 6.6   | 8.5   | 8.7   | 9.6   | 11.1  |
| 净利率(%)     | 5.4   | 6.7   | 6.7   | 7.3   | 8.7   |
| 资产回报率(%)   | 4.5   | 5.9   | 6.0   | 6.8   | 8.1   |
| 股东资金回报率(%) | 7.4   | 10.6  | 11.0  | 12.6  | 14.9  |
| 流动比率(倍)    | 0.9   | 0.7   | 0.7   | 0.9   | 1.1   |
| 净资产负债率(%)  | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 消费—零售

## 跑赢大市

分析员：宋 涛 Andrew Song

### 行业概况

零售行业在2014年表现依旧低迷。2014年实体零售商仍然经受着严峻的考验，从2012年底开始的遏制三公消费和「反四风」等政策性因素的影响仍在持续，预付卡销售、大额团购消费一落千丈。网络电商的冲击仍然凶猛，迫使实体零售企业采取多种促销手段进行营销，但是高企的营销成本使得整体毛利率受压严重，虽然维持了收入增速，但行业利润表现并无亮点，零售股在2014年延续了之前的低迷走势。宏观层面，中国经济结构转型所带来的宏观经济走势低迷，社会消费品零售总额同比增长继续放缓，消费者景气指数受此影响持续震荡，国内零售遭遇阻力。具体到商品品类销售，以社会消费品零售总额的口径来看，通讯器材等品类相对而言表现抢眼，黄金珠宝、家用电器等品类表现欠佳，而粮油食品、饮料烟酒以及中西药品等生活必需品则表现相对稳健。2014年全年今我们覆盖的百货类企业市值加权平均股价回报跑输恒指约21个百分点；同期超市类企业市值加权平均股价回报跑输恒指约37个百分点。而另一方面，多数业内企业的调整与整合初见成效，故此，零售股的投资机会也在这个时间点上浮现。

主要百货类企业与恒指回报



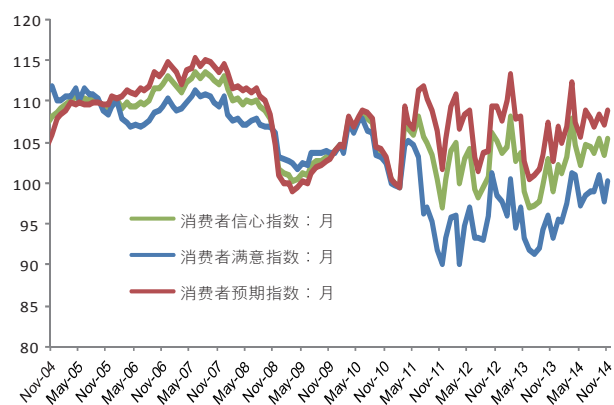
资料来源：Bloomberg。

主要超市类企业与恒指回报



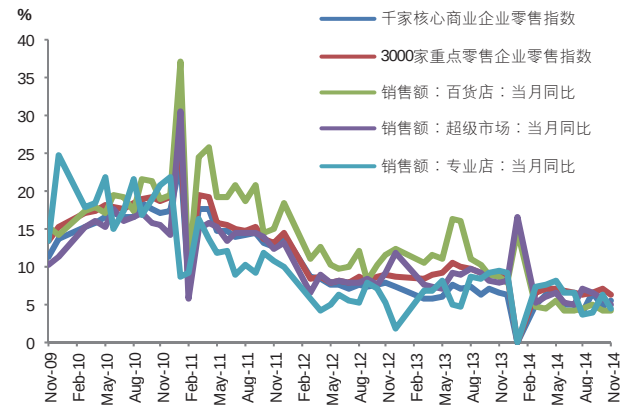
资料来源：Bloomberg。

消费者景气指数



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

重点零售企业销售增速比较

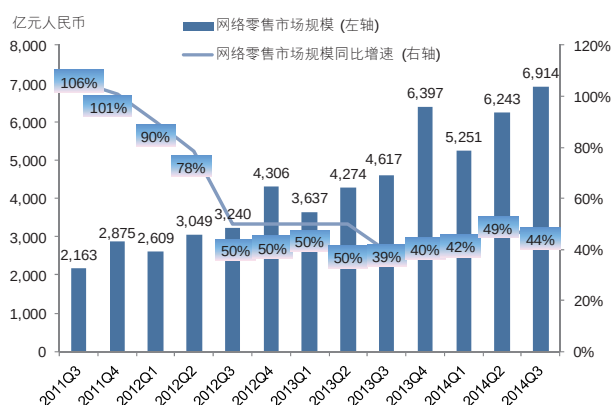


资料来源：中国商务部、中华商业信息中心。

「双十一」不再是阿里的独家节日，将变成全民参与的线下线上购物盛宴。在不久前的2014年「双十一」期间，以阿里旗下淘宝及天猫平台为首的电商企业继续取得耀眼的成绩，阿里平台在十一月十一日当日24小时内取得人民币571亿元的交易额，同比上升63%，大大超过美国2014年黑色星期五24亿美元的网上零售额，成为全球最大的网络购物节。同时也为国内经济下滑、零售低迷的现状打下了一剂强心剂。「双十一」自2009年成立以来，无论是传统实体零售商业圈还是新兴的电子商务圈，一直都在热论实体店的价值在强劲在网上销售背景下，何去何从的问题。的确，随着支付手段、配送体系的逐步完善，网购迅速被消费者接纳，而传统零售则接连失地。经历了数年的忍气吞声，实体零售商一方面积极转型，迅速调整优化老旧的商业模式，另一方面直面线上挑战，争取在如「双十一」等电商节日里分一杯羹。与以往不同，2014年「双十一」已不只是电商独舞的节日，由联商网、银泰商业等企业提倡，国内上百家零售企业在2014年11月11日-16日开展代号「莲荷行动」的全国大促销，打造首届「中国购物节」的活动。经过精心准备的实体店销售，同样获得了成功，不少门店在这期间刷新自己的业绩，虽然「莲荷行动」全体参与者在首届「中国购物节」期间录得人民币26亿元收入，与网上平台相比仍然很小，但平均销售增幅超过150%，而且实体零售企业在此活动期间展现出的紧密合作，理性促销、O2O成功引流等等特点，为实体零售的转型赢得了窗口期。长远来看，一方面，未来零售业是线上线下融合的全渠道时代，多平台订购、多方式付款、便捷化配送、一体化体验等特点将成为主流；另一方面，「双十一」作为存在时间不长的人造节日，在今后将预计成为除了新年以及黄金周之外，国内消费的第三极，不仅会对社会消费水平的提升起到支撑，其潜力空间也将对产业及民生产生重要意义。

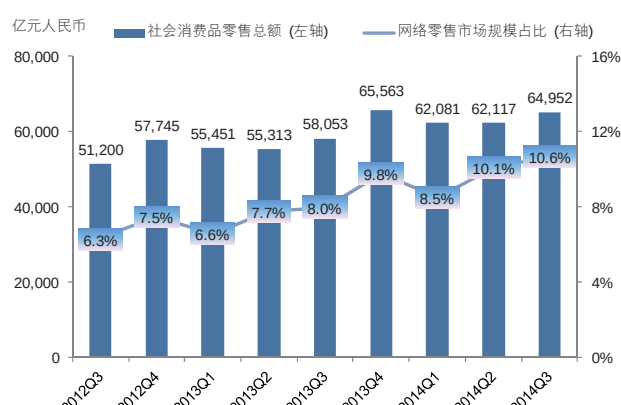
**全渠道经营是未来零售企业的发展方向。**2014年前三季度网络零售总额达到18,408.1亿元，占社会消费品零售总额的7.8%，其中第三季度单季网络零售规模6,914.1亿元，在社会消费品零售总额中的占比达到10.6%，渗透率继续攀升。网络零售对零售实体的冲击已经不可忽视，其以低价、快捷与多样化的选择迅速赢得了消费者的接受和认同。另一方面，传统零售商在面对冲击时也纷纷转变经营模式，通过线上线下结合、兼并合作、自营电商等方式进行市场探索。就目前来看，中国的全渠道零售业务尚处于发展的初级阶段，无论是新兴的电商企业还是传统零售商的网络平台销售亦或是O2O模式，销售规模都相对较小，且面临着专业人才的缺乏，成效尚不显著。但是从行业的发展方向来看，传统零售企业向全渠道的转型是一个大的发展趋势，未来转型的成果将会逐渐显现。

网络零售规模及其增速



资料来源：艾瑞咨询、国泰君安国际。

社会消费品零售总额及网络零售市场占比



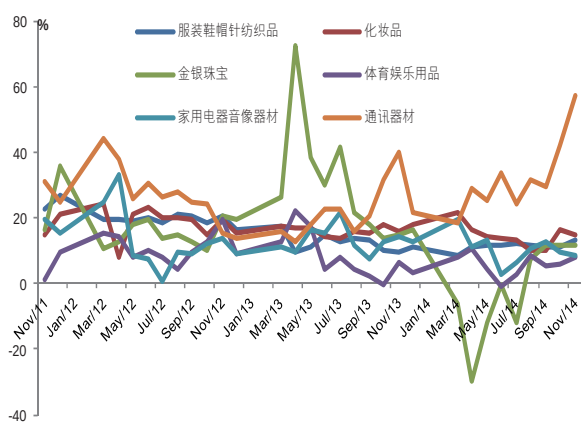
资料来源：艾瑞咨询、中国统计局、国泰君安国际。

**零售商纷纷转型购物中心，成功与否成为甄别企业价值的关键。**在品牌体系建设相对落后以及创新不足的背景下，国内消费品行业，尤其是可选消费品行业如同质化现象等弊端开始逐渐显现。作为较为可行的解决方案之一，购物中心模式近年来发展迅速。相比起传统零售场所的格局，购物中心集合多种购物与休闲娱乐体验于一体的模式降低了运营商对品牌的依赖，同时也增加了消费者驻留时间以及消费意愿。随着城市化进程的加快，购物中心的发展也正由一二线城市向低线城市普及。然而，购物中心规模的扩大，除了引发竞争格局的改变

之外，由于目前此行业尚处在重视数量阶段，对项目操作以及运营的重视程度不够，也渐渐带来了盲目发展带来的区域性过热问题。故此，面对购物中心的发展，如何在数量及质量之间取得均衡，是衡量企业价值的关键。目前，在部分有代表性的城市内，购物中心一方面大量建设；而另一方面，空置率逐步升高，造成同时经营难度增大，体现出了另一种的同质化。我们认为，在面对购物中心的发展困境时，经营模式仍应被认为是关键一环。如何能够充分利用互联网思维、开拓O2O市场、注重互动、培养体验消费，是经营者能否真正做到差异化的具体体现。而从宏观的角度，商业地产也应以不断满足当地市场需求为前提，通过营造符合城市发展的模式，继而找到和消费者、区域以及自身优势的最佳结合点。

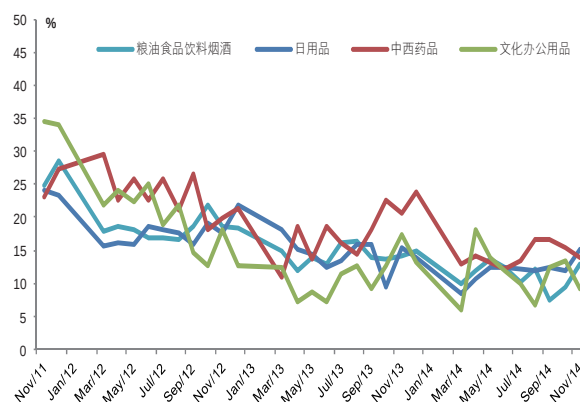
**生鲜品类商品是连锁超市经营的突破口。**由于经营成本上升以及经营同质化严重导致的激烈竞争，超市行业商品销售的利润空间逐渐缩小，超市企业必须寻求新的盈利增长点。随着消费者对食品安全以及绿色健康概念的关注，超市经营并扩大生鲜品类的规模有了充足的顾客群保证。目前在一、二线城市，超市已经逐渐取代传统肉菜市场，成为消费者选购生鲜类商品的首选场所。生鲜商品成为近年来超市销售增速最高的品类，目前国内连锁超市生鲜类商品销售额的比例约占总销售额的40%，经营好生鲜类商品已经成为不少超市企业最重要的策略之一。从生鲜类商品采购模式上，超市企业较多重点关注或选择「农超对接」，主要原因一方面是「农超对接」本身为国家重点鼓励扶持的流通形式，另一方面是通过向农户直接采购生鲜类商品可以有效突破区域多层级供销体制的限制，继而做到减少流通环节及缩短配送时间，使得超市在降低采购成本的同时，可以向消费者提供更加新鲜的商品。为了进一步提高商品品质及竞争力，除了与生产农户签订供货协议之外，一部分具有实力的超市企业目前已经开始自建农产品生产基地生产自有品牌的生鲜，把管控的范围直接扩展至生产环节。超市的生鲜经营已经不仅仅是一个简单的商品品类，更成为超市综合实力的比拼和吸引客流量的关键因素。

重点零售企业百货类商品零售额增速(%)



资料来源：中国商务部。

重点零售企业超市类商品零售额增速(%)



资料来源：中国商务部。

**超市类企业未来需要着重关注物流环节的建设。**在国内超市企业发展前期，建立独立的物流配送体系并非经济的选择，当时业内多采取供应商配送、与其它零售商共享体系或委托第三方物流承包商来实现商品的配送补给。经过十余年来快速的布局，超市企业大多积累了一定数量的门店，一般而言，跨区域经营与多业态经营是行业内企业的普遍共性，但行业物流体系的建设却相对滞后，部分企业尚未拥有自己独立的物流系统；而即使拥有独立物流的企业，也存在着由于资金技术等条件的限制，而导致物流仓储及配送环节投入不足，整体发展滞后的现象。综合而言，普遍缺乏物流优势已成为行业内众多企业的短板，高效的物流系统不仅有利于企业降低成本，更可以通过整合内外部资源，成为超市企业在相当长的时间内生存和发展的基础。高效的物流配送体系与合理的门店布局同样重要，是满足客户需求变化，及时更新商品种类的保证，也是企业增强核心竞争力的重要环节，物流体系的全面优化将是今后超市企业关注的重点。

**家电零售积极开拓农村市场，渠道下沉决定未来先机。**电子商务平台近年以来实现高速发展，取得瞩目成就。但高速的发展往往也会带来弊端，对于电商企业的配送环节，尤其是大件商品的配送来说，其相应的配套服务及市场层级下沉就面临着明显的障碍。一方面，最后一个公里问题一直是电商物流配送的主要瓶颈，另一个方面，低线城市以及农村市场的配送难以做到深入拓展、全面覆盖。实际上，电商企业近年来投资最为集中的业务便是物流配送网络的建设，逐渐成为竞争的关键。家电零售类企业作为大件物流配送环节的直接参与者，在开拓广阔低线城市以及农村市场的过程中，其大件物流处理能力是为企业的优势的关键体现。具备完善下沉网络或能够与优秀配送商开展全面合作的家电企业，能够在处于高速增长期中的低线城市与农村市场抢占更多的先机。以海尔电器(01169 HK)为例，公司共掌握有30,000余间品牌专卖店，覆盖了国内几乎100%的地区。公司的分销网络还包括3,000余间销售第三方家电的「日日顺」品牌加盟店，其中约1,000家门店位于低线城市，其余的则位于农村。已经形成集仓储、物流、配送、安装于一体的全国性服务网络，且优势资源多集中在低线级市场，竞争优势非常明显。日日顺不仅仅是海尔产品的流通平台，也作为第三方平台提供横跨家电、消费品等多个领域的物流服务。这充分反映了日日顺在最后一公里问题上的解决能力。而且，日日顺物流将目标客户定位为家电、家居及卫浴等大件商品的厂商、品牌和渠道商，已经完全跳出了家电的范畴。展望未来，家电企业制造技术上的优势将会愈发接近，企业间渠道业务的进展，将与其业绩表现紧密相关。而像日日顺这样脱胎于家电企业而又具备第三方属性的物流平台，预计将成为家电企业拥抱电子商务以及开拓低线级市场的核心竞争力。

## 投资建议

**零售行业投资评级「跑赢大市」，首选高鑫零售。**零售业面临的主要问题是内生性增长，即现有门店的同店增长能力；以及外延性增长，也就是零售网络向外扩张的力度。近年来零售企业面临着愈来愈激烈的竞争，并且竞争逐渐从高层级城市向低层级城市蔓延，各环节的成本包括租金成本、人工成本的上升所造成的负面因素也会在一定时间内继续存在。但是受益于新型城市化推进、经济结构转型以及社会保障体制的完善，国内的消费市场有望在今后数年内保持繁荣。在2014年中央经济工作会议上，消费在经济结构中的重要性被再次强调，同时消费的概念也将从模仿排浪式向多样化创新性转变。我们认为消费曾经的高增速很难再被复制，但是增速仍然会稳定在一定的增速上，且增长的质量将会得到提升。进入移动互联网时代后，消费者的购物方式出现了很大的改变，其中购物的全渠道化以及信息传递方式立体化成为关键，今后一段时间内，零售企业的对销售渠道全面化以及线上线下相结合将成为一个发展重点。在从传统方式到移动信息时代零售企业转变的过程中，优秀的实体零售企业非但没有落后，反而因其渠道优势、品牌价值、零供经验等因素而掌握着更多资源及先机。虽然行业已经进入微利时代，但分化将加大，业内优秀公司的前景在未来被持续看好。展望2015年，CPI增长预计会继续维持在温和范围内，零售公司已在进行转型，期待在与其它渠道的竞争重新获得竞争力，外加利好政策出台的预期，零售消费将继续在推动经济发展中发挥基础性作用。在这些策略性的机遇和挑战中，零售行业具有前景并将为业内的优质公司带来机遇，维持对行业谨慎乐观的看法。我们的行业首选是高鑫零售(06808 HK)，作为行业的龙头老大，其优秀的细节管理能力、新兴的电子商务平台、敏锐的市场捕捉能力以及最高的国内市场份额都极具市场竞争能力和发展潜力，维持「买入」评级，目标价11.47港元。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 华润创业   | 00291 | 16.240   | 收集   | 195.3    | 58.4     | 33.2     | 0.9      | 2.1        | 0.9      |
| 联华超市   | 00980 | 3.890    | 中性   | 26.7     | 16.4     | 12.1     | 1.1      | 6.9        | 4.9      |
| 物美商业   | 01025 | 6.640    | 买入   | 13.4     | 12.4     | 11.3     | 1.6      | 13.5       | 4.0      |
| 创维数码   | 00751 | 4.220    | 收集   | 9.1      | 8.3      | 7.5      | 0.9      | 9.3        | 6.0      |
| 海尔电器   | 01169 | 18.460   | 买入   | 15.3     | 13.0     | 10.8     | 2.8      | 25.2       | 0.8      |
| 高鑫零售   | 06808 | 7.710    | 买入   | 18.3     | 15.9     | 14.3     | 2.8      | 17.8       | 4.8      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 54.0     | 23.4     | 16.7     | 2.2      | 15.5       | 3.0      |

资料来源：国泰君安国际。



## 稳步发展的知名珠宝零售商

分析员：郭 勇 Kevin Guo

周生生(00116 HK)

评级：中性

股价：HK\$20.450

目标价：HK\$19.93

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)              | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|-------------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 18,260               | 985                    | 1.455         | (10.3)       | 14.1                           | 10.351        | 2.0                     | 0.550         | 2.689        | 14.7       |
| 2013A                                         | 25,142               | 1,218                  | 1.800         | 23.7         | 11.4                           | 11.846        | 1.7                     | 0.680         | 3.327        | 16.3       |
| 2014F                                         | 19,312               | 1,124                  | 1.661         | (7.7)        | 12.3                           | 12.928        | 1.6                     | 0.581         | 2.843        | 13.5       |
| 2015F                                         | 20,999               | 1,239                  | 1.830         | 10.2         | 11.2                           | 13.937        | 1.5                     | 0.823         | 4.027        | 13.8       |
| 2016F                                         | 23,595               | 1,378                  | 2.036         | 11.3         | 10.0                           | 14.957        | 1.4                     | 1.018         | 4.978        | 14.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 676.9         |              | 大股东 Major shareholder          |               | Cititrust Limited 20.1% |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 13,843.0      |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 79.1                    |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 240.7         |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 净现金                     |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 24.100/17.200 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               | 27.1                    |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (2.9)/10.5/(4.3)        |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (1.3)/7.6/(5.5)         |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

周生生是一家在大中华区具有强劲品牌的知名珠宝零售商。公司将继续稳步扩张其珠宝零售网络，我们预计公司未来三年将每年新开20家左右的珠宝零售点。公司珠宝零售点的同店销售增长率在2015年将恢复正增长，特别是大陆地区珠宝零售点的同店销售增速受益于内地居民消费增长会增加得更快。我们认为随着产品结构的改善，周生生的毛利率在2015年将继续得到改善。我们预计周生生2014–2016年每股盈利分别为港币1.661元、1.830元和2.036元。

周生生将继续受益于大陆居民不断上升的珠宝消费需求。周生生直接运营所有的珠宝零售店而没有任何加盟商，虽然这导致公司的扩张速度慢于其它珠宝零售商，但这种经营策略给予公司更高的经营效率和风险控制能力。公司已在香港、澳门和大陆建立了一个巨大的珠宝零售网络，且仍在扩张之中。公司将在大陆地区继续扩大其珠宝零售网络，这将提升公司的品牌知名度和影响力。我们预期公司12个月目标价为19.93港元，投资评级为「中性」。

### 正面因素分析

- 品牌知名度高。
- 自营店比例为100%。
- 公司毛利率维持在较高水平。
- 大陆居民的珠宝消费需求继续保持增长。

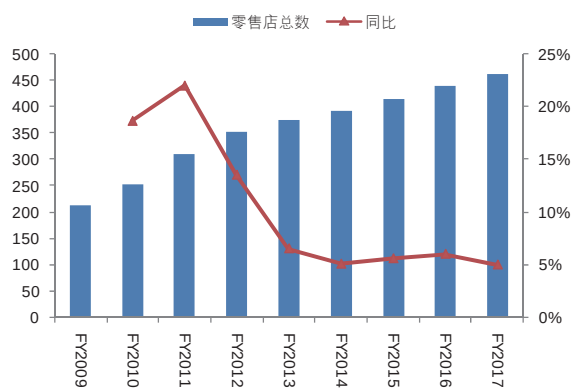
### 负面因素分析

- 香港「占中」运动对珠宝零售的负面影响可能持续。
- 公司珠宝零售点少于同业。
- 珠宝零售竞争激烈。
- 租金上涨速度较快。

### 风险分析

- 经济形势的变化将影响消费者的需求。
- 大陆赴港旅客增速在未来可能放缓。
- 黄金和钻石等原料价格的波动。

公司珠宝零售点数量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万港币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 18,260   | 25,142   | 19,312   | 20,999   | 23,595   |
| 营业成本          | (14,828) | (20,935) | (15,412) | (16,711) | (18,743) |
| 毛利            | 3,432    | 4,208    | 3,900    | 4,288    | 4,852    |
| 经营管理费用        | (2,318)  | (2,839)  | (2,626)  | (2,877)  | (3,256)  |
| 经营溢利          | 1,115    | 1,368    | 1,274    | 1,411    | 1,595    |
| 净财务开支/收入      | (39)     | (32)     | (43)     | (40)     | (46)     |
| 其它            | 146      | 176      | 183      | 189      | 195      |
| 除税前盈利         | 1,222    | 1,512    | 1,413    | 1,560    | 1,744    |
| 所得税           | (233)    | (288)    | (280)    | (309)    | (351)    |
| 除税后盈利         | 989      | 1,224    | 1,133    | 1,251    | 1,394    |
| 少数股东权益        | 4        | 5        | 9        | 13       | 15       |
| 股东应占溢利        | 985      | 1,218    | 1,124    | 1,239    | 1,378    |
| 每股盈利 (港币)     | 1.455    | 1.800    | 1.661    | 1.830    | 2.036    |
| 每股股息 (港币)     | 0.550    | 0.680    | 0.581    | 0.823    | 1.018    |

重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A | 2014F  | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 6.4    | 37.7  | (23.2) | 8.7   | 12.4  |
| 纯利增长 (%)    | (10.3) | 23.7  | (7.7)  | 10.2  | 11.3  |
| 经营利润率 (%)   | 6.1    | 5.4   | 6.6    | 6.7   | 6.8   |
| 纯利率 (%)     | 5.4    | 4.8   | 5.8    | 5.9   | 5.8   |
| 资产回报率 (%)   | 9.8    | 11.2  | 9.9    | 10.4  | 10.7  |
| 股东资金回报率 (%) | 14.7   | 16.3  | 13.5   | 13.8  | 14.2  |
| 净资产负债比率 (%) | 17.1   | 10.3  | 净现金    | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 25.1   | 37.9  | 26.0   | 30.7  | 29.8  |
| P/B (倍)     | 2.0    | 1.7   | 1.6    | 1.5   | 1.4   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 在大陆市场快速扩张的珠宝零售商

分析员：郭 勇 Kevin Guo

六福珠宝 (00590 HK)

评级：中性

股价：HK\$29.150

目标价：HK\$24.30

| End 03/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                    | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)             | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|-------------------------------|---------------|------------------------|---------------|--------------|------------|
| 2013A                                         | 13,412               | 1,266                  | 2.150         | (11.5)       | 13.6                          | 11.298        | 2.6                    | 0.860         | 2.950        | 21.1       |
| 2014A                                         | 19,215               | 1,865                  | 3.166         | 47.2         | 9.2                           | 13.069        | 2.2                    | 1.268         | 4.350        | 26.5       |
| 2015F                                         | 16,371               | 1,686                  | 2.862         | (9.6)        | 10.2                          | 14.796        | 2.0                    | 1.145         | 3.928        | 20.7       |
| 2016F                                         | 17,653               | 1,780                  | 3.021         | 5.5          | 9.6                           | 16.318        | 1.8                    | 1.510         | 5.182        | 19.6       |
| 2017F                                         | 19,535               | 1,966                  | 3.338         | 10.5         | 8.7                           | 17.999        | 1.6                    | 1.669         | 5.726        | 19.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 589.1         |              | 大股东 Major shareholder         |               | Luk Fook Control 39.8% |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 17,172.5      |              | 流通比例 Free float (%)           |               | 60.2                   |               |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                      |                        | 1,505.0       |              | 15年净负债/股东资金 15Net gearing (%) |               | 净现金                    |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 34.000/19.260 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)         |               | 28.5                   |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                               |               | 16.7/32.0/3.5          |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                               |               | 18.3/19.0/2.2          |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

六福珠宝是一家在大中华区快速发展的珠宝零售商。六福珠宝的珠宝零售点已超过1,300家，公司将继续保持快速扩张，我们预计公司未来三年每年将新开200家左右的珠宝零售点。公司港澳地区和大陆门店的同店销售在2015财年上半年由于高基数效应仍为负增长，但在下半财年将会恢复正增长。由于产品结构的改善，我们预计六福的毛利率在2015财年将会提高，这将改善公司的盈利能力。我们预计六福2015–2017财年每股盈利分别为港币2.862元、3.021元和3.338元。

六福将继续受益于大陆居民不断上升的珠宝消费需求。六福在大陆市场的快速扩张不仅有助于扩大销售，也有助于提升公司的品牌知名度。但是公司以加盟商为主的扩张方式使得公司对业务的控制能力较弱。我们预期公司12个月目标价为24.30港元，投资评级为「中性」。

### 正面因素分析

- 品牌知名度高。
- 公司将继续保持快速扩张。
- 公司毛利率维持在较高水平。
- 大陆居民的珠宝消费需求继续保持增长。

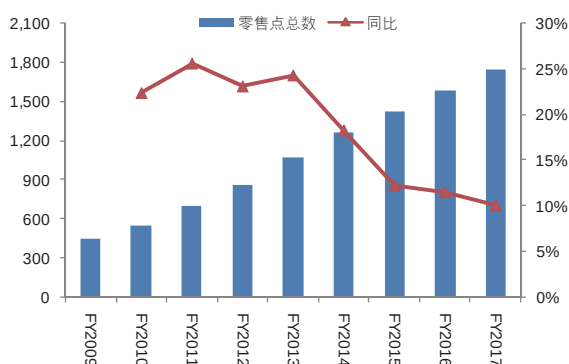
### 负面因素分析

- 香港「占中」运动对珠宝零售的负面影响可能持续。
- 珠宝零售竞争激烈。
- 公司扩张主要依赖加盟商。
- 店铺租金上涨速度较快。

### 风险分析

- 经济形势的变化将影响消费者的需求。
- 大陆赴港旅客增速在未来可能放缓。
- 黄金和钻石等原料价格的波动。

公司珠宝零售点数量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至3月底 (百万港币) | 2013A    | 2014A    | 2015F    | 2016F    | 2017F    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额          | 13,412   | 19,215   | 16,371   | 17,653   | 19,535   |
| 营业成本         | (10,582) | (15,001) | (12,606) | (13,681) | (15,140) |
| 毛利           | 2,830    | 4,214    | 3,765    | 3,972    | 4,395    |
| 经营管理费用       | (1,426)  | (2,074)  | (1,834)  | (1,942)  | (2,149)  |
| 经营溢利         | 1,405    | 2,140    | 1,932    | 2,030    | 2,247    |
| 净财务开支/收入     | 6        | 12       | 11       | 12       | 13       |
| 其它           | 119      | 169      | 119      | 135      | 146      |
| 除税前盈利        | 1,530    | 2,321    | 2,063    | 2,177    | 2,405    |
| 所得税          | (260)    | (454)    | (371)    | (392)    | (433)    |
| 除税后盈利        | 1,269    | 1,867    | 1,691    | 1,785    | 1,972    |
| 少数股东权益       | (3)      | (2)      | (5)      | (5)      | (6)      |
| 股东应占溢利       | 1,266    | 1,865    | 1,686    | 1,780    | 1,966    |
| 每股盈利 (港币)    | 2.150    | 3.166    | 2.862    | 3.021    | 3.338    |
| 每股股息 (港币)    | 0.860    | 1.268    | 1.145    | 1.510    | 1.669    |

重要财务比率

|             | 2013A | 2014A | 2015F  | 2016F | 2017F |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 12.6  | 43.3  | (14.8) | 7.8   | 10.7  |
| 纯利增长 (%)    | (5.1) | 47.3  | (9.6)  | 5.5   | 10.5  |
| 经营利润率 (%)   | 10.5  | 11.1  | 11.8   | 11.5  | 11.5  |
| 纯利率 (%)     | 9.4   | 9.7   | 10.3   | 10.1  | 10.1  |
| 资产回报率 (%)   | 17.7  | 21.8  | 16.4   | 15.6  | 15.7  |
| 股东资金回报率 (%) | 21.1  | 26.5  | 20.7   | 19.6  | 19.6  |
| 净资产负债率 (%)  | 净现金   | 净现金   | 净现金    | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 净利息   | 净利息   | 净利息    | 净利息   | 净利息   |
| P/B (倍)     | 2.6   | 2.2   | 2.0    | 1.8   | 1.6   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 经营仍需改善

分析员：宋 涛 Andrew Song

联华超市 (00980 HK)

评级：中性

股价：HK\$3.890

目标价：HK\$4.54

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( △ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 28,988              | 340                   | 0.304        | (45.8)        | 10.3                           | 3.040        | 1.0        | 0.200        | 6.4          | 10.1       |
| 2013A                                         | 30,383              | 53                    | 0.047        | (84.5)        | 64.6                           | 3.011        | 1.0        | 0.070        | 2.3          | 1.6        |
| 2014F                                         | 32,186              | 128                   | 0.115        | 144.7         | 26.7                           | 2.608        | 1.2        | 0.103        | 3.4          | 4.1        |
| 2015F                                         | 34,639              | 210                   | 0.187        | 62.6          | 16.4                           | 2.825        | 1.1        | 0.150        | 4.9          | 6.9        |
| 2016F                                         | 37,739              | 283                   | 0.253        | 35.3          | 12.1                           | 2.950        | 1.0        | 0.177        | 5.8          | 8.8        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 1,119.6       | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 友谊集团         | 34.0%      |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 4,355.2       | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              |              | 44.8       |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 800.9         | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              |              | 净现金        |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 6.100/3.550   |                                |              |            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               | (7.4)/(6.5)/(35.2)             |              |            |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               | (5.8)/(9.4)/(36.5)             |              |            |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年上半年营业额同比倒退3.7%至人民币150亿元；但由于成本以及费用的刚性上升，导致同期股东净利下跌48.9%至人民币0.98亿元。显示出公司在零售业受到各种不利因素压制的背景下，所做的转型调整尚未取得成果。另外，2014年上半年公司的同店销售增长为负5.37%，其中大型综超业务下降7.03%，超市业务下降5.04%，便利店业务最终带来了一些惊喜，其同店销售增长达到17.1%，我们认为主要是由联华不断推广的增值服务所带来。公司同期综合毛利率为24.32%，同比上升0.34个百分点。

联华的门店数量一直在减少，但网络规模的缩减可以理解成积极的信号，因为主动的关店能帮助公司降低经营损失继而增强总体的财务水平。公司巨大的零售网络在行业出现逆风以及处于转型期的情况下，比同业优秀公司承受着更大的压力，虽然我们看好联华近期对改善其经营能力所做的努力，外加由于行业出现好转以及预计会有部分利好宏观政策出台，代表着公司在短至中期内应会处于一个相对有利的环境之中，但是公司的经营情况较部分优秀同业仍然落后，且缺乏明显的公司层面上的催化剂。目前估值充分，看法「中性」，目标价4.54港元对应1.0倍2013至2016年PEG。

### 正面因素分析

- 作为商超旗舰，母公司及上海国资系对公司足够重视，且公司具有国企改革的利好。
- 占有较为优质的区域性渠道，有助于维持毛利率稳定。

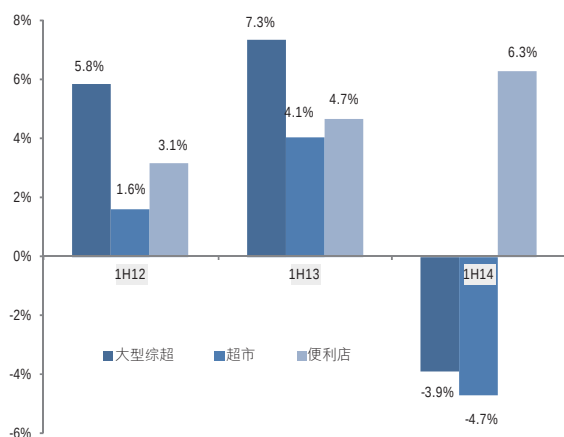
### 负面因素分析

- 超八成门店在华东，外资巨头屯有重兵，竞争异常激烈。
- 部分门店渡过税收优惠期，部分门店租约陆续到期。
- 亏损门店的数量较多。

### 风险分析

- 积点卡与母公司预付卡存在竞争，递延收益存在风险。
- 在长江三角洲之外地区的扩张尚未见显著成效。

公司主要业态门店销售增长趋势



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 28,988   | 30,383   | 32,186   | 34,639   | 37,739   |
| 销售成本           | (25,058) | (26,021) | (27,535) | (29,616) | (32,248) |
| 毛利             | 3,929    | 4,363    | 4,651    | 5,023    | 5,491    |
| 其它收入           | 2,530    | 2,272    | 2,495    | 2,747    | 3,061    |
| 综合毛利           | 6,459    | 6,635    | 7,146    | 7,770    | 8,552    |
| 销售及管理费用        | (6,642)  | (7,032)  | (7,439)  | (8,045)  | (8,778)  |
| 经营溢利           | 512      | 266      | 425      | 490      | 533      |
| 净财务开支/收入       | (0)      | (0)      | 0        | 0        | 0        |
| 应占联营及合资公司收益    | 154      | 86       | 88       | 92       | 98       |
| 除税前盈利          | 666      | 352      | 514      | 594      | 654      |
| 税项             | (214)    | (216)    | (257)    | (233)    | (208)    |
| 少数股东权益         | (112)    | (82)     | (128)    | (140)    | (140)    |
| 净利润            | 340      | 53       | 128      | 210      | 283      |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.304    | 0.047    | 0.115    | 0.187    | 0.253    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)    | 20.5  | 20.3  | 20.6  | 20.8  | 21.0  |
| 经营利润率 (%)  | 1.8   | 0.9   | 1.3   | 1.4   | 1.5   |
| 净利率 (%)    | 1.1   | 0.2   | 0.4   | 0.6   | 0.7   |
| 资产回报率 (%)  | 1.7   | 0.3   | 0.6   | 1.0   | 1.4   |
| 流动比率 (倍)   | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 存货周转期 (天)  | 47.2  | 45.3  | 44.9  | 44.4  | 44.0  |
| 净资产负债率 (%) | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 债务权益比 (%)  | 0.1   | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 优秀的生鲜经营者

分析员：宋 涛 Andrew Song

物美商业 (01025 HK)

评级：买入

股价：HK\$6.640

目标价：HK\$10.15

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)        | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|---------------------|------------|
| 2012A                                         | 15,363              | 602                   | 0.470        | 9.5           | 11.4                           | 2.756        | 1.9        | 0.201        | 3.8                 | 17.9       |
| 2013A                                         | 16,988              | 459                   | 0.356        | (24.3)        | 14.6                           | 2.856        | 1.8        | 0.209        | 4.0                 | 12.7       |
| 2014F                                         | 19,197              | 507                   | 0.391        | 9.8           | 13.4                           | 3.040        | 1.7        | 0.195        | 3.7                 | 13.3       |
| 2015F                                         | 22,076              | 551                   | 0.424        | 8.4           | 12.4                           | 3.269        | 1.6        | 0.212        | 4.0                 | 13.5       |
| 2016F                                         | 25,432              | 603                   | 0.465        | 9.7           | 11.3                           | 3.521        | 1.5        | 0.232        | 4.4                 | 13.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 1,287.5       | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 物美控股                | 38.9%      |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 8,549.3       | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              |                     | 39.5       |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       |              | 985.7         | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              |                     | 净现金        |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 13.020/5.750  |                                |              |            |              |                     |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | (8.8)/(8.5)/(47.3)  |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | (7.2)/(11.4)/(48.6) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年上半年收益总额同比上升8.6%至人民币92亿元，同期股东净利同比倒退9.8%至人民币3.1亿元。公司同期同店销售增长为0.9%；业绩里面积极的因素包括综合毛利率同比上升0.6个百分点至23.03%的水平，主要由于公司继续推进统一采购与配送，以及租金收入的增加所带来。公司恪守区域龙头战略，以大卖场为主导，积极渗透北京及天津市场，扩张思路明确，在过去两年中经营面积以15%左右的年复合增长率增加。我们认为运营及管理水平会在未来一段时期继续成为公司的优势。此外，规模效应及议价优势在未来还将显现。我们预计公司会通过继续坚持农超对接、优化商品结构及信息技术等手段提升毛利率，并且将可以在很大程度上缓解人工及租金等成本上涨的压力。

截至2014年上半年末，物美共有545间门店，因为市场表现不佳，门店数较2013年末减少两间。基于各项成本的不断上升以及竞争的日渐激烈，我们预计公司盈利增速将会受到更多的挑战。但是我们依然看好公司的物流体系、农超对接项目以及精细化管理水平。经过近两年来对生鲜采购、经营模式的变革，公司的生鲜经营进入标准细化、巩固核心竞争力的阶段，近期公司生鲜的销售额及综合毛利率均保持双位数增长。基于公司本身的基本面以及行业的发展空间，股价具备上升空间。投资评级「买入」，目标价10.15港元对应18.7倍2015年市盈率及2.4倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 农超对接效果好，签约近百万亩采购基地，采购价可控。
- 对信息化技术贯彻具体，公司IT资源平台业内最先进。

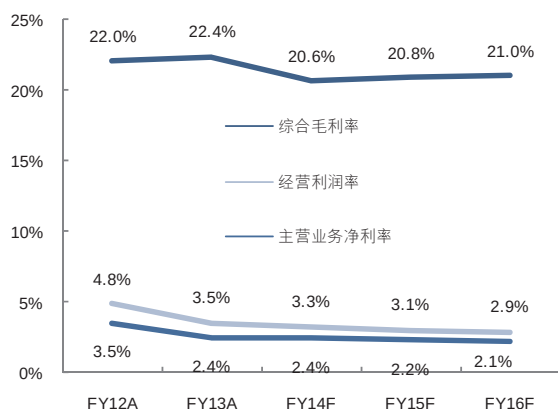
### 负面因素分析

- 北京占有率提升已然困难，扩张及销售增长压力大。
- 公司资金在面对较大规模收购时，会有不小的压力。

### 风险分析

- 天津及杭州利润率低于北京，能否复制成功是考验。
- 华北物流中心投入运营不久，能否提升效率尚属未知。

公司利润率指标趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 15,363   | 16,988   | 19,197   | 22,076   | 25,432   |
| 销售成本           | (13,948) | (15,089) | (17,427) | (20,030) | (23,061) |
| 毛利             | 1,415    | 1,899    | 1,770    | 2,046    | 2,370    |
| 其它收入           | 1,971    | 1,898    | 2,183    | 2,546    | 2,961    |
| 综合毛利           | 3,386    | 3,797    | 3,953    | 4,593    | 5,331    |
| 其它收益           | 256      | 296      | 355      | 431      | 518      |
| 销售及管理费用        | (2,805)  | (3,424)  | (3,611)  | (4,272)  | (5,032)  |
| 经营溢利           | 838      | 669      | 697      | 752      | 817      |
| 净财务开支/收入       | 16       | 33       | 26       | 31       | 40       |
| 应占联营及合资公司收益    | 12       | 14       | 16       | 18       | 21       |
| 除税前盈利          | 865      | 716      | 739      | 801      | 877      |
| 税项             | (227)    | (222)    | (193)    | (208)    | (228)    |
| 少数股东权益         | (37)     | (35)     | (39)     | (42)     | (46)     |
| 净利润            | 602      | 459      | 507      | 551      | 603      |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.470    | 0.356    | 0.391    | 0.424    | 0.465    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)    | 22.0  | 22.4  | 20.6  | 20.8  | 21.0  |
| 经营利润率 (%)  | 4.8   | 3.5   | 3.3   | 3.1   | 2.9   |
| 净利率 (%)    | 3.7   | 2.6   | 2.6   | 2.4   | 2.3   |
| 资产回报率 (%)  | 8.9   | 5.9   | 5.8   | 5.8   | 5.6   |
| 流动比率 (倍)   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 存货周转期 (天)  | 30.1  | 31.1  | 31.1  | 31.1  | 31.1  |
| 净资产负债率 (%) | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 债务权益比 (%)  | 14.9  | 15.7  | 13.9  | 13.6  | 13.2  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 全面的分销网络可以带来更多

分析员：宋 涛 Andrew Song

海尔电器(01169 HK)

评级：买入

股价：HK\$18.460

目标价：HK\$28.73

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)         | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|----------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 55,615              | 1,695                 | 0.707         | 15.6         | 21.0                           | 2.437        | 6.1        | 0.066                | 0.4          | 33.6       |
| 2013A                                         | 62,263              | 2,037                 | 0.801         | 13.3         | 18.0                           | 3.171        | 4.5        | 0.079                | 0.5          | 30.1       |
| 2014F                                         | 71,771              | 2,516                 | 0.953         | 18.8         | 15.3                           | 3.981        | 3.7        | 0.095                | 0.7          | 27.9       |
| 2015F                                         | 81,964              | 2,960                 | 1.120         | 17.6         | 13.0                           | 5.162        | 2.8        | 0.112                | 0.8          | 25.2       |
| 2016F                                         | 93,427              | 3,575                 | 1.353         | 20.8         | 10.8                           | 6.428        | 2.3        | 0.135                | 0.9          | 24.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 2,685.5       |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 海尔集团 58.6%           |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 49,573.9      |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 40.8                 |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 3,375.3       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金                  |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 24.900/16.200 |              | 13-16年市盈率/增长率 PEG (x)          |              |            | 0.9                  |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              |            | (14.7)/(9.3)/(18.0)  |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              |            | (13.1)/(12.2)/(19.3) |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司有三大业务线：洗衣机业务、热水器业务、及综合渠道服务。其中综合渠道服务是重要的增长动力。公司2014年上半年营业额同比上升13.7%至人民币329亿元，同期股东净利上升18.9%至人民币9.8亿元。销售额的双位数上升，主要由综合渠道业务销售额同比上升13.8%所带来，洗衣机及热水器的销售额同比分别上升4.9%及3.8%。海尔电器拥有一个已经充分渗透进低线市场的全面分销网络，加上快速增长的电子商务单元，公司的综合渠道服务业务无疑是核心竞争优势及估值驱动力。同时，其母公司海尔集团是一间国际性的家用电器公司，母公司的支持及与海尔电器交叉业务所产生的协同效应是一笔能发挥长期效用的财富。同样的逻辑，近一年前与阿里巴巴结成战略合作伙伴，也使得公司综合业务的估值增厚。

公司在第三方配送仓储业务、网上业务以及自营品牌于低线级区域的经营上录得亮丽的增长，我们认为这些业务前景广阔，所以能够在中长期内持续为公司提供增长的支持。近期公司推出了一个新的商业模式D2D（点对点，door to door），此模式通过继续大规模压缩供应链，达到增加配送效率及减少中间环节费用的目的。管理层的中期愿景是能够在全国大多数市县实现下单后3小时内送抵上门。我们认为，一旦实现，此模式将会明显增强公司的竞争力。总体而言，根据公司业绩、发展动向以及潜力，重申「买入」评级，目标价28.73港元，对应20.0倍2015年市盈率及4.3倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 国际知名的白电生产商，拥有国内最全面的分销网络。
- 电子商务单元经营出色，增长快速，具有前景。

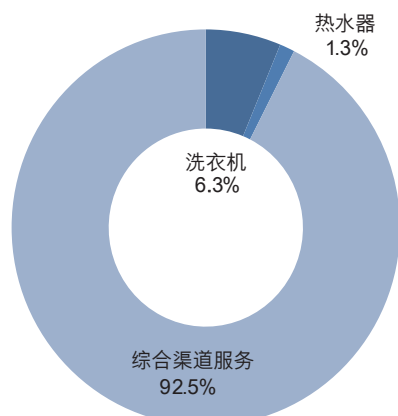
### 负面因素分析

- 综合渠道业务的毛利率虽然稳定，但提升不易。
- 出口业务弱及低端市场竞争加剧限制了白电销售增长。

### 风险分析

- 国内家电行业在某种程度上仍然依赖政府的支持。
- 面临来自其它电商平台的竞争将会愈加激烈。

海尔电器2014年上半年内外部客户收入构成



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 55,615   | 62,263   | 71,771   | 81,964   | 93,427   |
| 销售成本           | (46,674) | (53,126) | (61,304) | (70,084) | (79,951) |
| 毛利             | 8,941    | 9,138    | 10,467   | 11,880   | 13,476   |
| 其它收入           | 106      | 204      | 322      | 384      | 426      |
| 销售及配送费用        | (4,570)  | (4,404)  | (4,898)  | (5,440)  | (6,086)  |
| 管理费用           | (2,152)  | (2,221)  | (2,403)  | (2,730)  | (3,084)  |
| 经营溢利           | 2,325    | 2,716    | 3,489    | 4,095    | 4,732    |
| 财务开支/收入        | (65)     | (68)     | (105)    | (115)    | 75       |
| 除税前盈利          | 2,244    | 2,638    | 3,384    | 3,981    | 4,807    |
| 税项             | (537)    | (548)    | (795)    | (935)    | (1,130)  |
| 少数股东权益         | (12)     | (53)     | (72)     | (85)     | (103)    |
| 净利润            | 1,695    | 2,037    | 2,516    | 2,960    | 3,575    |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.707    | 0.801    | 0.953    | 1.120    | 1.353    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)    | 16.1  | 14.7  | 14.6  | 14.5  | 14.4  |
| 税前利润率 (%)  | 4.0   | 4.2   | 4.7   | 4.9   | 5.1   |
| 净利率 (%)    | 3.0   | 3.3   | 3.5   | 3.6   | 3.8   |
| 资产回报率 (%)  | 10.5  | 10.4  | 10.6  | 10.3  | 10.7  |
| 流动比率 (倍)   | 1.5   | 1.5   | 1.7   | 1.7   | 1.7   |
| 存货周转期 (天)  | 18.0  | 18.4  | 18.3  | 18.1  | 17.9  |
| 资金周转期 (天)  | 37.4  | 39.7  | 39.5  | 39.4  | 39.2  |
| 净资产负债率 (%) | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 债务权益比 (%)  | 13.7  | 10.9  | 19.0  | 14.8  | 8.3   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 负面因素影响大于预期

分析员：郭 勇 Kevin Guo

**周大福(01929 HK)**
**评级：减持**
**股价：HK\$10.400**
**目标价：HK\$8.75**

| End 03/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                    | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)         | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|-------------------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------|------------|
| 2013A                                         | 57,434               | 5,505                  | 0.551         | (19.6)       | 18.9                          | 3.386         | 3.1                | 0.160         | 1.5          | 17.8       |
| 2014A                                         | 77,407               | 7,272                  | 0.727         | 32.0         | 14.3                          | 3.845         | 2.7                | 0.360         | 3.5          | 20.7       |
| 2015F                                         | 66,793               | 5,834                  | 0.583         | (19.8)       | 17.8                          | 4.270         | 2.4                | 0.175         | 1.7          | 14.9       |
| 2016F                                         | 74,914               | 6,872                  | 0.687         | 17.8         | 15.1                          | 4.768         | 2.2                | 0.206         | 2.0          | 15.7       |
| 2017F                                         | 82,360               | 7,620                  | 0.762         | 10.9         | 13.6                          | 5.320         | 2.0                | 0.229         | 2.2          | 15.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 10,000.0      |              | 大股东 Major shareholder         |               | Cheng Family 89.3% |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 104,000.0     |              | 流通比例 Free float (%)           |               | 10.7               |               |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                      |                        | 5,348.4       |              | 15年净负债/股东资金 15Net gearing (%) |               | 净现金                |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 14.480/9.500  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)         |               | 15.3               |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                               |               | (2.6)/4.3/(7.3)    |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                               |               | (1.1)/1.4/(8.6)    |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

周大福是大中华区领先的珠宝零售商。周大福的珠宝零售点超过2,100家，公司将继续稳步扩张其珠宝零售网络，我们预计公司未来三年将每年新开200家左右的珠宝零售点。公司港澳地区和大陆门店的同店销售在2015财年上半年由于高基数效应预计将出现负增长，但我们预计在下半年财年将会恢复正增长。由于产品结构的改善，我们认为周大福的毛利率在2015年将有一定的改善。我们预计周大福2015–2017财年每股盈利分别为港币0.583元、0.687元和0.762元。

周大福将继续受益于大陆居民不断上升的珠宝消费需求。周大福在大陆的珠宝零售点数量要多于香港其它珠宝零售商，且销售占比在同业中也是最高。公司的珠宝零售网络已渗透至三四线城市，且在这些城市中面临的竞争更少。由于2015财年上半年负面的影响较大且公司经营环境仍然艰巨，我们预期公司12个月目标价为8.75港元，投资评级为「减持」。

### 正面因素分析

- 品牌知名度高。
- 公司珠宝零售点在香港同业中最多，大陆市场在公司销售占比最高。
- 公司毛利率维持在较高水平。
- 大陆居民的珠宝消费需求继续保持增长。

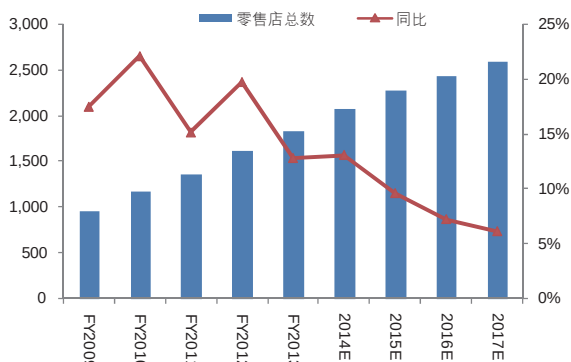
### 负面因素分析

- 2015财年港澳地区门店同店销售将出现负增长。
- 香港「占中」运动对珠宝零售的负面影响可能持续。
- 珠宝零售竞争激烈。
- 店铺租金上涨速度较快。

### 风险分析

- 经济形势的变化将影响消费者的需求。
- 大陆赴港旅客增速在未来可能放缓。
- 黄金和钻石等原料价格的波动。

公司珠宝零售点数量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至3月底 (百万港币) | 2013A    | 2014A    | 2015F    | 2016F    | 2017F    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额          | 57,434   | 77,407   | 66,793   | 74,914   | 82,360   |
| 营业成本         | (41,151) | (56,255) | (48,091) | (53,938) | (59,299) |
| 毛利           | 16,283   | 21,152   | 18,702   | 20,976   | 23,061   |
| 经营管理费用       | (9,181)  | (12,210) | (11,689) | (12,735) | (14,001) |
| 经营溢利         | 7,102    | 8,942    | 7,013    | 8,240    | 9,060    |
| 净财务开支/收入     | (330)    | (223)    | 207      | 257      | 382      |
| 其它           | 322      | 444      | 365      | 421      | 444      |
| 除税前盈利        | 7,095    | 9,163    | 7,585    | 8,918    | 9,886    |
| 所得税          | (1,417)  | (1,714)  | (1,517)  | (1,784)  | (1,977)  |
| 除税后盈利        | 5,678    | 7,449    | 6,068    | 7,135    | 7,909    |
| 少数股东权益       | (173)    | (177)    | (234)    | (262)    | (288)    |
| 股东应占溢利       | 5,505    | 7,272    | 5,834    | 6,872    | 7,620    |
| 每股盈利 (港币)    | 0.551    | 0.727    | 0.583    | 0.687    | 0.762    |
| 每股股息 (港币)    | 0.160    | 0.360    | 0.175    | 0.206    | 0.229    |

重要财务比率

|             | 2013A  | 2014A | 2015F  | 2016F | 2017F |
|-------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 1.5    | 34.8  | (13.7) | 12.2  | 9.9   |
| 纯利增长 (%)    | (13.2) | 32.1  | (19.8) | 17.8  | 10.9  |
| 经营利润率 (%)   | 12.4   | 11.6  | 10.5   | 11.0  | 11.0  |
| 纯利率 (%)     | 9.6    | 9.4   | 8.7    | 9.2   | 9.3   |
| 资产回报率 (%)   | 12.1   | 13.8  | 10.5   | 13.3  | 13.5  |
| 股东资金回报率 (%) | 17.8   | 20.7  | 14.9   | 15.7  | 15.6  |
| 净资产负债率 (%)  | 净现金    | 净现金   | 净现金    | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 17.2   | 33.4  | 净利息收入  | 净利息收入 | 净利息收入 |
| P/B (倍)     | 3.1    | 2.7   | 2.4    | 2.2   | 2.0   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



# 超市行业的领军者

分析员：宋 涛 Andrew Song

**高鑫零售(06808 HK)**

评级：买入

股价：HK\$7.710

目标价：HK\$11.47

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)                 | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|----------------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 77,851              | 2,409                 | 0.253        | 23.2         | 24.5                           | 1.764        | 3.5                        | 0.097        | 1.6          | 15.1       |
| 2013A                                         | 86,195              | 2,775                 | 0.291        | 15.0         | 20.7                           | 1.965        | 3.1                        | 0.221        | 3.7          | 15.6       |
| 2014F                                         | 99,180              | 3,180                 | 0.333        | 14.4         | 18.3                           | 2.078        | 2.9                        | 0.253        | 4.2          | 16.5       |
| 2015F                                         | 113,690             | 3,648                 | 0.382        | 14.7         | 15.9                           | 2.207        | 2.8                        | 0.290        | 4.8          | 17.8       |
| 2016F                                         | 129,594             | 4,065                 | 0.426        | 11.5         | 14.3                           | 2.343        | 2.6                        | 0.324        | 5.3          | 18.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 9,539.7      |              | 大股东 Major shareholder          |              | A-RT Retail Holdings 51.0% |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 73,551.1     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 20.7                       |              |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 5,987.4      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 净现金                        |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 11.400/7.460 |              | 2013-2016市盈率/增长率 PEG (x)       |              | 1.6                        |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (12.5)/(12.2)/(29.5)       |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (10.9)/(15.1)/(30.8)       |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

2014年前三季度，公司销售额增长6.9%至人民币702亿元；同期股东净利增长7.4%至人民币23.4亿元，公司2014年前三季度的毛利率、经营利润率以及净利率分别为22.3%、4.8%及3.3%，同比全部录得持平或者上升。另外，公司的电子商务平台「飞牛网」仅成立约一年时间，在其远未达到盈利的背景下，上述三项利润率所表现出的韧性，确为靓丽的成绩。此外，公司2014年第三季度的同店销售约为-1%，虽然倒退，然而，在客流量增速受到压力的情况下，对于大卖场运营商而言，同店销售仅倒退1%，可以接受。从更长期的角度来看，我们继续对公司的竞争力保持乐观；我们看好公司未来对其商品组合的管理，以及在继续扩张的进程中，提升规模效应的能力。故此，我们认为公司目前的利润率水平将会得以维持。

第三季度内，公司开出了18间新店，市场份额继续得到提升，且并非以牺牲利润率作为代价而换取。虽然国内的行业竞争，尤其是华东地区的竞争激烈，并且公司目前的估值水平相较同业并不便宜，然而，作为国内市场份额最大的优秀运营商，我们认为公司值得享有估值溢价，主要考量因素是其规模、细节管理能力、有前景的电子商务平台、执行力以及敏锐的捕捉市场动向的能力。根据公司的业绩、目前的估值水平以及具备的潜力，我们重申目前的「买入」评级，目标价为11.47港元，对应23.4倍2015年市盈率及4.0倍2015年市净率。

## 正面因素分析

- 国内最大和增长最快的大卖场运营商，规模优势明显。
- 公司双品牌独立运营的结构有效实现了相互协同效应。
- 电子商务平台上线不久，虽短期贡献不多，但前景看好。

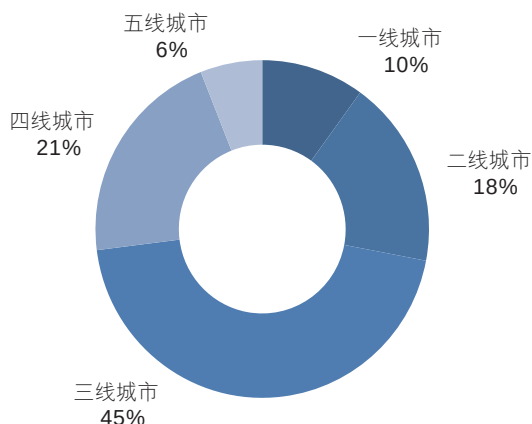
## 负面因素分析

- 商业地产走热，新店选址变得困难，扩张费用会上涨。
- 地产行业受控，已有物业推迟项目完成或交接日期。

## 风险分析

- 新建物流中心能否提供有效支持，是保证利润的关键。
- 经营效率及估值已经较高，未来其下行风险客观存在。

2014年上半年末公司门店分布



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F     |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业额            | 77,851   | 86,195   | 99,180   | 113,690  | 129,594   |
| 销售成本           | (61,701) | (67,582) | (77,579) | (88,735) | (100,966) |
| 毛利             | 16,150   | 18,613   | 21,601   | 24,955   | 28,627    |
| 其它收入           | 294      | 314      | 337      | 382      | 431       |
| 综合毛利           | 16,444   | 18,927   | 21,938   | 25,337   | 29,058    |
| 销售及管理费用        | (13,196) | (15,114) | (17,453) | (20,092) | (23,069)  |
| 经营溢利           | 3,248    | 3,813    | 4,485    | 5,245    | 5,990     |
| 净财务开支/收入       | 258      | 321      | 252      | 189      | 66        |
| 应占联营及合资公司收益    | 0        | 0        | 0        | 0        | 0         |
| 除税前盈利          | 3,506    | 4,134    | 4,737    | 5,434    | 6,055     |
| 税项             | (973)    | (1,192)  | (1,366)  | (1,567)  | (1,746)   |
| 少数股东权益         | (124)    | (167)    | (191)    | (220)    | (245)     |
| 净利润            | 2,409    | 2,775    | 3,180    | 3,648    | 4,065     |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.253    | 0.291    | 0.333    | 0.382    | 0.426     |

重要财务比率

|           | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)    | 20.7  | 21.6  | 21.8  | 21.9  | 22.1  |
| 经营利润率(%)  | 4.2   | 4.4   | 4.6   | 4.6   | 4.8   |
| 净利率(%)    | 3.2   | 3.4   | 3.4   | 3.4   | 3.4   |
| 净资产回报率(%) | 15.1  | 15.6  | 16.5  | 17.8  | 18.7  |
| 流动比率(倍)   | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.5   |
| 存货周转期(天)  | 60.3  | 57.8  | 57.2  | 56.7  | 56.1  |
| 净资产负债率(%) | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 债务权益比(%)  | 1.6   | 1.6   | 1.7   | 1.7   | 1.7   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

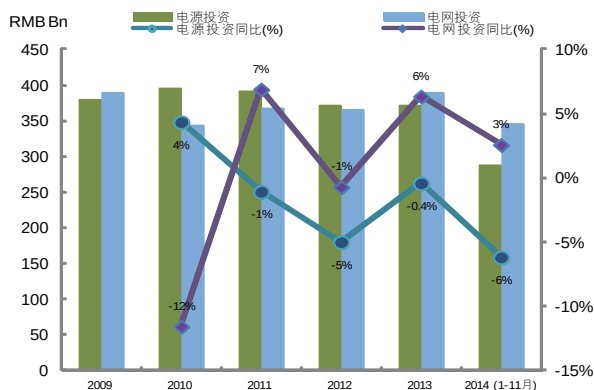
## 电力设备行业

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

中性

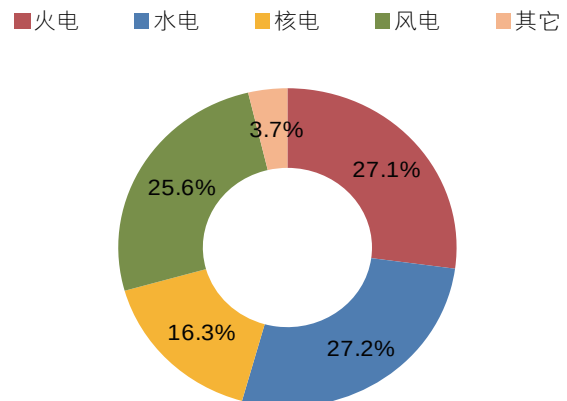
**2015年全国电力投资或持续低迷。**数据显示近年全国电源总投资已呈下行趋势。2014年前11个月的全国正式投产的电源新增容量为67.1GW，同比下降3.2%，其中火电34.1GW、水电18.2GW、风电9.3GW、核电3.3GW、太阳能2.2GW。期内全国电力建设总投资额累计为6,347亿元人民币，同比减少1.6%。其中，全国电源基本建设投资总额为2,887亿元，同比下降6.2%，而电网投资总额为3,460亿元，同比增长2.6%。在电源工程完成投资中，水电、核电及风电合计完成投资占期内总电源投资的69.1%，同比下降5.5%。火电投资比重于期内占总投资电源的27.1%，同比下滑1.0%，而风电则占到总投资电源的25.6%，同比上升51.0%。2014年前11个月的全国发电设备累计平均利用小时为3,906小时，同比减少222小时，主要归因于火电设备平均利用小时的大幅下降——同比减少262小时。我们认为导致期内电源投资下降的主要因素包括：1) 国内低于预期的经济增长；2) 受电力设备持续下滑的利用小时影响，国内发电商投资新电源的活动相对减少；3) 受气候影响，2014年三季度的全社会用电需求未有显著增长；以及4) 受国家优化能源结构的政策影响，国内对火电的投资被能源局遏制了发展。考虑到核电厂建设的周期及复杂的审批程序，我们预测将有不少于10GW的新增沿海核电项目会于2015年内得到启动。但在当前较差的市场环境下，我们认为全国对电源的投资在2015年将持续保持低迷，三大电气需以开拓新的海外市场以消化部分电力设备产能。

中国电力建设总投资统计



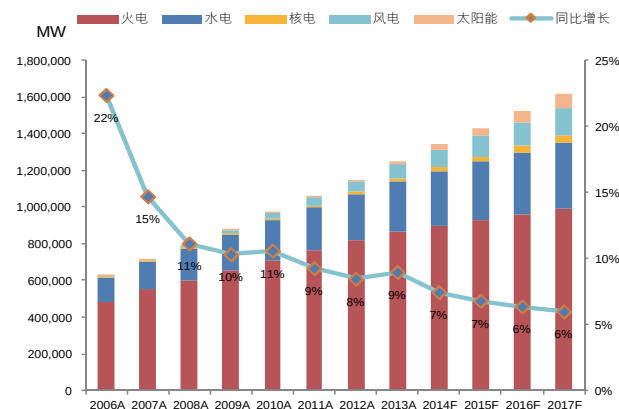
资料来源：中电联。

2014年前11个月电源投资分布 (按投资额)



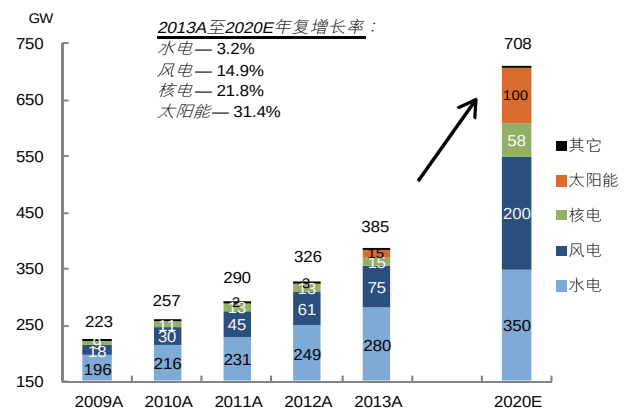
资料来源：国家能源局。

中国电力设备装机容量及同比增速



资料来源：中电联、国泰君安国际。

中国十三五清洁可再生能源装机规划

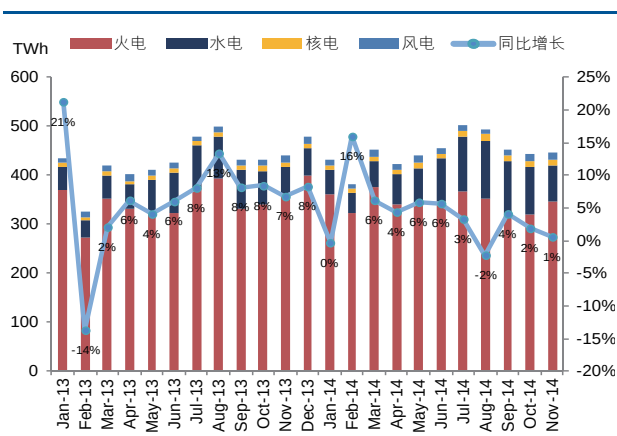


资料来源：中电联、国家能源局、国泰君安国际。

2015年是十二五能源规划中的最后一年，清洁能源电源装机将超过原规划装机目标。根据国家能源局近日于北京召开的全国能源工作会议，我们预测2014全年的水电新增装机约20GW，累计水电总装机容量达300GW，并提前一年完成了十二五规划的水电投资目标；年内新投产核电机组5台，合计5.5GW的装机容量，全国核电累计总装机容量达20GW；风电累计装机容量将超过90GW；太阳能发电累计并网装机累计达30GW。火电机组预计年内新增35GW，并达到累计总装机容量898GW。按照十二五的电力发展规划，2015年的1,490GW的全国总装机容量目标或不能达到，主要由于低于预期的全国用电需求及期内为了优化能源结构而抑制了对火电的投资。除了火电与核电未能如期达到十二五规划的目标以外（后者主要是受日本福岛核灾的影响），其余的电源都将按期达到甚至是超过十二五规划的电源装机目标。展望2015年，我们预计将会有5-10GW的核电机组并网，35GW的火电投产，水电与风电各有约15GW的新增装机容量，太阳能新增容量或达到15GW。非火电类清洁能源将会成为未来很长一段时间里面国内电源投资的主要方向，占到2/3的新增电源。

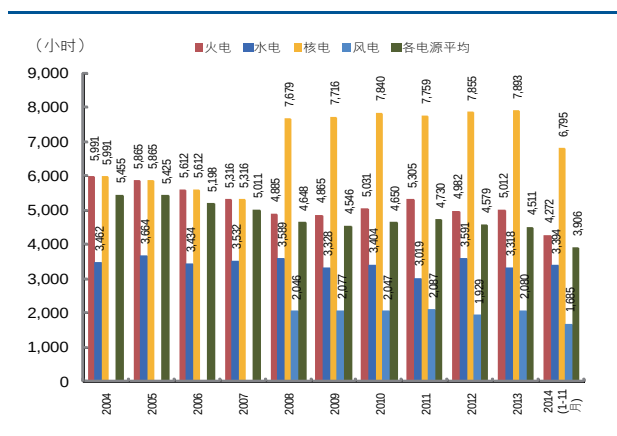
为了优化能源结构，未来六年将以高效利用煤炭及大力发展清洁能源作为国家电源建设的核心目标。根据国务院办公厅最新印发给各地政府机关的能源发展战略行动计划（2014-2020年），该行动计划定调了十三五能源规划将以清洁能源为重点发展方向，并具体指定至2020年的全国各电源类别的发展目标。到2020年，水电、风电、核电及太阳能的目标装机容量分别达到350GW、200GW、58GW及100GW。全国全社会煤炭消费比重降至62%以内，非石化能源消费占一次能源消费比重达到15%。关于火电，该行动计划亦指出应推进煤炭清洁高效开发利用，提高煤电机组准入标准，并设定新建煤电机组供电煤耗低于每千瓦时300克标准煤，污染物排放接近燃气机组排放水平。实施煤电升级改造行动计划也成为了未来火电行业发展的一大方向。该计划要求落实老旧煤电机组节能减排升级改造工程，规定现役600MW及以上的煤电机组力争5年内的供电煤耗降至每千瓦时300克标准煤左右。

中国各电源历史当月发电量



资料来源：中国统计局。

中国各电源历史总利用小时一览



资料来源：中电联。

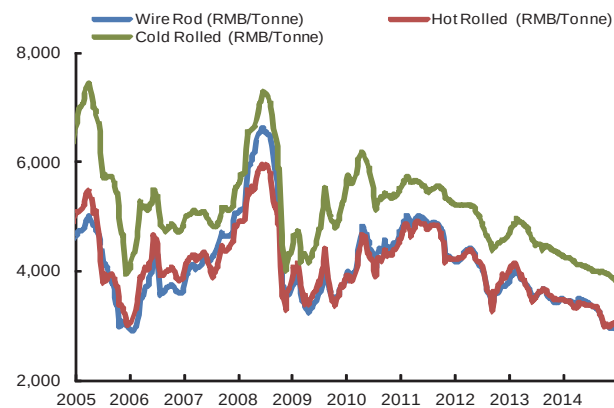
原材料价格下滑，有助于毛利率的提升。电力设备的主要原材料为钢铁，铜及铝材，其中又以钢铁为核心原材料。钢铁价格自2013年二季度以来一直呈下降的趋势，原材料价格的下降有助于电力设备生产商在毛利率方面的提升。从国内当前的宏观形势来看，我们认为钢铁价格将在未来的6-12个月里将持续走低，因此我们认为行业的毛利率在非恶性竞争（同业之间）的前提下将会随着钢铁价格的下行而得到一个提升。然而随着国内对火电投资的萎缩以及低迷的用电量增长所引发的对电源投资的放缓，原材料价格下降的有利因素（产品毛利率上升）或将随着设备商们的持续价格战而难以被放大。我们预计设备商们或无法受益于较低的原材料成本。

## 股价表现及行业估值

我们预期行业在2015年或将迎来较高的估值，主要由于多个核电项目将于近期内启动。2014年初至今，上海电气和东方电气股价分别上升了46.5%和4.9%，而哈尔滨电气则下跌了3.4%。当前股价分别相当于三家公司2015年市盈率15.6倍/10.3倍/9.8倍，行业加权市盈率为13.9倍，属于较为合理的估值范围。我们认为三大电气的基本面在未来6个月仍难有实质性的改善，但是受益于核电重启的正面驱动因素，行业估值或将迎来一

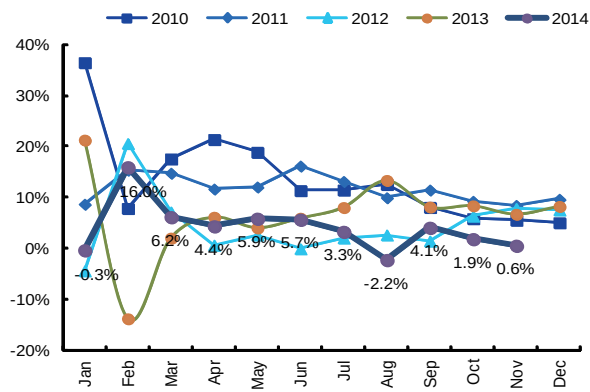
个上升的机会。另外，受益于沪港通的启动，上海电气与东方电气的H股股价相对其A股股价仍有较大的折让，我们相信高估值的A股或将拉动公司的H股股价。考虑到公司当前的估值及其稳健的基本面，我们认为东方电气在未来6个月的表现将会是三大电气里面最有潜力的一家。

各类钢材历史价格



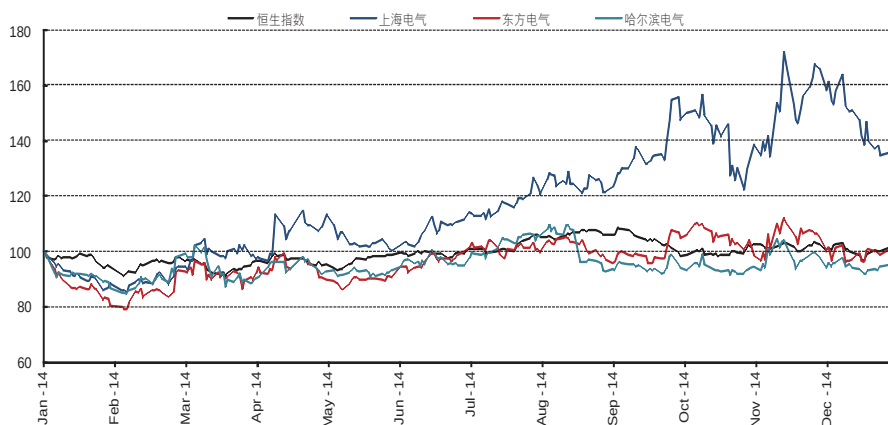
资料来源：Bloomberg。

中国发电量历史月度同比变化



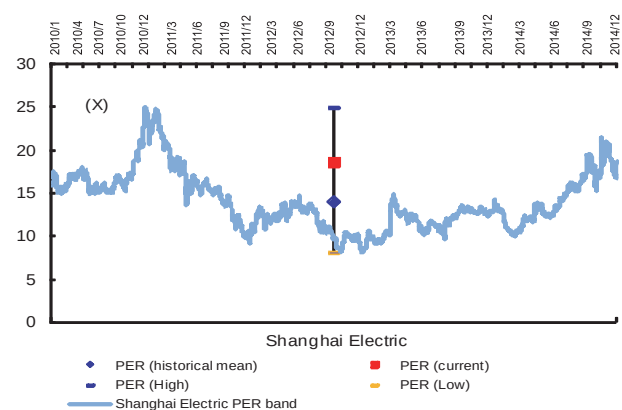
资料来源：中国统计局。

香港上市中国三大电力设备制造商2014股价表现



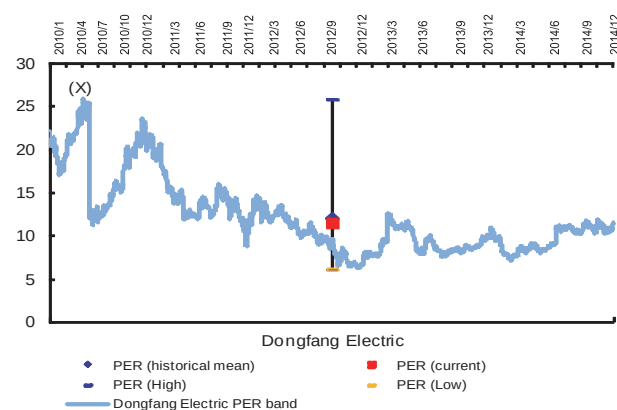
资料来源：S&P Capital IQ、国泰君安国际。

上海电气市盈率变化



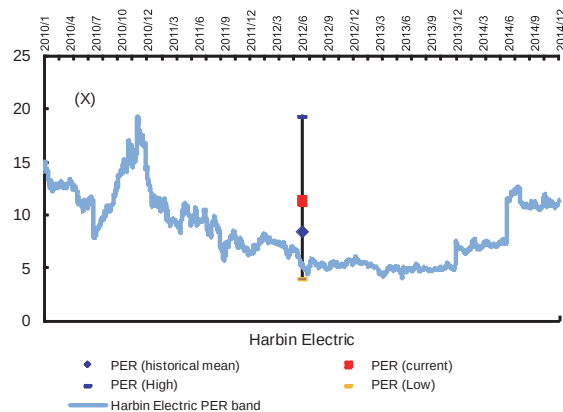
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

东方电气市盈率变化



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

### 哈尔滨电气市盈率变化



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

### 投资建议

行业投资评级为「中性」，首选东方电气(01072 HK)。自国家发改委决定改善大气污染及能源结构以来，火电作为中国最主要的电源投资被抑制了其一贯的发展规模。在新政策下，我们预计国内的火电投资在未来几年的新增容量大致将保持在每年35GW左右（较早几年的平均年增65GW有较大的萎缩），其余的电源需求将会以投资清洁可再生能源如水电，核电，风电，太阳能等来满足。当前的火电设备市场仍处于供大于求的状态，早前三大电力设备商为了赢得新订单皆纷纷下调火电设备售价，行业一度进入一个恶性循环。而恶性竞争最直接的后果就是火电板块的毛利率严重下降，并拉低公司的整体盈利（火电占比较大）。火电的下行趋势也间接影响了其它电力设备及工程服务分部的毛利率，并将于2015年持续发酵。展望2015年，国内核电投资的启动可拉动核电设备需求，但该需求不会在短期内反映在公司的收入里（核电的建设周期一般为5年），而当前的「一带一路」则可有效转移国内火电设备的过剩产能至海外市场。我们认为行业在未来半年的基本面仍难有实质性的改善，在看不到新增订单大幅反弹的情况下，我们对行业的投资评级保持为「中性」。鉴于核电投资即将于近期内启动以及当前公司的估值较为吸引，我们的行业首选为东方电气(01072 HK)。

行业风险因素包括：1) 新沿海核电项目未能如期推出；2) 原材料价格如钢铁，铜和铝反弹挤压电力设备利润率；3) 上网电价被下调将影响独立发电商对新能源投资的意向；4) 国内经济增长放缓的趋势或将影响发电及用电量，并导致发电商推迟对新电源机组的投资。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HKS) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|---------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 上海电气   | 02727 | 4.130   | 中性   | 18.3     | 15.6     | 14.7     | 1.2      | 7.8        | 2.2      |
| 东方电气   | 01072 | 14.260  | 收集   | 12.7     | 10.3     | 9.1      | 1.1      | 11.0       | 1.5      |
| 哈尔滨电气  | 01133 | 4.850   | 中性   | 11.1     | 9.8      | 9.4      | 0.4      | 4.1        | 1.5      |
| 市值加权平均 |       |         | 中性   | 16.4     | 13.9     | 12.9     | 1.1      | 8.6        | 2.0      |

资料来源：国泰君安国际。



# 将受益于新核电项目的启动

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

东方电气(01072 HK)

评级：收集

股价：HK\$14.260

目标价：HK\$15.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>( △ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)  | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|---------------|------------|
| 2012A                                         | 38,079              | 2,191                 | 1.093         | (28.3)        | 10.5                           | 7.824        | 1.5        | 0.110        | 1.0           | 14.9       |
| 2013A                                         | 42,391              | 2,349                 | 1.172         | 7.2           | 9.5                            | 8.830        | 1.3        | 0.174        | 1.6           | 14.1       |
| 2014F                                         | 43,424              | 1,783                 | 0.890         | (24.1)        | 12.7                           | 9.540        | 1.2        | 0.180        | 1.6           | 9.7        |
| 2015F                                         | 44,080              | 2,230                 | 1.095         | 23.0          | 10.3                           | 10.685       | 1.1        | 0.166        | 1.5           | 11.0       |
| 2016F                                         | 44,868              | 2,573                 | 1.236         | 12.9          | 9.1                            | 11.849       | 1.0        | 0.187        | 1.7           | 11.3       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |               | 2,003.9       | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 东方电气集团        | 50.0%      |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |               | 28,575.0      | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              |               | 49.0       |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |               | 4,205.1       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              |               | 净现金        |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 10.500/15.140 |               |                                |              |            |              |               |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |               |                                |              |            |              | 1.6/2.0/4.9   |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |               |                                |              |            |              | 3.2/(0.9)/3.6 |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

公司2014年首3季度的收入和股东净利分别为284.7亿人民币和10.9亿人民币，同比下跌6.3%和42.3%，主要由于仍未改善的市场环境。公司于期内的毛利率为15.3%，较去年同期下滑了3.9个百分点，主要归因于火电市场的持续低迷及业内恶性竞争导致的利润率下跌，而火电设备占公司约一半的收入。首3季度共完成容量为28.3 GW的电力设备，我们相信全年33 GW的电力设备产销目标是可以达到的，但是公司的利润率或将持续受到挤压。首3季度的新增订单为255.8亿人民币，一半以上为火电设备订单，而核电设备（核岛及常规岛）仅为14.5亿人民币。多个沿海核电项目将于2015第一季度得到启动，我们相信东方电气将受惠于新核电项目的启动。

公司当前的股价仅相当于10.3倍/1.1倍2015年市盈率/2015年市净率。考虑到核电作为国家能源安全不可或缺的一部分以及其于中长期的发展规划，我们目前对公司的投资评级为「收集」，目标价15.00港元，相当于13.3倍/10.8倍/9.6倍2014至2016年市盈率或1.2倍/1.1倍/1.0倍2014至2016年市净率。

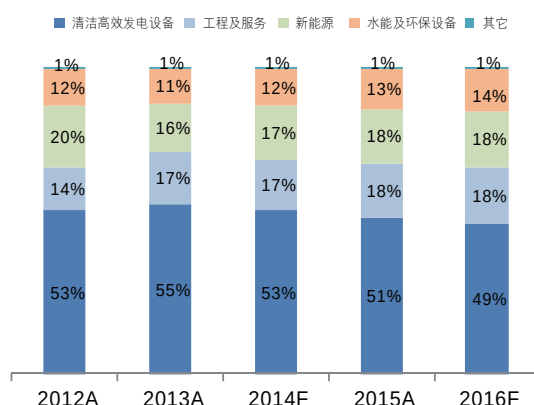
## 正面因素分析

- 一带一路的新政策将助推公司的各类电源设备的出口。
- 拥有领先的核电技术并占有可观的核电设备市场份额。
- 拥有国内水电市场的领导地位及水电设备先进技术。
- 新沿海核电项目即将于近期内启动。
- 公司的H股相较于A股仍有较大价格折让。

## 风险分析

- 钢铁价格的上升将进一步挤压公司的毛利率。
- 海外项目受汇率及政治风险较大。
- 在手订单或因国内经济放缓导致的用电需求下降而被延迟交付或取消。

公司收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 负面因素分析

- 目前火电设备市场出现供大于求的情况，早前厂家间的恶性竞争导致利润率严重下滑。
- 利润率或因火电市场的激烈竞争而进一步恶化，并影响公司估值。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 38,079   | 42,391   | 43,424   | 44,080   | 44,868   |
| 销售成本           | (30,002) | (33,743) | (35,687) | (35,685) | (35,998) |
| 毛利             | 8,077    | 8,648    | 7,737    | 8,395    | 8,870    |
| 资产减值损失         | (1,116)  | (1,261)  | (1,259)  | (1,322)  | (1,346)  |
| 管理费用           | (3,578)  | (3,729)  | (3,561)  | (3,615)  | (3,679)  |
| 销售费用           | (851)    | (961)    | (912)    | (970)    | (987)    |
| 其它支出           | (315)    | (280)    | (235)    | (235)    | (235)    |
| 经营利润           | 2,218    | 2,417    | 1,770    | 2,253    | 2,622    |
| 利息收入           | 85       | 134      | 105      | 134      | 159      |
| 其它非营运及投资收入     | 316      | 237      | 266      | 280      | 295      |
| 税前利润           | 2,619    | 2,787    | 2,142    | 2,668    | 3,076    |
| 税项             | (365)    | (388)    | (298)    | (371)    | (428)    |
| 少数股东权益         | (63)     | (50)     | (60)     | (66)     | (75)     |
| 股东应占净利润        | 2,191    | 2,349    | 1,783    | 2,230    | 2,573    |
| 每股盈利 (人民币)     | 1.093    | 1.172    | 0.890    | 1.095    | 1.236    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 21.2  | 20.4  | 17.8  | 19.0  | 19.8  |
| 经营利润率 (%)   | 5.8   | 5.7   | 4.1   | 5.1   | 5.8   |
| 净利率 (%)     | 5.8   | 5.5   | 4.1   | 5.1   | 5.7   |
| 流动比率 (倍)    | 1.1   | 1.1   | 1.2   | 1.2   | 1.3   |
| 股东资金回报率 (%) | 14.9  | 14.1  | 9.7   | 11.0  | 11.3  |
| 总资产回报率 (%)  | 2.7   | 3.0   | 2.2   | 2.5   | 2.8   |
| 存货周转期 (天)   | 406.5 | 315.8 | 309.6 | 324.0 | 334.8 |
| 应收帐款周转期 (天) | 138.2 | 136.0 | 151.2 | 151.2 | 154.8 |
| 应付款周转期 (天)  | 214.8 | 195.1 | 201.6 | 208.8 | 216.0 |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 过度依赖于火电，基本面较弱

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

哈尔滨电气(01133 HK)

评级：中性

股价：HK\$4.850

目标价：HK\$4.85

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 25,995              | 1,421                 | 1.032        | 15.7          | 3.8                            | 8.733        | 0.4        | 0.100        | 2.6          | 12.5       |
| 2013A                                         | 20,501              | 706                   | 0.513        | (50.3)        | 7.3                            | 9.099        | 0.4        | 0.080        | 2.1          | 5.7        |
| 2014F                                         | 24,200              | 475                   | 0.345        | (32.8)        | 11.1                           | 9.363        | 0.4        | 0.052        | 1.3          | 3.7        |
| 2015F                                         | 26,442              | 538                   | 0.391        | 13.3          | 9.8                            | 9.702        | 0.4        | 0.059        | 1.5          | 4.1        |
| 2016F                                         | 28,582              | 561                   | 0.408        | 4.4           | 9.4                            | 10.051       | 0.4        | 0.061        | 1.6          | 4.1        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 1,376.8       | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 哈尔滨电气集团      | 50.9%      |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 6,677.5       | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              |              | 46.6       |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 2,048.2       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              |              | 净现金        |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 4.180/5.500   |                                |              |            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               | 0.0/3.9/(3.4)                  |              |            |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               | 1.6/0.9/(4.7)                  |              |            |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014上半年的收入为113.9亿人民币，同比上升20.3%，股东净利则仅录得1.4亿人民币，同比下挫63.6%。净利润的下跌主要归因于期内较低的毛利率，融资成本的上升以及在手上市公司证券的贬值。上半年的新增订单为246亿人民币，而在手订单则达到了1,300亿人民币。期内新增订单有一半以上为火电订单，而新增核电订单达到了20亿人民币。由于公司过度依赖于火电，我们预计公司的整体毛利率的下滑趋势在短期内不会得到太大的逆转。

公司在三大电力中属于最弱的一家，无论是在市场占有率，议价能力还是在产品竞争力上皆不如另外两家。我们当前对公司的投资评价为「中性」，目标价4.85港元，相当于11.1倍/9.8倍/9.4倍2014至2016年的市盈率。

### 正面因素分析

- 拥有约25GW的火电设备生产能力。
- 2014上半年的海外订单占到期内新增订单的四成。
- 公司拥有国内水电设备市场一半的市场份额。
- 多个沿海核电项目将于近期内启动，拉动未来几年数百亿人民币的核电设备需求。

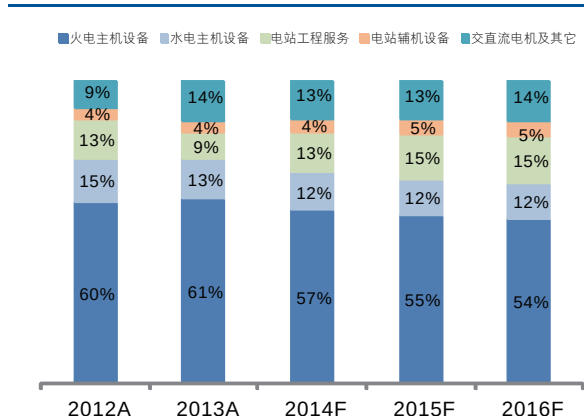
### 负面因素分析

- 收入的上升归因于低价售出的电源设备。
- 公司过度依赖于火电设备的收入。
- 电源设备市场占有率及设备研发能力皆有待提高。
- 当前的估值几乎反映了公司较弱的基本面。

### 风险分析

- 钢铁价格的上升将进一步挤压公司的毛利率。
- 海外订单受汇率及政治风险较大。
- 在手订单被延迟交付或取消。

公司收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 25,995   | 20,501   | 24,200   | 26,442   | 28,582   |
| 销售成本           | (20,414) | (16,180) | (20,197) | (22,099) | (23,912) |
| 毛利             | 5,581    | 4,321    | 4,003    | 4,343    | 4,670    |
| 其它收入           | 501      | 463      | 468      | 459      | 472      |
| 管理费用           | (3,321)  | (3,067)  | (2,952)  | (3,120)  | (3,287)  |
| 销售费用           | (645)    | (528)    | (532)    | (555)    | (572)    |
| 其它营业支出         | (331)    | (211)    | (230)    | (251)    | (243)    |
| 经营利润           | 1,785    | 978      | 756      | 875      | 1,041    |
| 利息费用           | (56)     | (228)    | (279)    | (291)    | (317)    |
| 关联企业贡献         | 42       | 29       | 28       | 27       | 29       |
| 税前利润           | 1,771    | 778      | 505      | 610      | 753      |
| 税项             | (414)    | (152)    | (99)     | (127)    | (150)    |
| 少数股东权益         | 64       | 80       | 68       | 55       | (41)     |
| 股东应占净利润        | 1,421    | 706      | 475      | 538      | 561      |
| 每股盈利 (人民币)     | 1.032    | 0.513    | 0.345    | 0.391    | 0.408    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.100    | 0.080    | 0.052    | 0.059    | 0.061    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 21.5  | 21.1  | 16.5  | 16.4  | 16.3  |
| 经营利润率 (%)   | 6.9   | 4.8   | 3.1   | 3.3   | 3.6   |
| 净利率 (%)     | 5.5   | 3.4   | 2.0   | 2.0   | 2.0   |
| 流动比率 (倍)    | 1.4   | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.4   |
| 股东资金回报率 (%) | 12.5  | 5.7   | 3.7   | 4.1   | 4.1   |
| 总资产回报率 (%)  | 2.7   | 1.2   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 速动比率 (倍)    | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 存货周转期 (天)   | 211.4 | 297.1 | 298.8 | 298.8 | 306.0 |
| 应收帐款周转期 (天) | 211.4 | 289.9 | 280.8 | 288.0 | 295.2 |
| 应付款周转期 (天)  | 329.5 | 444.0 | 396.0 | 392.4 | 399.6 |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 当前估值已反映公司的基本面

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

上海电气(02727 HK)

评级：中性

股价：HK\$4.130

目标价：HK\$4.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( △ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)     | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|------------------|------------|
| 2012A                                         | 76,591              | 2,715                 | 0.212        | (14.7)        | 15.7                           | 2.379        | 1.4        | 0.064        | 1.9              | 9.0        |
| 2013A                                         | 78,795              | 2,393                 | 0.187        | (11.8)        | 17.3                           | 2.511        | 1.3        | 0.075        | 2.3              | 7.6        |
| 2014F                                         | 78,228              | 2,292                 | 0.179        | (4.2)         | 18.3                           | 2.615        | 1.2        | 0.064        | 2.0              | 7.0        |
| 2015F                                         | 82,112              | 2,686                 | 0.209        | 17.2          | 15.6                           | 2.760        | 1.2        | 0.073        | 2.2              | 7.8        |
| 2016F                                         | 84,211              | 2,846                 | 0.222        | 6.0           | 14.7                           | 2.909        | 1.1        | 0.080        | 2.4              | 7.8        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 12,823.6     |               | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 上海电气集团 58.0%     |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 52,961.5     |               | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              | 35.5             |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 48,891.7     |               | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              | 净现金              |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 4.850/2.310  |               |                                |              |            |              |                  |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | (11.2)/0.0/46.5  |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | (9.6)/(2.9)/45.2 |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年首3季度的收入和股东净利分别为544.6亿人民币和17.9亿人民币，同比下跌3.6%和14.4%。公司于首3季度的新增订单为343.8亿人民币，同比下跌25.8%，主要由于火电设备新订单于期内的大幅下滑而新增核电订单仅约23亿人民币。截至2014年3季度，公司的累计在手订单为2,397亿人民币，其中核电在手订单为157亿人民币。在当前疲弱的火电设备市场加上沿海新核电项目迟迟未有启动的前提下，公司已于近期通过两项战略投资重新进军太阳能市场。

公司当前的股价相当于15.6倍/1.2倍2015年市盈率/2015年市净率。我们目前的投资评级为「中性」，目标价4.20港元，相当于18.6倍/15.8倍/15.0倍2014至2016年市盈率。

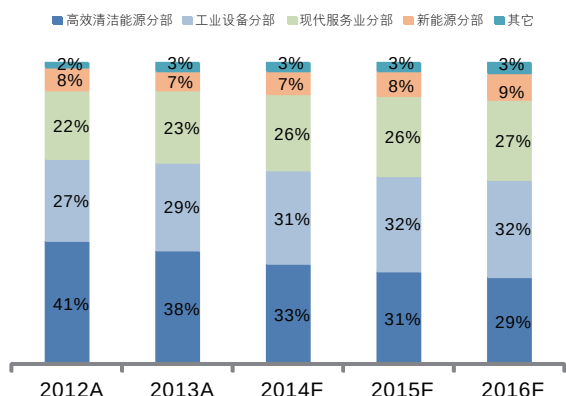
### 正面因素分析

- 一带一路的新政策将助推公司的各类电源设备的出口，并以核电设备为主要出口产品。
- 新沿海核电项目即将于近期启动，公司拥有先进的三代核电技术及可观的核电设备市场份额。
- 通过两项战略投资重新进军阔别多年的太阳能市场。
- 在火，核，风等电源设备市场里拥有领导地位。
- 公司的H股相较于A股仍有较大价格折让。

### 风险分析

- 钢铁价格的上升将使公司的利润率受到挤压。
- 火电设备市场的恶性竞争或将继续挤压利润率。
- 国内经济持续放缓引发的用电需求下滑将使电源设备需求受到一定程度上的压力。
- 在手海外市场订单被延迟或取消。

### 公司收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 火电设备市场竞争仍然激烈，火电毛利率在短期内仍不会有太大改善。
- 重工业务于首三季度累计亏损约为5亿元人民币。
- 公司当前的估值为行业里最高。

### 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 76,591   | 78,795   | 78,228   | 82,112   | 84,211   |
| 销售成本           | (62,602) | (65,085) | (64,119) | (67,134) | (68,733) |
| 毛利             | 13,989   | 13,710   | 14,109   | 14,977   | 15,478   |
| 其它收入           | 1,269    | 1,741    | 1,758    | 1,934    | 2,147    |
| 管理费用           | (4,517)  | (5,127)  | (5,202)  | (5,313)  | (5,524)  |
| 销售费用           | (2,440)  | (2,551)  | (2,738)  | (2,751)  | (2,829)  |
| 其它支出           | (2,991)  | (3,047)  | (3,129)  | (3,284)  | (3,368)  |
| 经营利润           | 5,310    | 4,725    | 4,798    | 5,563    | 5,903    |
| 净融资成本          | (196)    | (254)    | (316)    | (438)    | (464)    |
| 关联企业贡献         | 611      | 812      | 840      | 869      | 904      |
| 税前利润           | 5,726    | 5,283    | 5,322    | 5,995    | 6,343    |
| 税项             | (1,344)  | (1,073)  | (1,086)  | (1,229)  | (1,281)  |
| 少数股东权益         | (1,667)  | (1,817)  | (1,944)  | (2,080)  | (2,215)  |
| 股东应占净利润        | 2,715    | 2,393    | 2,292    | 2,686    | 2,846    |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.212    | 0.187    | 0.179    | 0.209    | 0.222    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.064    | 0.075    | 0.064    | 0.073    | 0.080    |

### 重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 18.3  | 17.4  | 18.0  | 18.2  | 18.4  |
| 经营利润率 (%)   | 6.9   | 6.0   | 6.1   | 6.8   | 7.0   |
| 净利率 (%)     | 3.5   | 3.0   | 2.9   | 3.3   | 3.4   |
| 流动比率 (倍)    | 1.2   | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| 股东资金回报率 (%) | 9.0   | 7.6   | 7.0   | 7.8   | 7.8   |
| 总资产回报率 (%)  | 2.4   | 1.9   | 1.7   | 2.0   | 1.9   |
| 速动比率 (倍)    | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 存货周转期 (天)   | 126.2 | 117.8 | 118.8 | 122.4 | 126.0 |
| 应收帐款周转期 (天) | 130.7 | 149.2 | 147.6 | 147.6 | 162.0 |
| 应付款周转期 (天)  | 143.4 | 154.1 | 144.0 | 145.8 | 154.8 |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 电力行业

# 跑赢大市

分析员：吴逸超 Leo Wu

**中资传统电力股表现回顾：2014年显著跑赢大市，符合我们的预期。**截至2014年12月31日，我们覆盖的5家中资传统大型电力股1年的加权回报为**56.1%**，比同期恒生指数**1.3%**的表现高**54.8**个百分点。其它市场，A股市场电力股1年的加权平均回报为**96.1%**，显著跑赢上海综合指数的**58.0%**。欧美大型电力股年初至今加权平均上涨**21.5%**，同样也跑赢标普500指数的**14.9%**。

## 各市场电力股表现回顾

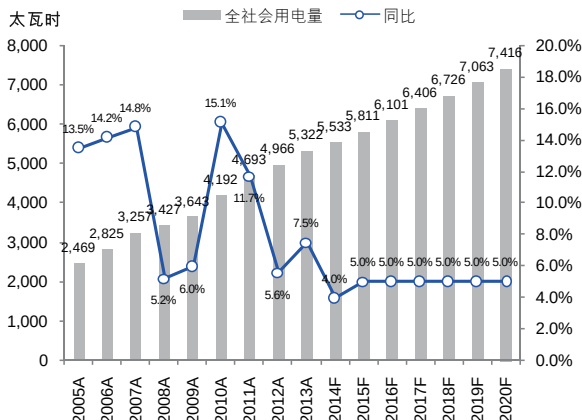
|               |           |     |           |         | 绝对回报 % |        |       | 股价范围     |          | 相对估值  |       |
|---------------|-----------|-----|-----------|---------|--------|--------|-------|----------|----------|-------|-------|
| 公司名／地区        | 代码        | 货币  | 股价        | 港股市值    |        |        |       |          |          |       |       |
|               |           |     |           | (百万港币)  | 1个月    | 3个月    | 1年    | 52周高位    | 52周低位    | 预测市盈率 | 预测市净率 |
| 港股市场          |           |     |           |         |        |        |       |          |          |       |       |
| 华润电力          | 836 HK    | HKD | 20.00     | 95,941  | (11.5) | (4.5)  | 12.7  | 24.90    | 17.10    | 7.9   | 1.3   |
| 华能国际 —H       | 902 HK    | HKD | 10.48     | 191,298 | 15.3   | 23.6   | 57.7  | 11.56    | 6.12     | 9.5   | 1.7   |
| 大唐发电 —H       | 991 HK    | HKD | 4.17      | 70,257  | (4.4)  | 3.0    | 22.2  | 4.60     | 2.75     | 9.9   | 1.0   |
| 华电国际 —H       | 1071 HK   | HKD | 6.80      | 75,810  | 7.3    | 24.3   | 139.8 | 7.55     | 2.98     | 8.3   | 1.5   |
| 中国电力          | 2380 HK   | HKD | 3.93      | 34,128  | 1.6    | 9.2    | 52.7  | 4.00     | 2.37     | 7.5   | 1.0   |
| 港股市场均值 (加权平均) |           |     |           |         | 4.5    | 13.8   | 56.1  |          |          | 8.9   | 1.4   |
| 港股市场相对回报      |           |     |           |         | 6.1    | 10.8   | 54.8  |          |          |       |       |
| A股市场          |           |     |           |         |        |        |       |          |          |       |       |
| 长江电力          | 600900 CH | CNY | 10.67     | 219,985 | 21.7   | 35.1   | 76.6  | 11.26    | 5.54     | 16.8  | 2.1   |
| 华能国际 —A       | 600011 CH | CNY | 8.83      | 156,935 | 32.6   | 44.0   | 85.9  | 9.30     | 4.56     | 10.2  | 1.8   |
| 浙能电力          | 600023 CH | CNY | 7.17      | 106,049 | 18.3   | 26.9   | 42.5  | 7.77     | 4.46     | 13.8  | 2.2   |
| 大唐发电 —A       | 601991 CH | CNY | 6.88      | 99,745  | 49.9   | 68.2   | 67.4  | 7.30     | 3.49     | 21.0  | 2.0   |
| 国电电力          | 600795 CH | CNY | 4.63      | 108,851 | 55.9   | 79.5   | 108.8 | 4.94     | 2.11     | 12.0  | 2.1   |
| 国投电力          | 600886 CH | CNY | 11.44     | 97,003  | 56.7   | 65.1   | 199.5 | 11.50    | 3.73     | 14.8  | 3.5   |
| 川投能源          | 600674 CH | CNY | 20.73     | 57,014  | 23.2   | 16.7   | 86.8  | 21.92    | 10.00    | 17.1  | 3.4   |
| 华电国际 —A       | 600027 CH | CNY | 7.00      | 73,692  | 48.6   | 73.7   | 149.1 | 7.38     | 2.81     | 10.9  | 1.9   |
| 粤电力A          | 000539 CH | CNY | 7.84      | 40,422  | 28.5   | 51.9   | 72.4  | 8.50     | 4.46     | 11.5  | 1.6   |
| 深圳能源          | 000027 CH | CNY | 11.16     | 36,856  | 28.0   | 55.6   | 111.9 | 12.35    | 5.08     | 15.7  | 1.7   |
| A股市场均值 (加权平均) |           |     |           |         | 35.6   | 50.0   | 96.1  |          |          | 14.5  | 2.2   |
| 海外市场          |           |     |           |         |        |        |       |          |          |       |       |
| 杜克能源          | DUK US    | USD | 84.70     | 464,601 | 4.7    | 14.4   | 28.1  | 87.29    | 67.05    | 18.5  | 1.4   |
| 南方公司          | SO US     | USD | 49.77     | 347,311 | 4.9    | 15.3   | 26.9  | 51.28    | 40.27    | 17.8  | 2.2   |
| 艾索伦           | EXC US    | USD | 38.10     | 253,952 | 5.3    | 12.7   | 44.5  | 38.93    | 26.45    | 15.9  | 1.4   |
| 美国电力          | AEP US    | USD | 61.72     | 234,178 | 7.2    | 19.3   | 37.3  | 63.22    | 45.80    | 17.8  | 1.8   |
| 法国电力公司        | EDF FP    | EUR | 22.77     | 399,106 | (2.9)  | (10.0) | (6.6) | 29.90    | 21.21    | 10.8  | 1.1   |
| 德国意昂集团        | EOAN GR   | EUR | 14.20     | 267,666 | 0.1    | (1.9)  | 10.7  | 15.47    | 12.23    | 15.9  | 0.8   |
| 德国莱茵集团        | RWE GR    | EUR | 25.65     | 146,107 | (11.7) | (16.6) | (0.0) | 32.98    | 24.75    | 11.8  | 1.6   |
| 伊维尔德罗拉        | IBE SM    | EUR | 5.59      | 332,129 | (4.0)  | 0.7    | 29.9  | 5.97     | 4.36     | 15.9  | 1.0   |
| 海外市场均值 (加权平均) |           |     |           |         | 1.1    | 5.3    | 21.5  |          |          | 15.8  | 1.4   |
| 全球指数          |           |     |           |         |        |        |       |          |          |       |       |
| 标准普尔500指数     | SPX       | USD | 2,080.35  |         | 0.8    | 6.0    | 14.9  | 2,093.6  | 1,737.9  |       |       |
| 道琼斯工业平均指数     | INDU      | USD | 17,983.07 |         | 1.0    | 6.1    | 11.0  | 18,103.4 | 15,340.7 |       |       |
| 香港恒生指数        | HSI       | HKD | 23,605.04 |         | (1.6)  | 2.9    | 1.3   | 25,363.0 | 21,137.6 |       |       |
| 香港恒生国企指数      | HSCEI     | HKD | 11,984.69 |         | 7.6    | 16.3   | 15.5  | 12,115.0 | 9,159.8  |       |       |
| 上证综合指数        | SHCOMP    | CNY | 3,234.68  |         | 20.6   | 36.9   | 58.0  | 3,239.4  | 1,974.4  |       |       |
| 沪深300指数       | SHSZ300   | CNY | 3,533.71  |         | 25.8   | 44.2   | 55.8  | 3,542.3  | 2,077.8  |       |       |

资料来源：Bloomberg。

**2015年电力需求展望：2015年全年用电增速预计为5.0%。**2014年中国经济进一步进行结构调整，投资增速继续放缓，主要工业产品产量单位数增长。2014年首11个月用电量增速为**3.7%**，预计全年**3.8%**，比2013年的**7.5%**增速进一步显著下滑，体现了中国经济调结构对用电需求的影响。我们预期2015年中国仍将继续进行经济结构调整，高耗能行业低速增长，第三产业在经济结构中占比继续提高。预计2015年第一产业、第二产业、第三产业、居民用电分别增长**1%、4.6%、7.0%和6.0%**，全社会用电量预计增长**5.0%**。

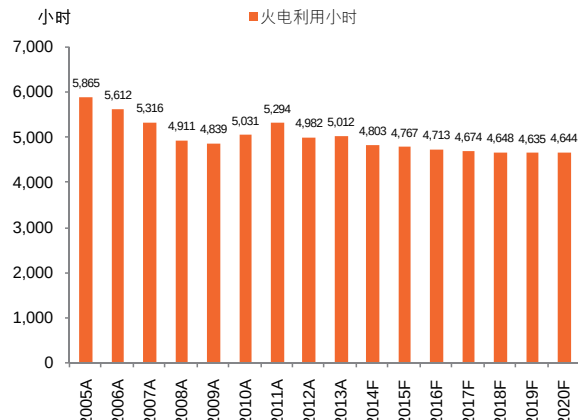
**2015–2020年火电利用小时预期都在低位徘徊。**2014年前11个月，全国新增发电装机容量67.1吉瓦，同比少增2.2吉瓦，其中火电多增加了15.2%至34.0吉瓦，水电少增了26.3%至18.2吉瓦，主要由于几个大型水电站于2014年完成建设（锦屏一级二级8.4吉瓦、向家坝6.4吉瓦、溪洛渡13.86吉瓦）。2014/2015年新增装机容量预计为92.6/87.7吉瓦，同比减少1.4吉瓦/4.9吉瓦。2014年用电增速下跌，水电发电量迅猛增长，使火电利用小时数受压（2014首11个月同比下跌268小时或5.9%），预计2014年火电利用小时4,803小时，同比下跌4.2%。2015年预计用电增速仍较低，火电利用小时或将维持在4,800小时左右。

**2015–2020年全社会用电量预计低单位数增长**



资料来源：中电联、国泰君安国际。

**2015–2020年火电利用小时数预计维持偏低水平**



资料来源：中电联、国泰君安国际。

**2015年国内动力煤价格预测：预计2015年秦皇岛动力煤均价为500元/吨，同比下跌1.7%。**2014年中国经济继续调结构，夏季偏凉爽，用电负荷增长不快，进口煤数量尽管同比下跌但仍维持在较高水平（首11月进口煤量同比下跌9.5%至2.64亿吨），秦皇岛5,500大卡动力煤价格逐季下跌，最低跌至8月初的475元/吨，创2007年10月以来的新低。9月份开始国内主要煤炭企业开始削减产量，使得动力煤价格有所回升，到年末时煤价回升了50元至525元/吨。然而，由于需求疲软（2014年四季度国内重点火电厂煤炭消耗同比减少约12.4%），电厂库存居高不下（截至12月20日重点电厂库存为9,616万吨，库存天数25天），限制了煤价的涨幅。我们认为2015年煤炭行业整体供过于求的局面将持续，因此预计2015年的年平均煤价将继续下行，煤炭价格将继续在大型煤企的成本线附近运行。

**2014年发改委又再次下调了火电上网电价，从2014年9月1日起，全国火电上网电价平均下调0.93分/千瓦时，部分抵消了煤价下跌的影响。**此次上网电价调整仍然属于非典型性的「煤电联动」，因为下调幅度依旧小于煤价下跌的影响。尽管国家连续两年执行了两次电价下调，但由于政策执行时点及调整幅度的可预见性太低，火电行业仍然不能被市场认可为传统的公用事业行业，尽管行业盈利显著增加，但股价反映出来的行业估值并没有提升。

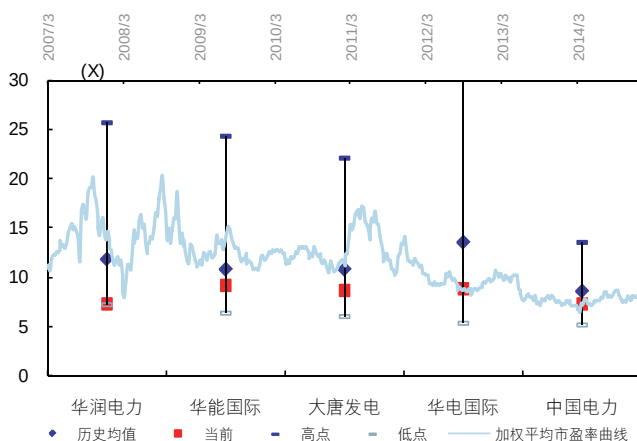
然而，新一轮电力体制改革已经拉开序幕：国家发改委于11月初公布了《深圳市输配电价改革试点方案》，意味着新一轮电改的启动。我们认为此次新一轮电改的核心是核定电网的输配电价，短期内，上网侧的电价体系和电网的调度权力不受影响。根据《深圳市输配电价改革试点方案》，深圳供电局的输配电价将以成本加收益的管制方式确定，首个监管周期为三年（2015–2017年）。《方案》还提到「建立独立输配电价体系后，积极推进发电侧和销售侧电价市场化」，这说明了输配电价改革是此次电改试点的第一步，发电侧和售电侧电价市场化改革排在其后。不过，据媒体报道，国务院可能已于12月末的常务工作会议上通过了新电改方案，其中「最大亮点是售电侧放开，培育多种售电主体」。如果报道属实，那么售电侧的改革进度有可能和输配电价改革同时进行。但是上网侧的改革似乎仍没有见到启动的迹象，因此对发电企业影响最大的现行上网电价体系预计在短期内不会有明显变化。



## 投资建议

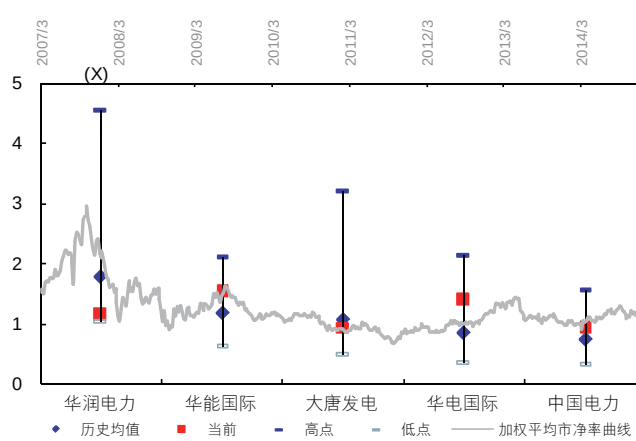
**行业估值：**盈利上行，因此虽然股价显著上扬但行业加权平均市盈率依旧偏低。目前5家在港上市的中资传统电力股加权平均后的2015年市盈率为11.3倍，和历史均值持平，但剔除大唐发电后则只有7.7倍，比历史均值低32%。基于我们的盈利预测，华润电力(00836 HK)、华能国际(00902 HK)、大唐发电(00991 HK)、华电国际(01071 HK)和中国电力(02380 HK)的2015年市盈率分别为7.4倍、7.8倍、33.3倍(核心市盈率则为7.0倍)、8.4倍以及6.8倍。从市盈率估值角度看，中国电力(02380 HK)在同业之中最具有吸引力，但华润电力(00836 HK)的盈利增长最为强劲，且目前估值较其历史均值偏离最多。

中资传统电力股预测市盈率水平



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

中资传统电力股市净率水平



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

183

**行业评级：**维持跑赢大市。我们预计2015年燃煤电厂将继续受益于低迷的煤价，2014年9月份的上网电价下调将递延影响到2015年，但影响轻微。火电行业的经营现金流将继续好转，总体资本开支增速的降低将使得整体负债率继续改善，2014年11月下旬的减息将进一步减轻电力企业的财务负担，因此总体2015年传统电力行业的盈利仍然有上升空间。因此我们维持行业「跑赢大市」的评级。

**行业主要风险因素包括：**1) 用电增速回暖或者水电发电量弱于预期将导致煤炭价格回升；2) 国家如果对进口煤实施进一步的限制政策可能使沿海动力煤价有上升压力；3) 电改进展导致估值水平改变的不确定性。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 华润电力   | 00836 | 20.000   | 收集   | 8.0      | 7.4      | 6.6      | 1.2      | 16.7       | 4.5      |
| 华能国际   | 00902 | 10.480   | 收集   | 8.8      | 7.8      | 7.5      | 1.5      | 20.2       | 7.1      |
| 龙源电力   | 00916 | 8.070    | 收集   | 18.7     | 14.0     | 12.0     | 1.4      | 10.5       | 1.4      |
| 华能新能源  | 00958 | 2.510    | 买入   | 16.7     | 9.7      | 7.9      | 1.1      | 11.7       | 2.1      |
| 大唐发电   | 00991 | 4.170    | 中性   | 8.8      | 33.3     | 6.5      | 0.9      | 2.8        | 1.0      |
| 华电国际   | 01071 | 6.800    | 中性   | 7.8      | 8.4      | 8.5      | 1.4      | 17.7       | 4.8      |
| 大唐新能源  | 01798 | 1.030    | 中性   | 100.4    | 21.6     | 13.5     | 0.6      | 2.9        | 1.4      |
| 中广核美亚  | 01811 | 2.000    | 收集   | 10.7     | 10.7     | 10.0     | 1.1      | 10.7       | 1.4      |
| 中国电力   | 02380 | 3.930    | 中性   | 6.5      | 6.8      | 6.9      | 1.0      | 15.1       | 5.6      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 10.7     | 10.1     | 7.8      | 1.2      | 15.1       | 4.3      |

资料来源：国泰君安国际。

## 装机增长快，估值吸引

分析员：吴逸超 Leo Wu

华润电力(00836 HK)

评级：收集

股价：HK\$20.000

目标价：HK\$24.30

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$)     | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|------------|-------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 62,436               | 7,479                  | 1.586         | 67.3         | 12.6                           | 11.347        | 1.8        | 0.510             | 2.6          | 14.7       |
| 2013A                                         | 69,582               | 11,016                 | 2.323         | 46.5         | 8.6                            | 13.563        | 1.5        | 0.750             | 3.8          | 18.5       |
| 2014F                                         | 73,393               | 12,055                 | 2.509         | 8.0          | 8.0                            | 15.283        | 1.3        | 0.828             | 4.1          | 17.4       |
| 2015F                                         | 80,036               | 13,028                 | 2.704         | 7.8          | 7.4                            | 17.158        | 1.2        | 0.892             | 4.5          | 16.7       |
| 2016F                                         | 89,980               | 14,548                 | 3.019         | 11.7         | 6.6                            | 19.285        | 1.0        | 0.996             | 5.0          | 16.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 4,797.1       |              | 大股东 Major shareholder          |               |            | 华润集团 63.1%        |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 95,941.3      |              | 流通比例 Free float (%)            |               |            | 36.8              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 7,591.7       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               |            | 121.0             |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 24.900/17.100 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               |            | 28.9              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               |            | (11.5)/(4.5)/12.7 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               |            | (9.9)/(7.5)/11.4  |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年末的合并装机容量预计同比快速增加19.0%至30.9吉瓦，新增机组主要有：1) 唐山丰润热电2台350兆瓦，2) 辽宁盘锦热电2台350兆瓦，3) 湖北宜昌热电2台350兆瓦，以及4) 浙江苍南2台1吉瓦。2014年合并售电量预计同比增加10.2%。受2014年9月上网电价下调影响，2015年平均上网电价预计微跌1.2%。2015年国内煤炭市场预期继续维持供大于求，国内动力煤均价预计同比下跌，但跌幅将较2014年明显收窄。我们预测2014/2015/2016年的每股盈利为港币2.509元/2.704元/3.019元，同比分别增长8.0%/7.8%/11.7%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于8.0倍/7.4倍/6.6倍的2014/2015/2016年市盈率以及1.3倍/1.2倍/1.0倍的2014/2015/2016年市净率。我们对公司的评级是「收集」，目标价是24.30港元，相当于9.7倍/9.0倍/8.0倍的2014/2015/2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 煤炭市场供过于求，国内动力煤价格预计仍将低迷。
- 中国央行减息有利于降低境内债务利息费用。

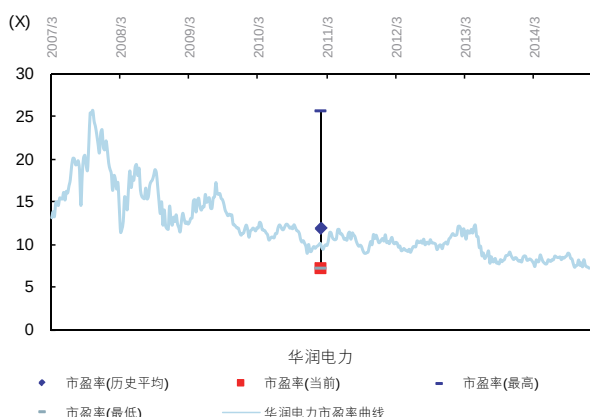
### 负面因素分析

- 煤炭板块盈利能力受煤炭市场低迷影响。
- 国内火电机组利用小时预计将持续偏低。

### 风险分析

- 国内动力煤价波动的风险。
- 不能排除集团及公司管理层的违纪事件对公司有进一步负面影响的可能性。
- 电力体制改革超预期使电力企业价值重估的风险。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入           | 62,436   | 69,582   | 73,393   | 80,036   | 89,980   |
| 燃料成本         | (35,589) | (33,067) | (30,756) | (33,547) | (38,222) |
| 维修费用         | (1,145)  | (1,580)  | (1,710)  | (2,066)  | (2,427)  |
| 折旧           | (6,183)  | (7,371)  | (8,425)  | (9,556)  | (10,576) |
| 其它费用         | (9,219)  | (12,768) | (14,492) | (14,913) | (16,801) |
| 经营成本总计       | (52,137) | (54,787) | (55,384) | (60,082) | (68,025) |
| 其它经营收入       | 1,707    | 2,710    | 1,884    | 1,896    | 1,987    |
| 经营利润         | 12,006   | 17,505   | 19,894   | 21,851   | 23,942   |
| 财务费用         | (3,836)  | (3,328)  | (3,521)  | (3,968)  | (4,184)  |
| 联营合营公司收益     | 1,734    | 1,961    | 1,147    | 1,096    | 1,153    |
| 税前利润         | 9,904    | 16,137   | 17,520   | 18,979   | 20,912   |
| 所得税          | (1,179)  | (3,552)  | (3,763)  | (4,141)  | (4,610)  |
| 税后利润         | 8,725    | 12,585   | 13,757   | 14,838   | 16,302   |
| 少数股东权益       | (827)    | (1,148)  | (1,280)  | (1,389)  | (1,332)  |
| 净利润          | 7,479    | 11,016   | 12,055   | 13,028   | 14,548   |
| 每股收益(港元)     | 1.586    | 2.323    | 2.509    | 2.704    | 3.019    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 2.8   | 11.4  | 5.5   | 9.1   | 12.4  |
| 经营利润增长(%)  | 25.8  | 45.8  | 13.6  | 9.8   | 9.6   |
| 净利润增长(%)   | 68.0  | 47.3  | 9.4   | 8.1   | 11.7  |
| 经营利润率(%)   | 19.2  | 25.2  | 27.1  | 27.3  | 26.6  |
| 市盈率(倍)     | 12.6  | 8.6   | 8.0   | 7.4   | 6.6   |
| 市净率(倍)     | 1.8   | 1.5   | 1.3   | 1.2   | 1.0   |
| 股东资金回报率(%) | 14.7  | 18.5  | 17.4  | 16.7  | 16.6  |
| 资产回报率(%)   | 4.3   | 5.6   | 5.5   | 5.5   | 5.8   |
| 净负债比率(倍)   | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 3.1   | 4.7   | 4.2   | 4.2   | 4.4   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 估值较充分

分析员：吴逸超 Leo Wu

华能国际(00902 HK)

评级：收集

股价：HK\$10.480

目标价：HK\$10.25

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 133,295             | 5,512                 | 0.392        | 367.0        | 21.5                           | 3.993        | 2.1            | 0.210        | 2.5          | 10.3       |
| 2013A                                         | 132,789             | 10,426                | 0.742        | 89.1         | 11.0                           | 4.443        | 1.8            | 0.380        | 4.6          | 17.6       |
| 2014F                                         | 128,324             | 13,291                | 0.946        | 27.5         | 8.8                            | 5.009        | 1.7            | 0.520        | 6.3          | 20.0       |
| 2015F                                         | 145,617             | 14,999                | 1.067        | 12.9         | 7.8                            | 5.556        | 1.5            | 0.587        | 7.1          | 20.2       |
| 2016F                                         | 153,965             | 15,419                | 1.097        | 2.8          | 7.5                            | 6.066        | 1.4            | 0.603        | 7.3          | 18.9       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 14,420.4     |              | 大股东 Major shareholder          |              | 华能集团 50.0%     |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$m)                        |                     |                       | 151,125.6    |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 23.9           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 31,834.7     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 167.8          |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 11.560/6.120 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 18.6           |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 15.3/23.6/57.7 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 16.9/20.7/56.4 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年末合并装机容量预计同比增长6.1%至70.9吉瓦，2015年预计将进一步提高18.3%至83.8吉瓦，主要由于集团资产注入在2015年完成。受此影响，2015年合并售电量预计同比增长15.8%。受2014年9月上网电价下调影响，2015年平均上网电价预计继续同比下降1.0%。2015年国内煤炭市场预期继续维持供大于求，国内动力煤均价预计同比下跌，但跌幅将较2014年明显收窄。目前我们预测2014/2015/2016年的每股盈利为人民币0.946元/1.067元/1.097元，同比分别增长27.5%/12.9%/2.8%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于8.8倍/7.8倍/7.5倍的2014/2015/2016年市盈率以及1.7倍/1.5倍/1.4倍的2014/2015/2016年市净率。我们目前给予的评级是「收集」，目标价为10.25港元，当前股价略超我们的目标价，我们建议投资者可以逢低收集。

### 正面因素分析

- 煤炭市场供过于求，国内动力煤价格预计仍将低迷。
- 中国央行减息有利于降低境内债务利息费用。
- 集团资产注入预计将提高收入与盈利增长。

### 风险分析

- 国内动力煤价格波动的风险。
- 电力体制改革超预期使电力企业价值重估的风险。

### 负面因素分析

- 国内火电机组利用小时预计将持续偏低。

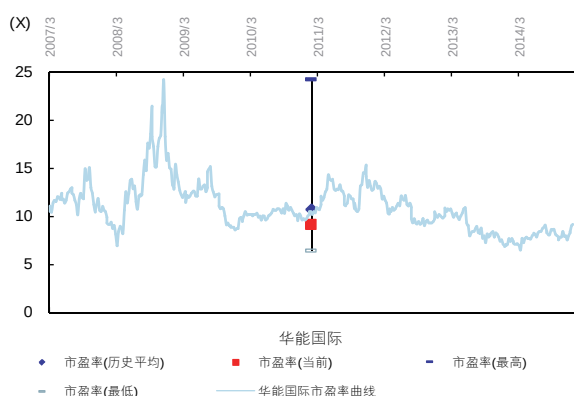
#### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入          | 133,295   | 132,789   | 128,324   | 145,617   | 153,965   |
| 燃料成本          | (82,355)  | (73,808)  | (66,450)  | (75,394)  | (80,473)  |
| 维修            | (2,847)   | (3,857)   | (4,035)   | (4,785)   | (5,079)   |
| 折旧            | (11,033)  | (11,294)  | (11,512)  | (13,947)  | (13,999)  |
| 员工费用          | (5,112)   | (5,763)   | (6,146)   | (7,307)   | (7,636)   |
| 电力购入成本        | (7,102)   | (4,956)   | (4,374)   | (4,728)   | (5,148)   |
| 其它费用          | (7,748)   | (8,860)   | (8,022)   | (8,820)   | (9,336)   |
| 经营成本          | (116,338) | (108,678) | (100,680) | (115,121) | (121,811) |
| 经营利润          | 16,957    | 24,111    | 27,644    | 30,496    | 32,154    |
| 财务费用          | (8,888)   | (7,523)   | (6,544)   | (6,494)   | (7,623)   |
| 税前利润          | 8,877     | 17,423    | 22,225    | 25,088    | 25,586    |
| 所得税           | (2,510)   | (4,523)   | (5,756)   | (6,472)   | (6,596)   |
| 税后利润          | 6,366     | 12,900    | 16,469    | 18,616    | 18,989    |
| 少数股东权益        | (854)     | (2,474)   | (3,178)   | (3,617)   | (3,570)   |
| 净利润           | 5,512     | 10,426    | 13,291    | 14,999    | 15,419    |
| 每股净利(人民币)     | 0.392     | 0.742     | 0.946     | 1.067     | 1.097     |

#### 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 0.3   | (0.4) | (3.4) | 13.5  | 5.7   |
| 经营利润增长(%)  | 93.8  | 42.2  | 14.7  | 10.3  | 5.4   |
| 净利润增长(%)   | 367.0 | 89.1  | 27.5  | 12.9  | 2.8   |
| 经营利润率(%)   | 12.7  | 18.0  | 21.4  | 20.8  | 20.7  |
| 市盈率(倍)     | 21.5  | 11.0  | 8.8   | 7.8   | 7.5   |
| 市净率(倍)     | 2.1   | 1.8   | 1.7   | 1.5   | 1.4   |
| 股东资金回报率(%) | 10.3  | 17.6  | 20.0  | 20.2  | 18.9  |
| 资产回报率(%)   | 2.1   | 4.0   | 5.0   | 5.1   | 4.9   |
| 净负债比率(倍)   | 2.4   | 1.9   | 1.6   | 1.7   | 1.4   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 1.9   | 3.0   | 3.9   | 4.2   | 3.8   |

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 2015年上半年预计将是机组投产高峰

分析员：吴逸超 Leo Wu

龙源电力(00916 HK)

评级：收集

股价：HK\$8.070

目标价：HK\$9.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)       | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 17,288              | 2,593                 | 0.347        | (1.9)        | 18.7                           | 3.662        | 1.8              | 0.064        | 1.0          | 9.4        |
| 2013A                                         | 19,123              | 2,049                 | 0.255        | (26.4)       | 24.7                           | 3.846        | 1.6              | 0.048        | 0.8          | 6.8        |
| 2014F                                         | 19,910              | 2,738                 | 0.341        | 33.6         | 18.7                           | 4.139        | 1.5              | 0.068        | 1.1          | 8.5        |
| 2015F                                         | 21,873              | 3,671                 | 0.457        | 34.1         | 14.0                           | 4.528        | 1.4              | 0.091        | 1.4          | 10.5       |
| 2016F                                         | 23,735              | 4,252                 | 0.529        | 15.8         | 12.0                           | 4.966        | 1.3              | 0.106        | 1.7          | 11.1       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 8,036.4      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 国电集团 58.4%       |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 64,853.7     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 38.7             |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 13,363.6     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 193.7            |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 10.280/7.120 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 11.8             |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (3.2)/6.3/(18.7) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (1.6)/3.4/(19.9) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年末风电装机容量预计同比增长13.4%至13.5吉瓦。由于风资源不佳，2014年预计公司风电利用小时数同比下跌2.8%至2,052小时，2015年利用小时预计反弹3.1%至2,115小时。2014年首11个月，全国风电电源投资额同比大幅增加51.2%至740亿人民币，而首11个月全国新增风电装机同比仅增长5.5%至9.3吉瓦，意味着大量风电项目将在2015年上半年投产。我们预计公司2015年上半年将有较多机组投产，2015年风电售电量预计同比上升16.7%。目前我们预测2014/2015/2016年的每股盈利为人民币0.341元/0.457元/0.529元，同比分别增长33.6%/34.1%/15.8%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于18.7倍/14.0倍/12.0倍的2014/2015/2016年市盈率以及1.5倍/1.4倍/1.3倍的2014/2015/2016年市净率。我们目前的评级是「收集」，目标价是9.20港元。

### 正面因素分析

- 2014年风电整体限电率预计录得下降。
- 中国央行减息有利于降低境内债务利息费用。

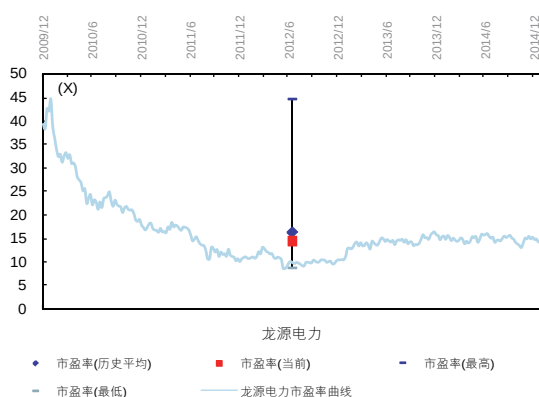
### 负面因素分析

- 陆上风电标杆上网电价下调，影响未来新增机组的回报率。

### 风险分析

- 风资源波动的风险。
- 2015年上半年风电装机集中投产可能会导致限电率反弹。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入            | 17,288  | 19,123  | 19,910  | 21,873  | 23,735  |
| 煤炭消耗成本        | (2,627) | (2,226) | (1,749) | (1,697) | (1,772) |
| 煤炭销售成本        | (3,197) | (2,860) | (2,573) | (2,625) | (2,677) |
| 折旧与摊销         | (3,697) | (4,391) | (4,901) | (5,344) | (5,815) |
| 人工成本          | (925)   | (1,115) | (1,238) | (1,384) | (1,538) |
| 材料成本          | (479)   | (398)   | (398)   | (356)   | (305)   |
| 维修与保养         | (305)   | (521)   | (549)   | (626)   | (709)   |
| 行政费用          | (402)   | (396)   | (407)   | (458)   | (515)   |
| 其它经营成本        | (390)   | (980)   | (776)   | (533)   | (579)   |
| 经营利润          | 6,045   | 6,000   | 7,299   | 8,812   | 9,739   |
| 税前利润          | 3,667   | 3,529   | 4,404   | 5,523   | 6,074   |
| 所得税           | (342)   | (561)   | (619)   | (826)   | (977)   |
| 税后利润          | 3,325   | 2,968   | 3,786   | 4,697   | 5,098   |
| 少数股东权益        | (732)   | (919)   | (1,047) | (1,026) | (846)   |
| 净利润           | 2,593   | 2,049   | 2,738   | 3,671   | 4,252   |
| 每股净利(人民币)     | 0.347   | 0.255   | 0.341   | 0.457   | 0.529   |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 6.6   | 5.2    | 4.4   | 9.7   | 8.3   |
| 经营利润增长(%)  | 20.0  | (0.7)  | 21.7  | 20.7  | 10.5  |
| 净利润增长(%)   | (1.7) | (21.0) | 33.6  | 34.1  | 15.8  |
| 经营利润率(%)   | 32.5  | 30.7   | 35.8  | 39.4  | 40.2  |
| 市盈率(倍)     | 18.7  | 24.7   | 18.7  | 14.0  | 12.0  |
| 市净率(倍)     | 1.8   | 1.6    | 1.5   | 1.4   | 1.3   |
| 股东资金回报率(%) | 9.4   | 6.8    | 8.5   | 10.5  | 11.1  |
| 资产回报率(%)   | 2.6   | 1.9    | 2.4   | 2.9   | 3.1   |
| 净负债比率(倍)   | 1.8   | 1.8    | 1.9   | 1.9   | 1.9   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 1.9   | 1.9    | 2.1   | 2.2   | 2.2   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 装机增速较快，有估值优势

分析员：吴逸超 Leo Wu

华能新能源(00958 HK)

评级：买入

股价：HK\$2.510

目标价：HK\$3.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)          | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 4,027               | 558                   | 0.066        | (53.0)       | 30.6                           | 1.399        | 1.4                 | 0.015        | 0.7          | 4.8        |
| 2013A                                         | 5,798               | 888                   | 0.104        | 57.0         | 18.9                           | 1.535        | 1.3                 | 0.020        | 1.0          | 6.9        |
| 2014F                                         | 6,114               | 1,074                 | 0.119        | 14.5         | 16.7                           | 1.658        | 1.2                 | 0.024        | 1.2          | 7.2        |
| 2015F                                         | 8,260               | 1,983                 | 0.204        | 71.7         | 9.7                            | 1.838        | 1.1                 | 0.041        | 2.1          | 11.7       |
| 2016F                                         | 10,039              | 2,430                 | 0.250        | 22.6         | 7.9                            | 2.047        | 1.0                 | 0.050        | 2.5          | 12.9       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 9,728.0      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 华能集团 56.9%          |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 24,417.3     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 37.2                |              |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 18,638.7     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 256.2               |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 3.870/2.160  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 4.0                 |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (11.0)/(1.6)/(31.9) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (9.4)/(4.5)/(33.1)  |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

预计公司2014/2015年分别新增风电装机容量1.2/2.0吉瓦，新增光伏装机200/200兆瓦，总合并装机容量达到7.95/10.15吉瓦。2014年风资源不佳，但限电率继续好转，公司2014年风电利用小时预计下降6.9%，风电总发电量预计同比上升8.3%。2014年12月公司宣布配售约7亿股H股，募资净额约13.74亿人民币，基本抵消了因投资增加而导致的资产负债率上升。目前我们预测2014/2015/2016年的每股盈利为人民币0.119元/0.204元/0.250元，同比分别增长14.5%/71.7%/22.6%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于16.7倍/9.7倍/7.9倍的2014/2015/2016年市盈率以及1.2倍/1.1倍/1.0倍的2014/2015/2016年市净率，当前估值相比同业吸引。我们目前给予的评级是「买入」，目标价是3.50港元，相当于23.3倍/13.6倍/11.1倍的2014/2015/2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 2014年风电整体限电率预计录得下降。
- 中国央行减息有利于降低境内债务利息费用。

### 负面因素分析

- 陆上风电标杆上网电价下调，影响未来新增机组的回报率。

### 风险分析

- 风资源波动的风险。
- 2015年上半年风电装机集中投产可能会导致限电率反弹。

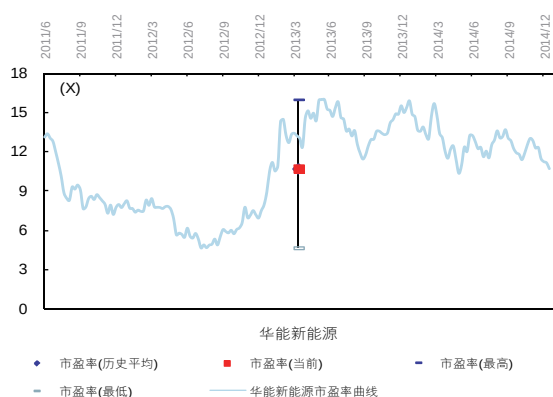
### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入            | 4,027   | 5,798   | 6,114   | 8,260   | 10,039  |
| 其它收入净额        | 190     | 79      | 72      | 68      | 65      |
| 折旧和摊销         | (1,612) | (1,931) | (2,231) | (2,847) | (3,309) |
| 员工成本          | (151)   | (205)   | (272)   | (362)   | (440)   |
| 维修保养          | (50)    | (91)    | (131)   | (175)   | (244)   |
| 行政费用          | (127)   | (146)   | (174)   | (202)   | (231)   |
| 其它经营成本        | (104)   | (775)   | (231)   | (305)   | (370)   |
| 经营利润          | 2,172   | 2,727   | 3,149   | 4,438   | 5,511   |
| 净财务费用         | (1,542) | (1,740) | (1,908) | (2,160) | (2,652) |
| 应占合营公司利润      | 0       | (3)     | (2)     | (2)     | (2)     |
| 税前利润          | 631     | 984     | 1,238   | 2,276   | 2,857   |
| 所得税           | (30)    | (67)    | (134)   | (243)   | (358)   |
| 税后利润          | 601     | 917     | 1,104   | 2,033   | 2,499   |
| 少数股东权益        | (43)    | (29)    | (29)    | (50)    | (69)    |
| 净利润           | 558     | 888     | 1,074   | 1,983   | 2,430   |
| 每股净利(人民币)     | 0.066   | 0.104   | 0.119   | 0.204   | 0.250   |

### 重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 26.0   | 44.0  | 5.5   | 35.1  | 21.5  |
| 经营利润增长(%)  | (7.6)  | 25.5  | 15.5  | 41.0  | 24.2  |
| 净利润增长(%)   | (45.5) | 59.1  | 21.0  | 84.6  | 22.6  |
| 经营利润率(%)   | 53.9   | 47.0  | 51.5  | 53.7  | 54.9  |
| 市盈率(倍)     | 30.6   | 18.9  | 16.7  | 9.7   | 7.9   |
| 市净率(倍)     | 1.4    | 1.3   | 1.2   | 1.1   | 1.0   |
| 股东资金回报率(%) | 4.8    | 6.9   | 7.2   | 11.7  | 12.9  |
| 资产回报率(%)   | 1.1    | 1.6   | 1.7   | 2.6   | 2.7   |
| 净负债比率(倍)   | 2.3    | 2.1   | 2.2   | 2.6   | 2.9   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 1.1    | 1.4   | 1.4   | 1.7   | 1.8   |

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。



# 煤化工业务剥离时间与代价存不确定性

分析员：吴逸超 Leo Wu

大唐发电(00991 HK)

评级：中性

股价：HK\$4.170

目标价：HK\$4.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)   | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 77,598              | 4,062                 | 0.305        | 99.6         | 11.0                           | 3.130        | 1.1        | 0.100          | 3.0          | 10.1       |
| 2013A                                         | 75,227              | 3,529                 | 0.265        | (13.1)       | 12.3                           | 3.318        | 1.0        | 0.120          | 3.7          | 8.2        |
| 2014F                                         | 73,793              | 4,962                 | 0.373        | 40.6         | 8.8                            | 3.564        | 0.9        | 0.123          | 3.7          | 10.8       |
| 2015F                                         | 72,169              | 1,316                 | 0.099        | (73.5)       | 33.3                           | 3.538        | 0.9        | 0.033          | 1.0          | 2.8        |
| 2016F                                         | 75,520              | 6,793                 | 0.510        | 416.3        | 6.5                            | 4.005        | 0.8        | 0.168          | 5.1          | 13.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 13,310.0     |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 大唐集团 34.7%     |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 55,502.9     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 20.3           |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 17,932.2     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 222.1          |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 4.600/2.750  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 5.4            |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (4.4)/3.0/22.2 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (2.8)/0.0/20.9 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

公司2014年末的合并装机容量预计同比增长5.2%至41.2吉瓦，2015年合并售电量预计同比提高2.1%。受2014年9月份上网电价下调影响，2015年燃煤平均上网电价预计同比微降0.5%，但受燃气机组增加较快影响，综合平均电价将提高0.4%。2015年国内煤炭市场预期继续维持供大于求，国内动力煤均价预计同比下跌，但跌幅将较2014年明显收窄。煤化工业务不能如预期在2014年末前完成剥离，相信会对2014/2015年业绩产生持续不利影响，且剥离时资产减值可能显著影响2015年业绩。目前我们预测2014/2015/2016年的每股盈利为人民币0.373元/0.099元/0.510元，核心每股盈利为0.373元/0.473元/0.510元。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于8.8倍/7.0倍/6.5倍的2014/2015/2016年核心市盈率以及0.9倍/0.9倍/0.8倍的2014/2015/2016年市净率。我们目前给予的评级是「中性」，目标价是4.50港元。

## 正面因素分析

- 煤炭市场供过于求，国内动力煤价格预计仍将低迷。
- 中国央行减息有利于降低境内债务利息费用。

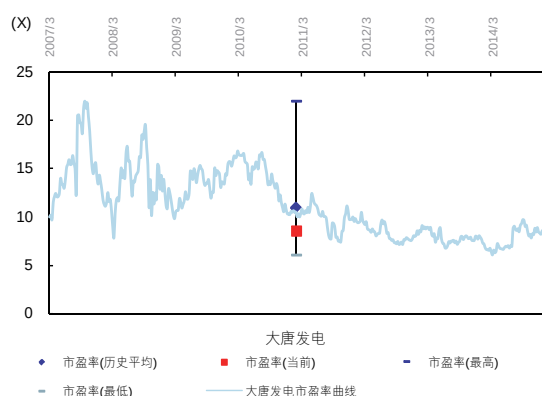
## 风险分析

- 国内动力煤价格波动的风险。
- 电力体制改革超预期使电力企业价值重估的风险。

## 负面因素分析

- 煤炭板块盈利能力受煤炭市场低迷影响。
- 国内火电机组利用小时预计将持续偏低。
- 煤化工业务剥离时间慢于预期将持续影响公司业绩。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入          | 77,598   | 75,227   | 73,793   | 72,169   | 75,520   |
| 燃料成本          | (39,116) | (31,142) | (27,830) | (27,222) | (31,034) |
| 维修费用          | (2,362)  | (2,411)  | (2,508)  | (2,681)  | (2,919)  |
| 折旧            | (8,820)  | (10,015) | (11,002) | (10,588) | (10,342) |
| 员工费用          | (2,748)  | (2,820)  | (3,011)  | (3,237)  | (3,603)  |
| 营业税费          | (670)    | (746)    | (738)    | (722)    | (755)    |
| 其它费用          | (5,019)  | (8,814)  | (7,656)  | (17,460) | (7,848)  |
| 经营成本          | (64,088) | (59,884) | (56,487) | (62,318) | (56,909) |
| 经营利润          | 13,510   | 15,343   | 17,305   | 9,852    | 18,611   |
| 利息支出          | (8,568)  | (8,237)  | (8,998)  | (8,063)  | (6,985)  |
| 税前利润          | 7,586    | 8,098    | 9,339    | 2,951    | 13,015   |
| 所得税           | (1,361)  | (2,355)  | (2,531)  | (1,101)  | (3,423)  |
| 税后利润          | 6,225    | 5,743    | 6,808    | 1,850    | 9,592    |
| 少数股东权益        | (2,163)  | (2,214)  | (1,846)  | (534)    | (2,799)  |
| 净利润           | 4,062    | 3,529    | 4,962    | 1,316    | 6,793    |
| 每股净利(人民币)     | 0.305    | 0.265    | 0.373    | 0.099    | 0.510    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A  | 2014F | 2015F  | 2016F |
|------------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 收入增长(%)    | 7.2   | (3.1)  | (1.9) | (2.2)  | 4.6   |
| 经营利润增长(%)  | 41.4  | 13.6   | 12.8  | (43.1) | 88.9  |
| 净利润增长(%)   | 106.1 | (13.1) | 40.6  | (73.5) | 416.3 |
| 经营利润率(%)   | 17.4  | 20.4   | 23.5  | 13.7   | 24.6  |
| 市盈率(倍)     | 11.0  | 12.3   | 8.8   | 33.3   | 6.5   |
| 市净率(倍)     | 1.1   | 1.0    | 0.9   | 0.9    | 0.8   |
| 股东资金回报率(%) | 10.1  | 8.2    | 10.8  | 2.8    | 13.5  |
| 资产回报率(%)   | 1.6   | 1.2    | 1.6   | 0.5    | 2.5   |
| 净负债比率(倍)   | 3.2   | 2.9    | 2.9   | 2.2    | 2.0   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 1.4   | 1.4    | 1.4   | 0.9    | 1.9   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 估值不便宜

分析员：吴逸超 Leo Wu

华电国际(01071 HK)

评级：中性

股价：HK\$6.800

目标价：HK\$5.10

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)   | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 59,080              | 1,447                 | 0.205        | 1,777.1      | 26.7                           | 2.638        | 2.1        | 0.065          | 1.2          | 8.1        |
| 2013A                                         | 66,049              | 4,097                 | 0.556        | 171.6        | 9.6                            | 3.122        | 1.7        | 0.225          | 4.2          | 19.3       |
| 2014F                                         | 68,578              | 5,535                 | 0.691        | 24.3         | 7.8                            | 3.429        | 1.6        | 0.251          | 4.7          | 20.8       |
| 2015F                                         | 72,377              | 5,664                 | 0.643        | (6.9)        | 8.4                            | 3.821        | 1.4        | 0.257          | 4.8          | 17.7       |
| 2016F                                         | 78,251              | 5,579                 | 0.633        | (1.5)        | 8.5                            | 4.197        | 1.3        | 0.253          | 4.7          | 15.8       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 8,807.3      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 中国华电 44.2%     |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 59,889.6     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 18.5           |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 17,933.5     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 326.2          |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 7.550/2.980  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 6.2            |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 7.3/24.3/139.8 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 8.8/21.4/138.5 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年末的合并装机容量预计同比增长9.1%至38.8吉瓦，预计2015年合并售电量同比提高5.2%。受2014年9月份上网电价下调，2015年平均燃煤上网电价预计同比微跌0.4%。2015年国内煤炭市场预期继续维持供大于求，国内动力煤均价预计同比下跌，但跌幅将较2014年明显收窄。公司近日公告启动收购华电集团约5吉瓦火电资产的工作，预计将加快公司的装机和业绩增长。目前我们不含资产注入假设的2014/2015/2016年的每股盈利预测为人民币0.691元/0.643元/0.633元，同比分别增长24.3%/−6.9%/−1.5%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于7.8倍/8.4倍/8.5倍的2014/2015/2016年市盈率以及1.6倍/1.4倍/1.3倍的2014/2015/2016年市净率。公司2014年涨幅达到了139%，是行业中涨幅最高的个股，目前估值已经不算便宜。我们目前给予的评级是「中性」，目标价为5.10港元。

### 正面因素分析

- 煤炭市场供过于求，国内动力煤价格预计仍将低迷。
- 中国央行减息有利于降低境内债务利息费用。
- 集团资产注入预计将提高收入与盈利增长。

### 负面因素分析

- 国内火电机组利用小时预计将持续偏低。

### 风险分析

- 国内动力煤价格波动的风险。
- 电力体制改革超预期使电力企业价值重估的风险。

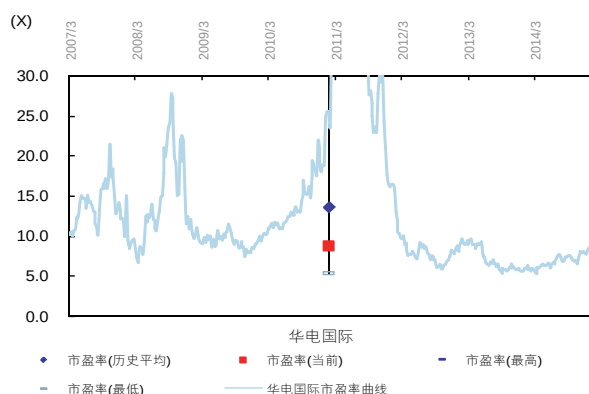
### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入          | 59,080   | 66,049   | 68,578   | 72,377   | 78,251   |
| 燃料成本          | (37,095) | (35,729) | (34,505) | (36,216) | (40,589) |
| 维修费用          | (1,962)  | (2,529)  | (2,972)  | (3,399)  | (3,857)  |
| 折旧            | (6,283)  | (7,508)  | (8,108)  | (8,458)  | (8,931)  |
| 员工费用          | (2,809)  | (3,424)  | (4,036)  | (4,657)  | (5,048)  |
| 其它费用          | (1,031)  | (920)    | (1,000)  | (1,103)  | (1,212)  |
| 管理费用          | (1,830)  | (2,263)  | (2,172)  | (2,410)  | (2,561)  |
| 经营费用          | (52,096) | (53,565) | (54,177) | (57,675) | (63,695) |
| 经营利润          | 6,983    | 12,485   | 14,401   | 14,702   | 14,556   |
| 财务费用          | (6,223)  | (6,019)  | (5,933)  | (5,842)  | (5,951)  |
| 税前利润          | 2,637    | 7,095    | 9,629    | 10,062   | 9,844    |
| 所得税           | (690)    | (1,515)  | (2,256)  | (2,404)  | (2,397)  |
| 税后利润          | 1,948    | 5,579    | 7,373    | 7,658    | 7,447    |
| 少数股东权益        | (501)    | (1,482)  | (1,838)  | (1,993)  | (1,868)  |
| 净利润           | 1,447    | 4,097    | 5,535    | 5,664    | 5,579    |
| 每股盈利(人民币)     | 0.205    | 0.556    | 0.691    | 0.643    | 0.633    |

### 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 9.0   | 11.8  | 3.8   | 5.5   | 8.1   |
| 经营利润增长(%)  | 121.3 | 78.8  | 15.3  | 2.1   | (1.0) |
| 净利润增长(%)   | 18.6  | 183.2 | 35.1  | 2.3   | (1.5) |
| 经营利润率(%)   | 11.8  | 18.9  | 21.0  | 20.3  | 18.6  |
| 市盈率(倍)     | 26.7  | 9.6   | 7.8   | 8.4   | 8.5   |
| 市净率(倍)     | 2.1   | 1.7   | 1.6   | 1.4   | 1.3   |
| 股东资金回报率(%) | 8.1   | 19.3  | 20.8  | 17.7  | 15.8  |
| 资产回报率(%)   | 0.9   | 2.4   | 3.1   | 3.0   | 2.8   |
| 净负债比率(倍)   | 5.8   | 4.8   | 3.6   | 3.3   | 3.0   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 1.2   | 1.9   | 2.3   | 2.3   | 2.3   |

### 公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 高负债率持续限制装机增长

分析员：吴逸超 Leo Wu

大唐新能源(01798 HK)

评级：中性

股价：HK\$1.030

目标价：HK\$1.08

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)       | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 4,368               | 112                   | 0.015        | (84.7)       | 53.7                           | 1.212        | 0.7        | 0.023              | 2.8          | 1.3        |
| 2013A                                         | 5,630               | 237                   | 0.033        | 110.9        | 24.7                           | 1.277        | 0.6        | 0.003              | 0.4          | 2.6        |
| 2014F                                         | 5,588               | 59                    | 0.008        | (75.1)       | 100.4                          | 1.283        | 0.6        | 0.002              | 0.3          | 0.6        |
| 2015F                                         | 6,290               | 274                   | 0.038        | 364.1        | 21.6                           | 1.318        | 0.6        | 0.011              | 1.4          | 2.9        |
| 2016F                                         | 6,872               | 438                   | 0.060        | 60.0         | 13.5                           | 1.367        | 0.6        | 0.018              | 2.2          | 4.5        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 7,273.7      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 大唐集团 73.9%         |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 7,491.9      |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 17.2               |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 2,544.6      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 439.8              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 1.760/0.960  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 1.5                |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (8.0)/1.0/(37.0)   |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (6.4)/(2.0)/(38.2) |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

公司2014/2015年末风电装机容量预计同比增长8.8%/8.0%至6.22/6.72吉瓦。由于风资源不佳，预计2014年公司风电利用小时同比倒退3.5%至1,932小时。预期2015年风资源恢复正常，利用小时同比回升2.9%，风电发电量预计同比上升12.8%。2014年11月下旬央行降息，有利于减轻公司的财务费用压力。目前我们预测公司2014/2015/2016年的每股盈利为人民币0.008元/0.038元/0.060元，同比分别增长-75.1%/364.1%/60.0%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于100.4倍/21.6倍/13.5倍的2014/2015/2016年市盈率以及0.6倍/0.6倍/0.6倍的2014/2015/2016年市净率。我们目前给予的评级是「中性」，目标价是1.08港元。

## 正面因素分析

- 2014年风电整体限电率预计录得下降。
- 中国央行减息有利于降低境内债务利息费用。

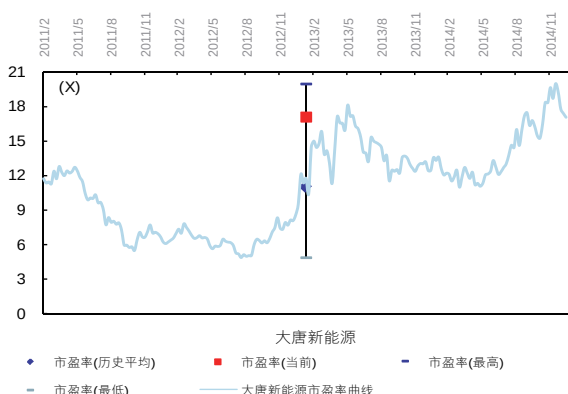
## 负面因素分析

- 陆上风电标杆上网电价下调，影响未来新增机组的回报率。

## 风险分析

- 风资源波动的风险。
- 2015年上半年风电装机集中投产可能会导致限电率反弹。

公司预测市盈率曲线



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入            | 4,368   | 5,630   | 5,588   | 6,290   | 6,872   |
| 折旧与摊销         | (1,857) | (2,201) | (2,351) | (2,467) | (2,563) |
| 人工成本          | (265)   | (353)   | (380)   | (410)   | (440)   |
| 维修与保养         | (83)    | (121)   | (129)   | (146)   | (164)   |
| 材料成本          | (24)    | (65)    | (63)    | (75)    | (88)    |
| 其它经营成本        | (294)   | (374)   | (412)   | (462)   | (514)   |
| 总经营成本         | (2,531) | (3,298) | (3,344) | (3,568) | (3,778) |
| 经营利润          | 2,114   | 2,458   | 2,305   | 2,790   | 3,168   |
| 净财务费用         | (1,933) | (2,108) | (2,251) | (2,406) | (2,521) |
| 联营公司业绩        | (6)     | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 税前利润          | 176     | 360     | 88      | 420     | 684     |
| 所得税           | 10      | (53)    | (11)    | (65)    | (119)   |
| 税后利润          | 187     | 307     | 77      | 354     | 565     |
| 少数股东权益        | 74      | 71      | 18      | 81      | 127     |
| 净利润           | 112     | 237     | 59      | 274     | 438     |
| 每股净利(人民币)     | 0.015   | 0.033   | 0.008   | 0.038   | 0.060   |

重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A | 2014F  | 2015F | 2016F |
|------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 14.1   | 28.9  | (0.8)  | 12.6  | 9.3   |
| 经营利润增长(%)  | (13.0) | 16.2  | (6.2)  | 21.0  | 13.6  |
| 净利润增长(%)   | (84.6) | 110.9 | (75.1) | 364.1 | 60.0  |
| 经营利润率(%)   | 45.5   | 42.7  | 40.8   | 43.9  | 45.6  |
| 市盈率(倍)     | 53.7   | 24.7  | 100.4  | 21.6  | 13.5  |
| 市净率(倍)     | 0.7    | 0.6   | 0.6    | 0.6   | 0.6   |
| 股东资金回报率(%) | 1.3    | 2.6   | 0.6    | 2.9   | 4.5   |
| 资产回报率(%)   | 0.2    | 0.4   | 0.1    | 0.5   | 0.7   |
| 净负债比率(倍)   | 4.1    | 4.1   | 4.3    | 4.4   | 4.4   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 0.9    | 1.1   | 1.0    | 1.1   | 1.2   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 装机类型多样化的清洁能源平台

分析员：吴逸超 Leo Wu

中广核美亚(01811 HK)

评级：收集

股价：HK\$2.000

目标价：HK\$2.80

| End 12/31                                     | Turnover<br>(US\$ m) | Net Profit<br>(US\$ m) | EPS<br>(US\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(US\$) | PBR<br>(x)       | DPS<br>(US\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 948                  | 20                     | 0.006         | 623.3        | 39.7                           | 0.221         | 1.2              | 0.000         | 0.0          | 3.0        |
| 2013A                                         | 1,055                | 56                     | 0.018         | 176.9        | 14.3                           | 0.251         | 1.0              | 0.000         | 0.0          | 7.6        |
| 2014F                                         | 1,465                | 82                     | 0.024         | 34.2         | 10.7                           | 0.214         | 1.2              | 0.004         | 1.4          | 9.6        |
| 2015F                                         | 1,715                | 104                    | 0.024         | 0.0          | 10.7                           | 0.239         | 1.1              | 0.004         | 1.4          | 10.7       |
| 2016F                                         | 1,841                | 111                    | 0.026         | 7.0          | 10.0                           | 0.263         | 1.0              | 0.004         | 1.5          | 10.3       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 4,290.8       |              | 大股东 Major shareholder          |               | 中广核集团 72.3%      |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 8,581.6       |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 18.6             |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 56,868.9      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 199.1            |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 2.860/1.840   |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               | 3.1              |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (14.2)/17.0/n.a. |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (12.6)/14.0/n.a. |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

中广核美亚是一家亚洲地区多元化的独立发电商，母公司为中广核集团，定位是集团的非核清洁能源最终整合平台。公司2014年末权益装机容量预计为3.58吉瓦，其中2.04吉瓦或57%是位于韩国的燃油及燃气电厂。预计2014–2015年公司主要盈利增长由韩国的栗村二期燃气电厂的电量提升所贡献，而公司旗下位于中国的水电厂（权益137兆瓦）、燃煤电厂（权益1.19吉瓦）、热电联产机组（权益75兆瓦）及燃气电厂（权益138兆瓦）预计将提供稳定的回报。公司近期将致力于从中广核集团收购非核可再生资源，第一批计划于2015年底前完成1吉瓦风电、水电、光伏发电项目的收购。我们预测公司2014/2015/2016年的每股盈利为0.024美元/0.024美元/0.026美元，同比分别增长34.2%/0.0%/7.0%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于10.7倍/10.7倍/10.0倍的2014/2015/2016年市盈率以及1.2倍/1.1倍/1.0倍的2014/2015/2016年市净率。我们目前的评级是「收集」，目标价是2.80港元。

## 正面因素分析

- 韩国电力资产具有公用事业属性，预期回报率稳定。
- 中广核集团具备注入条件的可再生资源规模庞大，公司装机增长空间广阔。

## 负面因素分析

- 公司内生装机增长速度较慢（韩国大山二期946.3兆瓦燃气电厂预计2018年投产）。

## 风险分析

- 集团注入可再生能源资产的时间与代价存在不确定性。
- 韩国电力市场的供需情况正在缓解，燃气机组的利用小时数和点火价差可能存在下降的风险。

## 损益表

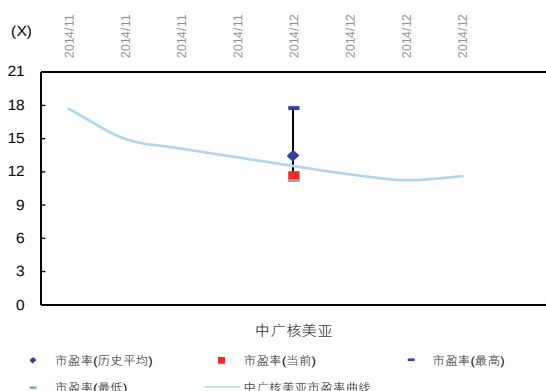
| 截至12月底(百万美元) | 2012A | 2013A | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|--------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 收入           | 948   | 1,055 | 1,465   | 1,715   | 1,841   |
| 煤炭、油和天然气     | (691) | (743) | (1,108) | (1,282) | (1,283) |
| 折旧           | (62)  | (71)  | (71)    | (88)    | (126)   |
| 维修及保养        | (24)  | (23)  | (27)    | (32)    | (41)    |
| 员工成本         | (41)  | (46)  | (54)    | (62)    | (75)    |
| 其它经营成本       | (51)  | (55)  | (58)    | (76)    | (81)    |
| 经营利润         | 80    | 117   | 148     | 174     | 235     |
| 其它损益         | 12    | (34)  | 16      | 31      | 30      |
| 财务费用         | (41)  | (52)  | (53)    | (61)    | (104)   |
| 应占联营合营企业利润   | 8     | 85    | 39      | 40      | 40      |
| 税前利润         | 58    | 117   | 150     | 184     | 201     |
| 所得税          | (29)  | (47)  | (54)    | (63)    | (66)    |
| 税后利润         | 29    | 69    | 96      | 121     | 135     |
| 少数股东权益       | (9)   | (14)  | (14)    | (17)    | (24)    |
| 净利润          | 20    | 56    | 82      | 104     | 111     |
| 每股净利(美元)     | 0.006 | 0.018 | 0.024   | 0.024   | 0.026   |

## 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 23.4  | 11.2  | 38.9  | 17.1  | 7.3   |
| 经营利润增长(%)  | 5.3   | 46.5  | 26.4  | 18.0  | 34.7  |
| 净利润增长(%)   | 623.3 | 176.9 | 46.7  | 26.5  | 7.0   |
| 经营利润率(%)   | 8.4   | 11.1  | 10.1  | 10.2  | 12.8  |
| 市盈率(倍)     | 39.7  | 14.3  | 10.7  | 10.7  | 10.0  |
| 市净率(倍)     | 1.2   | 1.0   | 1.2   | 1.1   | 1.0   |
| 股东资金回报率(%) | 3.0   | 7.6   | 9.6   | 10.7  | 10.3  |
| 资产回报率(%)   | 0.9   | 2.0   | 3.0   | 3.1   | 2.8   |
| 净负债比率(倍)   | 1.8   | 2.0   | 1.0   | 2.0   | 1.7   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 1.9   | 2.3   | 3.0   | 3.6   | 2.8   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

## 盈利增速减弱

分析员：吴逸超 Leo Wu

中国电力(02380 HK)

评级：中性

股价：HK\$3.930

目标价：HK\$4.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 17,677              | 1,181                 | 0.225        | 127.1        | 14.1                           | 2.692        | 1.2        | 0.090        | 2.8          | 8.4        |
| 2013A                                         | 19,055              | 2,290                 | 0.399        | 77.7         | 7.7                            | 2.877        | 1.1        | 0.160        | 5.2          | 13.7       |
| 2014F                                         | 21,169              | 3,152                 | 0.475        | 19.0         | 6.5                            | 2.996        | 1.0        | 0.184        | 5.9          | 16.2       |
| 2015F                                         | 22,635              | 3,245                 | 0.455        | (4.3)        | 6.8                            | 3.042        | 1.0        | 0.175        | 5.6          | 15.1       |
| 2016F                                         | 25,638              | 3,354                 | 0.453        | (0.5)        | 6.9                            | 3.320        | 0.9        | 0.181        | 5.8          | 14.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 6,860.3      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 中电投集团 59.3%  |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 26,961.0     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 40.7         |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 15,101.3     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 160.7        |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 4.000/2.370  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 5.0          |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 1.6/9.2/52.7 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 3.1/6.2/51.5 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年末合并装机容量预计同比增长3.5%至14.9吉瓦，2015年合并售电量预计同比提高6.6%。受2014年9月份上网电价下调影响，2015年平均燃煤脱硫标杆上网电价有所下降，但被新获得的脱硝及除尘电价所抵消。2015年国内煤炭市场预期继续维持供大于求，国内动力煤均价预计同比下跌，但跌幅将较2014年明显收窄。目前我们预测2014/2015/2016年的每股盈利为人民币0.475元/0.455元/0.453元，同比分别增长19.0%/−4.3%/−0.5%。

基于我们的盈利预测，公司目前股价相当于6.5倍/6.8倍/6.9倍的2014/2015/2016年市盈率以及1.0倍/1.0倍/0.9倍的2014/2015/2016年市净率。由于装机增长较慢以及股本随着可转债的转换不断扩大，公司未来两年每股盈利的增速预计偏低。我们目前给予的评级是「中性」，目标价是4.00港元。

### 正面因素分析

- 煤炭市场供过于求，国内动力煤价格预计仍将低迷。
- 中国央行减息有利于降低境内债务利息费用。

### 负面因素分析

- 国内火电机组利用小时预计将持续偏低。

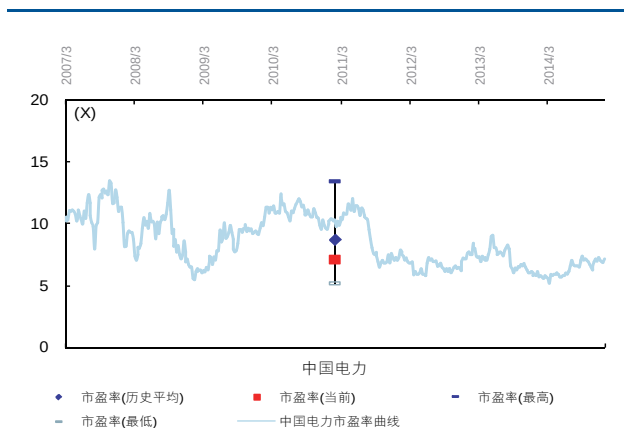
### 风险分析

- 国内动力煤价格波动的风险。
- 电力体制改革超预期使电力企业价值重估的风险。
- 公司水电利用小时数波动的风险。

### 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入           | 17,677   | 19,055   | 21,169   | 22,635   | 25,638   |
| 燃料成本           | (9,470)  | (9,007)  | (8,379)  | (9,000)  | (10,691) |
| 折旧             | (2,082)  | (2,209)  | (2,465)  | (2,643)  | (2,854)  |
| 员工费用           | (984)    | (1,238)  | (1,270)  | (1,446)  | (1,616)  |
| 维修成本           | (549)    | (571)    | (664)    | (687)    | (783)    |
| 消耗品            | (241)    | (261)    | (291)    | (320)    | (383)    |
| 其它经营费用         | (1,063)  | (1,128)  | (1,272)  | (1,430)  | (1,743)  |
| 经营费用总计         | (14,117) | (13,873) | (14,161) | (15,477) | (18,019) |
| 经营利润           | 3,560    | 5,182    | 7,008    | 7,158    | 7,619    |
| 财务费用           | (1,687)  | (1,512)  | (1,958)  | (2,019)  | (2,089)  |
| 税前利润           | 2,129    | 4,234    | 5,625    | 5,841    | 6,139    |
| 所得税            | (447)    | (959)    | (1,256)  | (1,314)  | (1,429)  |
| 税后利润           | 1,681    | 3,275    | 4,368    | 4,527    | 4,710    |
| 少数股东权益         | (500)    | (986)    | (1,216)  | (1,282)  | (1,356)  |
| 净利润            | 1,181    | 2,290    | 3,152    | 3,245    | 3,354    |
| 每股净利 (人民币)     | 0.225    | 0.399    | 0.475    | 0.455    | 0.453    |

### 公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

### 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 8.8   | 7.6   | 10.3  | 8.0   | 13.4  |
| 经营利润增长(%)  | 56.6  | 45.6  | 35.2  | 2.1   | 6.4   |
| 净利润增长(%)   | 133.8 | 93.9  | 37.6  | 2.9   | 3.4   |
| 经营利润率(%)   | 20.3  | 27.5  | 33.8  | 31.9  | 30.0  |
| 市盈率(倍)     | 14.1  | 7.7   | 6.5   | 6.8   | 6.9   |
| 市净率(倍)     | 1.2   | 1.1   | 1.0   | 1.0   | 0.9   |
| 股东资金回报率(%) | 8.4   | 13.7  | 16.2  | 15.1  | 14.2  |
| 资产回报率(%)   | 1.8   | 3.1   | 4.0   | 3.4   | 3.6   |
| 净负债比率(倍)   | 2.3   | 1.9   | 1.7   | 1.6   | 1.5   |
| 净利息覆盖比例(倍) | 1.4   | 2.3   | 2.8   | 2.8   | 2.8   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 环保行业

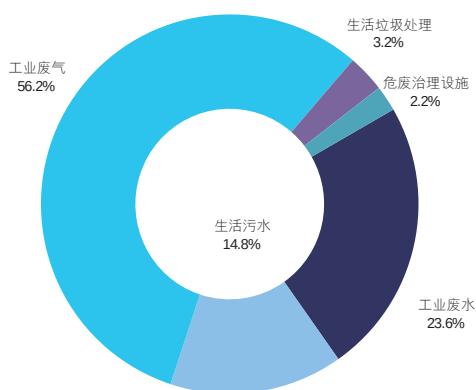
## 跑赢大市

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国环境问题严峻，治污力度仍不足。根据2013年中国环境状况公报，城市空气质量形势严峻，依据新《环境空气质量标准》，74个重点城市环境空气质量达标城市只有海口、舟山及拉萨，达标率只有4.1%。另外，全国地表水总体为轻度污染，在4,778个地下水监测点位中，较差和极差水质的监测点比例达59.6%。最后，全国年内净减少耕地面积8.02万公顷；现有土壤侵蚀总面积2.95亿公顷，占国土面积达30.7%。尽管中国近年投入大量的资源于防治污染上，成效并不显著。根据最新发布的2013年环境统计年报，2013年治污投资只占GDP 1.6%，其中已经包括环境基础设施投资、老工业污染投资及三同时环保投资。剔除误差以及统计口径与国际的差异，经修正后的比例应只有0.8%。根据国际经验，治污投资一般占到GDP 1%–1.5%才可基本控制污染，2%–3%才可显著改善环境质素。以美国为例，其于1975至1994年里的20年环保支出占GDP比例基本稳定于1.7%–1.8%。我们认为从实际治污效果及环保的投资额占GDP比例均显示治污力度仍不足。

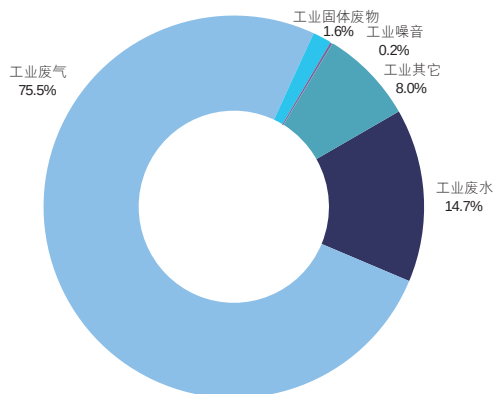
中央对环保问题极为重视，预计2015年将有重要政策出台。2014年国务院常务会议多次提到环境问题的重要性，以及推出相关的防治意见。如10月召开的常务会议大力创新投融资方式，积极推广政府与社会资本合作(PPP)模式等方式以增加环保企业的融资工具及渠道。另外，国务院亦于11月12日印发《关于加强环境监督执法通知》，显示将加强对违规企业及其个人的执法力度，建立透明规范的监督机制。我们认为随着企业的违规成本增加，以及政府支持政策的落实到位，对于环保设施及设备的投资需求将大量释放。由于2015年是十二五的收官之年，而且是新环保法的开始之年，时间点位于承前启后的位置，极为重要，我们认为政府将推出更多的支持行业发展政策以保障前期政策落实的成果，以及为十三五规划打好基础。

2013年中国污染治理设施运行费分布



资料来源：中国环保部。

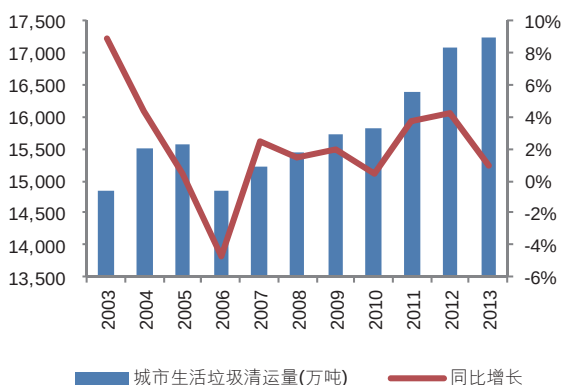
2013年中国工业污染治理投资分布



资料来源：中国环保部。

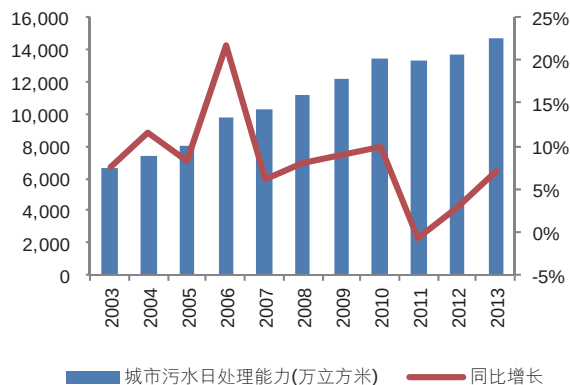
**2015年环保投资将有增无减，水污染防治将是下一个重点市场。**基于严峻的环境及政府对问题的重视，我们认为环保投资于未来很长时间内均有增无减。数据显示，2013年工业污染治理投资额达850亿元（人民币，下同），同比大增69.8%。细分污染治理投资包括废水（占14.7%）、废气（占75.4%）、固体废物（占1.6%）、噪音（占0.2%）及其它（占8.0%）。数据从一定程度反映了污染物对环境的直接损害而需要实时治理的次序（废气>废水>固体废物）。随着2013年《大气污染防治行动计划》的推行，以及总投资近1.7万亿元的防治计划的实施，我们预计往后几年的空气质素将开始改善，废气治理的投资将会下跌。取而代之的将会是水污染防治行动计划（水十条）的实施。市场预计水十条将会于2015年1月推出，总投资达2万亿元，将会超过大气防治。我们认为2015年水污染防治将会是继大气防治后下一个重点市场。

城市生活垃圾年清运量



资料来源：中国统计局。

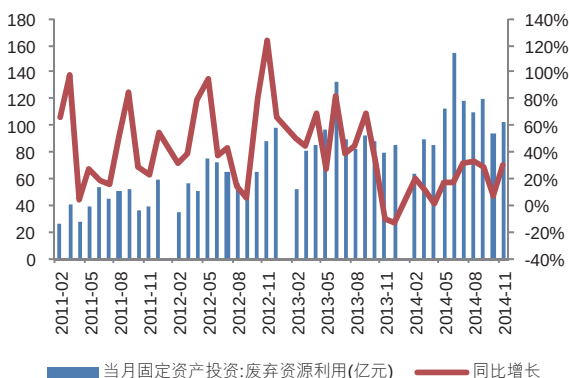
城市污水日均处理量



资料来源：中国统计局。

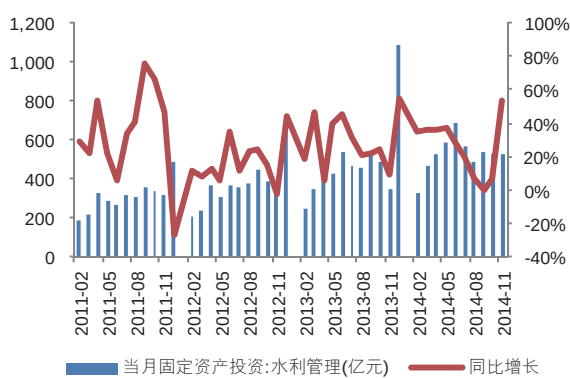
**具国企背景的环保行业龙头将会更易把握行业增长。**环保行业特别是对经营类企业，如污水处理厂等，是资本密集的行业。基于投资额大、经营稳定但回报期长等的特性，长期债务融资一般占整个投资的60%以上，而国企于获取长期融资具有民企及外企无可比拟的优势。即使民企或外企能获取贷款，利率一般仍将远高于国企。由于公用事业一般具有一定的公益特质，回报率很难太高，借贷成本高低直接影响项目可行性。另外，由于大部份的环保项目资源掌握于地方政府手里，它们更倾向于与国企进行交易，因交易成本更低。具国企背景的环保行业龙头因此可以更低成本获取更多的项目。基于此，我们认为具背景的环保行业龙头将更能把握环保行业的增长。

废弃资源利用行业固定资产投资额(当月)



资料来源：中国统计局。

水利管理行业固定资产投资额(当月)



资料来源：中国统计局。

## 投资建议

**行业前景正面。**首选具国企背景的行业龙头北控水务(00371 HK)及光大国际(00257 HK)。我们认为在现时中国环保投资严重不足，以及中央政府高度重视环境问题的情况下，往后几年的投资将有增无减。加上2015年为新环保法的首次落实年，预计将有更多对于行业支持的重磅政策出台，以为新法护航。我们认为行业2015年的发展前景正面。

基于环保行业的资本密集特性，以及行业处于大规模并购潮，我们认为可以低成本获取大量融资（特别是贷款）的具有国企背景的大型企业将最为受惠，因其低成本融资将有效提高项目净回报率，而在获取新项目的谈判过程将更易获得较好条件，因大部份的项目资源掌握于地方政府手里，其更倾向与有国企背景的企业合作。因此，我们认为北控水务(00371 HK)及光大国际(00257 HK)这两个分别为污水处理行业及固废处理行业的国企龙头企业将更能受惠于行业的增长，加上该两个公司并无于A股上市，其H股价值更为突显。维持该两个公司作为我们环保行业的首选股及「收集」评级，目标价分别为6.38港元及12.10港元。

| 公司名称          | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级        | 14市盈率(x)    | 15市盈率(x)    | 16市盈率(x)    | 15市净率(x)   | 15 ROE (%)  | 15股息率(%)   |
|---------------|-------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|
| 北控水务          | 00371 | 5.290    | 收集          | 29.3        | 22.2        | 17.3        | 2.7        | 13.0        | 1.3        |
| 光大国际          | 00257 | 11.540   | 收集          | 31.7        | 24.4        | 19.8        | 3.2        | 13.8        | 1.0        |
| 东江环保          | 00895 | 27.150   | 收集          | 26.8        | 17.8        | 14.4        | 4.9        | 15.5        | 1.9        |
| 桑德国际          | 00967 | 8.980    | n.a.        | 17.5        | 13.7        | 10.4        | 2.1        | 16.3        | 0.3        |
| 绿色动力          | 01330 | 4.620    | n.a.        | 24.6        | 15.7        | 11.6        | 1.6        | 10.2        | 0.4        |
| 中国水务          | 00855 | 3.520    | n.a.        | 14.7        | 18.5        | 17.2        | 1.4        | 7.4         | 2.0        |
| 康达环保          | 06136 | 3.430    | n.a.        | 18.8        | 14.1        | 11.0        | 1.8        | 13.5        | 0.7        |
| 中滔环保          | 01363 | 7.970    | n.a.        | 29.6        | 21.4        | 16.9        | 5.3        | 26.8        | 0.8        |
| <b>市值加权平均</b> |       |          | <b>跑赢大市</b> | <b>27.9</b> | <b>21.4</b> | <b>17.1</b> | <b>3.0</b> | <b>14.6</b> | <b>1.0</b> |

资料来源：国泰君安国际、Bloomberg。

## 固废处理及水处理双线发展

分析员：黄家玮 Gary Wong

光大国际(00257 HK)

评级：收集

股价：HK\$11.540

目标价：HK\$12.10

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %)                        | PER<br>(x) | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)      | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|-------------------------------------|------------|---------------|-----------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 3,410                | 881                    | 0.233         | 6.4                                 | 49.6       | 2.068         | 5.6             | 0.060         | 0.5          | 13.3       |
| 2013A                                         | 5,320                | 1,325                  | 0.326         | 40.1                                | 35.4       | 2.983         | 3.9             | 0.085         | 0.7          | 12.2       |
| 2014F                                         | 6,599                | 1,630                  | 0.364         | 11.5                                | 31.7       | 3.247         | 3.6             | 0.100         | 0.9          | 11.7       |
| 2015F                                         | 8,910                | 2,119                  | 0.473         | 29.9                                | 24.4       | 3.599         | 3.2             | 0.120         | 1.0          | 13.8       |
| 2016F                                         | 10,663               | 2,610                  | 0.582         | 23.2                                | 19.8       | 4.031         | 2.9             | 0.150         | 1.3          | 15.3       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 4,483.7       | 大股东 Major shareholder               |            |               | 光大集团 41.4%      |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 51,741.9      | 流通比例 Free float (%)                 |            |               | 55.8            |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 8,436.5       | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%)      |            |               | 33.2            |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 12.220/8.800  | 13-16年每股盈利复合年增长率 13-16 EPS CAGR (%) |            |               | 21.3            |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |                                     |            |               | (3.4)/12.3/11.2 |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |                                     |            |               | (1.8)/9.3/9.9   |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

光大国际(00257 HK) 2014年上半年收入同比增19.3%至29.44亿元(港元,下同)。纯利同比增23.3%至8.02亿元。业绩与预期一致。收入快速增长主要因环保能源建造服务的收入同比增22.3%至15.27亿元,以及新能源业务的建造服务收入贡献1.64亿元,去年没有这项。截至10月底公司新签27个环保及新能源的项目,包括12个垃圾发电项目、7个生物质利用项目、3个危废处理项目、2个风力发电项目、1个光伏发电项目以及2个水处理项目,总投资达92.23亿元人民币。2014年新签的项目数较前两年的新签项目总和更多。随着产能释放,公司于未来数年收入增长将维持强劲。公司现时垃圾发电的日产能达34,400吨/日,为行业最大之一,其多元化固废处理布局(包括生活垃圾处理、工业危废处理、医疗废物处理等),有助于开发新的利润增长点及维持其于固废处理行业的领导地位。

除固废业务外,公司亦致力于投资水处理业务。公司刚完成了对新加坡上市的汉科环境科技的收购,使公司的水处理产能从原来的186.5万吨/日提高至343.5万吨/日。我们认为公司固废处理及水处理并行发展的战略,将充份受惠于未来5-10年中国环保行业快速增长的大环境。现估值31.7/24.4/19.8倍的2014/2015/2016年市盈率并不高。维持公司「收集」评级及12.10港元的目标价,对应33.3/25.6/20.8倍的2014/2015/2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 大股东实力雄厚,公司易于获取融资。
- 公司为行业头龙,规模优势明显。
- 公司垃圾发电技术源自世界龙头德国马丁,并自行投入巨资加以改良,技术优势明显。

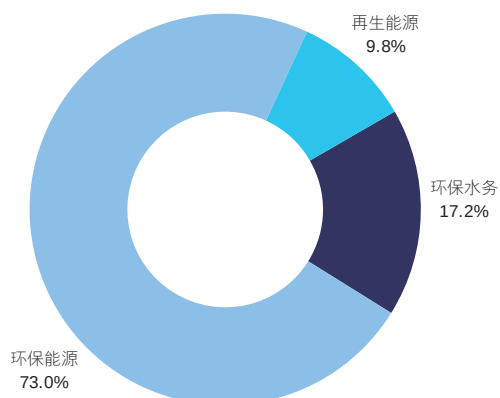
### 负面因素分析

- 新签项目较多导致建设初期收入增速低于费用增速。
- 资本开支大增将加大融资压力。
- 仍处于投资期,未来数年仍将是净现金流出状态。

### 风险分析

- 项目建设可能受附近居民的反对而推迟。
- 项目排放物可能因未能达标而受惩罚。
- 新签项目回报率可能将逐年下跌。

2014年上半年收入分布



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万港元) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额          | 3,410   | 5,320   | 6,599   | 8,910   | 10,663  |
| 经营成本         | (1,726) | (2,944) | (3,762) | (5,262) | (6,225) |
| 毛利           | 1,684   | 2,375   | 2,837   | 3,648   | 4,438   |
| 其它收入         | 97      | 144     | 172     | 232     | 277     |
| 销售、行政及管理费用   | (297)   | (392)   | (436)   | (561)   | (661)   |
| 经营溢利         | 1,483   | 2,127   | 2,573   | 3,318   | 4,054   |
| 财务收入/(支出)    | (313)   | (316)   | (375)   | (444)   | (506)   |
| 除税前盈利        | 1,171   | 1,812   | 2,198   | 2,875   | 3,548   |
| 税项           | (267)   | (447)   | (519)   | (690)   | (859)   |
| 除税后盈利        | 904     | 1,364   | 1,680   | 2,185   | 2,689   |
| 少数股东权益       | (23)    | (40)    | (49)    | (66)    | (79)    |
| 股东应占溢利       | 881     | 1,325   | 1,630   | 2,119   | 2,610   |
| 每股盈利(港元)     | 0.233   | 0.326   | 0.364   | 0.473   | 0.582   |
| 增长/减少(%)     | 6.4     | 40.1    | 11.5    | 29.9    | 23.2    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 49.4  | 44.7  | 43.0  | 40.9  | 41.6  |
| 经营利润率(%)   | 43.5  | 40.0  | 39.0  | 37.2  | 38.0  |
| 净利率(%)     | 25.8  | 24.9  | 24.7  | 23.8  | 24.5  |
| 资产回报率(%)   | 5.8   | 6.6   | 6.4   | 7.2   | 7.7   |
| 股东资金回报率(%) | 13.3  | 12.2  | 11.7  | 13.8  | 15.3  |
| 净负债比率(%)   | 37.5  | 8.3   | 22.8  | 33.2  | 35.5  |
| 净利息覆盖比率(倍) | 4.7   | 6.7   | 6.9   | 7.5   | 8.0   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 新增产能超于预期

分析员：黄家玮 Gary Wong

北控水务(00371 HK)

评级：收集

股价：HK\$5.290

目标价：HK\$6.38

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                          | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|-------------------------------------|---------------|------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 3,727                | 750                    | 0.109         | 21.5         | 48.7                                | 1.225         | 4.3        | 0.040         | 0.8          | 9.1        |
| 2013A                                         | 6,406                | 1,084                  | 0.140         | 28.7         | 37.8                                | 1.576         | 3.4        | 0.052         | 1.0          | 10.0       |
| 2014F                                         | 8,551                | 1,564                  | 0.181         | 29.2         | 29.3                                | 1.710         | 3.1        | 0.060         | 1.1          | 11.1       |
| 2015F                                         | 10,876               | 2,064                  | 0.238         | 32.0         | 22.2                                | 1.947         | 2.7        | 0.070         | 1.3          | 13.0       |
| 2016F                                         | 13,144               | 2,646                  | 0.306         | 28.2         | 17.3                                | 2.251         | 2.4        | 0.080         | 1.5          | 14.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 8,707.4       |              | 大股东 Major shareholder               |               |            | 北京控股 43.9%    |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 46,062.2      |              | 流通比例 Free float (%)                 |               |            | 56.1          |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 16,527.7      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%)      |               |            | 189.0         |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 5.738/3.987   |              | 13-16年每股盈利复合年增长率 13-16 EPS CAGR (%) |               |            | 29.8          |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                     |               |            | (0.8)/0.8/8.6 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                     |               |            | 0.8/(2.2)/7.3 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

北控水务(00371 HK) 2014年上半年收入同比增38.1%至38.16亿元(港元,下同)。纯利同比增38.9%至7.14亿元。业绩与预期一致。收入快速增长主要因为污水处理收入同比大增74.4%至15亿元,及供水收入同比大增116.9%至2.6亿元。另外,去年收购葡萄牙水厂亦贡献了0.9亿元的收入。截至11月底公司新增水处理产能为334.3万吨/日,预计全年新产能450万吨/日,较年初目标350万吨/日的新增产能多100万吨/日。预计2014年资本开支可达80亿元,较去年的41亿元接近翻倍。公司现时跟踪以及准备投标的项目产能达668万吨/日,预计2015年新增产能仍可维持450万吨/日,将保证未来数水处理收入维持快速增长。

除原有生活污水处理以及生活用水供水业务外,公司正研究进入农村污水处理市场以及工业污水处理市场,将培育成为公司新的利润增长点。我们认为随着即将公布的「水污染防治行动计划」,以及2015年开始实施的新环保法的落实,将为公司带来重大发展机遇。现估值29.3/22.2/17.3倍的2014/2015/2016年市盈率并不高。维持公司「收集」评级及6.38港元的目标价,对应35.3/26.8/20.9倍的2014/2015/2016年市盈率。

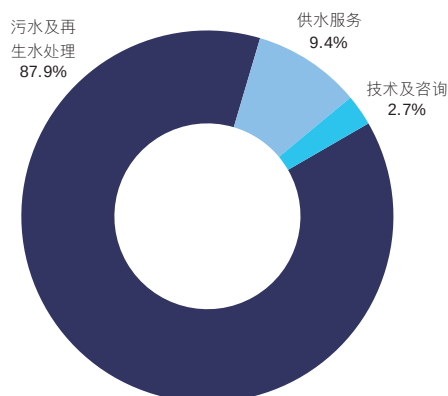
### 正面因素分析

- 大股东仍有不少水处理项目可注入。
- 「水十条」将出台,公司作为行业龙头将大为受惠。
- 公司一直专于水处理业务,规模优势明显,技术于行业处领先地位。

### 风险分析

- 海外投资项目将承受一定政治风险。
- 经处理的污水水质可能因未能达标而受惩罚。
- 新签项目回报率可能将逐年下跌。

2014年上半年收入明细



资料来源：公司。

### 负面因素分析

- 债务比率偏高。
- 供水价格及污水处理价格受政府严格管制,不可自行调节,一定程度影响收入增速。
- 仍处于投资期,未来数年仍将是净现金流出状态。

损益表

| 截至12月底(百万港元) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额          | 3,727   | 6,406   | 8,551   | 10,876  | 13,144  |
| 经营成本         | (2,290) | (3,901) | (5,211) | (6,584) | (7,813) |
| 毛利           | 1,437   | 2,506   | 3,341   | 4,292   | 5,331   |
| 其它收入         | 66      | 12      | (51)    | (48)    | (48)    |
| 销售、行政及管理费用   | (440)   | (775)   | (812)   | (924)   | (1,030) |
| 经营溢利         | 1,064   | 1,743   | 2,478   | 3,320   | 4,253   |
| 财务收入/(支出)    | (27)    | (354)   | (446)   | (625)   | (775)   |
| 应占联营及合资公司收益  | 55      | 108     | 118     | 130     | 143     |
| 除税前盈利        | 1,092   | 1,497   | 2,150   | 2,825   | 3,622   |
| 税项           | (225)   | (352)   | (516)   | (684)   | (891)   |
| 除税后盈利        | 867     | 1,145   | 1,634   | 2,141   | 2,731   |
| 少数股东权益       | (117)   | (61)    | (70)    | (77)    | (85)    |
| 股东应占溢利       | 750     | 1,084   | 1,564   | 2,064   | 2,646   |
| 每股盈利(港元)     | 0.109   | 0.140   | 0.181   | 0.238   | 0.306   |
| 增长/减少(%)     | 21.5    | 28.7    | 29.2    | 32.0    | 28.2    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 38.6  | 39.1  | 39.1  | 39.5  | 40.6  |
| 经营利润率(%)   | 41.1  | 34.0  | 34.6  | 35.2  | 36.5  |
| 净利率(%)     | 20.1  | 16.9  | 18.3  | 19.0  | 20.1  |
| 资产回报率(%)   | 2.0   | 2.2   | 2.7   | 3.1   | 3.7   |
| 股东资金回报率(%) | 9.1   | 10.0  | 11.1  | 13.0  | 14.5  |
| 净负债比率(%)   | 234.2 | 163.3 | 181.4 | 189.0 | 182.7 |
| 净利息覆盖比率(倍) | 3.1   | 2.8   | 3.2   | 3.4   | 3.6   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



# 国内工业危废处理服务龙头，受惠行业产能短缺

分析员：黄家玮 Gary Wong

东江环保(00895 HK)

评级：收集

股价：HK\$27.150

目标价：HK\$36.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                          | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)       | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|-------------------------------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 1,522               | 267                   | 0.768         | 30.9         | 28.3                                | 2.716        | 8.0              | 0.178        | 0.8          | 17.5       |
| 2013A                                         | 1,583               | 208                   | 0.600         | (21.9)       | 35.8                                | 3.102        | 6.9              | 0.200        | 0.9          | 9.6        |
| 2014F                                         | 2,028               | 278                   | 0.800         | 33.4         | 26.8                                | 3.557        | 6.0              | 0.267        | 1.2          | 11.6       |
| 2015F                                         | 3,254               | 419                   | 1.205         | 50.7         | 17.8                                | 4.360        | 4.9              | 0.402        | 1.9          | 15.5       |
| 2016F                                         | 4,099               | 516                   | 1.485         | 23.2         | 14.4                                | 5.350        | 4.0              | 0.495        | 2.3          | 17.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 347.3         |              | 大股东 Major shareholder               |              | 张维仰 28.0%        |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 9,429.1       |              | 流通比例 Free float (%)                 |              | 72.0             |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 394.4         |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%)      |              | 7.4              |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 34.000/15.000 |              | 13-16年每股盈利复合年增长率 13-16 EPS CAGR (%) |              | 35.3             |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                     |              | (9.3)/(13.8)/5.4 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                     |              | (7.8)/(16.7)/4.2 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

东江环保(00895 HK) 2014年1-3季度收入同比增25.5%至13.8亿元(人民币,下同)。纯利同比增20.1%至2.0亿元。业绩略低于预期,主要因为管理费用因经营规模增而同比大增27.0%至1.9亿元,财务费用则因为融资规模大增而从2013年的净收入2百万元,变为2014年的净支出14百万元。作为国内最大的工业危废处理服务公司之一,除扩展原有工业危废业务外,公司2014年亦通过不同的收购以拓展其它业务,包括于6月18日以3.75亿元收购厦门绿洲60%股权,以拓展电子垃圾处理及医疗废物处理市场;以及以13.3百万元参股10%的上田环境以拓展土壤修复业务。作为国内固废处理行业的领导企业之一,以及固废特别是危废处理产能极度紧张的市场状况,我们认为公司未来3-5年内仍收入仍将维持快速增长。

虽然作为民企,相较于国企同业较难获取优质项目,而一般而言融资成本亦会较高,但公司作为行业的领导企业,先行及技术优势明显,将一定程度对冲其民营企业身份的劣势。加上公司现时估值已较同业存有一定折让,我们认为公司估值吸引。维持公司「收集」评级及36.20港元的目标价,对应35.8/23.7/19.3倍的2014/2015/2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 国内最大危废处理服务公司之一。
- 拓展生活垃圾处理服务及土壤修复市场。
- 资源回收业务产能于未来两年将大增。

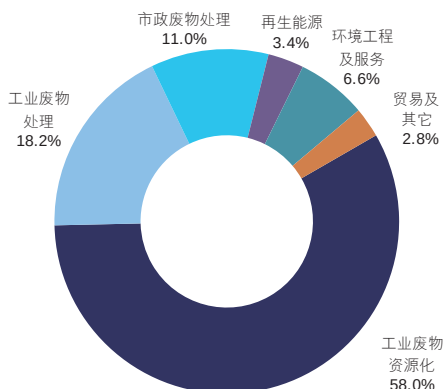
## 负面因素分析

- 1-3季收入增速低速略低于预期。
- 民营环保企业相较于国企较难获取好项目。
- 市场传言公司最近受证监会调查。

## 风险分析

- 经回收的金属库存价格受市场价格波动影响巨大。
- 韶关绿然项目的用地面积仍未确定。
- 垃圾处理标准调整受政策影响最大,公司没定价权。

2014年上半年收入分布



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额           | 1,522 | 1,583   | 2,028   | 3,254   | 4,099   |
| 经营成本          | (960) | (1,100) | (1,408) | (2,307) | (2,888) |
| 毛利            | 562   | 483     | 620     | 946     | 1,211   |
| 其它收入          | (13)  | (5)     | (10)    | (16)    | (20)    |
| 销售、行政及管理费用    | (242) | (260)   | (323)   | (468)   | (600)   |
| 净财务开支/收入      | (3)   | (1)     | (3)     | (18)    | (28)    |
| 应占联营及合资公司收益   | 12    | 22      | 28      | 31      | 34      |
| 特殊收益          | 17    | 33      | 49      | 62      | 79      |
| 除税前盈利         | 333   | 271     | 362     | 539     | 675     |
| 税项            | (39)  | (28)    | (40)    | (60)    | (78)    |
| 除税后盈利         | 294   | 244     | 322     | 478     | 596     |
| 少数股东权益        | (27)  | (35)    | (44)    | (60)    | (81)    |
| 股东应占溢利        | 267   | 208     | 278     | 419     | 516     |
| 每股盈利(港元)      | 0.768 | 0.600   | 0.800   | 1.205   | 1.485   |
| 增长/减少(%)      | 30.9  | (21.9)  | 33.4    | 50.7    | 23.2    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 36.9  | 30.5  | 30.6  | 29.1  | 29.5  |
| 经营利润率(%)   | 20.8  | 15.1  | 15.4  | 14.6  | 14.5  |
| 净利率(%)     | 17.5  | 13.2  | 13.7  | 12.9  | 12.6  |
| 资产回报率(%)   | 10.5  | 6.5   | 7.6   | 9.4   | 9.8   |
| 股东资金回报率(%) | 17.5  | 9.6   | 11.6  | 15.5  | 17.0  |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 7.4   | 20.4  |
| 净利息覆盖比率(倍) | 95.6  | 145.3 | 87.4  | 25.7  | 20.8  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 博彩行业

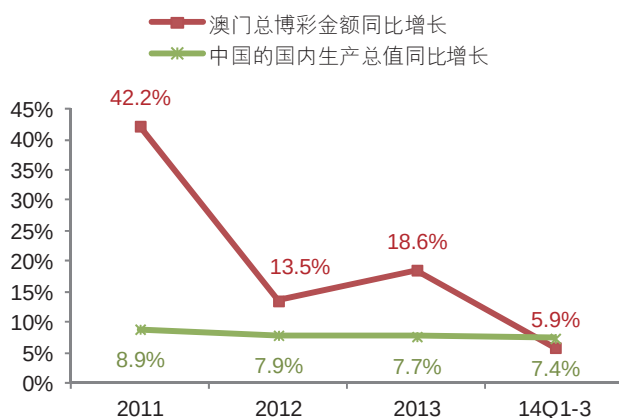
## 跑赢大市

分析员：Noah Hudson

澳门的2014年总博彩金额下降2.6%，相对2013年的18.6%增长率。尽管如此，相对博彩收入增长，EBITDA增长更重要，而2014年第一季度至第三季度，澳门6家赌场运营商的经调整物业EBITDA同比增长11.9%，是因为EBITDA利润率比较高的中场博彩收入占总博彩收入比例越来越高。估计贵宾市场EBITDA利润率在13%左右，而中场EBITDA利润率在40%左右。中场博彩收入占总博彩收入比例在2014年第3季度从2013年的33.9%提升至39.7%，而在2015年有望超过贵宾市场。澳门的博彩增长点将继续瞄准中场市场，以及中国旅游业的增长。

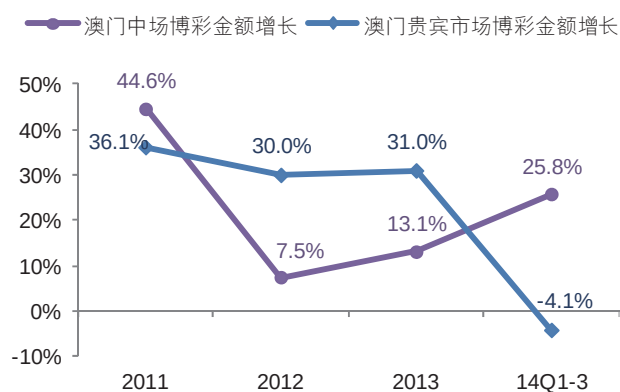
另外，尽管2014年首9个月的总博彩增长率大幅反弹，但我们也不能忽略贵宾市场和中场市场走了两条截然相反的路。2013年的贵宾市场博彩金额增长31.0%，但是在2014年首9个月同比下降4.1%，主要的原因是中央政府的反腐工作。跟贵宾市场相反，在2014年首9个月中场博彩金额增长率从2013年的13.1%加快到25.8%，也是在面临几个负面因素的时候：1) 中国的国内生产总值增长率在2014年首9个月从2013年的7.7%下降至7.4%；2) 澳门在2013年总共新增265张赌台，但是在2014年第三季度减少了53张赌台；3) 澳门在2014年没有新开的酒店而且总星级酒店客房数量基本不变，略提升100间星级酒店客房。

中国国内生产总值增长率以及澳门总博彩金额增长率



资料来源：中国统计局、澳门博彩监察协调局。

澳门中场博彩金额增长率及贵宾市场博彩金额增长率



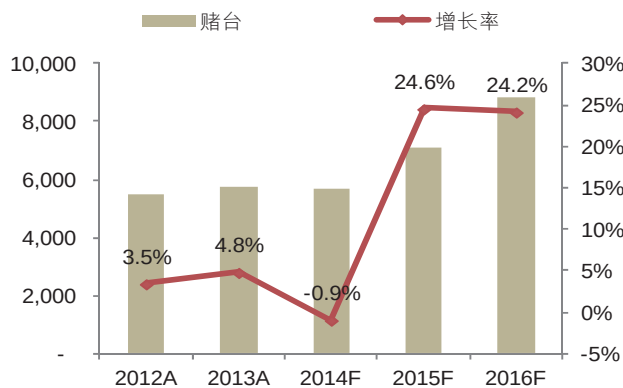
资料来源：澳门博彩监察协调局。

我们认为2014年首9个月中场博彩金额增长率比较高是因为中国市场渗透率仍然不足。澳门2014年首9个月的博彩总收入尽管相当于拉斯维加斯大道的6倍多，但是美国全国总博彩收入高于澳门42.9%，显示澳门市场有继续增长的空间。在2013年，在美国每个美国人产生的博彩收入为203.9美元，而在澳门每个中国内地人的博彩收入则为33.5美元，我们仍然认为这显示澳门博彩业有进一步增长空间，特别是考虑到中国可支配收入的不断提高、新赌场进一步推动需求及基础设施的改善使中国至澳门的旅行变得更容易。

赌场的酒店客房接近爆满，成为行业增长的一个瓶颈。2014年首9个月整个澳门的平均入住率为86.3%，澳门赌场酒店平均入住率则为97.2%。尽管如此，2014年首9个月澳门总入境旅客数量同比增长7.7%，而来自中国内地的旅客数量同比增长12.2%，显示澳门是受中国内地旅客欢迎的休闲及度假胜地。

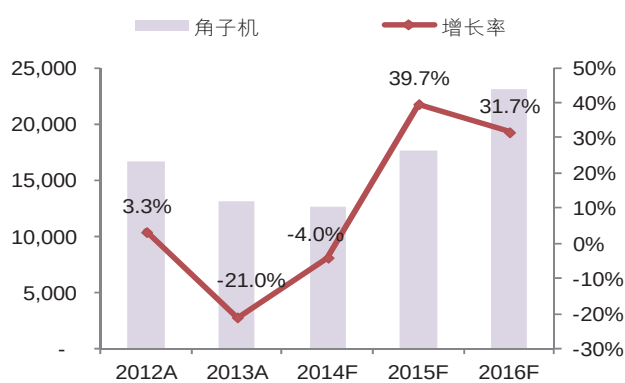
在2015年，澳门有3家赌场度假村将要开幕：1) 新濠博亚(06883 HK)的新濠影汇；2) 银河娱乐(00027 HK)的澳门银河二期；3) 金沙中国(01928 HK)的路氹金光大道物业。此三家赌场度假村总投资金额为81亿美元，将新增1,400张赌台，比2014年9月高24.6%；将新增5,000台角子机，比2014年9月高39.7%；将新增4,650间星级酒店客房，相对赌场运营商在2014年9月的客房量高27.7%，会让更多的旅游者在澳门待更长的时间。根据澳门土地工务运输局公布的数据，到2014年3季度，澳门有21个酒店项目在建设中，将新提供14,434间客房，而且还有另外27个酒店项目在计划过程中，有望新提供11,377间客房，能满足不同商业及休闲旅客所需。

澳门赌台数量和增长



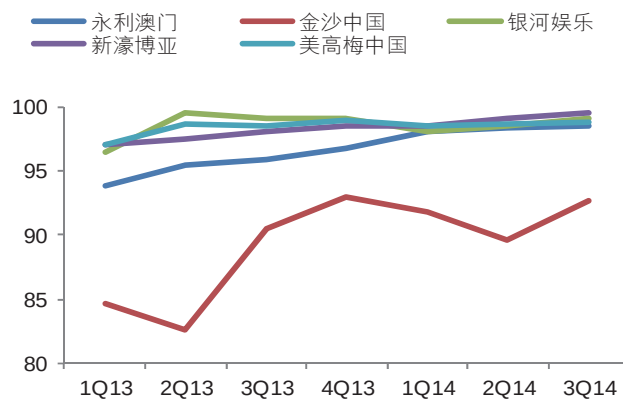
资料来源：澳门博彩监察协调局、国泰君安国际。

澳门角子机数量和增长



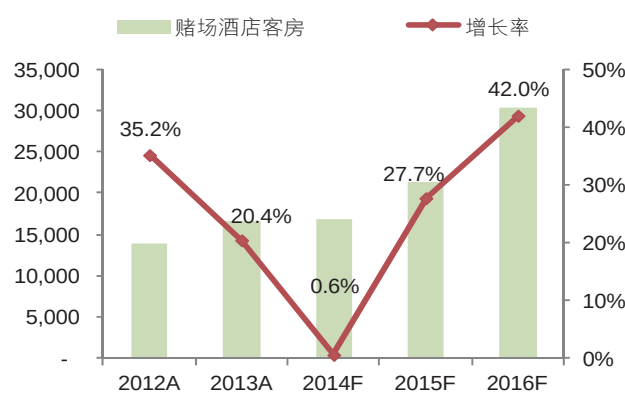
资料来源：澳门博彩监察协调局、国泰君安国际。

澳门5家赌场运营商总酒店入住率



资料来源：公司、国泰君安国际。

澳门5家赌场运营商总客房数量和增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

中央纪委书记王岐山2014年10月24日表示，习近平主席开展的反腐败斗争不会结束，他说：「这仅仅是新的开端。」我们认为中国开展的反腐工作将持续到2015年，而澳门博彩贵宾市场在2015年不会有很明显的恢复。我们预期2016年澳门博彩贵宾市场收入金额跟2014年持平，或者有个位数的正面增长。但是我们认为澳门的度假村能抓住中国消费者开支的长期增长。我们认为2015年澳门大规模的新开赌场和新增酒店是澳门总博彩收入尤其是中场博彩收入的催化剂，预期2015年中场博彩收入增长率将超过20%。

## 投资建议

我们认为行业股价已经反映悲观因素，而行业会有好转。由于投资者对澳门博彩收入的增长前景持比较悲观的态度，澳门博彩行业目前后4个季度EV/EBITDA低于历史平均水平18.2%。不过，我们认为行业目前的放缓是暂时的，而且2014年比较低的博彩总收入增长将在2015年导致很低的同比比较基数，同时新开幕娱乐场也将促进行业收入增长。建议「收集」我们覆盖的永利澳门(01128 HK)及美高梅中国(02282 HK)。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HKS) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|---------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 永利澳门   | 01128 | 21.850  | 收集   | 16.7     | 18.8     | 11.9     | 8.3      | 48.0       | 3.5      |
| 美高梅中国  | 02282 | 19.720  | 收集   | 13.8     | 13.0     | 12.4     | 5.4      | 48.1       | 2.7      |
| 金沙中国   | 01928 | 37.900  | n.a. | 14.9     | 14.3     | 12.6     | 5.7      | 41.6       | 6.7      |
| 银河娱乐   | 00027 | 42.850  | n.a. | 15.8     | 14.5     | 12.1     | 3.7      | 28.9       | 2.0      |
| 新濠博亚   | 06883 | 64.550  | n.a. | 20.0     | 18.7     | 15.0     | 2.7      | 13.2       | 1.9      |
| 澳博控股   | 00880 | 12.260  | n.a. | 9.7      | 10.3     | 10.5     | 2.5      | 26.1       | 7.5      |
| 市值加权平均 |       |         | 跑赢大市 | 13.5     | 13.4     | 11.9     | 4.2      | 34.0       | 4.9      |

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

# 永利澳门的新设施将有助于跟对手新赌场竞争

分析员：Noah Hudson

永利澳门(01128 HK)

评级：收集

股价：HK\$21.850

目标价：HK\$30.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$)   | Yield<br>(%) | ROE<br>(%)           |       |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|---------------|--------------------------------|---------------|------------|-----------------|--------------|----------------------|-------|
| 2012A                                         | 28,452               | 6,440                  | 1.241         | 8.9           | 17.6                           | 2.024         | 10.8       | 0.000           | 0.0          | 88.6                 |       |
| 2013A                                         | 31,341               | 7,701                  | 1.484         | 19.6          | 14.7                           | 1.776         | 12.3       | 0.980           | 4.5          | 78.1                 |       |
| 2014F                                         | 30,998               | 6,805                  | 1.312         | (10.9)        | 16.7                           | 2.222         | 9.8        | 0.866           | 4.0          | 65.6                 |       |
| 2015F                                         | 30,992               | 6,017                  | 1.161         | (22.1)        | 18.8                           | 2.618         | 8.3        | 0.766           | 3.5          | 48.0                 |       |
| 2016F                                         | 50,070               | 9,491                  | 1.831         | 53.2          | 11.9                           | 3.241         | 6.7        | 1.209           | 5.5          | 62.5                 |       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        |               | 5,195.5       | 大股东 Major shareholder          |               |            | 永利度假村 (WYNN US) |              |                      | 42.3% |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        |               | 110,924.5     | 流通比例 Free float (%)            |               |            |                 |              |                      | 18.1  |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        |               | 6,654.9       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |               |            |                 |              |                      | 118.0 |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        |               | 38.800/19.820 | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               |            |                 |              |                      | 41.1  |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |               |                                |               |            |                 |              | (13.6)/(11.5)/(37.8) |       |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |               |                                |               |            |                 |              | (12.0)/(14.5)/(39.1) |       |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

永利澳门装修将于2015年1月完成，将带来「惊人的」博彩规模增长。公司正在对永利娱乐场的整个厢房进行翻新，针对高端中场客户。把整个厢房分配给优质的中场市场将汇聚和改善永利澳门的基本人流量，支持和强化中场赌台的效率和使用率。我们预计永利澳门的新设施将有助于减少2015年流失给新濠影汇和银河澳门二期的市场份额，后两者均预计在2015年中开幕。永利皇宫如期推进，预期将于2016年1月开幕，每间餐厅都将有娱乐表演。永利皇宫的550张赌台已获政府批准，所有的优质贵宾厅都将临湖而设，而且每一间贵宾厅都将设有一个吸烟阳台，这在新禁烟令下是一个清晰的优势。

目前，澳门博彩业后4个季度预测EV/EBITDA估值相对历史平均水平有18.2%折让，永利澳门才有5.2%的折让。我们认为永利澳门的较小的折让是合理的，因为永利澳门装修物业将在2015年第1季度开业，而且永利皇宫也将在2016年初开业，将令公司博彩规模翻一番而做出一定的价值贡献。我们建议「收集」此股票，目标价格为30.00港币。

## 正面因素分析

- 永利澳门中场和贵宾分部2014年第3季度的收入增长都高于市场。
- 永利皇宫的每一间餐厅都将娱乐表演与美食结合起来，其中一间餐厅将设置开放式墙体和一个舞台，连续表演娱乐节目。

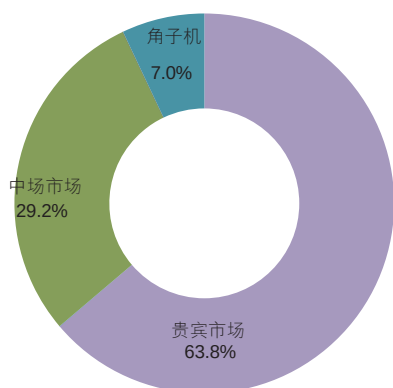
## 负面因素分析

- 2014年第3季度，公司63.5%的赌场收入来自贵宾市场，高于市场的56.4%，而相对中场，贵宾市场的利润率比较低，而且受到中央政府持续的反腐工作的负面影响比较大。

## 风险分析

- 中国在过去提高了对澳门的签证限制，在未来也有可能再次这样做。
- 为了遏制在澳门违规用钱的行为，政府可能会采取对行业增长有负面影响的政策。比如，澳门金融管理局已经要求限制银联卡在赌场使用。

永利澳门2015年赌场博彩收入构成预期



资料来源：国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 娱乐场           | 26,707   | 29,536   | 29,340   | 29,296   | 46,221   |
| 客房、餐饮、零售及其它收益 | 1,745    | 1,805    | 1,658    | 1,696    | 3,849    |
| 总经营收益         | 28,452   | 31,341   | 30,998   | 30,992   | 50,070   |
| 经营成本及开支       | (21,755) | (23,529) | (23,430) | (24,062) | (39,639) |
| 经营溢利          | 6,698    | 7,812    | 7,568    | 6,930    | 10,431   |
| 融资成本(净)       | (210)    | (236)    | (733)    | (902)    | (921)    |
| 利率掉期公允价值变动    | 29       | 29       | (5)      | 0        | 0        |
| 其它            | (61)     | 110      | (11)     | 0        | 0        |
| 除税前溢利         | 6,455    | 7,716    | 6,818    | 6,029    | 9,510    |
| 所得税开支         | (15)     | (15)     | (13)     | (12)     | (19)     |
| 本公司拥有人应占纯利    | 6,440    | 7,701    | 6,805    | 6,017    | 9,491    |
| 调整后 EBITDA    | 7,738    | 8,867    | 9,203    | 8,629    | 13,675   |
| 每股盈利(港币)      | 1.241    | 1.484    | 1.312    | 1.161    | 1.831    |
| 每股派息(港币)      | 0.000    | 0.980    | 0.866    | 0.766    | 1.209    |

重要财务比率

|                  | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)          | (3.5) | 10.2  | (1.1) | 0.0   | 61.6  |
| 调整后 EBITDA 增长(%) | (2.7) | 14.6  | 3.8   | (6.2) | 58.5  |
| 调整后 EBITDA 率(%)  | 27.2  | 28.3  | 29.7  | 27.8  | 27.3  |
| 经营利润率(%)         | 23.5  | 24.9  | 24.4  | 22.4  | 20.8  |
| 净利率(%)           | 22.6  | 24.6  | 22.0  | 19.4  | 19.0  |
| 资产回报率(%)         | 31.4  | 28.2  | 19.7  | 14.6  | 20.5  |
| 股东资金回报率(%)       | 88.6  | 78.1  | 65.6  | 48.0  | 62.5  |
| 流动比率(倍)          | 2.0   | 1.9   | 1.9   | 1.2   | 1.1   |
| 净资产负债率(%)        | 净现金   | 净现金   | 41.5  | 118.0 | 48.7  |
| 付息比率(%)          | 0.0   | 66.0  | 66.0  | 66.0  | 66.0  |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 2015年瞄准有较高收入增长及EBITDA率的中场

分析员：Noah Hudson

美高梅中国(02282 HK)

评级：收集

股价：HK\$19.720

目标价：HK\$24.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)                       | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|----------------------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 21,774               | 4,531                  | 1.192         | 38.2         | 16.5                           | 1.556         | 12.7                             | 0.816         | 4.1          | 87.8       |
| 2013A                                         | 25,728               | 5,334                  | 1.404         | 17.7         | 14.1                           | 1.711         | 11.5                             | 0.204         | 1.0          | 85.9       |
| 2014F                                         | 26,265               | 5,447                  | 1.434         | 2.1          | 13.8                           | 2.652         | 7.4                              | 0.503         | 2.5          | 65.7       |
| 2015F                                         | 27,594               | 5,760                  | 1.516         | 5.7          | 13.0                           | 3.650         | 5.4                              | 0.531         | 2.7          | 48.1       |
| 2016F                                         | 33,947               | 6,025                  | 1.585         | 4.6          | 12.4                           | 4.694         | 4.2                              | 0.556         | 2.8          | 38.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 3,800.0       |              | 大股东 Major shareholder          |               | MGM Resorts Int'l (MGM US) 51.0% |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 74,936.0      |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 21.6                             |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 5,429.3       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 19.0                             |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 35.041/18.440 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               | 33.5                             |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (15.9)/(11.8)/(40.4)             |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (14.3)/(14.7)/(41.7)             |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

我们预期公司在2015年会继续将重点更多地转向利润率更高和增长更快的中场分部。在2014年3季度，公司的中场市场总赢额同比大增33.8%，比澳门同期的中场市场博彩总收入14.9%的增幅高一倍多。截至2014年3季度末，公司已将其中场赌台占比提升至50.0%，是自2011年4季度以来的最高水平，其时公司50.5%的赌台在中场分部。由于澳门的整体中场市场继续以快于贵宾分部的速度增长，我们预期公司在2015年将把更多赌台投到中场分部。另外，美高梅路冰将如期于2016年秋季开幕，将令公司的客房数几乎翻两番，总建筑面积是原先的三倍，从而使公司可扩充更多至零售和娱乐。

目前，澳门博彩业后4个季度预测EV/EBITDA估值相对历史平均水平有18.2%折让。美高梅中国目前后4个季度预测EV/EBITDA为11.9倍，较其13.0倍预测EV/EBITDA的历史平均水平低8.5%。公司的新赌场度假村美高梅路冰将令公司的赌台规模翻一倍多，但它要到2016年秋季才会开幕。建议「收集」美高梅中国，目标价为24.00港元。

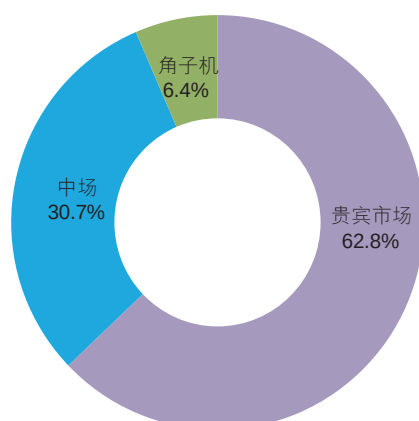
### 正面因素分析

- 2014年第4季度，公司60.3%的赌场收入来自中场，高于市场的43.6%，而相对贵宾市场，中场的利润率较高，且受到中央政府持续的反腐工作的负面影响较小。
- 美高梅路冰将包括超级豪华别墅「The Mansion」，专为吸引及迎合高端客户而设。

### 风险分析

- 中国在过去提高了对澳门的签证限制，在未来也有可能再次这样做。
- 为了遏制在澳门违规用钱的行为，政府可能会采取对行业增长有负面影响的政策。比如，澳门金融管理局已经要求限制银联卡在赌场使用。

美高梅中国2015年赌场博彩收入构成预期



资料来源：国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 在公司的新度假村于2016年秋季开幕之前，对手计划先新开5家度假村。
- 公司贵宾分部2014年3季度表现差于市场，主要是因为公司的贵宾赌台转码数同比回落19.0%，差于行业17.4%的跌幅。

### 损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 娱乐场收益         | 21,454   | 25,412   | 25,936   | 27,243   | 33,144   |
| 客房、餐饮、零售及其它收益 | 319      | 315      | 329      | 350      | 803      |
| 总经营收益         | 21,774   | 25,728   | 26,265   | 27,594   | 33,947   |
| 经营成本及开支       | (17,342) | (20,184) | (20,565) | (21,465) | (27,431) |
| 经营溢利          | 4,432    | 5,544    | 5,700    | 6,128    | 6,516    |
| 融资成本(净)       | (318)    | (189)    | (235)    | (349)    | (471)    |
| 利率掉期公允价值变动    | 7        | (6)      | (3)      | (3)      | (3)      |
| 除税前溢利         | 4,121    | 5,348    | 5,463    | 5,777    | 6,042    |
| 所得税(开支)/收益    | 410      | (15)     | (15)     | (16)     | (17)     |
| 公司拥有人应占纯利     | 4,531    | 5,334    | 5,447    | 5,760    | 6,025    |
| 调整后 EBITDA    | 5,310    | 6,366    | 6,577    | 7,072    | 8,954    |
| 每股盈利(港元)      | 1.192    | 1.404    | 1.434    | 1.516    | 1.585    |
| 每股派息(港元)      | 0.816    | 0.204    | 0.503    | 0.531    | 0.556    |

### 重要财务比率

|                  | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)          | 7.3   | 18.2  | 2.1   | 5.1   | 23.0  |
| 调整后 EBITDA 增长(%) | 7.7   | 19.9  | 3.3   | 7.5   | 26.6  |
| 调整后 EBITDA 率(%)  | 25.5  | 25.8  | 26.1  | 26.7  | 27.5  |
| 经营利润率(%)         | 20.4  | 21.5  | 21.7  | 22.2  | 19.2  |
| 净利率(%)           | 20.8  | 20.7  | 20.7  | 20.9  | 17.7  |
| 资产回报率(%)         | 40.3  | 32.5  | 25.7  | 20.9  | 17.9  |
| 股东资金回报率(%)       | 87.8  | 85.9  | 65.7  | 48.1  | 38.0  |
| 流动比率(倍)          | 163.8 | 124.8 | 164.2 | 101.9 | 79.9  |
| 净资产负债率(%)        | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 19.0  | 18.0  |
| 付息比率(%)          | 68.4  | 14.5  | 35.1  | 35.1  | 35.1  |

资料来源：公司、国泰君安国际。



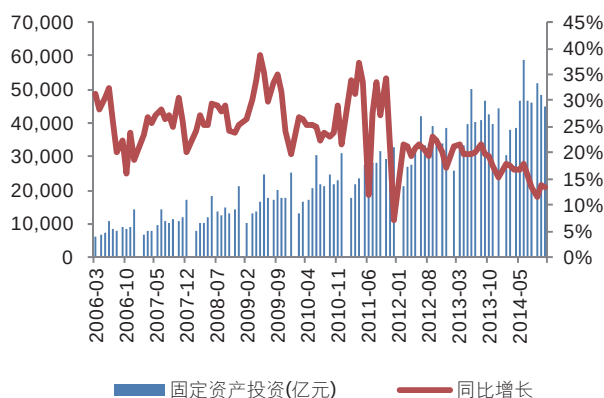
## 基建行业

分析员：黄家玮 Gary Wong

## 跑赢大市

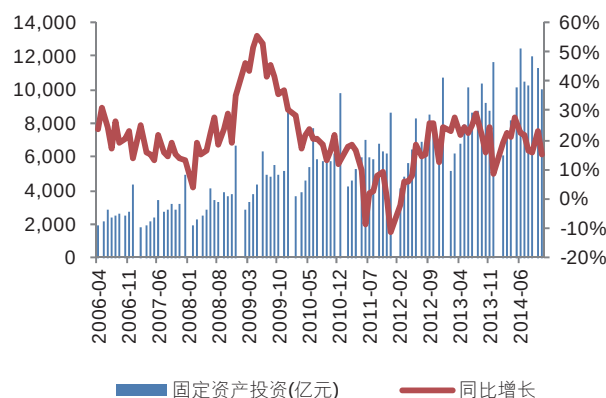
虽然大规模的投资见效快，但后遗症极多，例如进一步推高债务、令产能过剩问题进一步突出等等。我们认为以有针对性的微刺激去应对经济下滑应该是目前最为适合的方法。因此，投资增速减低将成为必然。另外，由于新一届政府以「美丽中国」及「新型城镇化」作为其两大最重要的施政方针，对于环境保护设施，及大运量交通系统如铁路的建设尤为重视。

城镇固定资产投资(当月)



资料来源：中国统计局。

基建固定资产投资(当月)

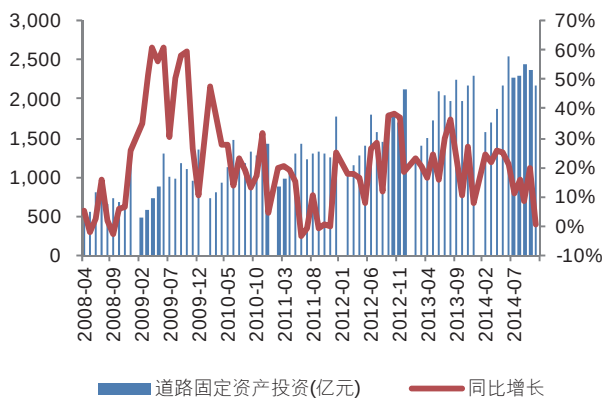


资料来源：中国统计局。

国内交通基建投资需求旺盛，铁路项目批复金额创新高。2015年铁路投资仍将维持较快增长。我们认为在经济「稳增长」的背景下，投资交通基建不但能实时拉动经济增长，亦能提高潜在国民生产总值，是良好的投资，原因包括1) 铁路于长距离以及大运量的客货运运输中具有明显的成本优势，与国家西部开发及沿海产业转移的国家发展战略一致。2) 根据中国物流与采购联合会最近的报告指，2013年中国物流成本占GDP比重达18%，美国则为8.5%。而其它已发展国家一般为10%左右。可见中国物流成本明显过高。大力发展铁路为减低物流成本的有效方法。3) 铁路的运输每单位能耗及污染物排放远低于其它交通工具，与国家节能减排的发展国策一致。基于这些理由，我们认为铁路发展将成为长期及重要的国家战略。据我们统计，发改委于2014年10月-12月共12,612.0亿元的基建投资(人民币，下同)，其中铁路投资共批复8,382亿元，占比66.5%。我们认为铁路改革的红利，如铁路货运价格调整制度改革、路网分离经营、创新投融资方式等只是处于刚起步阶段。因此，2015年将会是红利快速释速的一年，我们认为铁路投资仍将维持较快增长。

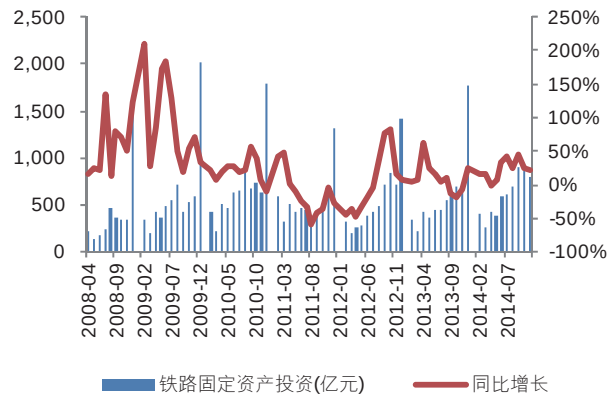
「一带一路」规划推行将来基建出口的爆发式增长。从国外市场看，国家主席习近平在2013年9月和10月访问哈萨克斯坦和印度尼西亚时，首次提出了陆上建设丝绸之路经济带和打造21世纪海上丝绸之路的倡议，并于去年11月主持召开中央财经领导小组第八次会议时，正式提出研究推行「一带一路」规划，以及发起建立亚洲基础设施投资银行和设立丝路基金以支持该规划的推行。考虑到大部份这些国家的基建设施仍远远落后于中国，我们认为中国基建的出口潜力将极为庞大。从发展角度看，陆上丝绸之路以将拉动铁路特别是高速铁路的建设需求；海上丝绸之路则拉动港口建设的需求。中国作为拥有世界最长的高铁营运里程的国家，以及最多营运的港口国家，有丰富的建设及营运经验。另外，中国完整的产业链以及成本优势具有很强的国际竞争力。最后，中国国有银行于大部份的大额基建合同都为出口国提供融，对财政不宽的发展中国家具有极大引力。因此，我们认为中国基建企业的业绩将于「一带一路」规划的实施中迎来爆发式的增长。值得一提的是，12月9日至11日的中央经济会议提出要争取于2015年尽快落实「一带一路」规划，反映中央对于规划极为重视，预计规划实行进度及力度可能将高于预期。预计规划将于未来2-3年开始对基建企业业绩产生重大刺激。

中国铁路固定资产投资(当月)



资料来源：中国交通部。

中国道路固定资产投资(当月)



资料来源：中国交通部。

## 投资建议

国内外对基础设施的强劲需求将推动建设热潮，首选中国铁建(01186 HK)。我们认为国内铁路改革，以及基建融资创新等的政策实施，将有力推动铁路行业的持续稳定发展，预计2020年以前铁路基建仍将稳步发展，投资将稳步增加。另外，「一带一路」规划的实施以及国外高铁更新换代的需求，对于有较高性价比的中国高铁技术供货商如中国中铁(00390 HK)、中国铁建(01186 HK)及中国南车(01766 HK)等企业相当有利，预料其出口收入将会持续快速增加。由于中国高铁技术的引进国一般基础设施均较为薄弱，从中短期看铁路基建商受惠程度将远较铁路设备供货商为高，因此，我们认为中国中铁及中国铁建是较早受惠于此一热潮的公司。行业首选股为中国铁建，因其基建业务占总收入比例较中国中铁为高，债务比率较中国中铁为低，可扩充空间较高。另外，从历史看公司的估值一直较中国中铁有溢价，但现时反而有超过10%的折让，并不合理。我们认为两者估值应至少相当。维持「收集」评级及11.50港元的目标价。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 中国铁建   | 01186 | 9.880    | 收集   | 8.3      | 8.1      | 7.4      | 1.0      | 12.3       | 2.0      |
| 中国中铁   | 00390 | 6.380    | 收集   | 10.2     | 9.1      | 8.4      | 0.9      | 11.7       | 1.6      |
| 中国交建   | 01800 | 9.330    | 收集   | 8.7      | 8.2      | 7.4      | 1.0      | 12.3       | 3.1      |
| 中国南车   | 01766 | 10.440   | 买入   | 21.5     | 18.1     | 15.6     | 2.6      | 15.2       | 1.7      |
| 翔宇疏浚   | 00871 | 1.450    | 收集   | 9.1      | 6.5      | 5.3      | 0.5      | 8.0        | 0.0      |
| 中国建筑   | 03311 | 10.900   | n.a. | 12.2     | 9.6      | 7.8      | 1.9      | 21.6       | 3.0      |
| 中国优通   | 06168 | 1.280    | 买入   | 13.8     | 10.0     | 9.1      | 2.3      | 16.3       | 1.5      |
| 中国中冶   | 01618 | 2.580    | n.a. | 10.4     | 7.4      | 6.3      | 0.8      | 11.0       | 2.8      |
| 南车时代   | 03898 | 45.250   | 买入   | 20.9     | 17.7     | 14.9     | 1.7      | 20.7       | 2.0      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 12.4     | 10.5     | 9.3      | 1.7      | 16.0       | 2.3      |

资料来源：国泰君安国际、Bloomberg。

## 受惠于国内铁路及城轨建设热潮

分析员：黄家玮 Gary Wong

**中国中铁(00390 HK)**
**评级：收集**
**股价：HK\$6.380**
**目标价：HK\$6.05**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                          | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-------------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 465,626             | 7,390                 | 0.347        | 10.5         | 14.7                                | 4.131        | 1.2            | 0.052        | 1.0          | 9.8        |
| 2013A                                         | 540,394             | 9,374                 | 0.440        | 26.8         | 11.3                                | 4.537        | 1.1            | 0.066        | 1.3          | 11.4       |
| 2014F                                         | 620,974             | 10,477                | 0.492        | 11.8         | 10.2                                | 4.976        | 1.0            | 0.074        | 1.5          | 11.5       |
| 2015F                                         | 662,722             | 11,765                | 0.552        | 12.3         | 9.1                                 | 5.480        | 0.9            | 0.083        | 1.6          | 11.7       |
| 2016F                                         | 708,492             | 12,731                | 0.598        | 8.2          | 8.4                                 | 5.999        | 0.8            | 0.090        | 1.8          | 11.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 21,300.0     |              | 大股东 Major shareholder               |              | 中铁工 58.3%      |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 135,894.0    |              | 流通比例 Free float (%)                 |              | 41.7           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 35,912.4     |              | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%)      |              | 132.1          |              |              |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 6.680/2.990  |              | 13-16年每股盈利复合年增长率 13-16 EPS CAGR (%) |              | 10.7           |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                     |              | 13.5/54.9/59.5 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                     |              | 15.1/51.9/58.2 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

中国中铁(00390 HK) 2014年1-3季度营业收入同比增12.4%至4,295.3亿元(人民币,下同)。纯利同比增24.8%至70.3亿元。业绩与预期一致。公司整体毛利率从2013年1-3季度的10.0%提高至2014年的10.7%，同比提高0.7个百分点。公司2014年1-3季度新签合同额同比增13.7%至6,055.6亿元，其中基建新签同比增11.9%至4,679.1亿元(其中包括铁路新签1,578.3亿元，同比增16.3%、公路新签702.1亿元，同比减1.3%、市政工程新签(含城轨交通)2,398.6亿元，同比增13.6%)。截至9月30日未完合同总额为18,476.6亿元，其中基建未完成合同额为114,831.0亿元。公司于快速增长的城市轨道交通基建市场占有率超过50%，将充份受惠于新型城镇化对于快速及大容量交通系统基础设施的庞大需求。

公司受惠于「一带一路」规划，预计2015年下半年开始海外铁路及公路建设新签合同额均会有较快增长。公司现估值只有10.2/9.1/8.4倍的2014/2015/2016年市盈率，接近行业繁荣期的平均估值，但考虑到国内外基建特别是铁路建设需求仍持续旺盛，加上城市轨道交通市场亦将快速增长，现估值不算高。维持「收集」评级及6.05港元的目标价，相当于9.7/8.7/8.0倍的2014/2015/2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 公司未完成合同额较同业中国铁建(01186 HK)多。
- 于快速增长的城轨交通基建市场市占率超过50%。
- 10条收费公路项目逐渐步入收成期。

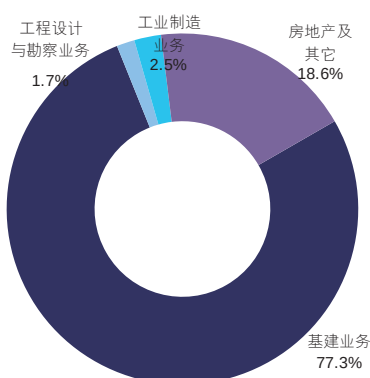
### 负面因素分析

- 物流业务增长放缓。
- 房地产开发业务受楼市下跌影响。
- 负债比率持续提高。

### 风险分析

- 作为大型国企，有可能受反腐风波所影响。
- 债务偏高有再融资压力。
- 金融信托业务规模大，有可能受监管机构整顿金融理财产品政策所影响。

2014年1-3季度新签合同明细



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业额           | 465,626   | 540,394   | 620,974   | 662,722   | 708,492   |
| 经营成本          | (430,064) | (500,053) | (575,184) | (612,002) | (652,637) |
| 毛利            | 35,562    | 40,340    | 45,790    | 50,720    | 55,854    |
| 其它收入／支出       | (5,639)   | (7,467)   | (8,587)   | (9,665)   | (11,057)  |
| 销售、行政及管理费用    | (15,226)  | (14,395)  | (15,475)  | (16,558)  | (17,717)  |
| 经营溢利          | 14,697    | 18,478    | 21,729    | 24,497    | 27,080    |
| 应占联营及合资公司收益   | 76        | 101       | 121       | 145       | 175       |
| 净财务开支／收入      | (3,642)   | (3,760)   | (5,681)   | (6,394)   | (7,194)   |
| 除税前盈利         | 11,131    | 14,819    | 16,169    | 18,249    | 20,060    |
| 税项            | (3,061)   | (4,744)   | (4,851)   | (5,475)   | (6,118)   |
| 除税后盈利         | 8,070     | 10,075    | 11,319    | 12,774    | 13,942    |
| 少数股东权益        | 679       | 701       | 841       | 1,009     | 1,211     |
| 股东应占溢利        | 7,390     | 9,374     | 10,477    | 11,765    | 12,731    |
| 每股盈利(人民币)     | 0.347     | 0.440     | 0.492     | 0.552     | 0.598     |
| 增长／减少(%)      | 10.5      | 26.8      | 11.8      | 12.3      | 8.2       |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 7.6   | 7.5   | 7.4   | 7.7   | 7.9   |
| 经营利润率(%)   | 3.2   | 3.4   | 3.5   | 3.7   | 3.8   |
| 净利率(%)     | 1.6   | 1.7   | 1.7   | 1.8   | 1.8   |
| 资产回报率(%)   | 1.5   | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.6   |
| 股东资金回报率(%) | 9.8   | 11.4  | 11.5  | 11.7  | 11.5  |
| 净负债比率(%)   | 125.2 | 134.5 | 135.8 | 132.1 | 128.1 |
| 净利息覆盖比率(倍) | 2.3   | 2.9   | 2.5   | 2.6   | 2.6   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 环保疏浚业务快速增长

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国疏浚环保(00871 HK)

评级：收集

股价：HK\$1.450

目标价：HK\$2.30

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( △ %) | PER<br>(x)                          | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)         | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|-------------------------------------|--------------|------------|----------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 966                 | 199                   | 0.249        | (41.9)        | 4.6                                 | 1.930        | 0.6        | 0.016                | 1.4          | 14.9       |
| 2013A                                         | 974                 | 165                   | 0.206        | (17.4)        | 5.6                                 | 2.163        | 0.5        | 0.000                | 0.0          | 10.8       |
| 2014F                                         | 893                 | 106                   | 0.126        | (38.9)        | 9.1                                 | 2.343        | 0.5        | 0.000                | 0.0          | 6.2        |
| 2015F                                         | 1,040               | 151                   | 0.177        | 40.3          | 6.5                                 | 2.506        | 0.5        | 0.000                | 0.0          | 8.0        |
| 2016F                                         | 1,187               | 187                   | 0.218        | 23.5          | 5.3                                 | 2.749        | 0.4        | 0.000                | 0.0          | 9.0        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 1,026.7       | 大股东 Major shareholder               |              |            |                      | 刘开进 34.3%    |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 1,488.7       | 流通比例 Free float (%)                 |              |            |                      | 65.7         |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 3,179.4       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%)      |              |            |                      | 25.8         |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 4.290/1.200   | 13－16年每股盈利复合年增长率 13－16 EPS CAGR (%) |              |            |                      | 1.9          |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                     |              |            | (13.7)/(22.5)/(42.2) |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                     |              |            | (12.1)/(25.4)/(43.5) |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

中国疏浚环保(00871 HK) 2014年上半年收入同比跌10.8%至450.7百万元(人民币,下同)。纯利同比跌48.9%至54.7百万元。业绩较预期为差。纯利大跌主要因为1)毛利率同比大跌6个百分点及2)认股权证公平值下跌12.3百万元。基建及填海疏浚收入同比跌11.8%至203.1百万元、环保疏浚及水务管理业务收入同比跌26.3%至129.3百万元。考虑到最近基建进度有所恢复,以及油价下跌将减低公司的经营成本,预计下半年收入及毛利率将有所回升。公司2014年开始大力的发展环保疏浚业务,我们预计2014年内公司环保疏浚产能将可从1百万立方米扩至5百万立方米,2015年将可达到1千万立方米,预计2015年环保疏浚的收入将大增。由于环保疏浚的毛利率较高,加上收入速增加,将有助公司业绩于2015年有较大改善。公司应收帐款偏高,即使于收入下跌的情况下仍较去年底有所增加。然而,公司刚于12月28日以每股1.38港元配售1.71亿股新股,集资净额2.35亿港元,财政状况将有较大改善。

公司债务快速增长以及居高不下的应收帐款的问题值得担忧。但现时估值只有9.1/6.5/5.3倍的2014/2015/2016年市盈率,以其收入增长前景看,估值偏低。耐心的投资者应多等待一个业绩期,以了解公司环保疏浚业绩能否兑现。维持「收集」评级及2.30港元的目标价,对应14.4/10.3/8.3倍的2014/2015/2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 其它海事业务仍有稳定增长。
- 环保疏浚产能快速扩张。
- 配售新股后财政状况有较大改善。

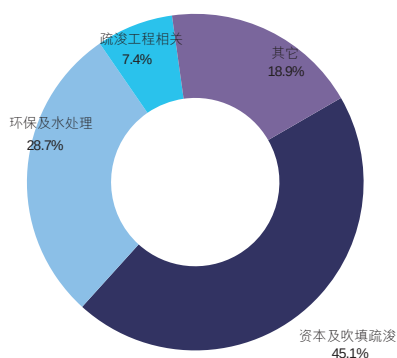
### 负面因素分析

- 贷款增长迅速。
- 2014年上半年毛利率同比大跌6个百分点。
- 应收帐周转日数偏高。

### 风险分析

- 地方债务问题可能导致一些地方政府项目进一步延迟支付。
- 应收款持续增加有可能导致短期借贷进一步增加,用以支持经营。
- 环保疏浚业务利润率较高,或吸引大量的竞争者。

### 2014年上半年分部收入明细



资料来源：公司。

### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F | 2016F |
|---------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业额           | 966    | 974    | 893    | 1,040 | 1,187 |
| 经营成本          | (637)  | (624)  | (603)  | (696) | (785) |
| 毛利            | 329    | 349    | 290    | 344   | 403   |
| 其它收入/(支出)     | 37     | 12     | 18     | 29    | 29    |
| 销售管理费用        | (54)   | (61)   | (66)   | (74)  | (82)  |
| 经营溢利          | 313    | 300    | 241    | 299   | 350   |
| 财务收入/(支出)     | (18)   | (41)   | (61)   | (61)  | (62)  |
| 除税前盈利         | 295    | 260    | 181    | 238   | 288   |
| 税项            | (80)   | (79)   | (54)   | (66)  | (79)  |
| 除税后盈利         | 214    | 181    | 126    | 172   | 208   |
| 少数股东权益        | (15)   | (17)   | (20)   | (21)  | (22)  |
| 股东应占溢利        | 199    | 165    | 106    | 151   | 187   |
| 每股盈利(人民币)     | 0.249  | 0.206  | 0.126  | 0.177 | 0.218 |
| 增长/减少(%)      | (41.9) | (17.4) | (38.9) | 40.3  | 23.5  |

### 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 34.1  | 35.9  | 32.5  | 33.0  | 33.9  |
| 经营利润率(%)   | 32.4  | 30.8  | 27.0  | 28.7  | 29.4  |
| 净利率(%)     | 20.7  | 16.9  | 11.9  | 14.5  | 15.7  |
| 资产回报率(%)   | 9.6   | 5.5   | 3.0   | 4.1   | 4.7   |
| 股东资金回报率(%) | 14.9  | 10.8  | 6.2   | 8.0   | 9.0   |
| 净负债比率(%)   | 26.0  | 34.4  | 29.7  | 25.8  | 21.2  |
| 净利息覆盖比率(倍) | 17.4  | 7.4   | 4.0   | 4.9   | 5.6   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 受惠于铁路基建投资大增，但收入结构有待优化

分析员：黄家玮 Gary Wong

**中国铁建(01186 HK)**
**评级：收集**
**股价：HK\$9.880**
**目标价：HK\$11.50**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                          | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-------------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 469,872             | 8,630                 | 0.699        | 9.9          | 11.4                                | 5.823        | 1.4            | 0.110        | 1.4          | 12.6       |
| 2013A                                         | 569,962             | 10,345                | 0.838        | 19.9         | 9.2                                 | 6.564        | 1.2            | 0.130        | 1.7          | 13.5       |
| 2014F                                         | 667,684             | 11,620                | 0.942        | 12.3         | 8.3                                 | 8.181        | 1.0            | 0.151        | 1.9          | 12.8       |
| 2015F                                         | 715,072             | 13,158                | 0.959        | 1.8          | 8.1                                 | 8.182        | 1.0            | 0.158        | 2.0          | 12.3       |
| 2016F                                         | 772,822             | 14,390                | 1.049        | 9.4          | 7.4                                 | 9.073        | 0.9            | 0.173        | 2.2          | 12.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 13,717.5     |              | 大股东 Major shareholder               |              | 中国铁建总公司 55.2%  |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 135,528.9    |              | 流通比例 Free float (%)                 |              | 44.8           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 20,808.7     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%)      |              | 55.9           |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 10.680/5.570 |              | 13-16年每股盈利复合年增长率 13-16 EPS CAGR (%) |              | 7.8            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                     |              | 10.9/39.9/28.0 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                     |              | 12.5/37.0/26.7 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

中国铁建(01186 HK) 2014年1-3季度营业收入同比增5.2%至3,915.1亿元(人民币,下同)。利润同比增5.2%至71.3亿元,业绩与预期一致。公司2014年1-3季度新签合同总额同比增6.7%至5,649.2亿元。新签工程承包合同额同比增13.9%至4,692.0亿元,其中包括铁路新签1,910.5亿元,同比增75.4%;公路新签669.2亿,同比减31.4%;城市轨道交通工程新签471.7亿元,同比增91.2%。截至9月30日未完成合同总额为17,632.7亿元。公司2014年积极拓展海外市场,包括尼日利亚沿海铁路项目建设合同,总金额达735.2亿元,以及沙特内政部总部建设合同,总金额达121.5亿元。虽然公司与中国南车(01766 HK)合作竞投的墨西哥高铁项目于中标后被取消,但我们认为影响将是短期的。凭着中国高铁技术的高性价比及有国有银行强大支持的优势,我们认为公司高铁的出口潜力庞大。

公司最近以每股7.20元人民币的作价,发行13.8亿股集资近百亿元。加上债务比率较低,我们认为公司有足够的财力拓展更多海外业务以及BT/BOT业务。公司目前估值为8.3/8.1/7.4倍的2014/2015/2016年市盈率,接近行业繁荣期的平均估值水平。考虑到国内外基建特别是铁路建设需求仍持续旺盛,估值仍不算高。维持「收集」评级及11.50港元的目标价,相当于9.6/9.5/8.7倍的2014/2015/2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 基建业务占比大,将充份受惠于行业的景气。
- 未完成合同额数量充足。
- 刚进行百亿元定向增发,财政状况相对充裕。

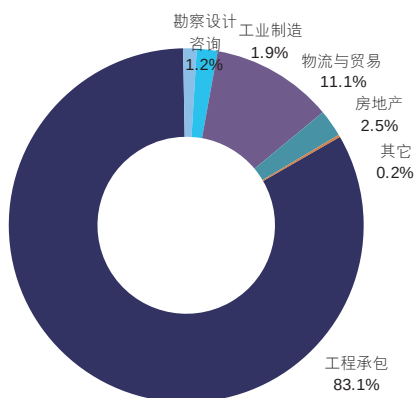
## 风险分析

- 作为大型国企,有可能受反腐风波所影响。
- 海外项目收入占比提高,受地缘政治影响将提高。
- 铜价下跌或推迟非洲铜矿项目的投产日期。

## 负面因素分析

- 1-3季度毛利出现同比下跌。
- BT/BOT投资大增,债务急速增加,短期影响盈利。
- 房地产业务对于业绩贡献大,楼市下跌影响影响较显著。

2014年1-3度新签合同明细



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业额           | 469,872   | 569,962   | 667,684   | 715,072   | 772,822   |
| 经营成本          | (432,889) | (527,248) | (619,891) | (663,703) | (717,442) |
| 毛利            | 36,983    | 42,714    | 47,793    | 51,369    | 55,381    |
| 其它收入          | (175)     | (1,204)   | (990)     | (575)     | (853)     |
| 销售、行政及管理费用    | (22,484)  | (25,229)  | (26,582)  | (27,670)  | (28,975)  |
| 经营溢利          | 14,324    | 16,282    | 20,221    | 23,124    | 25,552    |
| 应占联营及合资公司收益   | 241       | 508       | 783       | 802       | 828       |
| 净财务开支         | (3,501)   | (3,749)   | (6,262)   | (7,080)   | (7,698)   |
| 除税前盈利         | 11,064    | 13,040    | 14,742    | 16,846    | 18,682    |
| 税项            | (2,393)   | (2,600)   | (2,993)   | (3,487)   | (3,923)   |
| 除税后盈利         | 8,671     | 10,439    | 11,750    | 13,359    | 14,759    |
| 少数股东权益        | (42)      | (95)      | (129)     | (200)     | (369)     |
| 股东应占溢利        | 8,630     | 10,345    | 11,620    | 13,158    | 14,390    |
| 每股盈利(人民币)     | 0.699     | 0.838     | 0.942     | 0.959     | 1.049     |
| 增长/减少(%)      | 9.9       | 19.9      | 12.3      | 1.8       | 9.4       |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 7.9   | 7.5   | 7.2   | 7.2   | 7.2   |
| 经营利润率(%)   | 3.0   | 2.9   | 3.0   | 3.2   | 3.3   |
| 净利率(%)     | 1.8   | 1.8   | 1.7   | 1.8   | 1.9   |
| 资产回报率(%)   | 1.8   | 1.9   | 1.8   | 1.9   | 1.9   |
| 股东资金回报率(%) | 12.6  | 13.5  | 12.8  | 12.3  | 12.2  |
| 净负债比率(%)   | 10.1  | 53.5  | 48.3  | 55.9  | 53.7  |
| 净利息覆盖比率(倍) | 2.6   | 2.5   | 2.2   | 2.3   | 2.4   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



# 受惠于「一带一路」规划的港口及道路建设龙头

分析员：黄家玮 Gary Wong

**中交建(01800 HK)**
**评级：收集**
**股价：HK\$9.330**
**目标价：HK\$9.20**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                          | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-------------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 295,321             | 12,277                | 0.759        | (4.3)        | 9.8                                 | 4.729        | 1.6            | 0.185        | 2.5          | 15.7       |
| 2013A                                         | 331,798             | 12,568                | 0.777        | 2.4          | 9.4                                 | 5.177        | 1.4            | 0.188        | 2.6          | 13.8       |
| 2014F                                         | 366,201             | 13,767                | 0.851        | 9.5          | 8.7                                 | 5.780        | 1.3            | 0.213        | 2.9          | 13.7       |
| 2015F                                         | 398,517             | 14,589                | 0.902        | 6.0          | 8.2                                 | 7.180        | 1.0            | 0.225        | 3.1          | 12.3       |
| 2016F                                         | 427,065             | 16,193                | 1.001        | 11.0         | 7.4                                 | 7.865        | 0.9            | 0.250        | 3.4          | 11.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 16,174.7     |              | 大股东 Major shareholder               |              | 中交集团 63.7%     |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 150,910.0    |              | 流通比例 Free float (%)                 |              | 36.3           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 44,379.0     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%)      |              | 128.2          |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 10.100/4.880 |              | 13-16年每股盈利复合年增长率 13-16 EPS CAGR (%) |              | 8.8            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                     |              | 20.2/66.6/49.3 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                     |              | 21.8/63.7/48.0 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

中交建(01800 HK) 2014年1-3季度营业收入同比增10.8%至2,524.4亿元(人民币,下同)。纯利同比增21.2%至97.7亿元,业绩与预期一致。纯利大增主要因为公司于9月出售其所持2.93%的泰康人寿股权,获投资收益12.5亿元所致。公司1-3季度新签合同额为4,271.8亿元,同比增6.6%。其中包括基建新签3,587.9亿元,同比增8.9%;基建设计新签220.5亿元,同比增13.2%;疏浚工程新签216.9亿元,同比减19.7%;装备制造新签215.2亿元,同比减13.4%;其它业务新签31.3亿元,同比增16.9倍。公司于11月公告将发行150亿元的优先股,是基建类公司的首例。虽然集资额不大,但将打开新的融资渠道,对公司以后进一步融资有重要的示范作用。另外,公司于12月公告向澳洲上市公司Leighton收购John Holland的100%股权,收购作价9.5亿澳元,约为该公司2013年5倍市盈率,估值相当便宜。John Holland为澳洲最大的工程及承包公司之一,而且于东南亚等国家有优良的网络,有助于公司布局「一带一路」的规划。

作为国内道路及港口建设的龙头企业,公司具有技术出口的优势,将受惠于「一带一路」对交通基础设施的庞大需求。我们认为公司现时估值吸引。维持「收集」评级及9.20港元的目标价,相当于8.5/8.1/7.3倍的2014/2015/2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 毛利率高于中国中铁及中国铁建。
- A股附属振华重工业绩持续改善。
- 受惠于「一带一路」规划对港口建设需求的增加。

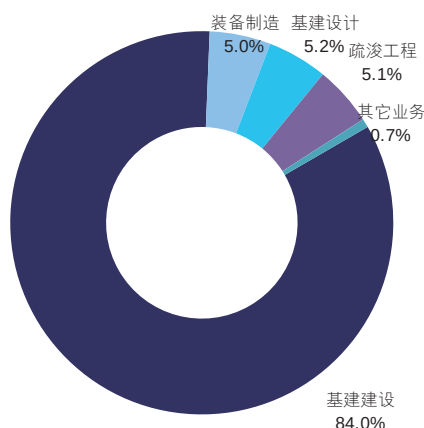
## 负面因素分析

- 负债持续以较快速度增加。
- 铁路基建业务规模极小,难以受惠国内铁路投资热潮。
- 1-3季度疏浚新签合同额大跌。

## 风险分析

- 总借贷规模庞大,利率风险巨大。
- 国内公路及港口投资增长可能于未来几年放缓。
- 海外项目较多,承受较高的地方政治风险。

2014年1-3季度新签合同明细



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业额           | 295,321   | 331,798   | 366,201   | 398,517   | 427,065   |
| 经营成本          | (262,723) | (297,860) | (327,003) | (355,077) | (379,648) |
| 毛利            | 32,598    | 33,938    | 39,198    | 43,441    | 47,416    |
| 其它收入          | 1,271     | 1,927     | 1,466     | 1,592     | 1,736     |
| 销售、行政及管理费用    | (14,644)  | (16,290)  | (17,754)  | (19,165)  | (20,687)  |
| 经营溢利          | 19,225    | 19,575    | 22,909    | 25,867    | 28,466    |
| 应占联营及合资公司收益   | 110       | 222       | 241       | 262       | 284       |
| 净财务开支         | (3,784)   | (3,945)   | (5,545)   | (7,428)   | (7,975)   |
| 除税前盈利         | 15,551    | 15,852    | 17,606    | 18,701    | 20,775    |
| 税项            | (3,790)   | (3,580)   | (4,155)   | (4,451)   | (4,944)   |
| 除税后盈利         | 11,761    | 12,272    | 13,451    | 14,250    | 15,831    |
| 少数股东权益        | 516       | 296       | 317       | 339       | 363       |
| 股东应占溢利        | 12,277    | 12,568    | 13,767    | 14,589    | 16,193    |
| 每股盈利(人民币)     | 0.759     | 0.777     | 0.851     | 0.902     | 1.001     |
| 增长/减少(%)      | (4.3)     | 2.4       | 9.5       | 6.0       | 11.0      |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 11.0  | 10.2  | 10.7  | 10.9  | 11.1  |
| 经营利润率(%)   | 6.5   | 5.9   | 6.3   | 6.5   | 6.7   |
| 净利率(%)     | 4.2   | 3.8   | 3.8   | 3.7   | 3.8   |
| 资产回报率(%)   | 3.1   | 2.6   | 2.5   | 2.3   | 2.3   |
| 股东资金回报率(%) | 15.7  | 13.8  | 13.7  | 12.3  | 11.7  |
| 净负债比率(%)   | 97.2  | 116.8 | 128.8 | 128.2 | 134.6 |
| 净利息覆盖比率(倍) | 3.6   | 3.1   | 2.9   | 2.6   | 2.7   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 受惠于电讯投资快速增长

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国优通(06168 HK)

评级：买入

股价：HK\$1.280

目标价：HK\$2.25

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                          | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)         | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-------------------------------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 246                 | 66                    | 0.044        | (2.5)        | 23.3                                | 0.202        | 5.1                | 0.000        | 0.0          | 31.7       |
| 2013A                                         | 378                 | 85                    | 0.051        | 15.4         | 19.7                                | 0.238        | 4.2                | 0.000        | 0.0          | 24.3       |
| 2014F                                         | 654                 | 124                   | 0.073        | 44.6         | 13.8                                | 0.351        | 2.9                | 0.011        | 1.1          | 25.0       |
| 2015F                                         | 908                 | 177                   | 0.101        | 38.4         | 10.0                                | 0.431        | 2.3                | 0.015        | 1.5          | 26.3       |
| 2016F                                         | 1,142               | 216                   | 0.124        | 22.3         | 9.1                                 | 0.540        | 1.9                | 0.019        | 1.8          | 25.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 1,757.6      |              | 大股东 Major shareholder               |              | Bright Warm 52.5%  |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 2,249.8      |              | 流通比例 Free float (%)                 |              | 47.5               |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 5,805.3      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%)      |              | 0.0                |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 1.800/1.110  |              | 13-16年每股盈利复合年增长率 13-16 EPS CAGR (%) |              | 34.3               |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                     |              | (10.5)/(21.0)/10.3 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                     |              | (8.9)/(23.9)/9.1   |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

中国优通(06168 HK) 2014年上半年收入同比增171.3%至202.5百万元(人民币,下同)。纯利同比增19.7%至29.8百万元。业绩略高于预期。光纤布放服务建设收入同比增52.0%至175.6百万元,其中传统布放方法同比增87.9%至150.9百万元,微管微缆系统集成方法同比跌30.0%至24.7百万元。我们认为公司主力开拓新的中西部城市,其多选用传统布放方法(价格较低,毛利率为33.6%),导致传统布放方法收入增速远高于微管微缆系统集成方法(价格较高,毛利率为40.0%)。随着微管微缆方法的推广,预计其收入增速将加快,并提高整体的毛利率。公司于9月23日以每股1.60港元的作价配售62.5百万股新股,集资100.0百万港元,主要用于收购成都昊普环保技术的51%股权及营运资金。成都昊普主要为各大电讯商提供能源管理业务,发展潜力巨大。而新的营运资金将有助于公司竞投更多项目,维持快速增长。截至6月30日,光纤布放项目的积压合约金额约为616.1百万元,而截至6月30日已中标但尚未订立任何合约的金额则达到116.0百万元,显示未完成合同金额较充裕。

公司受惠4G基站将进入大规模建设期所带动的对于光纤布放服务的需求,加上新开拓了节能环保业务,预计于未来3年收入仍将维持20%-30%的年复合增长。基于公司仍维持快速增长,现估值并不高。维持「买入」评级及2.25港元的目标价,对应23.9/17.3/14.1倍的2014/2015/2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 传统光纤布放收入增长较预期为高。
- 微管微缆集成的技术属行内领导者之一。
- 收购成都昊普将拓展节能环保业务。

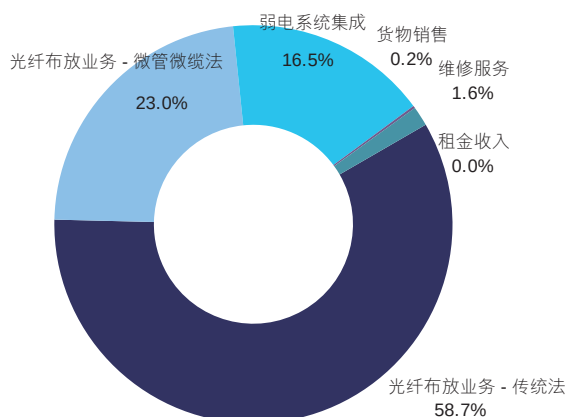
## 负面因素分析

- 1-3季度毛利率出现同比下跌。
- 应收款回款速度较慢。
- 配售新股对每股盈利短期造成摊薄。

## 风险分析

- 新签合同增长可能会受电讯商推迟资本开支计划。
- 应收帐周转日数可能维持高位。
- 有效税率可能会逐步提高。

2014年上半年分部收入明细



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额           | 246   | 378   | 654   | 908   | 1,142 |
| 经营成本          | (137) | (230) | (424) | (604) | (770) |
| 毛利            | 109   | 148   | 230   | 305   | 373   |
| 其它收入          | 2     | 2     | 1     | 1     | (0)   |
| 销售、行政及管理费用    | (33)  | (42)  | (67)  | (82)  | (100) |
| 经营溢利          | 77    | 108   | 164   | 223   | 272   |
| 净财务开支/收入      | (2)   | (6)   | (18)  | (19)  | (24)  |
| 除税前盈利         | 75    | 102   | 146   | 204   | 248   |
| 税项            | (9)   | (12)  | (17)  | (22)  | (27)  |
| 除税后盈利         | 66    | 89    | 129   | 182   | 222   |
| 少数股东权益        | 0     | (4)   | (4)   | (5)   | 0     |
| 股东应占溢利        | 66    | 85    | 124   | 177   | 222   |
| 每股盈利(人民币)     | 0.044 | 0.051 | 0.073 | 0.101 | 0.124 |
| 增长/减少(%)      | (2.5) | 15.4  | 44.6  | 38.4  | 22.3  |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 44.4  | 39.1  | 35.2  | 33.5  | 32.6  |
| 经营利润率(%)   | 31.4  | 28.6  | 25.0  | 24.6  | 23.9  |
| 净利率(%)     | 26.7  | 22.6  | 19.0  | 19.5  | 18.9  |
| 资产回报率(%)   | 19.4  | 14.9  | 13.9  | 13.9  | 13.3  |
| 股东资金回报率(%) | 31.7  | 24.3  | 25.0  | 26.3  | 25.6  |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 0.0   | 3.0   |
| 净利息覆盖比率(倍) | 34.3  | 17.5  | 9.3   | 11.7  | 11.3  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 保险行业

分析员：王庆鲁 Dayton Wang

## 跑赢大市

保险板块在2014年年末股价表现抢眼，市场情绪极为热烈。中资保险股自11月受到内地降息和同时期内A股造好的影响，股价表现极为抢眼，平均回报跑赢恒生指数约27.3%。个别保险公司H股对A股溢价出现明显收窄并形成逆转。

香港上市保险公司各阶段股价表现

| 上市公司名称 | 价格     | 绝对回报(%) |       |       |       |       | 相对恒生指数回报(%) |       |       |       |       |
|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|        |        | 5天      | 1个月   | 3个月   | 6个月   | 1年    | 5天          | 1个月   | 3个月   | 6个月   | 1年    |
| 中国人寿   | 30.45  | 7.6     | 13.0  | 41.3  | 50.0  | 25.6  | 6.8         | 14.6  | 38.4  | 48.2  | 24.3  |
| 中国平安   | 79.10  | 2.7     | 21.6  | 35.7  | 31.8  | 13.9  | 1.9         | 23.2  | 32.8  | 30.0  | 12.6  |
| 友邦保险   | 43.15  | 3.0     | (3.7) | 7.5   | 10.8  | 10.9  | 2.1         | (2.1) | 4.5   | 9.0   | 9.6   |
| 保诚     | 181.40 | (0.3)   | (3.0) | 1.6   | 3.1   | 3.7   | (1.2)       | (1.4) | (1.3) | 1.3   | 2.4   |
| 中国太保   | 39.40  | 11.0    | 21.2  | 44.3  | 44.1  | 29.6  | 10.1        | 22.8  | 41.4  | 42.3  | 28.3  |
| 宏利金融   | 149.50 | 0.7     | (2.7) | (0.3) | (2.4) | (1.8) | (0.2)       | (1.1) | (3.3) | (4.2) | (3.1) |
| 人保集团   | 3.63   | (1.6)   | (3.5) | 14.5  | 18.6  | (3.2) | (2.5)       | (1.9) | 11.6  | 16.8  | (4.5) |
| 中国财险   | 15.08  | (4.3)   | (3.5) | 13.9  | 33.5  | 36.3  | (5.2)       | (1.9) | 11.0  | 31.7  | 35.0  |
| 新华保险   | 39.15  | 9.5     | 11.4  | 44.7  | 52.3  | 50.6  | 8.7         | 13.0  | 41.8  | 50.5  | 49.3  |
| 中国太平   | 22.20  | 11.0    | 11.0  | 38.8  | 68.4  | 47.5  | 10.2        | 12.6  | 35.9  | 66.6  | 46.2  |
| 行业平均   |        | 3.9     | 6.2   | 24.2  | 31.0  | 21.3  | 3.1         | 7.8   | 21.3  | 29.2  | 20.0  |

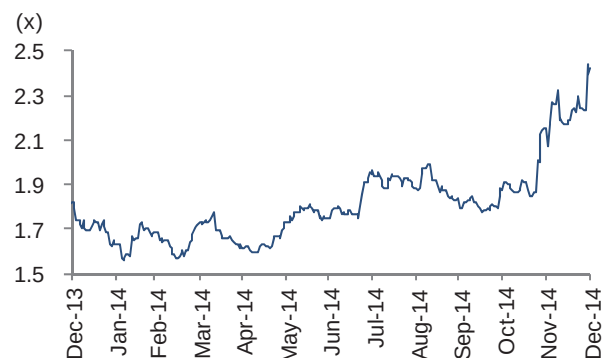
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。价格截止至2014年12月31日。

香港上市中资保险股加权平均历史市净率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。  
价格截止至2014年12月31日。

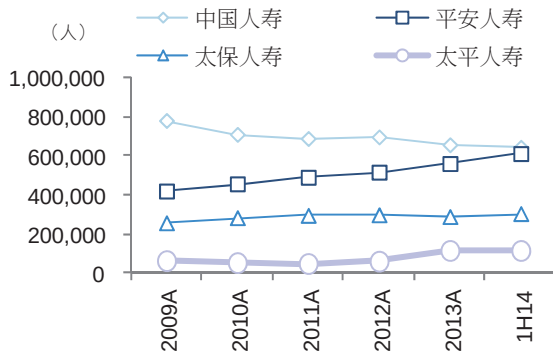
香港上市中资保险股加权平均12个月预测市净率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。  
价格截止至2014年12月31日。

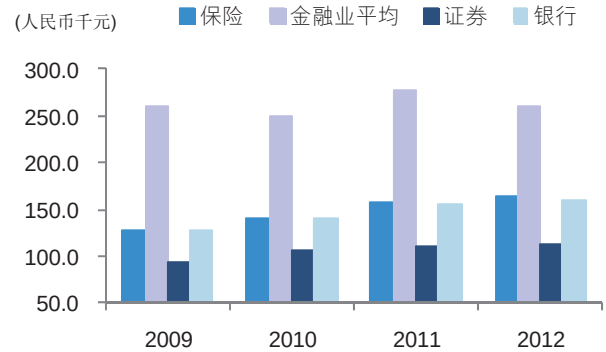
我们预期寿险公司将在2015年更加注重建设和维护个险代理人渠道，但在面临不时的增员困难。根据我们对上市险企的了解，我们认为业内领先的寿险企业的代理人数目和人均产能在2014年中均出现了一定的增幅，这与寿险企业在年内更加注重代理人队伍有关。一些险企将增员指标作为重要KPI纳入分公司管理层考核系统，进一步促进了公司对于增员的重视程度。我们认为虽然在2015年寿险企业将投入更多资源进行代理人增员，不过预期将不时地面临增员困难，主要的原因有三点：1) 代理人最低教育程度要求已经提高，同时险企需要花费更多的时间进行培训；2) 与其它两个金融支柱子行业：银行和证券相比，保险行业从业人员的平均薪资不算吸引，可能会降低整体的人才供给；3) 本地代理人的供给可能有限；我们了解到本地代理人较非本地代理人能够更快地建立起客户网络，亦能更快地成长为高产能代理人。

部分上市险企代理人规模



资料来源：各公司。

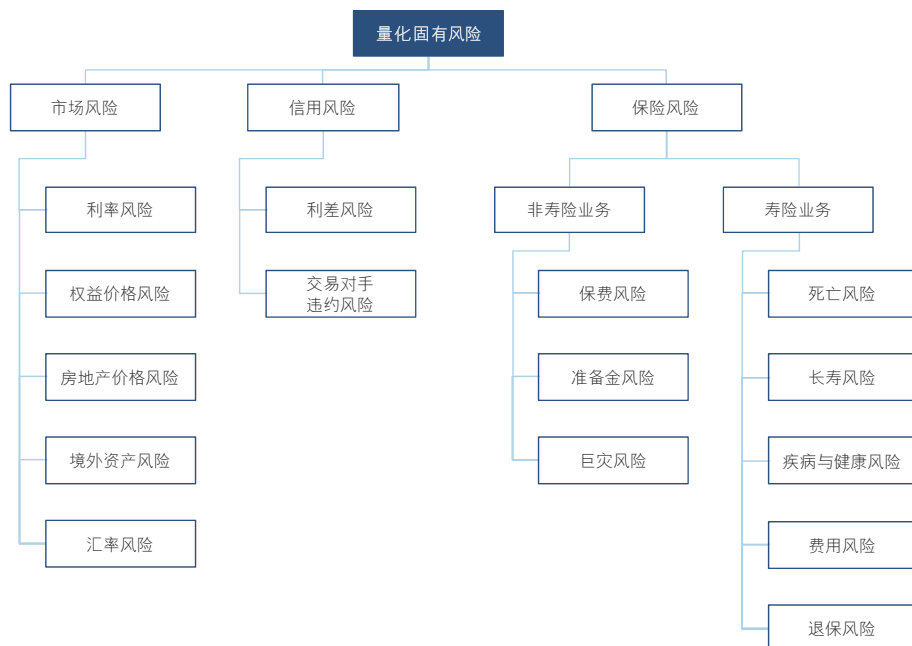
广州市区城镇单位职工平均工资(金融业)



资料来源：广州市统计局。

我们预期第二代偿付能力监管制度在**2015**年年内正式开始实施。我们相信「偿二代」的实施将对上市险企造成中性偏正面的影响，因它们的风险管理制度较为健全。2014年保监会已经逐步开始准备「偿二代」的各项监管细则，共颁布约**17**项指引，涵盖「偿二代」项下的三大支柱。根据上市险企的反馈，基于新计算方法初步测算结果显示其最低资本和实际资本均有不同程度的上升，但总体偿付能力均有一定的静态上升。根据我们的了解，从最低资本的分类来看，市场风险将占据最大的比重（~**60%–80%**），之后是信用风险（~**15%**）。如再进一步细分，单看市场风险，利率风险最为重要；而保险风险项下最重要的三个风险是退保风险、疾病与健康风险和死亡风险。由于近年更多长期限产品的销售，寿险企业预计在来年将会尝试寻找更多途径补充资本。

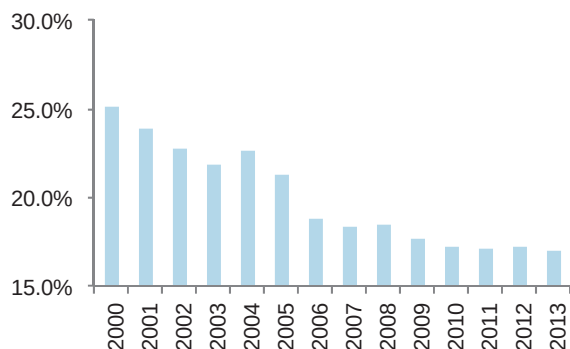
偿二代最低资本量化风险分类



资料来源：公司、国泰君安国际。

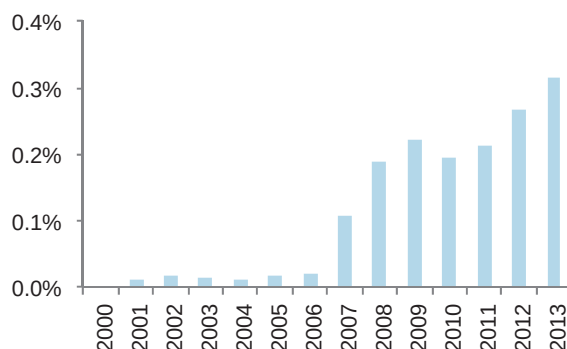
我们预期财产险行业增速稳定，增长动力来自于汽车销量和农业保险。如果按照保费收入计算，中国财产险行业长期被车险产品所主导，2006年至2013年车险保费收入占财产险行业总保费收入占比平均为**75%**。虽然汽车销量增速在过去有所波动，但财产险行业保费收入呈现较为稳定的增长势态，过去三年年平均增幅为**16.8%**。我们相信保险「新国十条」的颁布同样利好中国财产险行业，如实现2020年**5.0%**的保险密度目标，我们测算这将会对应着2013至2020年年间约**13.9%**的行业保费收入和**12.6%**的车险保费收入年均复合增长率。另外，我们相信农业保险的发展前景广阔，我们认为主要的驱动因素是中国经济结构正处于转型期，未来第一产业占国内生产总值的比重将呈现下降趋势，预期政府将加大农业保险扶持力度，我们预测2015年农业保险保费收入的增幅在**45.1%**左右。

农业总产值占国内生产总值比重



资料来源：中国统计局。

农业保险年保费收入占农业总产值比重



资料来源：保监会、中国统计局。

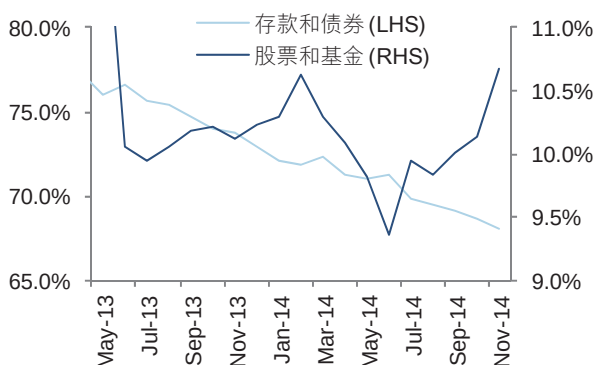
农业保险年保费收入预测

| (人民币百万元)          | 2013   | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 中国GDP增幅           |        | 7.4%   | 7.0%   | 6.7%   |
| 农业总产值占GDP比重       | 17.1%  | 16.0%  | 15.5%  | 15.0%  |
| 农业保险年保费收入占农业总产值比重 | 0.3%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.8%   |
| 实际/隐含农业保险年保费收入    | 30,659 | 48,875 | 70,927 | 83,700 |
| 实际/隐含农业保险年保费同比增速  | 27.4%  | 59.4%  | 45.1%  | 18.0%  |

资料来源：保监会、中国统计局、国泰君安国际。

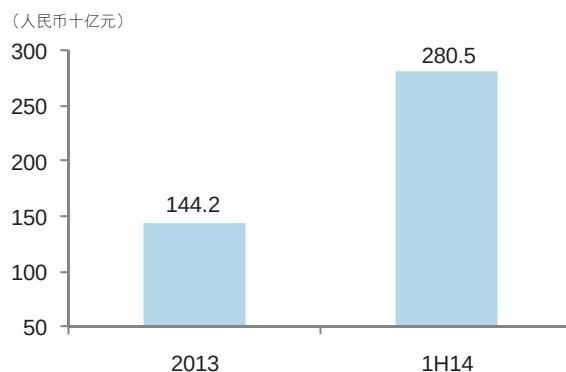
由于预期险企加大对于权益类投资力度，在目前较好的市场环境下，我们预期**2015年**险企投资收益率仍会得到进一步改善。过去一段时期，险资投资收益率不断改善，主要原因基于三点：投资渠道的放宽，债券市场收益率的上扬和非标准固定收益产品收益率较高。以上市险企为代表，**2014年上半年**7家在港上市险企平均总投资收益率达到了**5.46%**，较去年底的**5.18%**有了进一步的提升。虽然**11月**底人民银行进行了一次降息，预期将会对部分固定收益产品的收益率造成一定负面影响，但是我们相信以非标准固定收益产品收益率，例如信托产品、证券公司发行的特定资产管理计划和债权计划的预期收益率仍会较为坚挺。同时，目前较好的权益资本市场环境使得险企的风险胃纳预计在**2015年**上升，我们预期险企将增加对权益类资产的投资。

保险资金运用占比



资料来源：保监会。

险资持有信托投资余额



资料来源：保监会。



## 投资建议

**2014年整体行业基本面进一步改善，年内资较好的投资表现引领2015年产品销售，行业投资评级为「跑赢大市」。**在寿险子行业行业里面，我们认为拥有较强个险代理人渠道的保险公司将会得到资本市场的青睐，特别是个险首年期交保费收入增长稳定的保险公司。此外，由于预期内地A股市场在2015年表现可期，我们预计拥有更多权益投资空间和对A股市场表现更加敏感的保险公司更具有投资价值，例如中国平安(02318 HK)和中国太保(02601 HK)。在财产险子行业里，我们依旧认为中国财险(02328 HK)在行业中源自自身的规模优势仍处于领先地位，预计将会继续录得低于同业平均水平的综合成本率。我们2015年的行业首选是中国平安(02318 HK)，目标价为90.60港元，评级是「买入」。

### 香港上市中资保险公司权益类投资占投资资产比重

|      | 2010A | 2011A | 2012A | 2013A | 1H14  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国人寿 | 14.7% | 12.1% | 9.0%  | 7.5%  | 7.6%  |
| 中国平安 | 9.7%  | 11.5% | 9.4%  | 9.8%  | 8.8%  |
| 中国太保 | 12.7% | 10.3% | 10.0% | 11.3% | 10.9% |
| 人保集团 | 13.2% | 12.5% | 15.7% | 10.6% | 10.6% |
| 中国财险 | 13.6% | 13.0% | 17.3% | 13.8% | 13.6% |
| 新华保险 | 13.3% | 7.8%  | 6.8%  | 7.6%  | 7.1%  |
| 中国太平 | 12.7% | 8.7%  | 8.4%  | 8.1%  | 10.1% |
| 平均   | 12.9% | 10.8% | 11.0% | 9.8%  | 9.8%  |

资料来源：各公司。

### 部分上市险企净资产对于A股市场变化敏感性测算

| (人民币百万元) | 中国人寿      | 中国平安      | 中国太保      | 新华保险     |
|----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 1H14股东权益 | 240,586.0 | 206,488.0 | 106,341.0 | 43,291.0 |
| 公允价值变动   | 21,264.4  | 28,512.8  | 10,224.7  | 3,641.8  |
| 占股东权益比重  | 8.84%     | 13.81%    | 9.61%     | 8.41%    |

资料来源：各公司、国泰君安国际。

价格截止至2014年12月31日。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 中国人寿   | 02628 | 30.450   | 收集   | 22.9     | 20.3     | 16.6     | 2.7      | 14.0       | 1.5      |
| 中国平安   | 02318 | 79.100   | 买入   | 13.1     | 11.8     | 10.2     | 1.9      | 17.3       | 1.3      |
| 中国太保   | 02601 | 39.400   | 收集   | 27.2     | 25.6     | 22.2     | 2.3      | 9.5        | 1.2      |
| 人保集团   | 01339 | 3.630    | 收集   | 14.1     | 9.9      | 8.7      | 1.4      | 14.8       | 0.5      |
| 中国财险   | 02328 | 15.080   | 收集   | 14.9     | 14.1     | 12.6     | 2.5      | 19.0       | 2.2      |
| 新华保险   | 01336 | 39.150   | 收集   | 13.7     | 12.3     | 11.2     | 1.8      | 15.8       | 1.2      |
| 中国太平   | 00966 | 22.200   | 收集   | 16.4     | 16.7     | 14.3     | 2.3      | 15.3       | 0.0      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 19.1     | 17.2     | 14.5     | 2.3      | 14.9       | 1.3      |

资料来源：国泰君安国际。

## 个险渠道改善显著

分析员：王庆鲁 Dayton Wang

中国太平 (00966 HK)

评级：收集

股价：HK\$22.200

目标价：HK\$21.70

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %)              | PER<br>(x) | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|---------------------------|------------|---------------|----------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 64,097               | 1,316                  | 0.695         | (78.0)                    | 31.9       | 9.560         | 2.3            | 0.000         | 0.0          | 9.4        |
| 2013A                                         | 92,842               | 1,530                  | 0.775         | 11.5                      | 28.6       | 12.358        | 1.8            | 0.000         | 0.0          | 8.2        |
| 2014F                                         | 116,311              | 3,532                  | 1.351         | 74.4                      | 16.4       | 9.368         | 2.4            | 0.000         | 0.0          | 15.5       |
| 2015F                                         | 142,212              | 4,123                  | 1.327         | (1.8)                     | 16.7       | 9.456         | 2.3            | 0.000         | 0.0          | 15.3       |
| 2016F                                         | 171,821              | 4,837                  | 1.556         | 17.3                      | 14.3       | 10.839        | 2.0            | 0.000         | 0.0          | 15.3       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 3,108.0       | 大股东 Major shareholder     |            |               | 中国太平集团 69.0%   |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 68,998.0      | 流通比例 Free float (%)       |            |               | 31.0           |               |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                      |                        | 7,029.5       | P/15 EV/ 15年 P/EV (基于收盘价) |            |               | 1.4            |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 22.950/11.018 | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)     |            |               | 25.7           |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |                           |            |               | 11.0/38.8/47.5 |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |                           |            |               | 12.6/35.9/46.2 |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

我们预期太平寿险的代理人营销团队在2015年因公司的产品开发能力将得到进一步的扩张。我们预期健康险和年金产品将会是新招募代理人主要销售的产品；因2014年投资表现的改善，预期公司2015年1月将会销售预期收益率更高的产品。我们预测公司2014年和2015年新业务价值同比增幅在31.3%和24.5%，主要基于渠道新业务价值利润率的预期。

现时市场价暂时高于我们21.70港元的目标价，建议投资者逢低收集。目标价分别对应1.4倍和2.3倍2015年每股寿险内含价值和市净率。

### 正面因素分析

- 公司预期「偿二代」的实施对寿险资本实力影响较小。
- 个险代理人队伍增员较快，显示公司对于销售团队的管理出现改善。
- 万能险保费收入占比较小，预计万能险费率改革对于公司经营业绩影响较小。

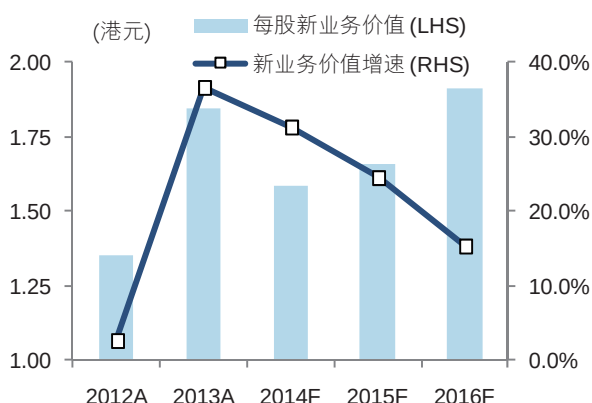
### 风险分析

- 个险代理人团队年内继续扩张，超预期佣金支出的可能影响公司未来业绩。
- 公司在海外亦有保险业务，如何平衡内地和海外业务的发展将影响到公司内部资源分配。

### 负面因素分析

- 内地财产险综合成本率较同业上市公司高，需要进一步改善。

中国太平每股新业务价值和增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>损益表</b>    |          |          |           |           |           |
| 已赚保费          | 56,853   | 80,931   | 102,461   | 126,437   | 153,801   |
| 投资收益          | 6,612    | 11,126   | 13,140    | 15,028    | 17,291    |
| 其它收益          | 633      | 786      | 709       | 748       | 728       |
| 总收入           | 64,097   | 92,842   | 116,311   | 142,212   | 171,821   |
| 保户利益          | (15,676) | (21,218) | (27,470)  | (33,249)  | (40,793)  |
| 佣金费用          | (5,126)  | (8,045)  | (13,191)  | (15,756)  | (19,291)  |
| 管理和其它费用       | (10,599) | (13,734) | (16,872)  | (21,083)  | (26,032)  |
| 寿险责任准备金变动     | (30,274) | (46,442) | (53,437)  | (66,061)  | (78,670)  |
| 总费用           | (61,675) | (89,439) | (110,970) | (136,149) | (164,787) |
| 税前盈利          | 2,422    | 3,404    | 5,341     | 6,063     | 7,034     |
| 股东所占净利润       | 1,316    | 1,530    | 3,532     | 4,123     | 4,837     |
| <b>资产负债表</b>  |          |          |           |           |           |
| 总资产           | 251,754  | 317,454  | 370,415   | 422,979   | 486,929   |
| 总负债           | 228,413  | 292,369  | 339,559   | 386,106   | 444,415   |
| 股东净资产         | 23,341   | 25,086   | 30,855    | 36,872    | 42,514    |

重要财务比率

|              | 2012A | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 每股内含价值 (港元)  | 8.593 | 19.983 | 15.782 | 15.819 | 18.777 |
| 每股新业务价值 (港元) | 1.351 | 1.845  | 1.582  | 1.656  | 1.911  |
| 内含价值增速 (%)   | 35.7  | 55.0   | 21.0   | 19.2   | 18.7   |
| 新业务价值增速 (%)  | 2.7   | 36.6   | 31.3   | 24.5   | 15.4   |
| 净利润增速 (%)    | 90.6  | 19.4   | 93.2   | 16.6   | 17.9   |
| 内地财产险赔付率 (%) | 46.8  | 58.9   | 57.4   | 57.5   | 57.6   |
| 财产险综合成本率 (%) | 99.8  | 99.8   | 99.6   | 99.6   | 99.5   |
| 总资产增速 (%)    | 31.6  | 26.1   | 16.7   | 14.2   | 15.1   |
| 总负债增速 (%)    | 31.0  | 28.0   | 16.1   | 13.7   | 15.1   |
| 净资产增速 (%)    | 37.1  | 7.5    | 23.0   | 19.5   | 15.3   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 布局全生命周期服务体系

分析员：王庆鲁 Dayton Wang

新华保险(01336 HK)

评级：收集

股价：HK\$39.150

目标价：HK\$37.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)   | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|---------------------------|--------------|------------|----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 111,699             | 2,933                 | 0.940         | (45.4)       | 33.5                      | 11.498       | 2.7        | 0.321          | 1.0          | 8.7        |
| 2013A                                         | 128,217             | 4,422                 | 1.420         | 51.1         | 21.5                      | 12.602       | 2.4        | 0.150          | 0.5          | 11.8       |
| 2014F                                         | 146,720             | 7,065                 | 2.265         | 59.5         | 13.7                      | 14.776       | 2.1        | 0.340          | 1.1          | 16.5       |
| 2015F                                         | 158,905             | 7,858                 | 2.519         | 11.2         | 12.3                      | 17.174       | 1.8        | 0.378          | 1.2          | 15.8       |
| 2016F                                         | 171,921             | 8,613                 | 2.761         | 9.6          | 11.2                      | 19.785       | 1.6        | 0.414          | 1.3          | 14.9       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 3,119.5       |              | 大股东 Major shareholder     |              |            | 汇金公司 31.3%     |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 122,130.3     |              | 流通比例 Free float (%)       |              |            | 68.7           |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 11,752.9      |              | P/15 EV/ 15年 P/EV (基于收盘价) |              |            | 1.1            |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 40.350/21.100 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)     |              |            | 46.0           |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                           |              |            | 11.4/44.7/50.6 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                           |              |            | 13.0/41.8/49.3 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

我们相信新华保险预期改善的产品组合将会导致其新业务价值增幅在2015年内提速。我们认为公司的健康险和年金产品将在产品组合中成为重要部分，因健康险可以给客户提供更多保障而年金产品拥有更高的预期投资收益率。我们预期新华保险2015年新业务价值录得12.2%的同比增幅。我们预期公司为了支撑拥有较高收益率的产品会增加权益类投资同时维持较高的非标投资资产。

现时市场价暂时高于我们37.50港元的目标价，建议投资者逢低收集。目标价分别对应1.0倍和1.7倍2015年每股内含价值和市净率。

### 正面因素分析

- 基本完成全生命周期服务体系的建设，将保险业务与养老和健康进行有机结合；在业内率先布局养老地产。
- 个险代理人队伍和产能在2014年年内有所改善。

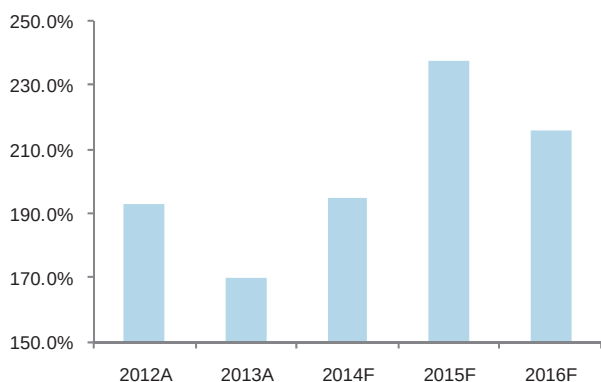
### 负面因素分析

- 新业务价值利润率还需进一步改善。

### 风险分析

- 非标投资占总投资资产比重较高，容易引起市场对于其投资资产质量的潜在担忧。
- 公司银保渠道如果不能转型成为新业务价值贡献者，则可能会间接导致公司新业务价值增幅低于预期。

新华保险偿付比率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>损益表</b>     |           |           |           |           |           |
| 净保费            | 97,951    | 103,615   | 116,883   | 125,937   | 136,090   |
| 总投资收益          | 13,559    | 24,374    | 29,596    | 32,748    | 35,601    |
| 其它收入           | 189       | 228       | 241       | 219       | 229       |
| 总收入            | 111,699   | 128,217   | 146,720   | 158,905   | 171,921   |
| 保户利益与赔付        | (89,898)  | (103,741) | (116,463) | (125,275) | (135,051) |
| 保户红利           | (660)     | (869)     | (1,248)   | (1,274)   | (1,443)   |
| 承保费用           | (7,047)   | (6,422)   | (8,447)   | (9,106)   | (9,834)   |
| 管理费用           | (9,785)   | (9,977)   | (10,171)  | (11,598)  | (13,207)  |
| 其它费用           | (276)     | (643)     | (351)     | (756)     | (817)     |
| 总费用            | (107,666) | (121,652) | (136,679) | (148,010) | (160,352) |
| 税前利润           | 2,288     | 4,959     | 8,513     | 9,469     | 10,378    |
| 股东净利           | 2,933     | 4,422     | 7,065     | 7,858     | 8,613     |
| <b>资产负债表</b>   |           |           |           |           |           |
| 总资产            | 493,693   | 565,849   | 649,383   | 721,090   | 792,222   |
| 总负债            | 457,815   | 526,531   | 603,284   | 667,510   | 730,494   |

重要财务比率

|              | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股内含价值(人民币)  | 18.230 | 20.646 | 25.992 | 29.450 | 30.998 |
| 每股新业务价值(人民币) | 1.337  | 1.358  | 1.535  | 1.722  | 1.871  |
| 收盘价/每股内含价值   | 1.7 x  | 1.5 x  | 1.2 x  | 1.1 x  | 1.0 x  |
| 收盘价/每股新业务价值  | 23.5 x | 22.5 x | 20.1 x | 18.0 x | 16.5 x |
| 毛保费增速(%)     | 3.1    | 6.1    | 12.7   | 7.8    | 8.0    |
| 内含价值增速(%)    | 16.0   | 13.3   | 25.9   | 13.3   | 5.3    |
| 新业务价值增速(%)   | (4.4)  | 1.5    | 13.1   | 12.2   | 8.6    |
| 新业务利润率(%)    | 12.9   | 13.3   | 13.7   | 14.5   | 15.0   |
| 净利润增速(%)     | 4.8    | 50.8   | 59.8   | 11.2   | 9.6    |
| 总资产增速(%)     | 27.6   | 14.6   | 14.8   | 11.0   | 9.9    |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 财产险业务出色，但寿险业务仍需改善

分析员：王庆鲁 Dayton Wang

人保集团 (01339 HK)

评级：收集

股价：HK\$3.630

目标价：HK\$3.85

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                    | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)       | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-------------------------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 257,349             | 6,832                 | 0.200        | (3.0)        | 14.6                          | 1.541        | 1.9              | 0.000        | 0.0          | 14.1       |
| 2013A                                         | 304,738             | 8,121                 | 0.190        | (5.0)        | 14.9                          | 1.687        | 1.7              | 0.008        | 0.3          | 11.9       |
| 2014F                                         | 363,793             | 8,627                 | 0.203        | 7.0          | 14.1                          | 1.860        | 1.5              | 0.010        | 0.4          | 11.5       |
| 2015F                                         | 409,923             | 12,229                | 0.288        | 41.8         | 9.9                           | 2.047        | 1.4              | 0.014        | 0.5          | 14.8       |
| 2016F                                         | 453,130             | 13,988                | 0.330        | 14.4         | 8.7                           | 2.225        | 1.3              | 0.020        | 0.7          | 15.4       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 42,424.0     |              | 大股东 Major shareholder         |              | 财政部 70.5%        |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 153,999.1    |              | 流通比例 Free float (%)           |              | 29.5             |              |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 55,640.3     |              | Current 15 PB / 15年PB (基于收盘价) |              | 1.4              |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 3.920/2.880  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)         |              | 5.9              |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                               |              | (3.5)/14.5/(3.2) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                               |              | (1.9)/11.6/(4.5) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

我们相信中国财险依然是公司重要的价值贡献来源。中国财险的核心竞争力是其定价能力，来自于由其广阔的客户基础而产生的数据质量。中国财险继续保持好于同业平均的综合成本率。我们相信公司在2015年将面临可控的车险综合成本率，同时预期其非车险产品维持一定的承保利润。我们认为健康险面临的潜在税收优惠将促进健康险行业的发展，由于人保健康是业内领先的专业健康险公司，预计其商业健康险和政府委托业务将受惠。不过我们并不认为税收优惠将在短期内降低其赔付率。因人保健康是业内领先的专业健康险公司，预计其商业健康险和政府委托业务将受惠。不过我们并不认为税收优惠将在短期内降低其赔付率。

我们对人保集团的投资评级维持在「收集」，目标价为3.85港元，对应1.5倍的2015年市净率。

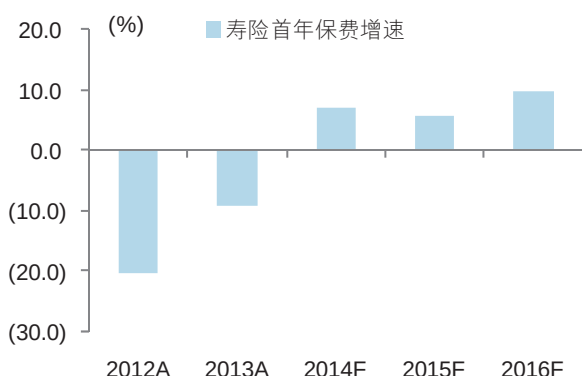
## 正面因素分析

- 公司拥有作为独立上市的财产险业务，释放资本市场价值。
- 健康险市场占有率较高，品牌效应导致较易获得政府委托业务。

## 风险分析

- 公司寿险业务寄希望于以布局郊县，但风险是郊县寿险密度和深度与城区有差距，创造出的价值可能较城区要低。
- 健康险业务赔付率仍较高，尚未实现会计盈利。

人保集团寿险首年保费增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 负面因素分析

- 寿险销售渠道依然为银行保险为主，在价值贡献上较其它领先寿险公司有差距。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>损益表</b>     |           |           |           |           |           |
| 已赚保费收入         | 224,817   | 263,260   | 318,308   | 357,452   | 394,378   |
| 投资收益 (包含其它收益)  | 32,532    | 41,478    | 45,486    | 52,471    | 58,751    |
| 总收入            | 257,349   | 304,738   | 363,793   | 409,923   | 453,130   |
| 保户利益           | (170,411) | (208,290) | (260,015) | (288,225) | (318,870) |
| 其它开支及管理费用      | (74,189)  | (83,749)  | (89,671)  | (100,514) | (109,669) |
| 总费用            | (244,600) | (292,039) | (349,686) | (388,739) | (428,538) |
| 税前盈利           | 13,320    | 15,670    | 17,167    | 24,336    | 27,838    |
| 税项             | (3,176)   | (3,615)   | (4,292)   | (6,084)   | (6,959)   |
| 股东净利润          | 6,832     | 8,121     | 8,627     | 12,229    | 13,988    |
| <b>资产负债表</b>   |           |           |           |           |           |
| 债权资产           | 217,369   | 243,756   | 277,917   | 313,586   | 340,916   |
| 权益资产           | 119,729   | 97,612    | 101,903   | 121,078   | 135,608   |
| 总资产            | 688,650   | 755,319   | 883,590   | 994,650   | 1,125,970 |
| 总负债            | 605,308   | 660,518   | 778,270   | 876,863   | 995,462   |
| 净资产            | 83,342    | 94,801    | 105,320   | 117,786   | 130,508   |

重要财务比率

|               | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 财产险赔付率 (%)    | 63.6   | 66.2  | 65.6  | 65.6  | 65.5  |
| 财产险成本率 (%)    | 31.6   | 30.5  | 30.9  | 31.0  | 31.0  |
| 财产险综合成本率 (%)  | 95.1   | 96.7  | 96.5  | 96.6  | 96.5  |
| 寿险已赚保费增幅 (%)  | (9.1)  | 17.7  | 34.0  | 14.2  | 10.9  |
| 寿险内含价值增幅 (%)  | 36.2   | 19.3  | 30.2  | 12.9  | 5.9   |
| 寿险首年保费增速 (%)  | (20.5) | (9.1) | 7.0   | 5.6   | 9.9   |
| 寿险偿付比例 (%)    | 130.0  | 202.0 | 195.3 | 169.8 | 152.9 |
| 健康险保费收入增速 (%) | 65.4   | (1.0) | 170.0 | 16.0  | 15.5  |
| 每股盈利 (人民币)    | 0.200  | 0.190 | 0.203 | 0.288 | 0.330 |
| 每股净资产 (人民币)   | 1.541  | 1.687 | 1.860 | 2.047 | 2.225 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 交叉销售能力继续增强代理人队伍

分析员：王庆鲁 Dayton Wang

中国平安(02318 HK)

评级：买入

股价：HK\$79.100

目标价：HK\$90.60

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|---------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 343,424             | 20,050                | 2.530         | 8.7          | 25.1                      | 20.164       | 3.1            | 0.450        | 0.7          | 13.8       |
| 2013A                                         | 421,221             | 28,154                | 3.560         | 40.7         | 17.3                      | 23.081       | 2.7            | 0.650        | 1.1          | 16.4       |
| 2014F                                         | 496,224             | 37,581                | 4.747         | 33.4         | 13.1                      | 27.738       | 2.2            | 0.712        | 1.1          | 18.7       |
| 2015F                                         | 568,465             | 41,902                | 5.293         | 11.5         | 11.8                      | 33.630       | 1.9            | 0.794        | 1.3          | 17.3       |
| 2016F                                         | 641,749             | 48,295                | 6.101         | 15.3         | 10.2                      | 40.467       | 1.5            | 0.915        | 1.5          | 16.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 8,510.3       |              | 大股东 Major shareholder     |              | 正大集团 11.1%     |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 741,429.9     |              | 流通比例 Free float (%)       |              | 88.9           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 48,451.6      |              | P/15 EV/ 15年 P/EV (基于收盘价) |              | 1.8            |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 80.000/55.600 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)     |              | 115.8          |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                           |              | 21.6/35.7/13.9 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                           |              | 23.2/32.8/12.6 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

我们认为平安有市场竞争力的薪酬体系以及交叉销售平台将造成更加稳定的保险代理人队伍以及较高的扩张潜力。由于寿险行业的基本面持续改善，我们相信平安将在代理人队伍扩张上面临较小的阻力。我们因代理人产能的持续增加预期平安2015年实现约16.1%的新业务价值同比增幅。

近期A股市场对于其非保险业务的估值调整间接导致其整体价值的提升。我们对其银行业务采用1.1倍的2015财年市净率进行估值。我们分部加总估值得出每股115.8港元的评估价值，我们现有的目标价为90.60港元（~21.7%折让），投资评级维持在「买入」；目标价对应1.7倍2015财年每股寿险内含价值。

### 正面因素分析

- 潜在正面股价催化剂主要有：1) 高于预期的1月开门红业绩；2) 公司互联网金融业务产生估值溢价。

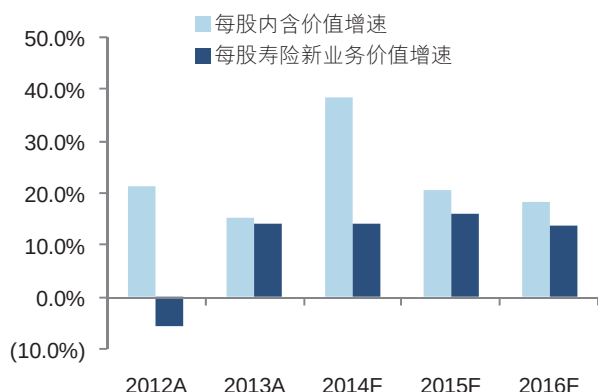
### 负面因素分析

- 公司万能险产品保费收入占比较高，对于万能险费率改革敞口较其它同业上市公司较大。

### 风险分析

- 公司银行业务受到降息影响可能导致净息差进一步收窄，盈利增速下降而影响估值。
- 保监会近期开始进一步规范保险公司关联交易，公司为综合金融集团可能面临更为严格的关联交易审核。

中国平安每股内含价值及每股寿险新业务价值增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>损益表</b>     |           |           |           |           |           |
| 已赚保费           | 213,144   | 240,199   | 288,901   | 325,827   | 359,767   |
| 投资收益           | 28,262    | 55,133    | 61,852    | 71,617    | 83,827    |
| 银行业务利息收入       | 74,852    | 93,291    | 108,620   | 127,545   | 147,204   |
| 非保险业务佣金收入      | 13,852    | 15,815    | 21,785    | 27,541    | 34,003    |
| 其它收入           | 13,314    | 16,783    | 15,066    | 15,936    | 16,948    |
| 总收入            | 343,424   | 421,221   | 496,224   | 568,465   | 641,749   |
| 保户利益           | (165,994) | (198,002) | (228,956) | (255,157) | (280,188) |
| 银行业务利息支出       | (40,351)  | (50,861)  | (63,445)  | (75,628)  | (89,016)  |
| 保险业务佣金支出       | (20,437)  | (25,390)  | (34,442)  | (39,644)  | (46,087)  |
| 管理费用           | (69,696)  | (81,753)  | (87,863)  | (101,555) | (112,550) |
| 其它费用           | (12,628)  | (18,991)  | (21,468)  | (25,349)  | (31,924)  |
| 总费用            | (309,106) | (374,997) | (436,173) | (497,332) | (559,764) |
| 税前利润           | 34,318    | 46,224    | 60,051    | 71,133    | 81,984    |
| 股东净利润          | 20,050    | 28,154    | 37,581    | 41,902    | 48,295    |
| 每股盈利 (人民币)     | 2.530     | 3.560     | 4.747     | 5.293     | 6.101     |

重要财务比率

|              | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股寿险业务内含价值   | 22.418 | 25.649 | 29.991 | 35.193 | 40.963 |
| 每股寿险业务新业务价值  | 2.010  | 2.294  | 2.622  | 3.043  | 3.460  |
| 已赚保费增速 (%)   | 14.2   | 12.7   | 20.3   | 12.8   | 10.4   |
| 内含价值增速 (%)   | 21.3   | 15.3   | 38.3   | 20.7   | 18.5   |
| 新业务价值增速 (%)  | (5.4)  | 14.1   | 14.3   | 16.1   | 13.7   |
| 净利润增速 (%)    | 3.0    | 40.4   | 33.5   | 11.5   | 15.3   |
| 财产险赔付率 (%)   | 59.4   | 60.4   | 58.9   | 58.9   | 58.9   |
| 财产险综合成本率 (%) | 95.3   | 97.3   | 95.6   | 96.0   | 96.8   |
| 总资产增速 (%)    | 24.5   | 18.1   | 16.7   | 15.7   | 15.2   |
| 总负债增速 (%)    | 24.6   | 18.4   | 16.6   | 15.5   | 15.0   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 业内领先的纯财产险公司

分析员：王庆鲁 Dayton Wang

中国财险(02328 HK)

评级：收集

股价：HK\$15.080

目标价：HK\$16.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                    | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)    | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|-------------------------------|--------------|------------|-----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 193,487             | 10,405                | 0.849        | 38.0         | 14.3                          | 3.708        | 3.3        | 0.210           | 1.7          | 25.8       |
| 2013A                                         | 223,525             | 10,558                | 0.810        | (4.6)        | 14.5                          | 4.227        | 2.8        | 0.464           | 3.9          | 20.5       |
| 2014F                                         | 251,329             | 10,924                | 0.797        | (1.5)        | 14.9                          | 4.557        | 2.6        | 0.250           | 2.1          | 18.2       |
| 2015F                                         | 278,438             | 12,527                | 0.845        | 6.0          | 14.1                          | 4.695        | 2.5        | 0.260           | 2.2          | 19.0       |
| 2016F                                         | 305,840             | 13,996                | 0.944        | 11.7         | 12.6                          | 5.249        | 2.3        | 0.260           | 2.2          | 19.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 14,828.5     |              | 大股东 Major shareholder         |              |            | 人保集团 69.0%      |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 223,613.9    |              | 流通比例 Free float (%)           |              |            | 31.0            |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 21,382.1     |              | Current 15 PB / 15年PB (基于收盘价) |              |            | 2.5             |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 16.240/9.381 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)         |              |            | 19.0            |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                               |              |            | (3.5)/13.9/36.3 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                               |              |            | (1.9)/11.0/35.0 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

我们认为中国财险的核心竞争力是其定价能力，来自于由其广阔的客户基础而产生的数据质量。中国财险继续保持好于同业平均的综合成本率。我们相信公司在2015年将面临可控的车险综合成本率，同时预期其非车险产品维持一定的承保利润。我们相信公司在年内做出的资本补充行动将使其在2015年的预期车险费率改革中更具防御性。我们预测年内人民币152亿元的资本补充将提升公司2014年资本充足率。

我们对中国财险的投资评级维持在「收集」，目标价为16.00港元，对应2.7倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 公司在财产险行业中依然处于龙头地位，具有规模效应。在农业保险产品销售上较易获得政府委托业务。
- 依然是香港资本市场上唯一的纯财产险公司，具有独特投资属性。

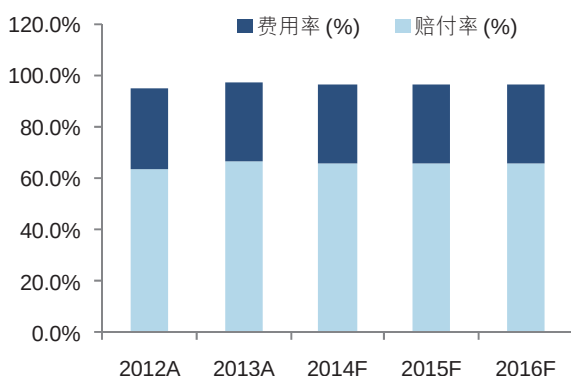
### 负面因素分析

- 车险业务面临其它中小财产险公司的竞争，其它大型财产险公司日益重视农业保险；导致竞争压力加剧。

### 风险分析

- 商业车险费率改革实施细则可能对公司车险的定价造成一定影响，间接影响车险承保利润率。
- 过去两年进行了股权融资，公司可能需要寻求其它补充资本的方式。

中国财险赔付率与费用率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>损益表</b>     |          |           |           |           |           |
| 净保费收入          | 155,304  | 182,546   | 201,745   | 224,014   | 245,505   |
| 净赔付            | (98,722) | (120,902) | (132,342) | (147,003) | (160,831) |
| 管理费用           | (29,505) | (34,437)  | (37,622)  | (41,804)  | (45,558)  |
| 获取成本及其它承保费用    | (19,496) | (21,247)  | (24,622)  | (27,694)  | (30,439)  |
| 总投保利润          | 7,581    | 5,960     | 7,159     | 7,513     | 8,676     |
| 总投资收益          | 8,387    | 9,939     | 10,707    | 11,751    | 12,586    |
| 净投资收益/(损失)     | (913)    | (342)     | (513)     | (375)     | (336)     |
| 其它费用           | (1,706)  | (2,118)   | (2,788)   | (2,725)   | (2,819)   |
| 总非投保利润         | 5,768    | 7,479     | 7,406     | 8,652     | 9,430     |
| 净利润            | 10,405   | 10,558    | 10,924    | 12,527    | 13,996    |
| <b>资产负债表</b>   |          |           |           |           |           |
| 投资资产           | 217,000  | 239,490   | 265,834   | 297,734   | 333,462   |
| 总资产            | 290,424  | 319,424   | 352,325   | 389,319   | 430,976   |
| 总负债            | 244,974  | 261,920   | 289,865   | 319,699   | 353,141   |
| 股东净资产          | 45,450   | 57,499    | 62,454    | 69,613    | 77,827    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股盈利 (人民币)  | 0.849 | 0.810 | 0.797 | 0.845 | 0.944 |
| 每股净资产 (人民币) | 3.708 | 4.227 | 4.557 | 4.695 | 5.249 |
| 赔付率 (%)     | 63.6  | 66.2  | 65.6  | 65.6  | 65.5  |
| 费用率 (%)     | 31.6  | 30.5  | 30.9  | 31.0  | 31.0  |
| 综合成本率 (%)   | 95.1  | 96.7  | 96.5  | 96.6  | 96.5  |
| 净保费增长率 (%)  | 11.2  | 15.5  | 12.4  | 10.8  | 9.8   |
| 总资产增速 (%)   | 9.3   | 10.0  | 10.3  | 10.5  | 10.7  |
| 总负债增速 (%)   | 6.3   | 6.9   | 10.7  | 10.3  | 10.5  |
| 净资产增速 (%)   | 29.3  | 26.5  | 8.6   | 11.5  | 11.8  |
| 承保利润率 (%)   | 4.9   | 3.3   | 3.5   | 3.4   | 3.5   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 寿险业务仍为估值基石

分析员：王庆鲁 Dayton Wang

中国太保(02601 HK)

评级：收集

股价：HK\$39.400

目标价：HK\$38.30

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|---------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 167,157             | 5,077                 | 0.590         | (3.0)        | 53.7                      | 10.613       | 3.0            | 0.350        | 1.1          | 5.8        |
| 2013A                                         | 192,217             | 9,261                 | 1.020         | 72.9         | 30.2                      | 10.921       | 2.8            | 0.400        | 1.3          | 9.4        |
| 2014F                                         | 201,860             | 10,358                | 1.143         | 12.1         | 27.2                      | 11.876       | 2.6            | 0.380        | 1.2          | 9.9        |
| 2015F                                         | 223,210             | 11,005                | 1.214         | 6.2          | 25.6                      | 13.294       | 2.3            | 0.380        | 1.2          | 9.5        |
| 2016F                                         | 248,613             | 12,714                | 1.403         | 15.5         | 22.2                      | 14.989       | 2.1            | 0.380        | 1.2          | 9.8        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 9,062.0       |              | 大股东 Major shareholder     |              | 宝钢 14.2%       |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 223,613.9     |              | 流通比例 Free float (%)       |              | 85.8           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 18,775.8      |              | P/15 EV/ 15年 P/EV (基于收盘价) |              | 2.1            |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 40.900/23.550 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)     |              | 40.0           |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                           |              | 21.2/44.3/29.6 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                           |              | 22.8/41.4/28.3 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

我们认为太保寿险代理人产能仍然处在改善轨道，同时预期行业投资表现的改善亦将对公司2015年寿险产品销售带来增长动能。我们预期2015年太保寿险代理人保费收入将占总保费收入的70%。我们预期太保财产险综合成本率将在2015年得到一定改善，预计公司将会发力改善非车险财产险业务的承保利润率。在完成对安信农业险的收购后，太保财产险预计将在农业险市场上获得更高的关注度。另外，我们预期太保财产险的责任险和意外险综合成本率仍有改善空间。

我们认为目前公司估值基石仍来自于寿险业务，最新目标价为38.30港元，现时市场价暂时高于目标价，建议投资者逢低收集。目标价对应2.0倍每股寿险内含价值和2.3倍2015年市净率。

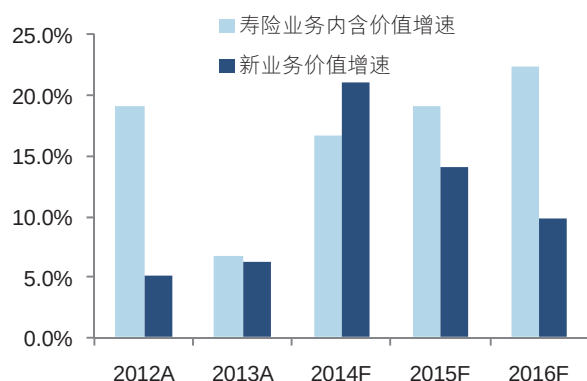
## 正面因素分析

- 寿险业务主营渠道为代理人，对于渠道价值和新业务利润率有贡献。
- 预期将受惠于自贸区内的保险产品创新试点，例如预期在2015年自贸区率先个人税收递延型商业养老保险试点。

## 风险分析

- 第二代偿付能力监管制度将预期将在2015年实施，可能造成最低资本的上升。
- 商业车险费率改革实施细则可能对公司车险的定价造成一定影响，间接影响车险承保利润率。

寿险业务每股内含价值及每股新业务价值增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 负面因素分析

- 预期太保财产险业务全年综合成本率较其它两大财产险公司要略高，显示竞争力仍需改善。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>损益表</b>    |           |           |           |           |           |
| 已赚保费收入        | 147,839   | 159,625   | 168,410   | 187,158   | 209,260   |
| 投资收益(包含其它收益)  | 19,318    | 32,592    | 33,449    | 36,052    | 39,353    |
| 总收入           | 167,157   | 192,217   | 201,860   | 223,210   | 248,613   |
| 保户利益          | (118,817) | (133,259) | (133,447) | (148,603) | (164,768) |
| 其它开支及管理费用     | (42,227)  | (47,044)  | (54,377)  | (59,906)  | (66,862)  |
| 总费用           | (161,044) | (180,303) | (187,824) | (208,509) | (231,630) |
| 税前盈利          | 6,113     | 11,914    | 14,036    | 14,701    | 16,983    |
| 税项            | (983)     | (2,519)   | (3,509)   | (3,528)   | (4,076)   |
| 股东净利润         | 5,077     | 9,261     | 10,358    | 11,005    | 12,714    |
| <b>资产负债表</b>  |           |           |           |           |           |
| 投资资产          | 627,328   | 666,799   | 738,207   | 816,010   | 900,339   |
| 总资产           | 681,502   | 723,533   | 782,139   | 850,967   | 933,511   |
| 保险业务准备金       | 438,887   | 502,536   | 562,839   | 630,278   | 702,484   |
| 总负债           | 583,933   | 623,147   | 672,999   | 728,858   | 795,913   |
| 净资产           | 97,569    | 100,386   | 109,140   | 122,110   | 137,599   |

重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股内含价值      | 14.928 | 15.932 | 18.601 | 22.147 | 27.116 |
| 寿险业务每股新业务价值 | 9.409  | 10.737 | 12.649 | 15.060 | 18.439 |
| 寿险内含价值增速(%) | 19.1   | 6.7    | 16.7   | 19.1   | 22.4   |
| 新业务价值增速(%)  | 5.2    | 6.2    | 21.1   | 14.1   | 9.9    |
| 毛保费增速(%)    | 0.3    | 1.8    | 7.4    | 8.8    | 9.5    |
| 首年保费增速(%)   | (20.5) | (9.1)  | 7.0    | 5.6    | 9.9    |
| 财产险赔付率(%)   | 34.6   | 33.5   | 63.9   | 64.0   | 64.0   |
| 财产险综合成本率(%) | 95.8   | 99.5   | 99.8   | 99.7   | 99.7   |
| 财产险偿付比例(%)  | 188.3  | 162.2  | 220.5  | 201.0  | 197.5  |
| 投资资产增速(%)   | 20.1   | 6.3    | 10.7   | 10.5   | 10.3   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 在2015年继续进行平衡规模和价值

分析员：王庆鲁 Dayton Wang

中国人寿 (02628 HK)

评级：收集

股价：HK\$30.450

目标价：HK\$29.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)    | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|---------------------------|--------------|------------|-----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 371,485             | 11,061                | 0.391         | (45.4)       | 62.6                      | 7.822        | 3.1        | 0.140           | 0.6          | 5.4        |
| 2013A                                         | 417,883             | 24,765                | 0.876         | 123.9        | 27.1                      | 7.795        | 3.1        | 0.300           | 1.3          | 11.2       |
| 2014F                                         | 429,702             | 29,667                | 1.050         | 19.8         | 22.9                      | 7.862        | 3.1        | 0.315           | 1.3          | 13.4       |
| 2015F                                         | 445,544             | 33,447                | 1.183         | 12.7         | 20.3                      | 9.019        | 2.7        | 0.355           | 1.5          | 14.0       |
| 2016F                                         | 469,289             | 41,038                | 1.452         | 22.7         | 16.6                      | 10.910       | 2.2        | 0.436           | 1.8          | 14.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 28,264.7      |              | 大股东 Major shareholder     |              |            | 中国人寿 (集团) 68.4% |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 842,288.1     |              | 流通比例 Free float (%)       |              |            | 31.6            |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 61,993.6      |              | P/15 EV/ 15年 P/EV (基于收盘价) |              |            | 1.6             |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 30.600/19.720 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)     |              |            | 30.9            |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                           |              |            | 13.0/41.3/25.6  |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                           |              |            | 14.6/38.4/24.3  |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

因近期代理人的增长较预期要快，我们预计公司将在2015年1月实现不错的开门红业绩同时预计公司在2015年第1季度通过发行较高收益率的产品（个人养老和年金）实行规模策略。踏入2015年，中国人寿预期将更多精力放在期交产品的销售同时控制银保趸交规模。我们认为公司持续的产品结构调整应在2015年表现出较好的新业务价值同比增幅（~9.5%）。

近期A股市场的上扬预计将会增厚公司的净资产而相应地提升公司的估值水平。我们在近期上调了公司的目标价至每股29.20港元。现时市场价暂时高于目标价，建议投资者逢低收集。目标价对应1.5倍2015年每股内含价值和2.6倍2015年市净率。

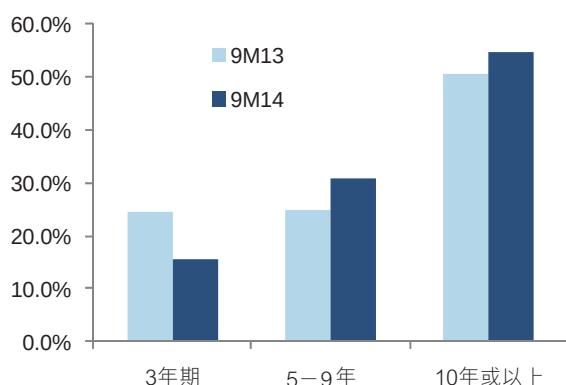
### 正面因素分析

- 预期在来年更加注重个险代理人渠道的建设和维护。
- 加大对于权益类投资以及积极实施委托专业机构进行资产管理。
- 万能险产品保费收入占比小，预期受万能险产品费率改革影响较小。

### 风险分析

- 业内在2014年10月份试行保险资产风险五级分类，如投资资产质量出现下降将可能出现资产损失准备计提，影响盈利。
- 第二代偿付能力监管制度预期将在2015年实施，可能造成最低资本的上升。

首年期交保费期限结构



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 退保金额维持在近年来高位水平，可能造成市场对于公司产品设计和现金流担心。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>损益表</b>    |           |           |           |           |           |
| 净保费           | 322,126   | 324,813   | 333,845   | 348,707   | 364,534   |
| 总投资收益         | 73,243    | 82,816    | 90,500    | 92,710    | 100,060   |
| 其它收入          | (23,884)  | 10,254    | 5,357     | 4,126     | 4,696     |
| 总收入           | 371,485   | 417,883   | 429,702   | 445,544   | 469,289   |
| 保户利益与赔付       | (300,562) | (312,288) | (325,582) | (332,597) | (344,239) |
| 保户红利          | (5,467)   | (20,241)  | (13,327)  | (13,621)  | (14,298)  |
| 承保费用          | (27,754)  | (25,690)  | (25,132)  | (27,956)  | (28,472)  |
| 管理费用          | (23,283)  | (24,805)  | (24,113)  | (25,669)  | (26,975)  |
| 其它费用          | (6,488)   | (8,533)   | (6,434)   | (7,005)   | (7,266)   |
| 总费用           | (363,554) | (391,557) | (394,588) | (406,848) | (421,250) |
| 税前利润          | 10,968    | 29,451    | 38,457    | 42,273    | 51,868    |
| 股东净利          | 11,061    | 24,765    | 29,667    | 33,447    | 41,038    |
| 资产负债表         | 438,887   | 502,536   | 562,839   | 630,278   | 702,484   |
| 总资产           | 1,898,916 | 1,972,941 | 2,114,993 | 2,282,077 | 2,482,900 |
| 总负债           | 1,675,815 | 1,750,356 | 1,890,183 | 2,024,203 | 2,171,131 |

重要财务比率

|              | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股内含价值(人民币)  | 11.944 | 12.108 | 14.218 | 15.458 | 17.705 |
| 每股新业务价值(人民币) | 0.737  | 0.754  | 0.816  | 0.894  | 1.011  |
| 每股内含价值倍数     | 2.0 x  | 2.0 x  | 1.7 x  | 1.6 x  | 1.4 x  |
| 新业务价值倍数      | 33.2 x | 31.6 x | 29.5 x | 26.9 x | 23.8 x |
| 毛保费增速(%)     | 1.4    | 1.1    | 2.7    | 4.4    | 4.5    |
| 内含价值增速(%)    | 15.3   | 1.4    | 17.4   | 8.7    | 14.5   |
| 新业务价值增速(%)   | 3.1    | 2.2    | 8.3    | 9.5    | 13.1   |
| 新业务利润率(%)    | 37.7   | 43.0   | 41.4   | 42.2   | 44.6   |
| 净利润增速(%)     | (39.0) | 121.9  | 19.9   | 12.7   | 22.7   |
| 总资产增速(%)     | 19.9   | 3.9    | 7.2    | 7.9    | 8.8    |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 互联网行业

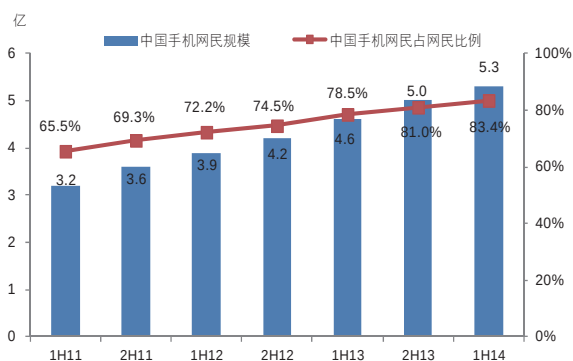
## 跑赢大市

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

### 行业概况

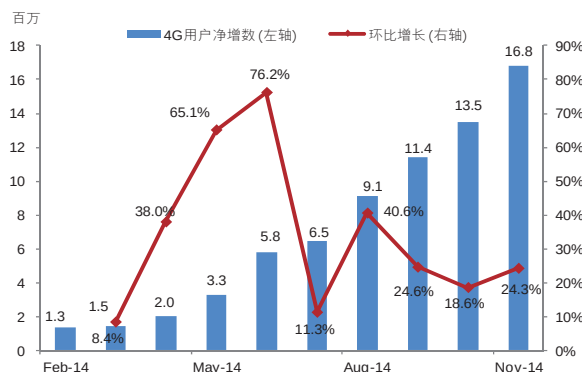
国内移动互联网规模维持高速增长。中国移动互联网用户已达5.3亿，手机网民的使用率达83.4%。根据艾瑞咨询统计数据显示，2014年第3季度中国移动互联网市场规模为516亿元人民币，同比增长93.4%，增长维持强劲是由于4G网络普及化、虚拟运营商的推出及移动应用程序的多样化。2014年第3季电脑端营收贡献为76.9%，而移动端营收贡献为23.7%，预期移动端营收占比在2015年将会大幅提升，因网民逐渐从电脑端转至移动平台。2014年第3季度各项的互联网活动的占比分别为：移动购物占比51.0%，移动增值服务占比20.2%，手机游戏占比13.5%和移动营销占比15.3%。移动购物占比最高因电商积极推出在线至离线优惠(O2O)，预期游戏占比可在2015年改善因各大游戏开发商在各社交平台如微信进行推广。手机应用商店已成为国内手机软件下载的主要途径。下载过手机软件的用户中，74.6%通过手机应用商店进行下载，国内有多种手机应用商店，当中较受欢迎的有360助手、91助手及应用宝。国内4G用户已超过7千万户，相信2015年4G用户可超过2亿，4G用户的增长对移动互联网有正面帮助。预期移动互联网用户在未来季度将持续增长强劲，因2G用户加快升级至4G网络。随着移动互联网日渐普及、用户在线时间增长、提升互联网公司盈利的机会及管道，预期移动游戏、电子商务、娱乐的需求会增加，相信移动平台在2015年货币化将加快步伐。

中国手机网民规模及其占网民比例



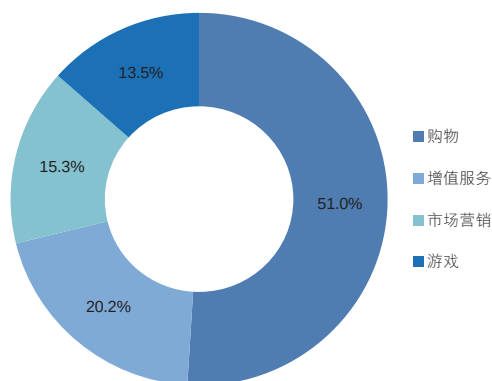
资料来源：艾瑞咨询。

中国移动4G用户增长



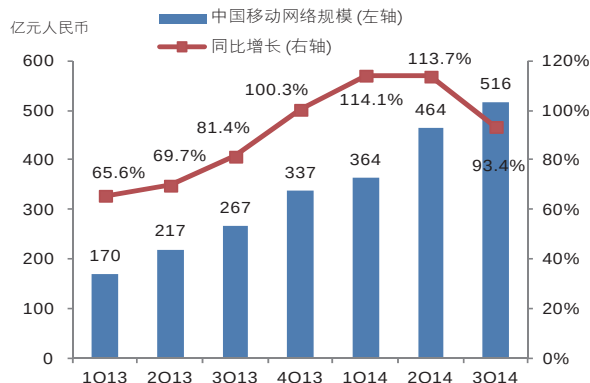
资料来源：艾瑞咨询。

2014年第3季度中国移动互联网行业的规模比例



资料来源：艾瑞咨询。

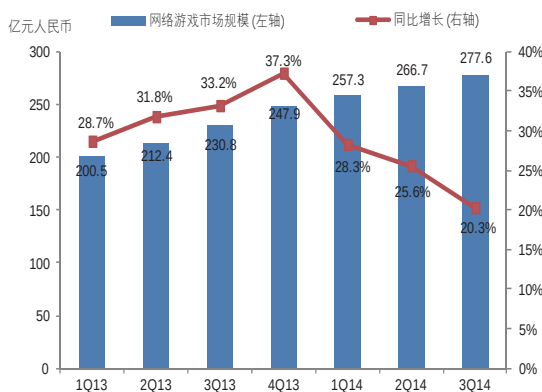
中国移动互联网市场规模及同比增长



资料来源：艾瑞咨询。

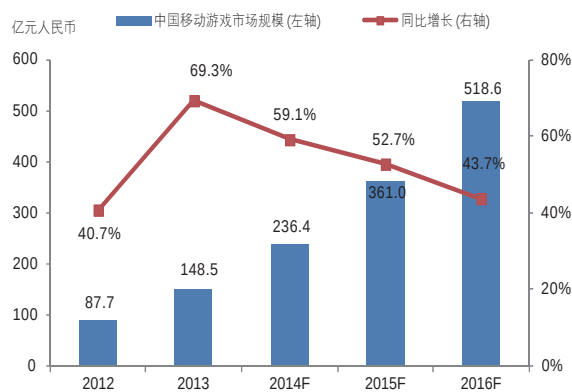
中国移动游戏市场规模增长稳定。2014年第3季度网络游戏市场规模为277.6亿元人民币，同比增长20.3%，中国网络游戏保持稳定增长。2014年第3季度电脑客户端游戏仍然是中国网络游戏产业占比最高的部份，占比为56.1%，同比下跌7.8个百分点，移动端游戏的占比为25.1%，同比上升7.6个百分点，电脑浏览器端游戏的占比为18.8%，同比上升0.2个百分点。预期电脑客户端游戏的占比在未来季度将持续下跌，而移动端游戏的占比则上升。第3季度移动游戏市场规模环比增长8.2%，其中智能移动游戏市场规模环比增长13.8%。2014年第3季度整体移动游戏市场规模为69.8亿元人民币，同比增长72.8%，移动游戏市场进入相对稳定期。预期中国网络游戏市场规模2014–2016年将分别增长59.1%/52.7%/43.7%至人民币236.4亿元/人民币361.0亿元/人民币518.6亿元。网易(NTES US)通过与知名游戏开发商动视暴雪(ATVI US)合作，引进国外受欢迎游戏。我们认为与国际知名游戏开发商结盟对于游戏收入增长有帮助，网易推出魔兽世界(德拉诺之王)，将可以推动游戏收入增长。腾讯(00700 HK)在中国核心移动营销位置上已经占据了50%以上的份额。腾讯通过引入新的游戏至游戏组合，如怪物猎人在线，将可改善游戏业务收入。完美世界(PWRD US)则出推游戏机游戏以吸纳国内放宽游戏机市场后的需求，以及把电脑客户端游戏转至移动端。

### 中国网络游戏市场规模及同比增长



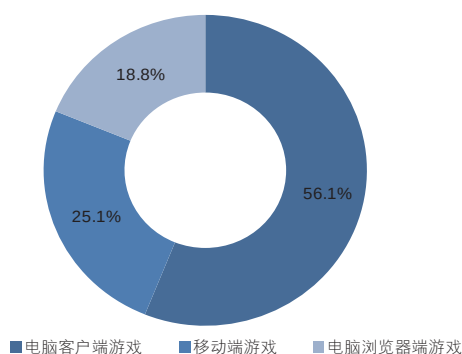
资料来源：艾瑞咨询。

### 中国网络游戏市场规模及同比增长



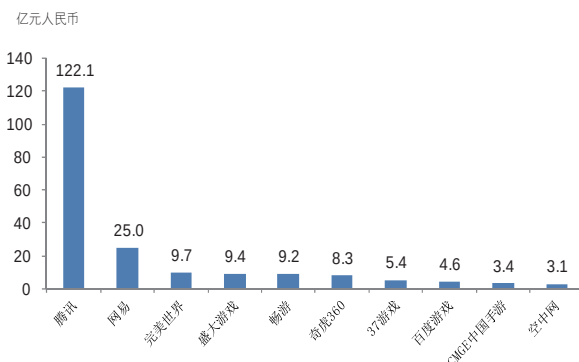
资料来源：艾瑞咨询。

### 中国网络游戏市场规模结构



资料来源：艾瑞咨询。

### 中国网络游戏上市企业收入榜单排名



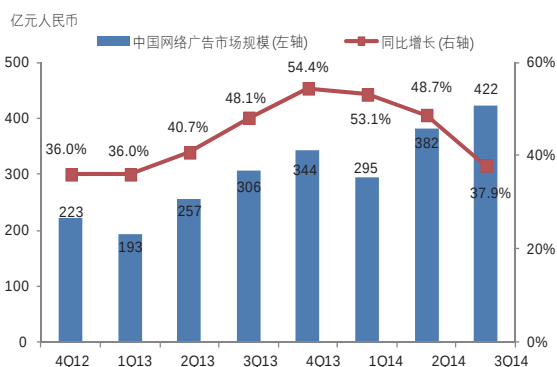
资料来源：艾瑞咨询。

中国2014年第3季度网络广告市场规模同比增长37.9%。2014年第3季度中国网络广告市场规模为422.2亿元人民币，同比增长37.9%。网络广告市场按季略为放缓，因受到市场整体经济状况放缓所影响。其中第一位营收最高的是百度(BIDU US)，广告营收额为135.2亿元人民币，同比增长52.0%，因百度的移动端营收占比继续增加，移动端流量商业价值不断释放，成为百度广告增长的新动力。第二位营收最高的是淘宝，广告营收为82.0亿元人民币，同比增长34.3%。第三位营收最高的是腾讯(00700 HK)，广告营收为22.0亿元人民币，同比增长为58.5%。腾讯广点通系统不断增加优质资源，在移动端与微信合营销服务，未来将成为腾讯广告营收增



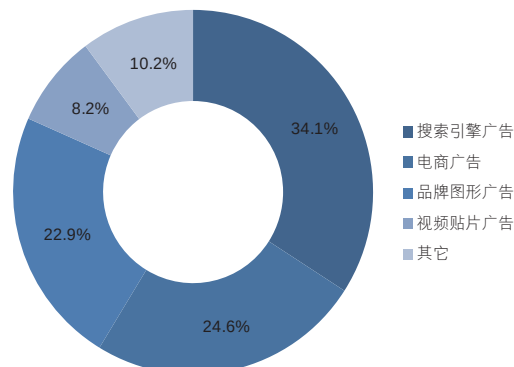
长的核心。2014年第3季度中国网络广告市场各类广告形式份额最高的是搜索引擎广告，搜索引擎企业移动端收入的持续增长是推动中国搜索引擎企业收入总规模同比增速的重要动力。移动端的营收已经成为搜索引擎企业收入增长的重要推动力。预期百度将维持中国搜索引擎市场的领导位置并加速货币化。新浪亦在微博上不断推出新内容，从而发展移动平台，以增加流量。腾讯入股华谊兄弟(300027 CH)，将可引进新视频内容而帮助广告收入增长。奇虎360(QIHU US)通过聚胜万合广告平台扩展广告业务，及与光线传媒(300251 CH)设立一家合资公司拓展互联网视频业务，增加盈利渠道。2014年第3季度中国在线视频季度市场规模为68.2亿元人民币，同比增长83.2%。中国在线视频市场规模中，广告仍是最主要的盈利模式，广告市场规模占整体市场规模的比例为62.3%，盈利模式在2015年将更多样化，如付费视频内容。版权分销视频增值服务占比为6.5%，视频增值服务占比为4.9%，其它占比为26.3%。在线视频移动端用户规模保持持续快速增长态势，2014年8月规模人数为2.9亿人，同比增长89.2%。在线视频增长主因是移动智能终端的普及、上网普及率持续改善及移动智能终端替代电脑端。

中国季度网络广告市场规模及同比增长



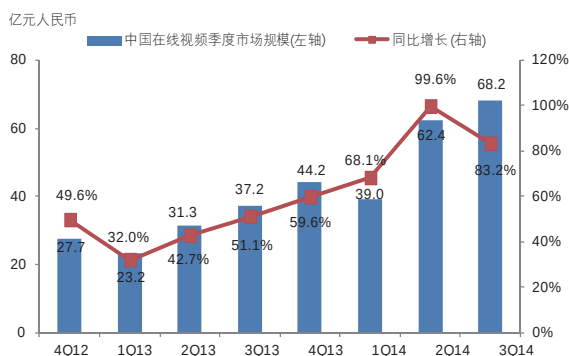
资料来源：艾瑞咨询。

2014年第3季度中国网络广告市场各类广告形式份额



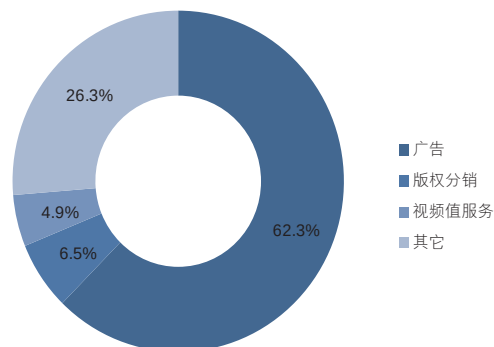
资料来源：艾瑞咨询。

中国在线视频季度市场规模及同比增长



资料来源：艾瑞咨询。

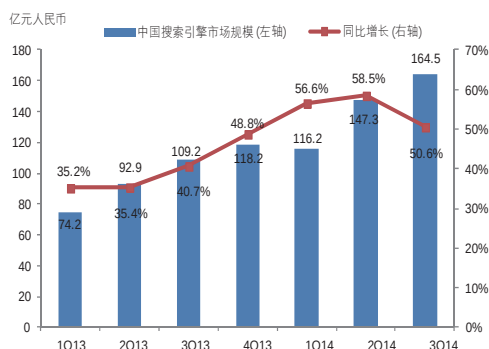
2014年第3季度中国网络规模各类形式份额



资料来源：艾瑞咨询。

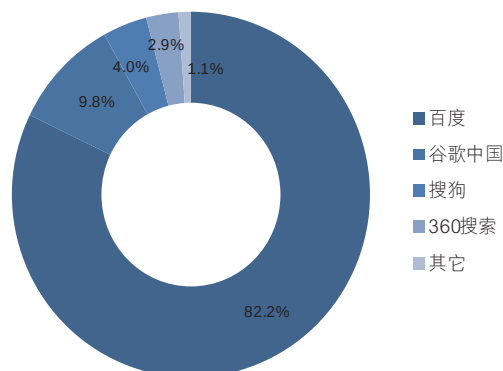
中国搜索引擎市场的市场营收份额最高为百度。2014年第3季度中国搜索引擎市场规模达到164.5亿元人民币，同比增长50.6%，保持稳健的增速。搜索引擎企业移动端收入的持续增长是推动中国搜索引擎企业收入总规模同比增速的重要动力。2014年第3季度百度(BIDU US)占比中国搜索引擎市场营收份额为82.2%，谷歌中国占比为9.8%，搜狗占比为4.0%，360搜索占比为2.9%。百度移动平台2014年第3季度贡献总收入的36%，相比2014年第2季度的33%为高，预期百度的移动平台可透过融合更多服务而进一步货币化。百度亦在海外不断拓展业务如收购巴西网上平台及投资美国打车软件UBER，打车软件将可配合手机支付系统方便用户支付，百度将维持中国搜索引擎市场的领导位置并加速货币化。奇虎360亦在移动平台上加快货币化，公司加入新内容及搜索技术，在2015年营收份额将可改善。

## 中国搜索引擎市场规模及同比增长



资料来源：艾瑞咨询。

## 中国搜索引擎市场营收份额



资料来源：艾瑞咨询。

**云计算业务可持续发展。** 预计国内中小微企业的公共云服务市场规模将从2013年的13.9亿元人民币增长到2018年的55.9亿元人民币，相当于复合年增长率32.1%。中国政府出台了一系列利好政策以促进软件行业的发展。根据工信部发布的「软件和信息技术服务业十二五规划」，预计到2015年中国软件和信息技术服务产业的总市场规模将达到人民币4万亿元，2013年至2015年的年复合增长率为13.6%。发改委亦将拨出15亿元人民币作为专项资金扶持国内云计算企业，将北京、上海、深圳、杭州、无锡等五个城市作为先行试点示范城市，首批扶植的企业包括阿里巴巴、腾讯、百度等。相信云计算的发展在国内可持续发展。行业受到政府的有利政策和移动互联网的增长所支持。由于畅捷通(01588 HK)积极推出云计算产品及在业界具有丰富经验，可受惠于相关政策。

## 投资建议

**行业投资评级为「跑赢大市」。** 预期2015年移动互联网规模的增长将对各项网上活动有正面作用，如广告营收改善及游戏用户上升。基于行业受惠于4G网络的及、移动平台需求的逐步增强、电子商务需求维持增长、视频平台的迅速发展、社交平台等的推动，我们维持行业评级为「跑赢大市」。行业首选为腾讯(00700 HK)，投资评级为「买入」及目标价为153.00港元，目标价相当于37.5倍2015年市盈率、30.5倍2016年市盈率及2013-2016年PEG为1.46。预期新游戏的推出将可改善腾讯游戏收入的增长，同时公司的广告收入受惠于新视频内容的引进。

| 公司名称   | 编号       | 股价          | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|----------|-------------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 腾讯     | 00700 HK | HK\$112.500 | 买入   | 35.3     | 27.5     | 22.4     | 9.5      | 37.4       | 0.4      |
| 畅捷通    | 01588 HK | HK\$14.200  | 买入   | 18.8     | 16.5     | 12.5     | 1.8      | 11.1       | 3.0      |
| 百度     | BIDU US  | US\$227.970 | 买入   | 38.8     | 29.7     | 22.3     | 6.9      | 26.6       | 0.0      |
| 奇虎360  | QIHU US  | US\$57.260  | 买入   | 35.3     | 25.3     | 22.8     | 8.0      | 24.9       | 0.0      |
| 新浪     | SINA US  | US\$37.410  | 收集   | 51.4     | 37.9     | 25.5     | 2.2      | 5.4        | 0.0      |
| 凤凰新媒体  | FENG US  | US\$8.310   | 收集   | 14.9     | 11.1     | 7.6      | 2.3      | 17.5       | 0.0      |
| 完美世界   | PWRD US  | US\$15.760  | 减持   | 7.4      | 6.3      | 5.6      | 0.8      | 13.2       | 4.0      |
| 网易     | NTES US  | US\$99.140  | 买入   | 15.6     | 14.4     | 12.8     | 3.5      | 25.4       | 1.7      |
| 优酷土豆   | YOKU US  | US\$17.810  | 买入   | n.a.     | n.a.     | 25.6     | 1.5      | 0.5        | 0.0      |
| 市值加权平均 |          |             | 跑赢大市 | 35.4     | 27.4     | 21.8     | 8.0      | 31.8       | 0.3      |

资料来源：国泰君安国际。

## 社交网络平台更受欢迎

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

腾讯控股 (00700 HK)

评级：买入

股价：HK\$112.500

目标价：HK\$153.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)   | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)      | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|----------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|-------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 43,893              | 12,732                | 1.393          | 24.2         | 64.9                           | 4.519        | 19.4       | 0.121             | 0.1          | 36.5       |
| 2013A                                         | 60,437              | 15,502                | 1.692          | 21.5         | 51.9                           | 6.326        | 13.9       | 0.160             | 0.2          | 31.2       |
| 2014F                                         | 76,226              | 23,538                | 2.518          | 48.8         | 35.3                           | 7.960        | 11.2       | 0.264             | 0.3          | 35.6       |
| 2015F                                         | 89,486              | 30,312                | 3.227          | 28.1         | 27.5                           | 9.334        | 9.5        | 0.361             | 0.4          | 37.4       |
| 2016F                                         | 108,889             | 37,461                | 3.968          | 23.0         | 22.4                           | 10.840       | 8.2        | 0.460             | 0.5          | 39.4       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 9,368.3        |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | Naspers Ltd 34.0% |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 1,053,933.8    |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 66.0              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 20,904.0       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 134.900/93.000 |              | 市盈率/增长率 PEG (x)                |              |            | 1.1               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                |              |                                |              |            | (9.3)/(2.6)/13.7  |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                |              |                                |              |            | (7.7)/(5.5)/12.5  |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

2014年第3季微信用户为4.7亿，同比增长6.8%，是由于更好的社交网络系统和新的平台内容。在线游戏营业收入为人民币113亿元，同比增长34%，主要是来自新推出的桌上电脑客户端游戏收入的增长。毛利率为63.6%，同比增长8.8个百分点，因受惠于电子商务及增值服务毛利率的改善，相信公司通过引入更多自主研发的游戏将可持续改善。公司第3季收购了医疗在线平台挂号网，允许用户进行预订，并提供相关医疗的咨询，预计新平台将整合至微信，使用户能得到有医疗相关的服务。同时公司亦投资华谊兄弟(300027 CH)，将可引进新视频内容而帮助广告收入增长。

预期应用程序商店和社交网络平台的利用率提高，公司的投资评级为「买入」及目标价为153.00港元。目标价相当于37.5倍2015年市盈率、30.5倍2016年市盈率及2013–2016年PEG为1.46。

### 正面因素分析

- 新移动游戏的推出。
- 即时通讯用户数提升。
- 移动平台币化加快。
- 国内移动互联网用户数增加。

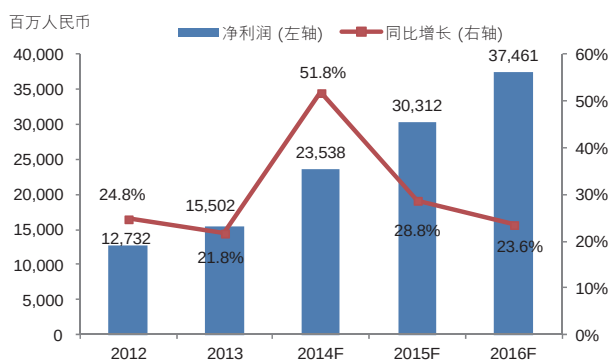
### 负面因素分析

- 与阿里巴巴的业务竞争进一步提升。
- 资本开支因收购其它增加。
- 与政府对互联网企业的监管加强。

### 风险分析

- 移动游戏增长放缓。
- 即时通讯平台竞争剧烈。

上海实业分布业绩利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 43,893   | 60,437   | 76,226   | 89,486   | 108,889  |
| 增值服务           | 35,718   | 44,985   | 62,607   | 79,210   | 97,111   |
| 电子商务           | 4,428    | 9,796    | 5,200    | 0        | 0        |
| 在线广告           | 3,382    | 5,034    | 7,299    | 8,540    | 9,522    |
| 其它             | 365      | 622      | 1,120    | 1,735    | 2,256    |
| 成本             | (18,207) | (27,778) | (29,985) | (32,058) | (37,726) |
| 毛利             | 25,686   | 32,659   | 46,242   | 57,428   | 71,163   |
| 其它收入及收益        | 552      | 2,218    | 3,552    | 3,764    | 3,993    |
| 销售及分销费用        | (2,993)  | (5,695)  | (8,614)  | (10,112) | (12,305) |
| 其它营运费用         | (7,765)  | (9,988)  | (13,340) | (15,213) | (18,511) |
| 经营利润           | 15,479   | 19,194   | 27,841   | 35,868   | 44,340   |
| 财务费用           | (348)    | (84)     | (150)    | (163)    | (177)    |
| 应占联营公司收益       | (81)     | 171      | 173      | 177      | 181      |
| 税前利润           | 15,051   | 19,281   | 27,864   | 35,882   | 44,345   |
| 税项             | (2,266)  | (3,718)  | (4,207)  | (5,418)  | (6,696)  |
| 少数股东权益         | (53)     | (61)     | (118)    | (152)    | (188)    |
| 股东应占净利润        | 12,732   | 15,502   | 23,538   | 30,312   | 37,461   |
| 每股盈利 (人民币)     | 1.393    | 1.692    | 2.518    | 3.227    | 3.968    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 58.5  | 54.0  | 60.7  | 64.2  | 65.4  |
| 经营利润率 (%)   | 35.3  | 31.8  | 36.5  | 40.1  | 40.7  |
| 净利率 (%)     | 29.0  | 25.6  | 30.9  | 33.9  | 34.4  |
| 股东资金回报率 (%) | 36.5  | 31.2  | 35.6  | 37.4  | 39.4  |
| 资产回报率 (%)   | 19.3  | 17.0  | 17.8  | 18.0  | 19.3  |
| 流动比率 (倍)    | 1.8   | 1.6   | 2.5   | 2.8   | 3.2   |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 拓展云端业务

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

**畅捷通(01588 HK)**
**评级：买入**
**股价：HK\$14.200**
**目标价：HK\$18.00**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)         | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|--------------------------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 330                 | 119                   | 0.743         | (17.4)       | 15.4                           | 3.326        | 3.4                | 0.547        | 4.8          | 22.3       |
| 2013A                                         | 312                 | 121                   | 0.752         | 1.2          | 14.8                           | 3.519        | 3.2                | 0.634        | 5.7          | 22.2       |
| 2014F                                         | 357                 | 113                   | 0.598         | (20.4)       | 18.8                           | 5.822        | 1.9                | 0.299        | 2.7          | 9.1        |
| 2015F                                         | 441                 | 147                   | 0.679         | 13.5         | 16.5                           | 6.232        | 1.8                | 0.340        | 3.0          | 11.1       |
| 2016F                                         | 567                 | 194                   | 0.894         | 31.7         | 12.5                           | 6.776        | 1.7                | 0.447        | 4.0          | 13.4       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 217.2         |              | 大股东 Major shareholder          |              | 用友 72.3%           |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 3,084.2       |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 25.3               |              |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 324.6         |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 净现金                |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 17.620/13.900 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 20.9               |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              | (12.5)/(8.9)/n.a.  |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              | (10.9)/(11.8)/n.a. |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司近年的产品正从传统会计软件转型至云端为主要平台，而公司大部的客户为小微企业。随着中国小微企业的发展，未来中国软件产品及信息科技服务市场预期将保持稳定增长，云服务将是推动整个信息科技服务增长的主要部分和驱动力。虽然预期传统会计软件的销售收入在未来几年将会下跌，但公司云端软件的收入增加将可支撑公司的收入增长。相信公司云端软件产品贡献将不断提升。畅捷通支付于2014年7月从中国人民银行获得非金融机构支付业务牌照，获得支付业务牌照后，畅捷通支付可融入其它会计软件中，并在国内提供互联网支付业务及银行卡收单业务。

由于公司积极推出云端产品及在业界具有丰富经验，可受惠于相关政府政策及国内小微企业的发展，公司的投资评级为「买入」及目标价为18.00港元。目标价相当于20.9倍2015年市盈率、15.9倍2016年市盈率及2.3倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 推出云端相关的产品。
- 获得非金融机构支付业务牌照。
- 毛利率上升。
- 受惠于政府政策。

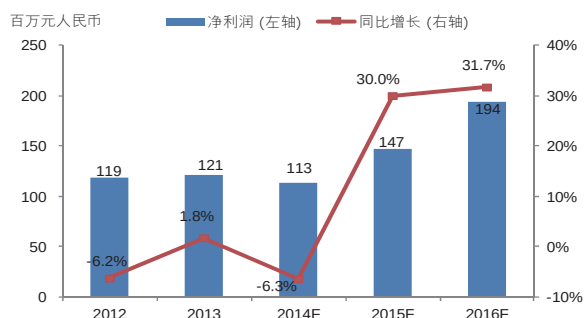
### 负面因素分析

- 行业竞争激烈。
- 研发费用增加。
- 政府减少补贴。
- 销售及分销成本增加。

### 风险分析

- 云端产品未被市场接受。
- 未能取得政府的税项优惠。
- 研发费用进一步增加。

公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额            | 330   | 312   | 357   | 441   | 567   |
| 销售成本           | (36)  | (27)  | (25)  | (24)  | (25)  |
| 毛利             | 295   | 285   | 332   | 417   | 542   |
| 其它收入及收益        | 58    | 73    | 57    | 70    | 88    |
| 研发成本           | (61)  | (61)  | (71)  | (95)  | (130) |
| 销售及分销成本        | (126) | (118) | (128) | (154) | (193) |
| 行政费用           | (33)  | (46)  | (64)  | (76)  | (93)  |
| 税前利润           | 133   | 131   | 125   | 162   | 213   |
| 税项             | (14)  | (11)  | (12)  | (16)  | (21)  |
| 少数股东权益         | 0     | (1)   | (1)   | (2)   | (2)   |
| 股东应占净利润        | 119   | 121   | 113   | 147   | 194   |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.743 | 0.752 | 0.598 | 0.679 | 0.894 |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 89.2  | 91.3  | 93.0  | 94.5  | 95.6  |
| 净利率 (%)     | 36.0  | 38.8  | 31.8  | 33.4  | 34.3  |
| 资产回报率 (%)   | 18.4  | 17.5  | 8.1   | 9.9   | 12.1  |
| 股东资金回报率 (%) | 22.3  | 22.2  | 9.1   | 11.1  | 13.4  |
| 流动比率 (倍)    | 5.3   | 5.1   | 10.7  | 11.0  | 11.6  |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 移动平台更多的盈利贡献

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

百度(BIDU US)

评级：买入

股价：US\$227.970

目标价：US\$277.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | Earnings/<br>ADS<br>(RMB) | EPS<br>(△ %) | PER<br>(x)                     | Book/ADS<br>(RMB) | PBR<br>(x)       | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------------------|--------------|--------------------------------|-------------------|------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 22,306              | 10,456                | 29.926                    | 57.3         | 47.5                           | 74.572            | 19.0             | 0.000        | 0.0          | 50.6       |
| 2013A                                         | 31,944              | 10,519                | 30.066                    | 0.5          | 45.8                           | 109.831           | 12.5             | 0.000        | 0.0          | 32.6       |
| 2014F                                         | 49,069              | 12,667                | 36.205                    | 20.4         | 38.8                           | 152.910           | 9.2              | 0.000        | 0.0          | 27.6       |
| 2015F                                         | 65,476              | 16,555                | 47.318                    | 30.7         | 29.7                           | 202.707           | 6.9              | 0.000        | 0.0          | 26.6       |
| 2016F                                         | 83,989              | 22,003                | 62.891                    | 32.9         | 22.3                           | 307.814           | 4.6              | 0.000        | 0.0          | 24.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 350.7                     |              | 大股东 Major shareholder          |                   | Robin Li 20.8%   |              |              |            |
| 市值 Market cap. (US\$m)                        |                     |                       | 79,949.1                  |              | 流通比例 Free float (%)            |                   | 79.2             |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 3,390.0                   |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |                   | 净现金              |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 251.990/140.660           |              | 市盈率/增长率 PEG (x)                |                   | 1.4              |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                           |              |                                |                   | (7.0)/4.5/28.2   |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                           |              |                                |                   | (5.8)/(0.9)/14.8 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

百度的2014年第3季度净利润达到39亿元，同比增长27.2%，优于预期，是由于移动平台更高的盈利贡献及好于预期的利润率。移动平台14年第3季度贡献总收入的36%，相比14年第2季度的33%。我们预期移动平台透过融合更多服务可以进一步货币化。在线活跃营销客户为51.6万，同比增长11.2%，相比14年第2季度的4.2%有所改善，显示其用户增长加快。百度亦在海外不断拓展业务如在巴西收购网上平台及投资美国打车软件UBER，预期百度将可维持中国搜索引擎市场的领导位置并加速货币化。

因公司移动平台货币化步伐加快和海外扩张计划，我们维持投资评级为「买入」，目标价为277.00美元，相当于36.1倍2015年市盈率、27.1倍2016年市盈率及2013–2016年PEG为1.69。

### 正面因素分析

- 投资美国打车软件UBER。
- 货币化加速。
- 移动平台货币化加快。
- 推出海外扩张计划。

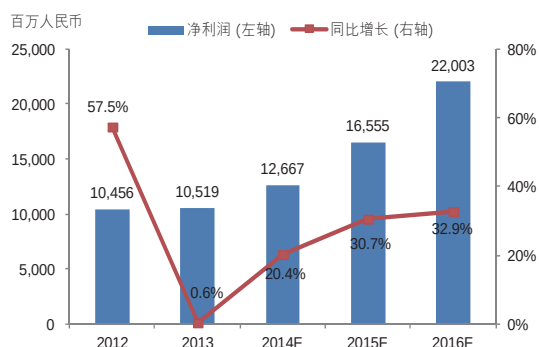
### 负面因素分析

- 产品研发费用上升。
- 搜索平台市占率下降。
- 移动游戏行业竞争激烈。
- 毛利率下降。

### 风险分析

- 行业进一步整合。
- 行业减价加剧。
- 其它平台竞争激烈。
- 海外计划未能成功。

公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 22,306  | 31,944   | 49,069   | 65,476   | 83,989   |
| 广告            | 22,246  | 31,802   | 48,644   | 64,923   | 83,326   |
| 其它            | 60      | 142      | 425      | 553      | 663      |
| 成本            | (6,449) | (11,472) | (19,235) | (25,994) | (33,932) |
| 毛利            | 15,857  | 20,472   | 29,834   | 39,482   | 50,058   |
| 销售及分销费用       | (2,501) | (5,174)  | (8,293)  | (11,262) | (13,690) |
| 研发费用          | (2,305) | (4,107)  | (7,557)  | (9,821)  | (12,346) |
| 经营利润          | 11,051  | 11,192   | 13,985   | 18,399   | 24,021   |
| 利息收入          | 759     | 861      | 775      | 842      | 1,544    |
| 其它收入          | 454     | 186      | 57       | 66       | 76       |
| 投资亏损          | (294)   | (6)      | (13)     | (11)     | (9)      |
| 税前利润          | 11,965  | 12,185   | 14,754   | 19,245   | 25,579   |
| 税项            | (1,574) | (1,829)  | (2,287)  | (2,983)  | (3,965)  |
| 少数股东权益        | (65)    | (163)    | (199)    | (293)    | (389)    |
| 股东应占净利润       | 10,456  | 10,519   | 12,667   | 16,555   | 22,003   |
| 每ADS盈利(人民币)   | 29.926  | 30.066   | 36.205   | 47.318   | 62.891   |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 71.1  | 64.1  | 60.8  | 60.3  | 59.6  |
| 经营利润率(%)   | 49.5  | 35.0  | 28.5  | 28.1  | 28.6  |
| 净利率(%)     | 46.6  | 32.4  | 25.4  | 24.8  | 25.7  |
| 股东资金回报率(%) | 50.6  | 32.6  | 27.6  | 26.6  | 24.6  |
| 资产回报率(%)   | 30.3  | 18.0  | 16.2  | 17.5  | 18.1  |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



# 发力拓展凤凰新闻移动App

分析员：赵 睿 Ray Zhao

凤凰新媒体(FENG US)

评级：收集

股价：US\$8.310

目标价：US\$14.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | Earnings/<br>ADR<br>(RMB) | Earnings/<br>ADR<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BV/ADR<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DP/ADR<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------------|-----------------|------------|-----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 1,111               | 107                   | 1.376                     | n.a.                      | 6.0                            | 2.190           | 3.8        | 0.000           | 0.0          | 8.0        |
| 2013A                                         | 1,424               | 280                   | 3.691                     | 168.1                     | 13.8                           | 2.599           | 3.2        | 0.000           | 0.0          | 19.0       |
| 2014F                                         | 1,654               | 258                   | 3.404                     | (7.8)                     | 14.9                           | 3.014           | 2.8        | 0.000           | 0.0          | 15.1       |
| 2015F                                         | 1,976               | 347                   | 4.586                     | 34.7                      | 11.1                           | 3.593           | 2.3        | 0.000           | 0.0          | 17.5       |
| 2016F                                         | 2,448               | 504                   | 6.660                     | 45.2                      | 7.6                            | 4.435           | 1.9        | 0.000           | 0.0          | 21.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |                           | 75.8                      | 大股东 Major shareholder          |                 |            |                 | 凤凰卫视 53.0%   |            |
| 市值 Market cap. (US\$m)                        |                     |                       |                           | 629.5                     | 流通比例 Free float (%)            |                 |            |                 | 17.3         |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       |                           | 299.2                     | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |                 |            |                 | 净现金          |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (US\$)               |                     |                       |                           | 13.580/7.420              |                                |                 |            |                 |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                           |                           | (6.5)/(11.1)/(13.7)            |                 |            |                 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                           |                           | (5.4)/(16.5)/(27.1)            |                 |            |                 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

凤凰新媒体(PNM)是中国领先的移动新闻新媒体。公司具有以下竞争优势：1) 公司广告收入一直较同业更快，维持在40%以上。高广告增速主要是由于公司视频内容和手机凤凰网贡献。其中手机凤凰网广告收入在3Q14已经占到14%的总广告收入，移动端用户数(DAU)目前在4,600万。而公司视频内容主要是来自凤凰卫视，成本较低持续可控。2) 公司将全面进入移动新闻App竞争。目前移动新闻出现了新趋势：评论社交化，新闻视频化，广告内容化三大趋势。PNM在后两者占据天然优势，凤凰财经新闻视频质量在中国一直处于前三的地位，满足读者深层认知。而其广告团队很早就开始进行原生广告内容营销。更多新闻流(New Feeds)将带来更多的广告收入。但短期来看，加大推广会增加公司营销支出。

投资评级为「收集」。经营利润率短期可能下降。我们2014–2016年的每股ADS预测是人民币3.404、人民币4.586和人民币6.660。目标价为14.00美元，相当于18.5倍的2015年预测市盈率和3.2倍2015预测市销率。

## 正面因素分析

- 公司的内容质量高，主要来自于凤凰卫视和自制脱口秀，内容成本较低且可控。
- 凤凰移动端的新闻App能够提供文字，图片，优质视频等多层次的新闻报道。
- 公司开始代理一些手游App，即将投入运营。
- 随着中国人受教育程度更高，高质量新闻视频节目会拥有更多用户。

## 风险分析

- 移动端新闻视频的货币化进程慢于预期。
- 门户网站流量开始下降。

## 负面因素分析

- 凤凰移动新闻App推广短期将加大营销费用。
- 页游分销收入未来增长很有限。
- 凤凰垂直化发展目前前景还不是很明朗。

## 损益表

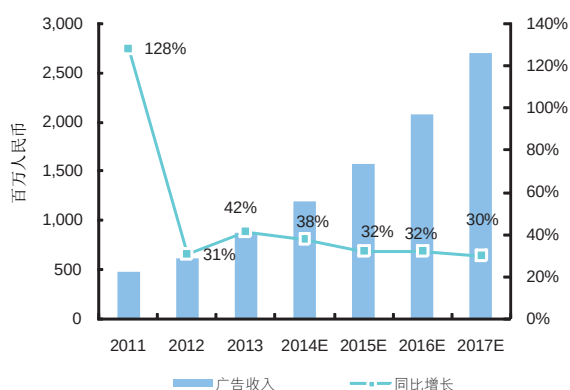
| 截至12月底(百万人民币) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F   |
|---------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 营业额           | 1,111 | 1,424 | 1,654 | 1,976 | 2,448   |
| 销售成本          | (631) | (696) | (793) | (908) | (1,088) |
| 毛利润           | 480   | 728   | 862   | 1,068 | 1,361   |
| 产品发展费用        | (197) | (273) | (362) | (435) | (490)   |
| 销售费用          | (107) | (98)  | (123) | (136) | (169)   |
| 管理费用          | (91)  | (109) | (139) | (151) | (188)   |
| 经营溢利          | 85    | 248   | 237   | 346   | 514     |
| 净财务(开支)/收入    | 33    | 33    | 41    | 49    | 59      |
| 其它收益          | 7     | 35    | 22    | 0     | 0       |
| 税项            | (17)  | (38)  | (44)  | (47)  | (69)    |
| 少数股东权益        | 0     | 2     | 0     | 0     | 0       |
| 股东应占溢利        | 107   | 280   | 258   | 347   | 504     |
| 每股ADR盈利(人民币)  | 1.376 | 3.691 | 3.404 | 4.586 | 6.660   |

## 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 16.9  | 28.2  | 16.1  | 19.4  | 23.9  |
| 净利增长(%)    | 4.8   | 160.4 | (7.8) | 34.7  | 45.2  |
| 毛利率(%)     | 21.2  | 51.8  | 18.4  | 23.9  | 27.4  |
| EBITDA率(%) | 9.5   | 19.6  | 16.1  | 19.0  | 22.2  |
| 经营利润率(%)   | 7.6   | 17.4  | 14.3  | 17.5  | 21.0  |
| 净利率(%)     | 9.7   | 19.6  | 15.6  | 17.6  | 20.6  |
| 资产回报率(%)   | 6.6   | 15.0  | 11.9  | 13.7  | 16.5  |
| 股东资金回报率(%) | 8.0   | 19.0  | 15.1  | 17.5  | 21.0  |
| 流动比率(倍)    | 5.1   | 4.1   | 5.1   | 4.5   | 5.2   |
| 净资产负债比率(%) | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

凤凰新媒体广告收入增长(预期)



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 推出新款游戏

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

网易 (NTES US)

评级：买入

股价：US\$99.140

目标价：US\$116.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | Earnings/<br>ADS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %)   | PER<br>(x)                     | Book/ADS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)    | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------------------|----------------|--------------------------------|-------------------|------------|--------------|-----------------|------------|
| 2012A                                         | 8,380               | 3,637                 | 27.702                    | 11.9           | 22.3                           | 118.817           | 5.2        | 0.000        | 0.0             | 25.3       |
| 2013A                                         | 9,771               | 4,444                 | 34.206                    | 23.5           | 17.5                           | 155.242           | 3.9        | 8.542        | 1.4             | 24.7       |
| 2014F                                         | 11,998              | 5,032                 | 39.158                    | 14.5           | 15.6                           | 158.678           | 3.8        | 9.859        | 1.6             | 24.7       |
| 2015F                                         | 14,362              | 5,399                 | 42.444                    | 14.5           | 14.4                           | 173.929           | 3.5        | 10.643       | 1.7             | 25.4       |
| 2016F                                         | 16,563              | 6,022                 | 47.788                    | 12.6           | 12.8                           | 198.954           | 3.1        | 11.983       | 2.0             | 25.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |                           | 130.7          | 大股东 Major shareholder          |                   |            |              | 丁磊 44.8%        |            |
| 市值 Market cap. (US\$m)                        |                     |                       |                           | 12,957.6       | 流通比例 Free float (%)            |                   |            |              | 55.2            |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |                           | 444.7          | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |                   |            |              | 10.3            |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |                           | 107.465/62.920 | 市盈率/增长率 PEG (x)                |                   |            |              | 1.3             |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                           |                |                                |                   |            |              | (6.2)/15.7/26.1 |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                           |                |                                |                   |            |              | (5.0)/10.3/12.7 |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

网易通过与知名游戏开发商动视暴雪(ATVI US)合作，引进受欢迎游戏。近月公司已推出了一系列新游戏，如危机2015、启示录、暗黑破坏神III、风暴英雄、纳克萨玛斯的诅咒和梦幻西游II的移动版。同时推出扩展包以刷新目前的游戏组合，包括新大话西游III、倩女幽魂II、大唐豪侠II、三国志无双战和西藏镇魔曲。我们认为与国际知名游戏开发商结盟对于游戏收入增长是必要的。网易推出魔兽世界(德拉诺之王)，将可以推动收入增长。

由于推出流行的游戏以刺激游戏用户及ARPU的增长，公司的投资评级为「买入」及目标价为116.00美元。目标价相当于16.8倍2015年市盈率、15.0倍2016年市盈率及2013–2016年PEG为1.55。

### 正面因素分析

- 推出新游戏。
- 与知名游戏开发商动视暴雪(ATVI US)合作。
- 移动平台货币化加快。
- 广告收入改善。

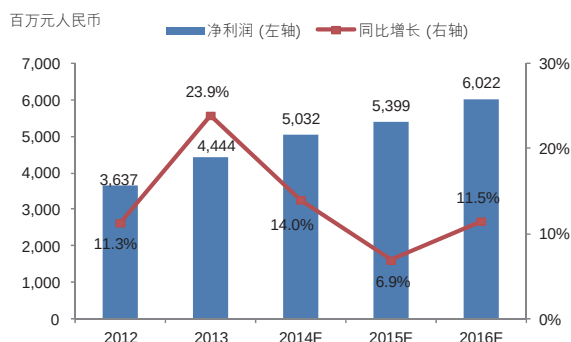
### 负面因素分析

- 行业竞争激烈。
- 毛利率下降。
- 游戏开发费用增加。

### 风险分析

- 新游戏未能吸纳新用户。
- 政府对游戏行业加强监管。

公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 8,380   | 9,771   | 11,998  | 14,362  | 16,563  |
| 在线游戏           | 7,287   | 8,309   | 10,137  | 12,103  | 13,918  |
| 广告             | 850     | 1,095   | 1,346   | 1,589   | 1,827   |
| 电邮、电子商务及其它     | 243     | 368     | 515     | 670     | 817     |
| 销售税            | (179)   | (575)   | (706)   | (847)   | (977)   |
| 净收入            | 8,201   | 9,196   | 11,292  | 13,514  | 15,585  |
| 成本             | (2,578) | (2,479) | (3,263) | (4,122) | (4,936) |
| 毛利             | 5,623   | 6,718   | 8,028   | 9,392   | 10,650  |
| 销售及分销费用        | (907)   | (1,094) | (1,404) | (1,709) | (2,004) |
| 行政费用           | (286)   | (350)   | (480)   | (603)   | (745)   |
| 研发费用           | (718)   | (922)   | (1,176) | (1,436) | (1,689) |
| 经营利润           | 3,712   | 4,353   | 4,969   | 5,644   | 6,211   |
| 投资收入           | 44      | 37      | 30      | 45      | 46      |
| 利息收入           | 424     | 506     | 623     | 674     | 841     |
| 其它收入           | 99      | 80      | 9       | 8       | 7       |
| 税前利润           | 4,278   | 4,976   | 5,631   | 6,371   | 7,106   |
| 税项             | (692)   | (531)   | (563)   | (956)   | (1,066) |
| 少数股东权益         | 51      | (1)     | (35)    | (16)    | (18)    |
| 股东应占净利润        | 3,637   | 4,444   | 5,032   | 5,399   | 6,022   |
| 每ADS盈利 (人民币)   | 27.702  | 34.206  | 39.158  | 42.444  | 47.788  |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 68.6  | 73.0  | 71.1  | 69.5  | 68.3  |
| 经营利润率(%)   | 44.3  | 44.5  | 41.4  | 39.3  | 37.5  |
| 净利率(%)     | 42.8  | 45.5  | 42.2  | 37.7  | 36.5  |
| 股东资金回报率(%) | 25.3  | 24.7  | 24.7  | 25.4  | 25.5  |
| 资产回报率(%)   | 21.0  | 20.3  | 19.5  | 18.9  | 19.0  |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 4.1   | 7.8   | 10.3  | 9.7   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 海外扩张计划

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

完美世界(PWRD US)

评级：减持

股价：US\$15.760

目标价：US\$20.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | Earnings/<br>ADS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %)  | PER<br>(x)                     | Book/ADS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)         | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------------------|---------------|--------------------------------|-------------------|------------|--------------|----------------------|------------|
| 2012A                                         | 2,771               | 541                   | 11.305                    | (44.0)        | 8.7                            | 83.887            | 1.2        | 12.705       | 12.9                 | 13.6       |
| 2013A                                         | 3,053               | 542                   | 11.117                    | (1.7)         | 8.6                            | 92.397            | 1.0        | 2.811        | 3.0                  | 12.8       |
| 2014F                                         | 3,995               | 642                   | 13.054                    | 17.4          | 7.4                            | 109.037           | 0.9        | 3.273        | 3.4                  | 13.1       |
| 2015F                                         | 4,713               | 764                   | 15.430                    | 18.2          | 6.3                            | 127.502           | 0.8        | 3.869        | 4.0                  | 13.2       |
| 2016F                                         | 5,133               | 864                   | 17.381                    | 12.6          | 5.6                            | 147.585           | 0.7        | 4.358        | 4.5                  | 12.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |                           | 43.6          | 大股东 Major shareholder          |                   |            |              | 池宇峰 44.8%            |            |
| 市值 Market cap. (US\$m)                        |                     |                       |                           | 687.1         | 流通比例 Free float (%)            |                   |            |              | 55.2                 |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |                           | 354.2         | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |                   |            |              | 净现金                  |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |                           | 26.245/14.780 | 市盈率/增长率 PEG (x)                |                   |            |              | 0.5                  |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                           |               |                                |                   |            |              | (13.6)/(20.0)/(11.4) |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                           |               |                                |                   |            |              | (12.5)/(25.4)/(24.8) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

完美世界通过其海外子公司及授权予第三方来拓展海外机会，公司的网络已覆盖全球超过100个国家和地区，亦进一步扩大海外渗透和增进全球业务。公司将发展游戏机业务，推与微软(MSFT US)在中国出Xbox One游戏，相信可为公司扩展业务。公司通过手游及客户端游戏的推出以刺激游戏收入的增长，包括神魔大陆、Touch、魔力宝贝手游及笑傲江湖手游在内的一系列手游，公司的游戏收入将可因强劲的手游需求而受惠。完美世界2015年1月初收到主席池宇峰先生以每股ADS 20.00美元私有化完美世界的建议，建议私有化相信是因为股价被市场低估。

公司的投资评级为「减持」及目标价为20.00美元。

### 正面因素分析

- 推出新游戏。
- 海外扩张计划。
- 发展游戏机业务。
- 授权予第三方来拓展业务。

### 风险分析

- 新游戏未能吸纳新用户。
- 政府对游戏行业监管加强。

### 负面因素分析

- 行业竞争激烈。
- 毛利率下降。
- 游戏开发费用增加。

### 损益表

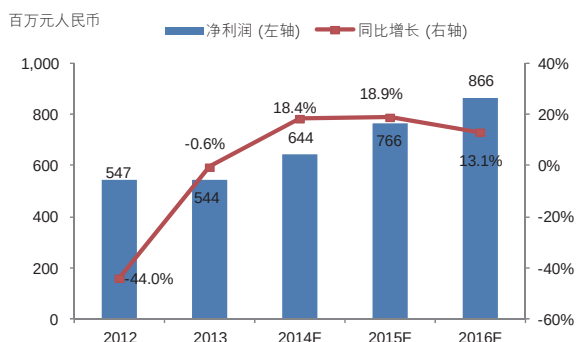
| 截至12月底(百万人民币) | 2012A  | 2013A  | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业额           | 2,771  | 3,053  | 3,995   | 4,713   | 5,133   |
| 在线游戏          | 2,499  | 2,800  | 3,780   | 4,537   | 4,990   |
| 分销            | 172    | 149    | 127     | 105     | 86      |
| 其它            | 100    | 103    | 88      | 71      | 56      |
| 成本            | (540)  | (712)  | (947)   | (1,131) | (1,242) |
| 毛利            | 2,231  | 2,341  | 3,048   | 3,582   | 3,891   |
| 研发费用          | (797)  | (886)  | (1,163) | (1,381) | (1,509) |
| 销售及分销费用       | (521)  | (730)  | (959)   | (1,136) | (1,242) |
| 行政费用          | (306)  | (310)  | (392)   | (452)   | (480)   |
| 资产减值          | (41)   | (77)   | 0       | 0       | 0       |
| 经营利润          | 566    | 338    | 535     | 613     | 660     |
| 其它收入          | 128    | 154    | 216     | 280     | 350     |
| 税前利润          | 694    | 492    | 751     | 893     | 1,010   |
| 税项            | (116)  | (70)   | (107)   | (127)   | (144)   |
| 其它            | (30)   | 122    | 0       | 0       | 0       |
| 少数股东权益        | (7)    | (2)    | (2)     | (2)     | (3)     |
| 股东应占净利润       | 541    | 542    | 642     | 764     | 864     |
| 每ADS盈利(人民币)   | 11.305 | 11.117 | 13.054  | 15.430  | 17.381  |

### 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 80.5  | 76.7  | 76.3  | 76.0  | 75.8  |
| 经营利润率(%)   | 20.4  | 11.1  | 13.4  | 13.0  | 12.9  |
| 净利率(%)     | 19.5  | 17.8  | 16.1  | 16.2  | 16.8  |
| 股东资金回报率(%) | 13.6  | 12.8  | 13.1  | 13.2  | 12.7  |
| 资产回报率(%)   | 9.4   | 8.9   | 9.3   | 9.5   | 9.2   |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 产品利用率提升

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

奇虎360(QIHU US)

评级：买入

股价：US\$57.260

目标价：US\$160.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(US\$ m) | Net Profit<br>(US\$ m) | Earnings/<br>ADS<br>(US\$) | EPS<br>(△ %) | PER<br>(x)                     | Book/ADS<br>(US\$) | PBR<br>(x)           | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|----------------------------|--------------|--------------------------------|--------------------|----------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 329                  | 47                     | 0.397                      | 166.3        | 144.1                          | 2.710              | 21.1                 | 0.000        | 0.0          | 11.0       |
| 2013A                                         | 671                  | 100                    | 0.830                      | 109.0        | 69.0                           | 4.094              | 14.0                 | 0.000        | 0.0          | 16.4       |
| 2014F                                         | 1,370                | 204                    | 1.621                      | 95.2         | 35.3                           | 5.188              | 11.0                 | 0.000        | 0.0          | 23.8       |
| 2015F                                         | 2,085                | 299                    | 2.267                      | 39.9         | 25.3                           | 7.188              | 8.0                  | 0.000        | 0.0          | 24.9       |
| 2016F                                         | 2,815                | 346                    | 2.509                      | 10.7         | 22.8                           | 9.400              | 6.1                  | 0.000        | 0.0          | 20.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        |                            |              | 大股东 Major shareholder          |                    | SRS Investment 8.4%  |              |              |            |
| 市值 Market cap. (US\$ m)                       |                      |                        |                            |              | 流通比例 Free float (%)            |                    | 79.2                 |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        |                            |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |                    | 净现金                  |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        |                            |              | 市盈率/增长率 PEG (x)                |                    | 0.8                  |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |                            |              |                                |                    | (23.0)/(15.1)/(30.2) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |                            |              |                                |                    | (21.8)/(20.5)/(43.6) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

2014年第3季度广告收入为201.9百万美元，同比增长67.2%，主要受搜索和移动端广告的贡献增加以及360个人启动页上的用户活动的货币化加快所推动。奇虎360的智能手机安全产品用户数于2014年9月达到673百万，同比上升65.0%。奇虎360计算机浏览器的月活跃用户数达到357百万，同比增长4.4%。奇虎360个人启动页及其子页面于2014年第3季度的日均点击量为723百万，同比增长6.2%。公司与酷派(02369 HK)成立合资公司，将主要专注于生产移动终端产品，并通过互联网作为分销的主要渠道，相信奇虎360可以通过成立合资公司而提高产品的利用率。

由于奇虎360推出新产品、平台货币化加快及产品利用率的提高，公司的投资评级为「买入」及目标价为160.00美元。目标价相当于70.6倍2015年市盈率、63.8倍2016年市盈率及2013–2016年PEG为2.21。

### 正面因素分析

- 平台利用率改善。
- 平台流量改善。
- 移动平台货币化加快。
- 与酷派成立合资公司。

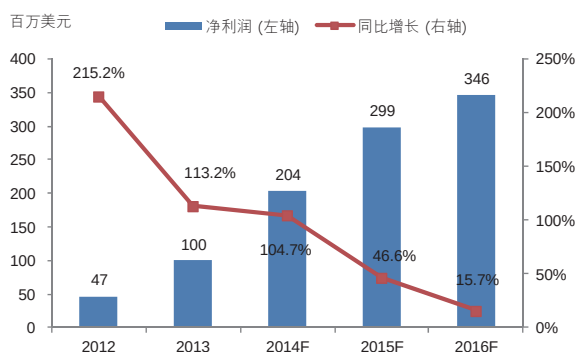
### 负面因素分析

- 毛利率下跌。
- 其它防病毒软件相继推出。
- 产品研发费用上升。

### 风险分析

- 行业进一步整合。
- 游戏平台竞争加剧。

公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万美元) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额           | 329   | 671   | 1,370 | 2,085 | 2,815 |
| 广告            | 221   | 417   | 838   | 1,182 | 1,560 |
| 互联网增值服务       | 103   | 253   | 531   | 902   | 1,254 |
| 其它            | 4     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 成本            | (33)  | (88)  | (301) | (500) | (718) |
| 毛利            | 296   | 583   | 1,069 | 1,585 | 2,097 |
| 补贴收入          | 3     | 2     | 4     | 7     | 9     |
| 销售及分销费用       | (58)  | (110) | (212) | (325) | (439) |
| 行政费用          | (34)  | (116) | (233) | (365) | (498) |
| 研发费用          | (156) | (255) | (397) | (563) | (780) |
| 其它费用          | (1)   | (1)   | (1)   | (1)   | (1)   |
| 经营利润          | 49    | 103   | 229   | 337   | 388   |
| 利息收入          | 7     | 10    | 7     | 12    | 14    |
| 财务支出          | 0     | (6)   | (6)   | (6)   | (6)   |
| 其它收入/(亏损)     | 7     | 16    | 18    | 20    | 23    |
| 税前利润          | 63    | 124   | 249   | 363   | 420   |
| 税项            | (11)  | (23)  | (45)  | (66)  | (77)  |
| 股东应占净利润       | 47    | 100   | 204   | 299   | 346   |
| 每股盈利 (美元)     | 0.397 | 0.830 | 1.621 | 2.267 | 2.509 |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 90.0  | 86.9  | 78.0  | 76.0  | 74.5  |
| 经营利润率 (%)   | 14.8  | 15.4  | 16.7  | 16.2  | 13.8  |
| 净利率 (%)     | 14.2  | 14.8  | 14.9  | 14.4  | 12.3  |
| 股东资金回报率 (%) | 11.0  | 16.4  | 23.8  | 24.9  | 20.6  |
| 资产回报率 (%)   | 8.4   | 8.8   | 12.0  | 14.5  | 13.5  |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 业务将好转

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

新浪(SINA US)

评级：收集

股价：US\$37.410

目标价：US\$70.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(US\$ m) | Net Profit<br>(US\$ m) | Earnings/<br>ADS<br>(US\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)    | Book/ADS<br>(US\$)             | PBR<br>(x) | DPS<br>(US\$)       | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|----------------------------|--------------|---------------|--------------------------------|------------|---------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 529                  | 32                     | 0.478                      | n.a.         | 78.3          | 17.118                         | 2.2        | 0.000               | 0.0          | 2.9        |
| 2013A                                         | 665                  | 45                     | 0.676                      | 41.5         | 55.3          | 17.848                         | 2.1        | 0.000               | 0.0          | 3.9        |
| 2014F                                         | 778                  | 50                     | 0.728                      | 7.7          | 51.4          | 19.756                         | 1.9        | 0.000               | 0.0          | 3.9        |
| 2015F                                         | 893                  | 70                     | 0.987                      | 35.6         | 37.9          | 17.079                         | 2.2        | 0.000               | 0.0          | 5.4        |
| 2016F                                         | 1,019                | 105                    | 1.467                      | 48.6         | 25.5          | 19.104                         | 2.0        | 0.000               | 0.0          | 8.2        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        |                            |              | 66.6          | 大股东 Major shareholder          |            | T ROWE PRICE 9.4%   |              |            |
| 市值 Market cap. (US\$m)                        |                      |                        |                            |              | 2,473.5       | 流通比例 Free float (%)            |            | 80.5                |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        |                            |              | 1,379.4       | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |            | 净现金                 |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        |                            |              | 89.790/35.050 | 市盈率/增长率 PEG (x)                |            | 1.7                 |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |                            |              |               |                                |            | (1.4)/(9.1)/(55.6)  |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |                            |              |               |                                |            | (0.3)/(14.5)/(69.0) |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

新浪微博(WB US)月活跃用户为1.7亿户，同比增长36%，日活跃用户为7.7千万户，同比增长30%。移动微博贡献整体广告收入44%，显示移动平台重要性日渐增强，相信移动微博将在2015年贡献更多广告收入因公司不断加入新服务及内容，移动平台货币化将可加快。公司正在成立新移动和各种垂直领域业务单元，如财经、体育、娱乐和汽车，预期新业务单元的成立可吸纳新微博用户。新浪亦积极发展新浪彩票，将可融合网上支付系统，增加收入来源。预期新浪在2015年通过引进新游戏，提升移动平台收益。

由于公司新服务及内容可持续改善业务，公司的投资评级为「收集」及目标价为70.00美元。目标价相当于70.9倍2015年市盈率、47.7倍2016年市盈率及2013–2016年PEG为3.26。

### 正面因素分析

- 发展新彩票。
- 微博游戏平台更为普及。
- 回购公司股份。
- 成立新业务单元。

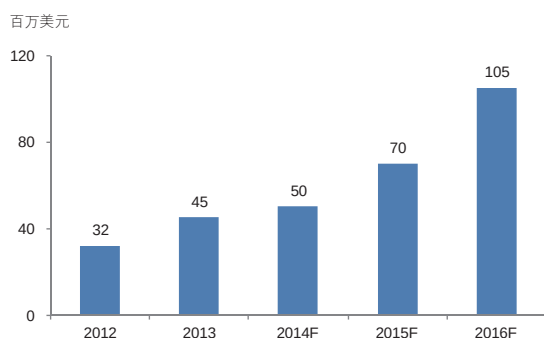
### 负面因素分析

- 政府对微博的内容要求提高。
- 汽车及消费品广告收入下降。
- 营运开支因微博视频内容增加而提升。
- 微博用户转用微信。

### 风险分析

- 广告业务竞争加剧。
- 阿里巴巴(BABA US)减少广告的投放。
- 微信的使用更为普及。

公司的净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万美元) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额           | 529   | 665   | 778   | 893   | 1,019 |
| 广告            | 413   | 526   | 605   | 672   | 733   |
| 其它            | 116   | 139   | 172   | 221   | 287   |
| 成本            | (248) | (271) | (298) | (334) | (358) |
| 毛利            | 281   | 394   | 480   | 559   | 662   |
| 销售及分销费用       | (142) | (160) | (174) | (192) | (214) |
| 研发费用          | (108) | (146) | (159) | (183) | (207) |
| 行政费用          | (39)  | (65)  | (70)  | (89)  | (102) |
| 其它费用及收入       | 43    | 35    | (13)  | (8)   | (8)   |
| 利息及其它收入       | 17    | 19    | 32    | 39    | 40    |
| 税前利润          | 35    | 58    | 63    | 87    | 131   |
| 税项            | (3)   | (15)  | (16)  | (22)  | (32)  |
| 股东应占净利润       | 32    | 45    | 50    | 70    | 105   |
| 每ADS盈利 (美元)   | 0.478 | 0.676 | 0.728 | 0.987 | 1.467 |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 53.2  | 59.2  | 61.7  | 62.6  | 64.9  |
| 经营利润率(%)   | (1.6) | 3.4   | 9.7   | 10.5  | 13.5  |
| 净利率(%)     | 6.0   | 6.8   | 6.4   | 7.8   | 10.3  |
| 股东资金回报率(%) | 2.9   | 3.9   | 3.9   | 5.4   | 8.2   |
| 资产回报率(%)   | 2.2   | 2.1   | 1.6   | 1.9   | 2.8   |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 耐心等待业绩爆发

分析员：赵 睿 Ray Zhao

### 优酷土豆(YOKU US)

评级：买入

股价：US\$17.810

目标价：US\$32.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | Earnings/<br>ADR<br>(RMB) | Earnings/<br>ADR<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BV/ADR<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DP/ADR<br>(RMB) | Yield<br>(%)     | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------------|-----------------|------------|-----------------|------------------|------------|
| 2012A                                         | 1,796               | (424)                 | (3.200)                   | 106.5                     | n.a.                           | 70.527          | 1.6        | 0.000           | 0.0              | (6.3)      |
| 2013A                                         | 3,028               | (581)                 | (3.501)                   | 9.4                       | n.a.                           | 54.147          | 2.0        | 0.000           | 0.0              | (6.3)      |
| 2014F                                         | 4,000               | (607)                 | (3.116)                   | (11.0)                    | n.a.                           | 73.074          | 1.5        | 0.000           | 0.0              | (5.2)      |
| 2015F                                         | 5,641               | 79                    | 0.393                     | n.a.                      | 277.1                          | 73.610          | 1.5        | 0.000           | 0.0              | 0.5        |
| 2016F                                         | 8,066               | 880                   | 4.256                     | 981.6                     | 25.6                           | 77.987          | 1.4        | 0.000           | 0.0              | 5.7        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |                           | 194.9                     | 大股东 Major shareholder          |                 |            |                 | Victor Koo 18.0% |            |
| 市值 Market cap. (US\$m)                        |                     |                       |                           | 3,471.6                   | 流通比例 Free float (%)            |                 |            |                 | 17.3             |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |                           | 561.3                     | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |                 |            |                 | 净现金              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (US\$)               |                     |                       |                           | 13.580/5.030              |                                |                 |            |                 |                  |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                           |                           | (3.7)/(0.6)/(41.2)             |                 |            |                 |                  |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                           |                           | (2.6)/(6.0)/(54.6)             |                 |            |                 |                  |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

优酷土豆是国内排名首位的网络视频公司。要点如下：1) 优酷App用户时长暴涨可能只是开始。2014年10月第一周，优酷App周用户时长达到172.7亿分钟，同比增长超过5倍，超过手机QQ成为中文App排名第二的App。从日视频浏览量指标看(DVV)，2014年初优酷在3亿~4亿之间，而到年底该指标接近10亿。2) 资本市场博弈艰苦。公司股价表现平平，主要是由两个原因：市场还在担忧移动视频的货币化前景，其次广电新政细则效果有待论证。我们认为移动视频流量还将保持至少3年高增长，而广电新政对所有视频网站一视同仁，实质上提高了行业进入门槛，有利于行业龙头。

投资评级为「买入」。估值便宜但博弈亦很激烈，静待货币化加速，公司在2015年有可能在1，2线城市进行提价。目标价为32.00美元，相当于6.9倍的2015年市销率。

### 正面因素分析

- 优酷App流量增长处于爆发式增长状态，在未来两年有可能超过微信App成为中文App用户时长第一。
- 优酷拥有众多独家内容：TVB电视剧，韩国SBS和OCN电视剧，以及大量品牌自制剧。
- 公司已经成为电影营销的首选，成功策划了《后会无期》和《匆匆那年》映前营销。通过MV，拍摄花絮，明星访谈视频在社交圈高频转发来为电影预热。
- 公司在1，2线城市有可能进行提价。

### 风险分析

- 移动视频的货币化进程慢于预期。

### 负面因素分析

- 广电新政要求所有新进口美韩电视剧在5月申请合法牌照，市场预期将导致电视剧同播出现阻碍。
- 腾讯视频和爱奇艺视频还在加大投入，市场担忧竞争加剧。

### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额           | 1,796   | 3,028   | 4,000   | 5,641   | 8,066   |
| 销售成本          | (1,500) | (2,487) | (3,037) | (3,756) | (4,598) |
| 毛利润           | 296     | 541     | 963     | 1,884   | 3,468   |
| 产品发展费用        | (173)   | (278)   | (420)   | (423)   | (565)   |
| 销售费用          | (364)   | (681)   | (946)   | (1,185) | (1,613) |
| 管理费用          | (238)   | (262)   | (270)   | (338)   | (468)   |
| 经营溢利          | (479)   | (680)   | (672)   | (62)    | 823     |
| 净财务(开支)/收入    | 41      | 29      | 61      | 141     | 155     |
| 其它收益          | 10      | 71      | 4       | 0       | 0       |
| 税项            | 3       | (1)     | (0)     | 0       | (98)    |
| 少数股东权益        | 0       | 1       | 2       | 3       | 4       |
| 股东应占溢利        | (424)   | (581)   | (607)   | 79      | 880     |
| 每股ADR盈利(人民币)  | (3.200) | (3.501) | (3.116) | 0.393   | 4.256   |

### 重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F | 2016F   |
|------------|--------|--------|--------|-------|---------|
| 收入增长(%)    | 100.0  | 68.7   | 32.1   | 41.0  | 43.0    |
| 净利增长(%)    | 146.4  | 37.0   | 4.6    | n.a.  | 1,014.0 |
| 毛利率(%)     | 16.5   | 17.9   | 24.1   | 33.4  | 43.0    |
| EBITDA率(%) | 1.1    | 10.6   | 0.9    | 12.1  | 19.9    |
| 经营利润率(%)   | (26.7) | (22.4) | (16.8) | (1.1) | 10.2    |
| 净利率(%)     | (23.6) | (19.2) | (15.2) | 1.4   | 10.9    |
| 资产回报率(%)   | (5.5)  | (5.4)  | (10.2) | 1.3   | 13.9    |
| 股东资金回报率(%) | (6.3)  | (6.3)  | (5.2)  | 0.5   | 5.7     |
| 流动比率(倍)    | 4.0    | 3.4    | 6.6    | 5.5   | 5.3     |
| 净资产负债比率(%) | 净现金    | 净现金    | 净现金    | 净现金   | 净现金     |

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 机械行业

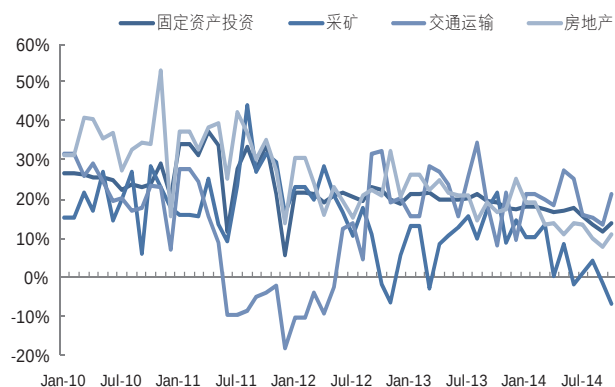
分析员：陈 庆 Angus Chan

## 跑赢大市

### 工程机械行业

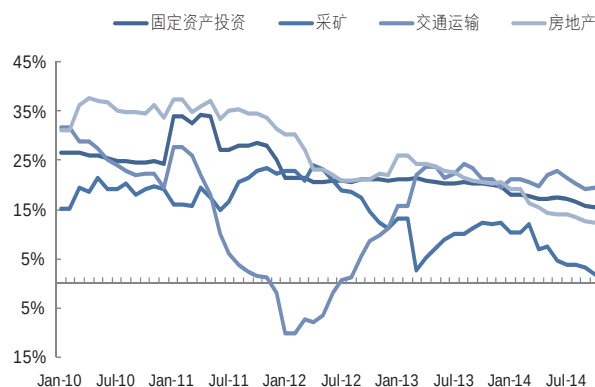
工程机械行业中长期受惠「一带一路」。随着国家主席习近平于APEC会议上宣布，中国将出资400亿美元成立丝路基金，有着中国版「马歇尔计划」之称的「一带一路」战略，继亚洲基础设施投资银行筹建备忘录签署后，再添动力。「一带一路」战略是将有效地运用国内大量存款资助国际工程项目开发的最佳途径，既有助缓解国内产能过剩，亦有利人民币国际化进程。根据规划「一带一路」战略将提升工程机械出口，而主要出口对象可能途经丝路经济带的北线，中线和南线和21世纪海上丝路。涉及国家分别有哈萨克斯坦、俄罗斯、白俄罗斯、波兰、北欧、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克、土库曼、伊朗、土耳其、南欧、巴基斯坦、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、文莱、越南、老挝、缅甸、柬埔寨、南亚、西非、北非等。而按一般工程招标的流程推论，海外耕耘数年并有建筑承包业务经验的中国建筑央企公司有望最先拿到定单，率先受益；下一层是背后融资的金融企业；最后是由承包商再作招标采购的钢铁、建材、工程机械、铁路设备等等。中国基础设施建设的成功，是中国工程机械行业的最好指标，一带一路提及的标志性工程、基础设施建设，势必会带动工程机械行业的出口，尤其是综合性工程机械龙头的出口。截至目前，中国已签下不少丝路经济带合作协议，例如第四届中国—亚欧博览会约人民币2,006亿元合作协议领域包括电力、化工、服装、房产、旅游等，酒泉市丝路经济带建设项目约人民币199亿元合作协议领域包括新能源、装备制造、矿产及农产加工、化工等，中国西部国际博览会人民币8,051亿元合作协议领域包括石油化工、冶金有色、新能源、装备制造、矿产、中药材等，新疆共建丝路经济带推介会人民币175亿元合作协议领域包括交通、物流、金融、科技、医疗、油气、煤气及风电等，广东21世纪海上丝路国际博览会人民币1,747亿元合作协议领域包括文化、旅游、航空、物流及电商等。合计约人民币12,000亿元。我们相信该等合作协议可有效拉动相关工程机械的出口需求。而在国家政策的支持下相信关于「一带一路」战略的相关合作协议也会不断增加。

固定资产投资增长率



资料来源：中国统计局。

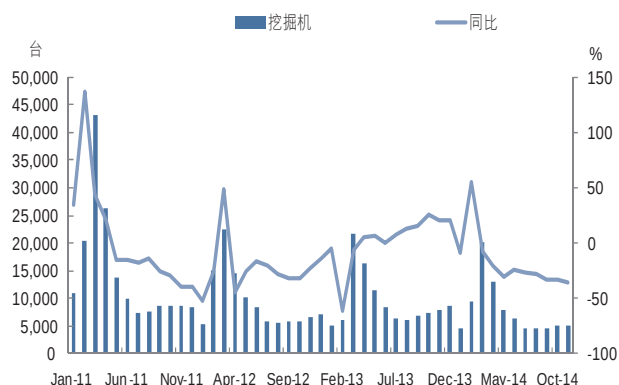
固定资产投资累计增长率



资料来源：中国统计局。

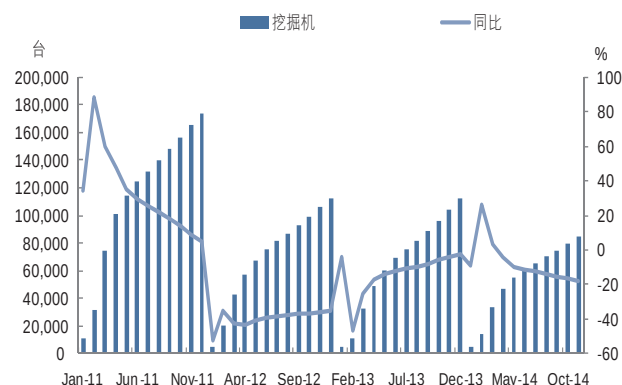
工程机械龙头已经在海外市场布局生产和销售点。中国工程机械企业已完成在东南亚等海外市场的生产布局，「走出去」准备充分。比如徐工随车在委内瑞拉拿下建厂以来最大金额的出口订单，日前第一批次共40台车已准备发车；中联重科首辆大鼻子泵车在墨西哥成功交付；北奔集团再次向南非出口60台整车；三一更是确立了未来几年海外销售占比50%以上的目标。根据海关总署的统计数据显示，2014年上半年，中国工程机械进出口贸易额为120.66亿美元，同比增长0.64%。其中进口金额24.24亿美元，同比下降0.24%；出口金额96.42亿美元，同比增长0.87%；实现贸易顺差72.18亿美元，同比扩大8,905万美元。

中国挖掘机销量和增长率



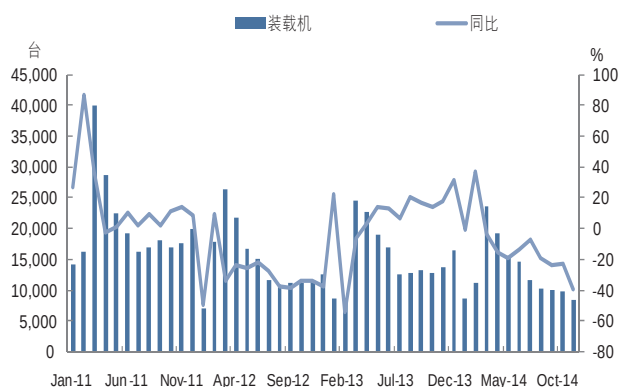
资料来源：中国工程机械工业协会。

中国挖掘机累计销量和增长率



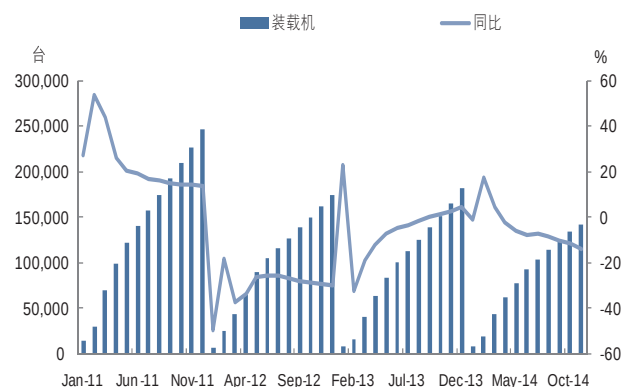
资料来源：中国工程机械工业协会。

中国装载机销量和增长率



资料来源：中国工程机械工业协会。

中国装载机累计销量和增长率

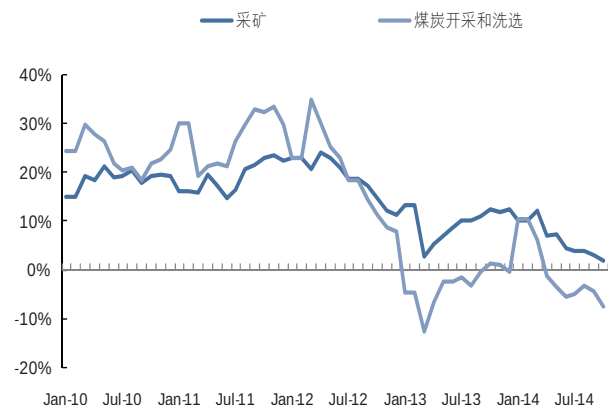


资料来源：中国工程机械工业协会。

## 采矿机械行业

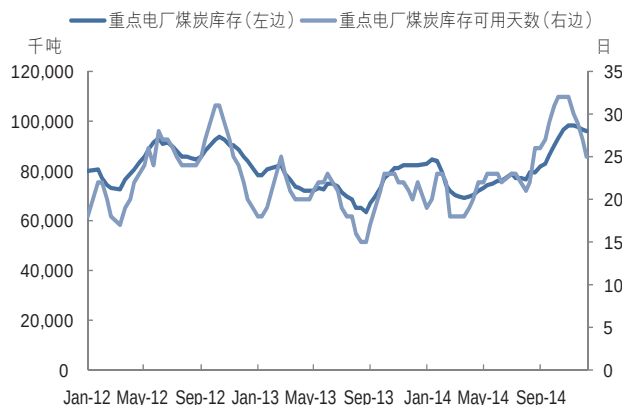
国内煤机行业整合持续，行业景气改善不大。煤炭价格仍在底部徘徊，会继续拖累煤炭机械的需求。与此同时，预计中国将出台更多的政策来对抗空气污染，其中包括禁止新建燃煤电厂，并最终降低煤耗。从长远来看，至2017年煤耗占总能源的百分比少于65%，随着政府对煤耗更多的干预，煤炭生产商将继续把重点放在成本控制，这将拉低煤炭机械的支出。行业固定资产投资增速下降，受此影响煤机产品需求增速明显回落，预计短期内煤炭价格仍将处于震荡格局，行业景气明显回升的可能性不大。

采矿业固定资产投资增长率



资料来源：中国统计局。

重点电厂煤炭库存

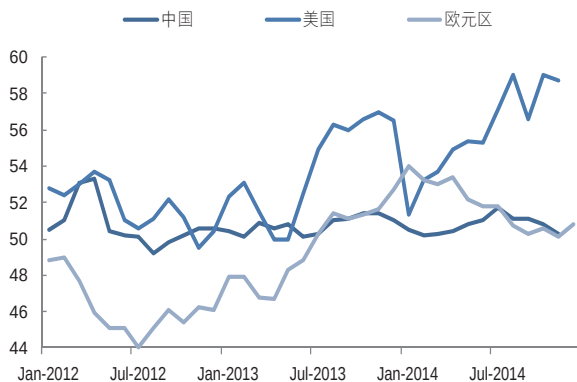


资料来源：Wind。

## 注塑机行业

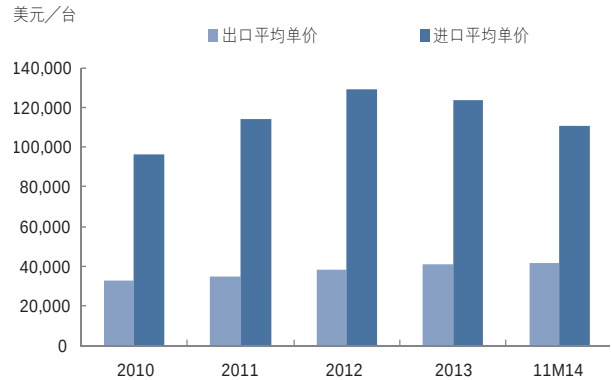
2014年上半年美国和欧元区PMI指数一直高于50荣枯线，注塑机需求温和。2014年12月中国PMI指数虽然反映小型企业生产经营仍然面临不少困难。美国ISM制造业PMI指数11月为58.7，依然维持在扩张区域。欧元区制造业PMI 11月数值为50.8。我们认为外需在持续改善，会拉动注塑机需求。我们预期注塑机更换资本开支在2015年应该会持续释放。

制造业PMI指数



资料来源：中国物流与采购联合会、ISM、Markit。

注塑机进出口平均单价



资料来源：中国海关。

## 投资建议

行业「跑赢大市」，中联重科为我们的行业首选。细分行业中我们较看好工程机械行业。中国工程机械行业在过去一直面对着产能过剩和激烈同业竞争。特别是重型工程机械销售情况一直十分疲软，反映中国固定资产投资减速。一些综合性工程机械龙头已经向多元化发展，减低对固定资产投资的依赖。例如发展海工，农机，能源设备，港口机械等。我们认为这样的行业发展也是理所当然的一个行业趋势，参考世界机械巨头卡特彼勒其主要产品包括农业、建筑及采矿等工程机械和柴油发动机、天然气发动机及燃气涡轮发动机等，我们相信中国的工程机械龙头的未来发展也会参考卡特彼勒成为一家更综合性工程机械龙头和发展不同板块的机械。这也会提高行业发展的可持续性同时也有助国家「走出去」的大方向。中联重科为我们的首选，公司在往多元化的方向发展，也已经布局海外市场和发展非工程机械业务。我们认为公司将受益于「一带一路」战略的支持。我们对中联重科的转型策略看法是正面的。中联重科收购奇瑞重工，该公司是一家涉足农业装备、工程机械等产业领域的大型现代化装备制造企业，此次并购标志着中联重科拓展农业机械业务板块的战略正式落地。农机收入2015年将会贡献和环卫机械预期也会有维持稳定增长。而渐渐成为一家更综合性工程机械龙头企业。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 三一国际   | 00631 | 2.040    | 中性   | 5.7      | 11.9     | 11.7     | 0.6      | 5.8        | 1.3      |
| 中联重科   | 01157 | 5.910    | 收集   | 23.5     | 16.0     | 14.4     | 0.8      | 5.3        | 2.1      |
| 海天国际   | 01882 | 16.320   | 中性   | 15.1     | 12.2     | 10.4     | 2.5      | 21.7       | 2.7      |
| 中集集团   | 02039 | 17.220   | 买入   | 13.0     | 11.4     | 10.4     | 1.3      | 11.7       | 2.8      |
| 中国龙工   | 03339 | 1.570    | 收集   | 9.1      | 7.7      | 6.5      | 0.7      | 9.2        | 3.3      |
| 中集安瑞科  | 03899 | 6.150    | 买入   | 8.5      | 7.3      | 5.9      | 1.3      | 19.7       | 2.1      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 15.9     | 12.5     | 11.2     | 1.3      | 11.8       | 2.5      |

资料来源：国泰君安国际。

## 资产注入对盈利影响中性

分析员：陈 庆 Angus Chan

三一国际(00631 HK)

评级：中性

股价：HK\$2.040

目标价：HK\$2.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( △ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%)      |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|---------------|--------------|-----------------|
| 2012A                                         | 3,641               | 500                   | 0.161        | (35.5)        | 10.2                           | 1.831        | 0.9        | 0.064         | 3.2          | 9.1             |
| 2013A                                         | 3,225               | 356                   | 0.117        | (27.1)        | 13.6                           | 1.916        | 0.8        | 0.000         | 0.0          | 6.3             |
| 2014F                                         | 3,087               | 866                   | 0.285        | 143.0         | 5.7                            | 2.195        | 0.7        | 0.054         | 2.6          | 14.0            |
| 2015F                                         | 4,547               | 410                   | 0.135        | (52.6)        | 11.9                           | 2.532        | 0.6        | 0.026         | 1.3          | 5.8             |
| 2016F                                         | 5,007               | 418                   | 0.138        | 2.0           | 11.7                           | 2.644        | 0.6        | 0.026         | 1.3          | 5.4             |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 3,041.3       | 大股东 Major shareholder          |              |            |               | 梁稳根          | 73.0%           |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 6,203.7       | 流通比例 Free float (%)            |              |            |               |              | 27.0            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 5,262.9       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |               |              | 2.4             |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 2.440/1.520   |                                |              |            |               |              |                 |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |               |              | 2.0/17.9/(16.0) |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |               |              | 3.6/15.0/(17.3) |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

三一国际宣布收购珠海三一港机，三一海洋重工和湖南三一重工港口设备。此次收购看起来昂贵，这是由于收购的价格相当于目标集团1.6倍市净率和2013年17.7倍市盈率。目标公司在2011年开始运作现仍处于发展阶段，暂时盈利能力还不是那么高。因此，我们认为本次资产注入对2015–2016财年盈利影响中性。在我们看来，利润率前景将可能是三一国际港口机械和海洋工程装备的最大担忧。振华重工(600320 CH)为最接近三一国际港口机械的同业，其毛利率约为10%。我们认为其海洋工程装备将增长更快。然而，基于其它同业的利润率较低，在未来2–3年内公司将可能无法实现持续的利润率。

我们认为，三一国际2015–2016年煤炭机械显示温和复苏，主要因为政府干预煤炭的消耗，会拖累煤炭机械的需求。与此同时，其新的港口机械和海洋工程装备很可能对2015–2016年盈利影响中性，我们认为其利润率前景并不稳定。我们投资评级为「中性」。目标价2.00港元，相当于5.6倍/11.7倍/11.5倍的2014/2015/2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 矿用卡车销售有助提升盈利。
- 联合采煤机组的销售及毛利率改善。
- 积极开拓新产品。
- 发展海工减少对煤机的依赖。

### 负面因素分析

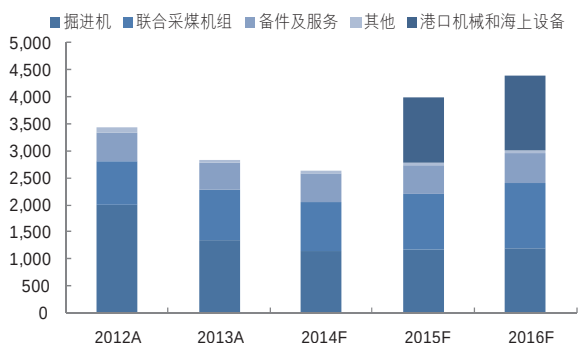
- 核心产品掘进机销售疲软。
- 产品组合的变化拖低毛利率。
- 应收帐款水平比较高。
- 海工盈利能力存在比较大的不确定性。

### 风险分析

- 弱于预期的成本控制。
- 煤价持续低迷，影响煤机需求。
- 掘进机持续低迷。

### 三一国际主要收入

人民币百万元



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 3,641   | 3,225   | 3,087   | 4,547   | 5,007   |
| 销售成本           | (2,312) | (2,062) | (2,007) | (3,038) | (3,374) |
| 毛利             | 1,329   | 1,163   | 1,080   | 1,509   | 1,633   |
| 其它收入           | 231     | 169     | 772     | 173     | 181     |
| 分销及销售费用        | (566)   | (501)   | (395)   | (582)   | (641)   |
| 行政开支           | (375)   | (359)   | (330)   | (487)   | (531)   |
| 其它开支           | (22)    | (47)    | (116)   | (119)   | (136)   |
| 营业利润           | 597     | 425     | 472     | 506     | 540     |
| 净财务成本          | (5)     | (17)    | (26)    | (27)    | (30)    |
| 除税前溢利          | 593     | 408     | 985     | 467     | 476     |
| 税收             | (93)    | (49)    | (119)   | (57)    | (58)    |
| 少数股东权益         | (1)     | (2)     | 0       | 0       | 0       |
| 净利润            | 500     | 356     | 866     | 410     | 418     |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.161   | 0.117   | 0.285   | 0.135   | 0.138   |
| 每股股息 (港元)      | 0.064   | 0.000   | 0.054   | 0.026   | 0.026   |

### 重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 36.5  | 36.1  | 35.0  | 33.2  | 32.6  |
| 经营利润率 (%)   | 16.4  | 13.2  | 32.7  | 10.9  | 10.1  |
| 净利率 (%)     | 13.7  | 11.0  | 28.0  | 9.0   | 8.4   |
| 资产收益率 (%)   | 6.5   | 4.3   | 9.5   | 3.8   | 3.4   |
| 股东资金回报率 (%) | 9.1   | 6.3   | 14.0  | 5.8   | 5.4   |
| 流动比率 (倍)    | 2.7   | 2.5   | 2.9   | 2.5   | 2.5   |
| 速动比率 (倍)    | 0.8   | 0.6   | 0.6   | 0.4   | 0.4   |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 2.4   | 4.6   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



# 受益于「一带一路」国家战略

分析员：陈 庆 Angus Chan

**中联重科(01157 HK)**
**评级：收集**
**股价：HK\$5.910**
**目标价：HK\$7.60**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)     | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|------------------|------------|
| 2012A                                         | 48,071              | 7,330                 | 0.951        | (9.1)         | 5.0                            | 5.340        | 0.9        | 0.200        | 4.2              | 19.2       |
| 2013A                                         | 38,542              | 3,844                 | 0.499        | (47.6)        | 9.3                            | 5.452        | 0.8        | 0.150        | 3.2              | 9.3        |
| 2014F                                         | 25,265              | 1,528                 | 0.198        | (60.3)        | 23.5                           | 5.507        | 0.8        | 0.095        | 2.0              | 3.7        |
| 2015F                                         | 28,722              | 2,252                 | 0.292        | 47.4          | 16.0                           | 5.713        | 0.8        | 0.100        | 2.1              | 5.3        |
| 2016F                                         | 33,288              | 2,491                 | 0.323        | 10.6          | 14.4                           | 5.946        | 0.8        | 0.110        | 2.4              | 5.6        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 7,706.0       | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 湖南省国资委 16.2%     |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 45,542.2      | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              | 65.3             |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 7,706.0       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              | 22.3             |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 7.240/3.510   |                                |              |            |              |                  |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | 27.9/30.5/(18.4) |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | 29.5/27.5/(19.7) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

我们相信中联重科的环卫机械和农业机械应该是未来几年的亮点。此外，我们认为新产品和并购的可能是短期催化剂以提升估值。现时工程相关机械占公司收入超过50%，我们预期非工程相关机械占收入比例会按年上升。农机收入2015年将会贡献和环卫机械预期也会有维持稳定增长。公司在往多元化的方向发展，也已经布局海外市场和发展非工程机械业务。公司将受益在于「一带一路」战略的支持。我们对中联重科的转型策略看法是正面的。

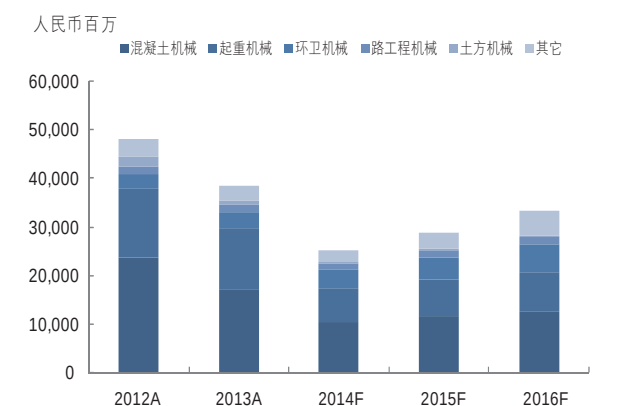
投资评级为「收集」。目标价7.60港元，相当于30.3倍/20.5倍/18.6倍的2014/2015/2016年市盈率。环卫和农业机械新产品以及并购可能是令股价上升的短期催化剂。

## 正面因素分析

- 低周期性的环卫机械业务一直保持稳定的增长和毛利率，2015年有望保持势头。
- 公司在行业低迷的时期，市场份额略有增加。
- 公司现金充足，而且财务费用控制得宜。
- 更加注重环卫机械和农业机械的发展。
- 受益在于「一带一路」战略的支持。

## 风险分析

- 固定资产投资可能持续低迷，可能令下游需求持续疲弱。
- 激烈的行业竞争，影响销售和利润率。
- 重型机械需求可以持续低迷。

**中联重科主要收入**


资料来源：公司、国泰君安国际。

## 负面因素分析

- 经营现金流受压。
- 应收帐款水平依然比较高，构成回款压力。
- 存货减值准备增加。

**损益表**

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 48,071   | 38,542   | 25,265   | 28,722   | 33,288   |
| 销售成本           | (32,546) | (27,300) | (18,169) | (20,694) | (24,170) |
| 毛利             | 15,525   | 11,242   | 7,096    | 8,028    | 9,118    |
| 其它收入           | (101)    | (49)     | (97)     | (82)     | (106)    |
| 分销及销售费用        | (3,376)  | (3,631)  | (2,350)  | (2,642)  | (3,062)  |
| 行政开支           | (2,368)  | (2,701)  | (2,097)  | (2,068)  | (2,363)  |
| 研究及开发费用        | (584)    | (570)    | (632)    | (574)    | (666)    |
| 营业利润           | 9,096    | 4,291    | 1,921    | 2,661    | 2,920    |
| 净财务成本          | (274)    | 195      | (114)    | 35       | 65       |
| 应占合营及联营公司利润    | 36       | 41       | 44       | 31       | 32       |
| 除税前溢利          | 8,858    | 4,527    | 1,850    | 2,727    | 3,016    |
| 税收             | (1,329)  | (570)    | (278)    | (409)    | (452)    |
| 少数股东权益         | (199)    | (113)    | (45)     | (66)     | (73)     |
| 净利润            | 7,330    | 3,844    | 1,528    | 2,252    | 2,491    |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.951    | 0.499    | 0.198    | 0.292    | 0.323    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.200    | 0.150    | 0.095    | 0.100    | 0.110    |

**重要财务比率**

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 32.3  | 29.2  | 28.1  | 28.0  | 27.4  |
| 经营利润率 (%)   | 18.9  | 11.1  | 7.6   | 9.3   | 8.8   |
| 净利率 (%)     | 15.2  | 10.0  | 6.0   | 7.8   | 7.5   |
| 资产收益率 (%)   | 9.1   | 4.3   | 1.8   | 2.6   | 2.8   |
| 股东资金回报率 (%) | 19.2  | 9.3   | 3.7   | 5.3   | 5.6   |
| 流动比率 (倍)    | 1.9   | 2.0   | 2.4   | 2.5   | 2.5   |
| 速动比率 (倍)    | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.5   |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 4.9   | 18.9  | 22.3  | 24.0  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 注塑机行业中的龙头，但股价已反映公司基本面

分析员：陈 庆 Angus Chan

海天国际(01882 HK)

评级：中性

股价：HK\$16.360

目标价：HK\$18.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%)        |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|---------------|--------------|-------------------|
| 2012A                                         | 6,336               | 986                   | 0.618        | (10.7)        | 21.2                           | 3.343        | 3.9        | 0.270         | 1.7          | 19.7              |
| 2013A                                         | 7,201               | 1,206                 | 0.756        | 22.3          | 16.9                           | 3.864        | 3.3        | 0.310         | 1.9          | 21.0              |
| 2014F                                         | 8,289               | 1,365                 | 0.855        | 13.2          | 15.1                           | 4.474        | 2.9        | 0.378         | 2.3          | 20.5              |
| 2015F                                         | 9,524               | 1,686                 | 1.056        | 23.5          | 12.2                           | 5.251        | 2.5        | 0.447         | 2.7          | 21.7              |
| 2016F                                         | 10,927              | 1,988                 | 1.246        | 17.9          | 10.4                           | 6.153        | 2.1        | 0.527         | 3.2          | 21.8              |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 1,596.0       | 大股东 Major shareholder          |              |            |               | 张剑鸣          | 60.1%             |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 26,110.6      | 流通比例 Free float (%)            |              |            |               |              | 39.9              |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 1,067.9       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |               |              | 净现金               |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 20.800/13.920 |                                |              |            |               |              |                   |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |               |              | (0.8)/(7.3)/(6.6) |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |               |              | 0.7/(10.2)/(7.9)  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

在2014年上半年稳健的业绩后，我们相信海天2014年下半年继续维持稳定的盈利增长，其国内销售很可能会保持稳定增长，出口销售增长加快。我们相信海天的销售将继续跑赢同业。考虑到公司在注塑机行业的市场地位，我们相信公司在2015年依然会比同业表现好。此外，公司正积极寻求海外优质收购目标，目标是中小型企业和具有领先的技术。制造业经营情况在需求改善情况下维持稳定改善。

我们认为目前的估值合理。海天的稳健增长前景和拥有良好的经营现金流和资产负债表，我们认识投资者应考虑在股价回调时候才买入。我们目前给予的评级是「中性」，目标价18.00港元，相当于16.6倍/13.5倍/11.4倍的2014/2015/2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 第二代塑料注塑机销售情况乐观。
- 海外销售持续增长。
- 经营现金流长期稳健。
- 未来可能有优质收购。

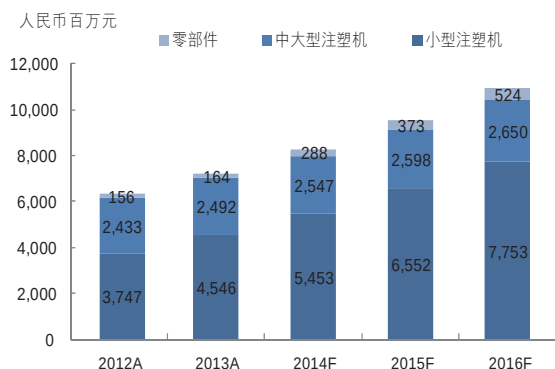
## 负面因素分析

- 小型注塑机需求比较弱。

## 风险分析

- 各行业可能严控开支对资本开支投入可能会减少，令注塑机的需求减少。
- 海外市场的经济增长，尤其是发展中国家，在2015年进一步恶化。

海天国际主要收入



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 6,336   | 7,201   | 8,289   | 9,524   | 10,927  |
| 销售成本           | (4,428) | (4,927) | (5,645) | (6,486) | (7,430) |
| 毛利             | 1,907   | 2,274   | 2,644   | 3,038   | 3,497   |
| 分销及销售费用        | (528)   | (606)   | (696)   | (810)   | (923)   |
| 行政开支           | (302)   | (372)   | (431)   | (495)   | (557)   |
| 其它收入           | 44      | 70      | 78      | 85      | 94      |
| 其它收益/(亏损)净额    | 10      | (10)    | (10)    | (12)    | (14)    |
| 营业利润           | 1,130   | 1,356   | 1,585   | 1,806   | 2,096   |
| 财务成本           | (12)    | (14)    | (20)    | (19)    | (18)    |
| 财务收入           | 74      | 128     | 177     | 262     | 339     |
| 应占合营及联营公司利润    | 2       | 5       | 6       | 7       | 8       |
| 除税前溢利          | 1,194   | 1,476   | 1,747   | 2,056   | 2,424   |
| 税收             | (208)   | (269)   | (319)   | (370)   | (436)   |
| 净利润            | 986     | 1,206   | 1,365   | 1,686   | 1,988   |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.618   | 0.756   | 0.855   | 1.056   | 1.246   |
| 每股股息 (港元)      | 0.270   | 0.310   | 0.378   | 0.447   | 0.527   |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 30.1  | 31.6  | 31.9  | 31.9  | 32.0  |
| 经营利润率 (%)   | 17.8  | 18.8  | 19.1  | 19.0  | 19.2  |
| 净利率 (%)     | 15.6  | 16.8  | 17.2  | 17.7  | 18.2  |
| 资产收益率 (%)   | 12.0  | 13.0  | 13.4  | 13.9  | 14.2  |
| 股东资金回报率 (%) | 19.7  | 21.0  | 20.5  | 21.7  | 21.8  |
| 流动比率 (倍)    | 2.2   | 2.1   | 2.2   | 2.3   | 2.4   |
| 速动比率 (倍)    | 1.7   | 1.6   | 1.8   | 1.9   | 2.0   |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 海工业务发展空间巨大，订单未受油价影响

分析员：宋 然 Jason Song

中集集团 (02039 HK)

评级：买入

股价：HK\$17.220

目标价：HK\$22.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)  | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 54,334              | 1,939                 | 0.728         | (47.5)       | 19.0                           | 7.329        | 1.9        | 0.230         | 1.7          | 10.2       |
| 2013A                                         | 57,874              | 2,180                 | 0.819         | 12.4         | 16.4                           | 7.765        | 1.7        | 0.270         | 2.0          | 10.9       |
| 2014F                                         | 68,773              | 2,787                 | 1.045         | 27.6         | 13.0                           | 9.877        | 1.4        | 0.330         | 2.4          | 11.9       |
| 2015F                                         | 80,706              | 3,197                 | 1.198         | 14.7         | 11.4                           | 10.659       | 1.3        | 0.378         | 2.8          | 11.7       |
| 2016F                                         | 88,220              | 3,506                 | 1.314         | 9.7          | 10.4                           | 11.545       | 1.2        | 0.415         | 3.1          | 11.8       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 2,667.5       |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 招商局集团 23.1%   |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 45,933.8      |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 51.4          |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 1,065.5       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 65.9          |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 19.920/13.620 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 29.3          |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              |            | (2.5)/7.5/4.4 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              |            | (0.9)/4.6/3.1 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

公司海工业务继续改善。11月，中集来福士交付了为中海油服建造的第四座深水半潜式钻井平台，并获得1座深水半潜式生活平台CR600订单，是中集来福士获得的第14座深水半潜式平台订单。自2010年以来，中集来福士已交付9座深水半潜式平台，当前中集来福士还有4座深水半潜式钻井平台正在建造，包括2座第七代超深水半潜式钻井平台。公司的能源、化工及液态食品装备业务也稳健增长。另外，公司的消防车及特种车辆业务也处于上升阶段，假如能够拓展覆盖面，未来有望成为新的盈利增长点。展望未来，随着美国经济的复苏以及新船下水，全球航运业对集装箱的需求将继续回升。

公司计划参与前海的建设，虽然较预期迟，但随着广东自贸区的获批，未来公司资产的价值会逐步释放。而未来海工业务随着工程进度的推进将继续推升整体盈利。评级「买入」，目标价22.00港元。

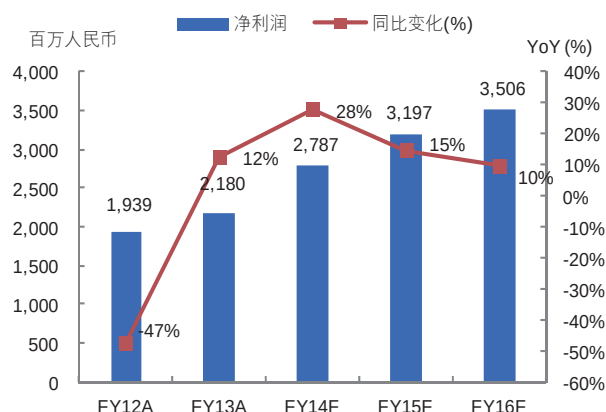
## 正面因素分析

- 公司集装箱制造业务全球市场占有率第一，制造及销售网络具有竞争优势，规模效应显著。
- 海洋工程业务技术领先，虽然油价出现回落，但并未影响订单交付。随着对海洋能源开发投入的增加，未来海工业务增长前景广阔。
- 公司未来或受益于能化设备需求的高速增长。

## 风险分析

- 假如2015年集装箱需求较预期缓慢，公司集装箱制造业务盈利贡献将受影响。
- 假如道路车辆业务需求放缓，会影响公司利润增长。
- 假如原油价格持续下跌，或影响未来潜在订单的落实进度。

### 中集集团净利润预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 负面因素分析

- 集装箱制造行业受到航运行业景气程度影响，近年班轮公司减少了集装箱的订单需求，不利于公司集装箱制造业务盈利的回升。
- 原油价格下跌或影响投资者对海洋石油开发的投入热情，短期或另公司估值受压。

### 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入           | 54,334   | 57,874   | 68,773   | 80,706   | 88,220   |
| 营业成本           | (44,601) | (48,242) | (57,079) | (67,145) | (73,377) |
| 营业税金及附加        | (506)    | (508)    | (603)    | (708)    | (774)    |
| 销售费用           | (1,766)  | (1,833)  | (2,270)  | (2,663)  | (2,911)  |
| 管理费用           | (3,721)  | (4,042)  | (4,826)  | (5,652)  | (6,126)  |
| 投资收益/(损失)      | (98)     | 509      | 680      | 798      | 872      |
| 财务费用、净额        | (525)    | (439)    | (517)    | (260)    | (198)    |
| 其它收益(损失)       | (479)    | 51       | (415)    | (135)    | (196)    |
| 营业利润           | 2,639    | 3,371    | 3,743    | 4,941    | 5,509    |
| 营业外收入/支出       | 268      | 192      | 228      | 268      | 292      |
| 利润总额           | 2,907    | 3,563    | 3,971    | 5,209    | 5,802    |
| 所得税费用          | (977)    | (928)    | (638)    | (1,357)  | (1,512)  |
| 净利润            | 1,930    | 2,634    | 3,333    | 3,852    | 4,290    |
| 少数股东权益         | 9        | (454)    | (547)    | (655)    | (785)    |
| 归属母公司股东净利润     | 1,939    | 2,180    | 2,787    | 3,197    | 3,506    |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.728    | 0.819    | 1.045    | 1.198    | 1.314    |
| 增长/减少 (%)      | (47.5)   | 12.4     | 27.6     | 14.7     | 9.7      |

### 重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 14.4  | 13.7  | 13.6  | 13.4  | 13.4  |
| 经营利润率 (%)   | 4.9   | 5.8   | 5.4   | 6.1   | 6.2   |
| 净利率 (%)     | 3.6   | 3.8   | 4.1   | 4.0   | 4.0   |
| 资产回报率 (%)   | 3.0   | 3.2   | 3.8   | 4.1   | 4.3   |
| 股东资金回报率 (%) | 10.2  | 10.9  | 11.9  | 11.7  | 11.8  |
| 流动比率 (倍)    | 1.5   | 1.3   | 1.4   | 1.3   | 1.3   |
| 速动比率 (倍)    | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 0.8   | 0.8   |
| 净资产负债率 (%)  | 87.5  | 110.6 | 56.2  | 65.9  | 40.0  |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 5.0   | 7.7   | 7.2   | 19.0  | 27.8  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 盈利能力正在改善

分析员：陈 庆 Angus Chan

中国龙工 (03339 HK)

评级：收集

股价：HK\$1.570

目标价：HK\$1.95

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( △ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%)    | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|---------------|-----------------|------------|
| 2012A                                         | 7,896               | 151                   | 0.035        | (91.2)        | 35.7                           | 1.458        | 0.9        | 0.000         | 0.0             | 2.4        |
| 2013A                                         | 8,158               | 480                   | 0.112        | 216.9         | 10.9                           | 1.599        | 0.8        | 0.065         | 4.1             | 7.3        |
| 2014F                                         | 8,114               | 584                   | 0.137        | 21.7          | 9.1                            | 1.686        | 0.7        | 0.044         | 2.8             | 8.3        |
| 2015F                                         | 8,890               | 690                   | 0.161        | 18.2          | 7.7                            | 1.813        | 0.7        | 0.052         | 3.3             | 9.2        |
| 2016F                                         | 9,706               | 813                   | 0.190        | 17.7          | 6.5                            | 1.963        | 0.6        | 0.061         | 3.9             | 10.1       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 4,280.1       | 大股东 Major shareholder          |              |            |               | 李新炎 & 倪银英 55.7% |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 6,719.8       | 流通比例 Free float (%)            |              |            |               | 44.3            |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 10,696.7      | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |               | 36.0            |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 1.680/1.260   |                                |              |            |               |                 |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              | 2.6/12.1/4.0  |                                |              |            |               |                 |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              | 4.2/9.2/2.7   |                                |              |            |               |                 |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

尽管在困难经营环境下龙工的基本面仍在改善，龙工的毛利率预计会按年改善。毛利率改善主要是由于：1) 疲弱的原材料价格（钢价年初至今都十分疲软），2) 轮式装载机和挖掘机分部的产品组合都有改变，及3) 对采购和运输过程的有效成本控制。我们认为毛利率在15年将有所改善，因销售复苏令经营杠杆提高。此外，2014年经营现金流可能会达到人民币10亿元左右，与过去三年的水平相当。2015年龙工经营情况有望持续改善。

我们看到了龙工的财务状况持续改善，净负债比率由2012年的67.6%降至2013年的51.6%，2014年负债水平有望下降。目前估值不高，我们投资评级为「收集」。目标价1.95港元，相当于11.1倍/9.4倍/8.0倍的2014/2015/2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 装载机市场比较集中，行业竞争情况比较健康。
- 公司比较保守的销售方式有利减低信贷风险。
- 下半年人民币可能回复升值，令财务费用可能在下半年减少。

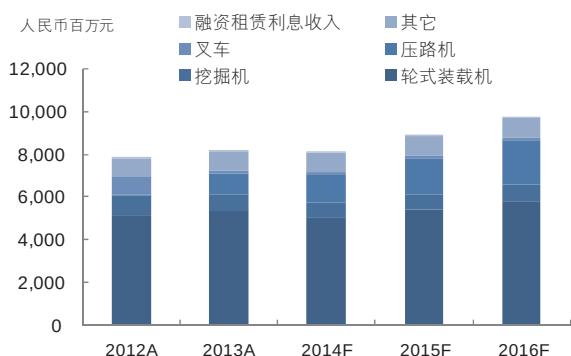
### 负面因素分析

- 应收帐款水平依然比较高。
- 下游对低吨位机械需求比较大，对龙工毛利率形成压力。
- 较保守的销售令龙工失去市场份额。

### 风险分析

- 固定资产投资可能持续低迷，可能令下游需求持续疲弱。
- 可能出现坏账和资产减值。
- 货币政策紧缩，影响回款。

中国龙工主要收入



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 7,896   | 8,158   | 8,114   | 8,890   | 9,706   |
| 销售成本           | (6,367) | (6,234) | (6,101) | (6,676) | (7,285) |
| 毛利             | 1,529   | 1,924   | 2,012   | 2,213   | 2,422   |
| 其它收入扣除         | (37)    | (204)   | (175)   | (193)   | (212)   |
| 行政开支           | (256)   | (268)   | (243)   | (267)   | (291)   |
| 分销及销售费用        | (383)   | (332)   | (341)   | (373)   | (398)   |
| 其它开支           | (274)   | (373)   | (375)   | (405)   | (427)   |
| 营业利润           | 580     | 746     | 878     | 976     | 1,094   |
| 净财务成本          | (304)   | (176)   | (139)   | (103)   | (65)    |
| 除税前溢利          | 276     | 571     | 739     | 873     | 1,029   |
| 税收             | (124)   | (90)    | (154)   | (183)   | (215)   |
| 少数股东权益         | (0)     | (0)     | (0)     | (0)     | (0)     |
| 净利润            | 151     | 480     | 584     | 690     | 813     |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.035   | 0.112   | 0.137   | 0.161   | 0.190   |
| 每股股息 (港元)      | 0.000   | 0.065   | 0.044   | 0.052   | 0.061   |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 19.4  | 23.6  | 24.8  | 24.9  | 25.0  |
| 经营利润率 (%)   | 7.3   | 9.2   | 10.8  | 11.0  | 11.3  |
| 净利率 (%)     | 1.9   | 5.9   | 7.2   | 7.8   | 8.4   |
| 总资产收益率 (%)  | 1.0   | 3.5   | 4.3   | 5.0   | 5.6   |
| 股东资金回报率 (%) | 2.4   | 7.3   | 8.3   | 9.2   | 10.1  |
| 流动比率 (倍)    | 2.4   | 2.6   | 2.9   | 3.0   | 3.1   |
| 速动比率 (倍)    | 0.3   | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| 净负债比率 (%)   | 67.6  | 51.6  | 39.8  | 36.0  | 31.8  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 2015年能源板块将重拾增长

分析员：陈 庆 Angus Chan

中集安瑞科(03899 HK)

评级：买入

股价：HK\$6.150

目标价：HK\$15.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%)         | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|---------------|----------------------|------------|
| 2012A                                         | 8,083               | 760                   | 0.405        | 32.9          | 12.2                           | 2.162        | 2.3        | 0.070         | 1.1                  | 20.4       |
| 2013A                                         | 9,981               | 973                   | 0.516        | 27.3          | 9.3                            | 2.640        | 1.8        | 0.120         | 2.0                  | 21.5       |
| 2014F                                         | 10,576              | 1,078                 | 0.569        | 10.2          | 8.5                            | 3.101        | 1.6        | 0.109         | 1.8                  | 19.9       |
| 2015F                                         | 12,573              | 1,269                 | 0.669        | 17.6          | 7.3                            | 3.685        | 1.3        | 0.129         | 2.1                  | 19.7       |
| 2016F                                         | 15,017              | 1,550                 | 0.818        | 22.2          | 5.9                            | 4.402        | 1.1        | 0.157         | 2.6                  | 20.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 1,895.3       | 大股东 Major shareholder          |              |            |               | 中集集团                 | 70.0%      |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 11,655.9      | 流通比例 Free float (%)            |              |            |               |                      | 30.0       |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       |              | 3,589.8       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |               |                      | 净现金        |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 14.840/5.570  |                                |              |            |               |                      |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |               | (22.7)/(20.7)/(50.8) |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |               | (21.1)/(23.7)/(52.1) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

2014年中集安瑞科受能源板块放缓所影响，相信业绩增长会放慢。但我们预计公司盈利将在2015–2016财年恢复增长；我们仍对公司业务前景有信心。我们相信，来自石油和天然气行业的反腐败影响可能在2015–2016年缓解。能源装备板块预计将持续有稳定增长因天然气需求增长较为稳健。此外，基于更广泛的消费群和不断改善的业务环境，液态食品装备板块有可能录得更快的盈利增长。我们仍然对公司业务前景有信心。随着天然气需求增长稳定，预计其能源装备分部将带来稳定的收入。

投资评级为「买入」，目标价为15.00港元，相当于20.6倍/17.5倍/14.3倍的2014/2015/2016年市盈率。

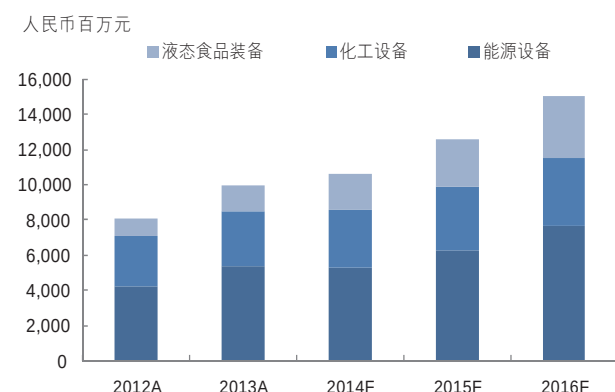
### 正面因素分析

- 公司已经基本上完成产能扩张而且预期未来持续维持净现金，预计长期现金流充足。
- 天然气设备需求能见度高，预期未来多年维持稳定增长。
- 液态食品设备收入增长可能优于预期。我们相信 Ziemann 的收购可以产生正面的协同效应。
- 2015年将更注重工程业务发展，收入贡献有望增加。

### 风险分析

- 天然气价格上升可能压制需求。
- 原材料成本可能上升。

中集安瑞科主要收入



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 化工板块很大程度上依赖全球经济。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F    | 2016F    |
|----------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业额            | 8,083   | 9,981   | 10,576  | 12,573   | 15,017   |
| 销售成本           | (6,505) | (7,956) | (8,591) | (10,122) | (12,047) |
| 毛利             | 1,578   | 2,025   | 1,985   | 2,451    | 2,970    |
| 公允价值变化         | (3)     | 1       | 2       | 2        | 3        |
| 其它收入           | 159     | 220     | 231     | 268      | 311      |
| 其它收入净额         | 36      | (7)     | 1       | 1        | 3        |
| 分销及销售费用        | (259)   | (273)   | (296)   | (352)    | (420)    |
| 行政开支           | (565)   | (764)   | (719)   | (855)    | (1,021)  |
| 营业利润           | 946     | 1,203   | 1,204   | 1,514    | 1,845    |
| 净财务成本          | (19)    | (20)    | (10)    | (10)     | (8)      |
| 除税前溢利          | 927     | 1,183   | 1,194   | 1,504    | 1,837    |
| 税收             | (162)   | (202)   | (107)   | (226)    | (276)    |
| 少数股东权益         | (6)     | (8)     | (8)     | (10)     | (12)     |
| 净利润            | 760     | 973     | 1,078   | 1,269    | 1,550    |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.405   | 0.516   | 0.569   | 0.669    | 0.818    |
| 每股股息 (港元)      | 0.070   | 0.120   | 0.109   | 0.129    | 0.157    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 19.5  | 20.3  | 18.8  | 19.5  | 19.8  |
| 经营利润率 (%)   | 11.7  | 12.0  | 11.4  | 12.0  | 12.3  |
| 净利率 (%)     | 9.4   | 9.7   | 10.2  | 10.1  | 10.3  |
| 总资产收益率 (%)  | 9.8   | 10.2  | 10.5  | 10.5  | 10.8  |
| 股东资金回报率 (%) | 20.4  | 21.5  | 19.9  | 19.7  | 20.2  |
| 流动比率 (倍)    | 1.7   | 1.7   | 1.9   | 2.0   | 2.1   |
| 速动比率 (倍)    | 0.3   | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 工业制造行业

### 领先的电视及其它电器生产商

分析员：宋 涛 Andrew Song

创维数码 (00751 HK)

评级：收集

股价：HK\$4.220

目标价：HK\$4.65

| End 03/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                        | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%)    | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|-----------------------------------|---------------|------------|---------------|-----------------|------------|
| FY13A                                         | 37,824               | 1,501                  | 0.549         | (19.2)       | 7.7                               | 3.645         | 1.2        | 0.170         | 4.0             | 15.9       |
| FY14A                                         | 39,480               | 1,254                  | 0.446         | (18.7)       | 9.5                               | 3.852         | 1.1        | 0.195         | 4.6             | 11.6       |
| FY15F                                         | 43,685               | 1,316                  | 0.465         | 4.1          | 9.1                               | 4.490         | 0.9        | 0.272         | 6.4             | 10.0       |
| FY16F                                         | 48,072               | 1,431                  | 0.506         | 8.8          | 8.3                               | 4.743         | 0.9        | 0.253         | 6.0             | 9.3        |
| FY17F                                         | 52,850               | 1,586                  | 0.560         | 10.8         | 7.5                               | 5.038         | 0.8        | 0.280         | 6.6             | 9.7        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        |               | 2,836.7      | 大股东 Major shareholder             |               |            |               | 林卫平 35.9%       |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        |               | 11,970.9     | 流通比例 Free float (%)               |               |            |               | 63.2            |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        |               | 5,959.5      | 15财年净负债/股东资金 FY15 Net gearing (%) |               |            |               | 26.3            |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        |               | 4.520/3.387  | 15财年每股估值 FY15 NAV (HK\$)          |               |            |               | 4.9             |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                   |               |            |               | (2.5)/5.7/(0.2) |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                   |               |            |               | (0.9)/2.8/(1.5) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

#### 公司近况简评和估值

公司主要从事电视、数字机顶盒、白电、LCD组件、显示器、网络通信硬件以及其它电子产品研发与生产的大型高科技企业。2015财年上半年公司营业额同比下降7.7%至185亿港元；同期股东净利上升14.6%至8.2亿港元。随着互联网企业纷纷进入市场，创维数码的电视业务单价及销售额均录得同比倒退。在此环境下，公司预计将会更加坚定地执行三点策略：1) 持续产品创新；2) 软硬件结合推进公司向「硬件+内容」服务商的角色转变；3) 优化国际市场。作为国内显像技术的领导者，创维数码正不断地优化其产品组合，期内相继推出新的3D电视系列、智能电视系列、云电视系列及第三代OLED显像技术。国内家电行业整合的持续推进，将会有利于创维数码等拥有竞争性产品的龙头企业。

随着公司不断提升其面板制造技术、电视系统以及软件内容质量，相信其智能化产品的渗透率，即使在存在跨界竞争者的背景下，仍有望继续得到提升。虽然在家电产品演变的过程中，来自于其它传统家电制造商以及跨行业参与者的竞争将会日趋激烈，但创维数码的研发水平、品牌以及历经考验的市场策略确保公司在竞争中仍处于优势地位且前景广阔。重申「收集」投资评级，目标价4.65港元，相当于10.0倍2015财年市盈率及1.0倍2015财年市净率。

#### 正面因素分析

- 公司坚持技术创新，产品具有竞争力。
- 家电行业继续整合，有利于龙头企业的发展。

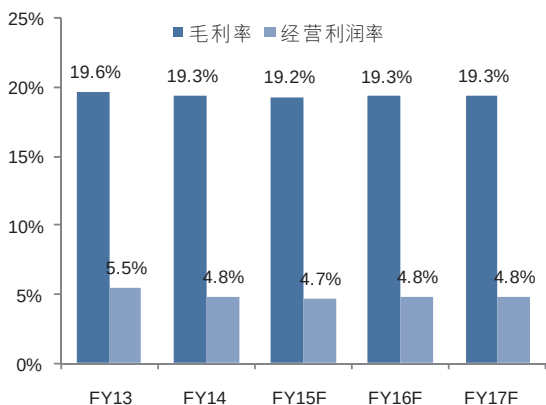
#### 负面因素分析

- 产品线较为单一，尚体现不出联动效应。
- 公司正在布局空调业务，短期整体利润受压。

#### 风险分析

- 可能受政府补贴和政策变化的影响。
- 智能家居的竞争可能来自跨行业者。

公司主要利润率指标趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至3月底 (百万港元) | FY13A    | FY14A    | FY15F    | FY16F    | FY17F    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额          | 37,824   | 39,480   | 43,685   | 48,072   | 52,850   |
| 销售成本         | (30,418) | (31,851) | (35,284) | (38,813) | (42,644) |
| 毛利           | 7,406    | 7,629    | 8,401    | 9,259    | 10,205   |
| 其它收入         | 605      | 824      | 899      | 1,029    | 1,126    |
| 销售及配送费用      | (4,554)  | (4,925)  | (5,439)  | (5,990)  | (6,590)  |
| 管理费用         | (1,388)  | (1,645)  | (1,813)  | (1,995)  | (2,193)  |
| 经营溢利         | 2,069    | 1,883    | 2,048    | 2,303    | 2,548    |
| 净财务开支/收入     | (133)    | (163)    | (179)    | (198)    | (215)    |
| 除税前盈利        | 1,926    | 1,700    | 1,869    | 2,105    | 2,333    |
| 税项           | (332)    | (267)    | (224)    | (316)    | (350)    |
| 少数股东权益       | (93)     | (179)    | (329)    | (358)    | (397)    |
| 净利润          | 1,501    | 1,254    | 1,316    | 1,431    | 1,586    |
| 每股盈利 (港元)    | 0.549    | 0.446    | 0.465    | 0.506    | 0.560    |

重要财务比率

|            | FY13A | FY14A | FY15F | FY16F | FY17F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)    | 19.6  | 19.3  | 19.2  | 19.3  | 19.3  |
| 经营利润率 (%)  | 5.5   | 4.8   | 4.7   | 4.8   | 4.8   |
| 净利率 (%)    | 4.0   | 3.2   | 3.0   | 3.0   | 3.0   |
| 净资产回报率 (%) | 5.9   | 4.1   | 3.8   | 3.6   | 3.7   |
| 流动比率 (倍)   | 13.0  | 15.5  | 14.7  | 30.3  | 21.7  |
| 存货周转期 (天)  | 53.0  | 60.1  | 57.1  | 54.3  | 51.5  |
| 净资产负债率 (%) | 37.1  | 24.8  | 26.3  | 净现金   | 14.2  |
| 债务权益比 (%)  | 56.7  | 50.3  | 43.8  | 45.6  | 47.2  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 与中国北车合并将提高出口竞争优势

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国南车 (01766 HK)

评级：买入

股价：HK\$10.440

目标价：HK11.90

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                         | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|------------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 89,019              | 4,009                 | 0.299        | (8.3)        | 28.1                               | 2.444        | 3.4            | 0.090        | 1.1          | 14.5       |
| 2013A                                         | 96,525              | 4,140                 | 0.300        | 0.3          | 27.2                               | 2.649        | 3.1            | 0.180        | 2.2          | 11.9       |
| 2014F                                         | 117,973             | 5,285                 | 0.383        | 27.7         | 21.5                               | 2.815        | 2.9            | 0.115        | 1.4          | 14.0       |
| 2015F                                         | 138,595             | 6,276                 | 0.455        | 18.7         | 18.1                               | 3.155        | 2.6            | 0.136        | 1.7          | 15.2       |
| 2016F                                         | 160,391             | 7,283                 | 0.528        | 16.1         | 15.6                               | 3.546        | 2.3            | 0.158        | 1.9          | 15.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 13,803.7     |              | 大股东 Major shareholder              |              | 中国南车集团 56.8%   |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 108,911.2    |              | 流通比例 Free float (%)                |              | 43.2           |              |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 7,871.1      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%)     |              | 5.0            |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 12.680/5.350 |              | 13-16年每股盈利复合年增长率 13-16 EPS CAGR(%) |              | 20.7           |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                    |              | 32.3/52.9/64.2 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                    |              | 33.9/49.9/62.9 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

中国南车 (01766 HK) 2014年1-3季度营业收入同比增50.2%至848.9亿元(人民币,下同)。纯利同比增58.3%至39.7亿元,业绩与预期一致。收入大增主要因去年两次动车组的大额招标分别于第3及4季度启动,导致去年1-3季度的交付量偏低。受益于规模效应以及公司着力控制成本,1-3季度毛利率同比提高2.4个百分点至20.9%,其中3季度毛利率更创出23.1%的历史新高,我们认为未来两年机车及动车组进入密集交货期,其占收入比率将进一步提高,整体毛利率仍将维持高位。除国内的强劲需求外,公司出口收入持续快速增加,其中包括3月18日与南非签定的128亿元机车出口合同,创中国历来最高额的单一机车出口合同纪录。公司刚宣布与中国北车合并并组成中国中车,将大大减少出口的竞争,有利整体以更高的利润率获取海外订单,对公司影响正面。虽然墨西哥高铁价值25亿元的合同被墨方单方面取消,预计该事件只会有短暂的影响,无损公司受惠于快速增长的国外市场。

我们认为短期看合并将利好公司,而长期则看合并后的中国中车集团是否能持续投入研发,以维持竞争力。维持「买入」评级及11.90港元的目标价,相当于24.6/20.7/17.8倍的2014/2015/2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 机车及动车组未完成合同数量庞大。
- 未来数年城际铁路及车辆将进入密集交货期。
- 与北车合并将大大减少海外竞争。

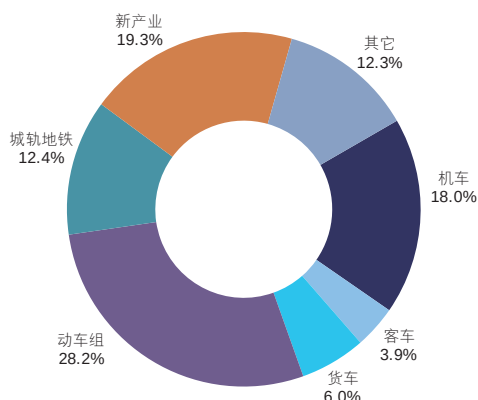
## 负面因素分析

- 新业务增长低于预期。
- 货车销售收入大跌。
- 加速拓展海外导致销售费用急增。

## 风险分析

- 与北车合并事宜具有较大不确定因素。
- 拓展海外市场需承受较高的政治风险。
- 高毛利率未必能长期维持。

2014年1-3季度产品收入明细



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F     | 2016F     |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业额           | 89,019   | 96,525   | 117,973  | 138,595   | 160,391   |
| 经营成本          | (79,264) | (79,896) | (95,474) | (111,657) | (129,237) |
| 毛利            | 15,755   | 16,629   | 22,498   | 26,938    | 31,154    |
| 其它收入          | 901      | 1,134    | 897      | 855       | 821       |
| 销售、行政及管理费用    | (10,840) | (11,647) | (15,643) | (18,710)  | (21,541)  |
| 经营溢利          | 5,816    | 6,116    | 7,753    | 9,082     | 10,434    |
| 应占联营及合资公司收益   | (764)    | (546)    | (675)    | (687)     | (643)     |
| 净财务开支/收入      | 541      | 364      | 346      | 432       | 540       |
| 除税前盈利         | 5,593    | 5,933    | 7,423    | 8,827     | 10,331    |
| 税项            | (740)    | (859)    | (1,161)  | (1,444)   | (1,762)   |
| 除税后盈利         | 4,853    | 5,074    | 6,262    | 7,383     | 8,569     |
| 少数股东权益        | 843      | 934      | 977      | 1,107     | 1,285     |
| 股东应占溢利        | 4,009    | 4,140    | 5,285    | 6,276     | 7,283     |
| 每股盈利(人民币)     | 0.299    | 0.300    | 0.383    | 0.455     | 0.528     |
| 增长/减少(%)      | (8.3)    | 0.3      | 27.7     | 18.7      | 16.1      |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 17.7  | 17.2  | 19.1  | 19.4  | 19.4  |
| 经营利润率(%)   | 6.5   | 6.3   | 6.6   | 6.6   | 6.5   |
| 净利率(%)     | 4.5   | 4.3   | 4.5   | 4.5   | 4.5   |
| 资产回报率(%)   | 4.0   | 3.7   | 4.0   | 4.1   | 4.2   |
| 股东资金回报率(%) | 14.5  | 11.9  | 14.0  | 15.2  | 15.7  |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 1.4   | 5.0   | 4.5   |
| 净利息覆盖率(倍)  | 7.6   | 11.2  | 11.5  | 13.2  | 16.2  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 期望深港通开通使AH股差价收窄

分析员：郭日升 Sunny Kwok

## 晨鸣纸业(01812 HK)

评级：买入

股价：HK\$3.680

目标价：HK\$4.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( △ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 19,762              | 221                   | 0.107        | (63.7)        | 27.6                           | 6.673        | 0.4        | 0.060        | 2.0          | 1.6        |
| 2013A                                         | 20,389              | 711                   | 0.354        | 229.9         | 8.1                            | 7.107        | 0.4        | 0.300        | 10.4         | 5.1        |
| 2014F                                         | 19,086              | 453                   | 0.232        | (34.2)        | 12.7                           | 7.155        | 0.4        | 0.150        | 5.1          | 3.2        |
| 2015F                                         | 20,088              | 455                   | 0.235        | 1.0           | 12.4                           | 7.237        | 0.4        | 0.100        | 3.4          | 3.3        |
| 2016F                                         | 21,569              | 623                   | 0.322        | 37.1          | 9.0                            | 7.456        | 0.4        | 0.100        | 3.4          | 4.4        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 1,936.4       | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 寿光晨鸣         | 15.1%      |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 7,126.0       | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              |              | 84.9       |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 1,402.3       | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              |              | 195.7      |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 4.020/2.890   |                                |              |            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               | (2.6)/(1.6)/8.6                |              |            |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               | (1.1)/(4.5)/7.3                |              |            |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

由于财务费用上升，晨鸣2014年第3季报告净利按年下降49.8%，核心净利更同比大跌63.9%。晨鸣于2014年下半年2次通过分期增资山东晨鸣融资租赁公司，注册资本将由人民币3亿元增加至40.7亿元。另一方面，由于晨鸣资金紧张，公司希望发行1) 人民币138亿元的超短期融资券；2) 人民币56亿元的中期票据；及3) 5亿美元的债券。于2014年12月底，晨鸣发公告建议发行4,500万优先股，募集资金为人民币45亿元，其中人民币30亿元用于偿还银行贷款，剩下的用于补充流动资金。虽然发行优先股后我们预期分红会减少，但节省财务费用可以帮助晨鸣改善业绩。

虽然回购B股及H股已经结束，我们认为晨鸣仍有机会再次回购B股及H股。另一方面，H股较B股折让10%，较A股更大幅折让50%。假若深港通开通我们预期H股较A股及B股的折让将会收窄，因此，我们对晨鸣的投资评级为「买入」，目标价4.50港元，相当于15.1倍2015年市盈率及0.50倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 若成功发行优先股将可以降低公司财务费用及加强公司的债务融资能力。
- 排放标准提高将加速淘汰落后产能，利好晨鸣。

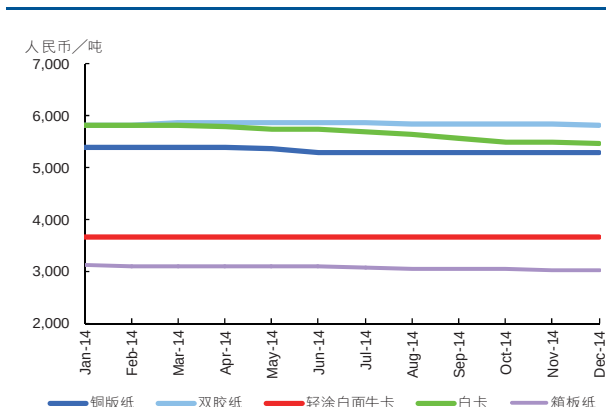
### 负面因素分析

- 净负债比率已到达一个危险的水平但晨鸣仍持续投入巨额资本开支。
- 闲置生产能力成本上升。

### 风险分析

- 投资非主营业务(财务公司、融资租赁公司、菱镁矿开采、房地产开发)风险比较高。

主要纸制品出厂价格



资料来源：纸业联讯。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入         | 19,762   | 20,389   | 19,086   | 20,088   | 21,569   |
| 营业成本          | (16,694) | (16,652) | (15,390) | (16,141) | (17,259) |
| 毛利            | 3,068    | 3,737    | 3,696    | 3,947    | 4,311    |
| 销售费用          | (1,144)  | (1,129)  | (1,117)  | (1,105)  | (1,186)  |
| 管理费用          | (1,110)  | (1,199)  | (1,097)  | (1,105)  | (1,186)  |
| 其它营运开支        | (137)    | (75)     | (61)     | (85)     | (92)     |
| 经营利润          | 677      | 1,334    | 1,421    | 1,652    | 1,846    |
| 营业外净收益        | 400      | 463      | 380      | 330      | 280      |
| 净财务收入         | (1,093)  | (931)    | (1,293)  | (1,427)  | (1,326)  |
| 税前利润          | (16)     | 866      | 507      | 555      | 800      |
| 税项            | 63       | (176)    | (84)     | (100)    | (144)    |
| 少数股东权益        | 174      | 20       | 30       | 0        | (33)     |
| 股东应占净利润       | 221      | 711      | 453      | 455      | 623      |
| 股东应占核心净利润     | (160)    | 406      | 158      | 184      | 394      |
| 每股核心净利(人民币)   | (0.077)  | 0.202    | 0.081    | 0.095    | 0.203    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 15.5  | 18.3  | 19.4  | 19.6  | 20.0  |
| EBIT率(%)   | 5.4   | 8.8   | 9.4   | 9.9   | 9.9   |
| 净利率(%)     | (0.8) | 2.0   | 0.8   | 0.9   | 1.8   |
| 股东资金回报率(%) | 1.6   | 5.1   | 3.2   | 3.3   | 4.4   |
| 流动比率(倍)    | 1.0   | 0.9   | 0.8   | 0.8   | 0.7   |
| 存货周转期(天)   | 109.6 | 89.2  | 85.0  | 80.0  | 80.0  |
| 应收帐款周转期(天) | 99.9  | 102.3 | 110.0 | 100.0 | 95.0  |
| 应付帐款周转期(天) | 86.9  | 65.0  | 62.5  | 60.0  | 60.0  |
| 净负债比率(%)   | 163.9 | 177.9 | 191.6 | 195.7 | 195.5 |
| 净利息覆盖比率(倍) | 1.0   | 1.9   | 1.4   | 1.4   | 1.6   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 无纺布布行情有明显改善

分析员：Noah Hudson

中国节能海东青新材料(02228 HK)

评级：收集

股价：HK\$3.510

目标价：HK\$3.63

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)      | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 1,559               | 246                   | 0.316        | 0.1          | 9.0                            | 1.562        | 1.8             | 0.082        | 3.0          | 22.0       |
| 2013A                                         | 1,494               | 243                   | 0.312        | (1.2)        | 9.0                            | 1.803        | 1.6             | 0.079        | 2.9          | 18.6       |
| 2014F                                         | 1,483               | 239                   | 0.308        | (1.5)        | 9.0                            | 2.037        | 1.4             | 0.074        | 2.7          | 16.0       |
| 2015F                                         | 1,681               | 272                   | 0.350        | 13.9         | 7.9                            | 2.304        | 1.2             | 0.084        | 3.1          | 16.1       |
| 2016F                                         | 1,917               | 304                   | 0.391        | 11.7         | 7.1                            | 2.602        | 1.1             | 0.093        | 3.4          | 15.9       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 776.4        |              | 大股东 Major shareholder          |              | 重庆中节能 42.3%     |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 2,608.8      |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 32.0            |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 1,522.3      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 净现金             |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 4.370/2.770  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 4.2             |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 10.0/9.7/(9.3)  |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 11.6/6.8/(10.6) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年上半年业绩低于我们的预期，收入同比减少12.3%，毛利同比下降17.9%，公司拥有应占期内溢利同比减少7.3%。尽管如此，我们认为2014年7月至10月全国无纺布布生产量增长加速利好于公司的业绩。按照CEIC数据库，中国纺织工业协会的统计显示2014年从7月至10月，中国的无纺布布生产量增长明显加速，同比增长45.0%，高于2014年上半年的35.3%同比增长率。无纺布是公司最重要的产品类别，占公司收入的82.1%、占公司毛利率的93.3%。我们预期公司2015年无纺布收入同比增长11.8%，拥有应占期内溢利同比增长13.9%。

公司2014年上半年业绩比较弱，但是有望在2015年改善，而且目前估值不高。我们的3.63港元目标价是基于9.2倍2014年市盈率，是公司的历史平均前瞻(当年)市盈率，也低于同行目前的13.3倍2014年市盈率。公司目前2014年市盈率为9.0倍，较公司9.2倍的历史平均前瞻市盈率低2.2%。我们的投资评级为「收集」，目标价为3.63港元。

### 正面因素分析

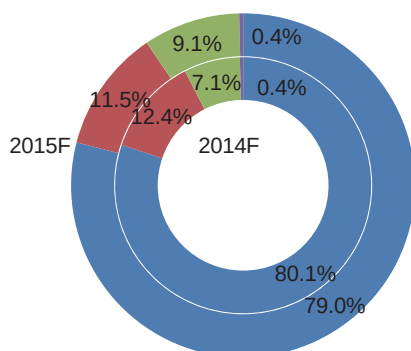
- 公司为福建省省级技术中心、中国环保过滤材料开发基地及通过SCS Recycled环保认证的非织造材料企业。
- 至2014年6月30日公司已拥有32项专利，并正在申请注册专利共45项。
- 公司将提高研究与发展，尽量打造具有全新内涵的资源循环利用的产品。

### 风险分析

- 2014年上半年，政府拨款相当于公司经营利润的12.4%。因为未来政府拨款难以预期，而给公司的业绩带来不确定性。
- 公司的净利润波动对毛利率很敏感。预计2015年，每1个百分点的毛利率变化将引起4.3%的净利润变化。

### 中国节能海东青新材料2014年和2015年收入构成预期

■ 非织造材料 ■ 再生化纤 ■ 耐高温过滤材料 ■ 其它



资料来源：国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 2014年上半年，公司13.3%的收入来自出口。因此，如果欧洲经济衰退，可能会减少公司的收入。
- 公司的历史收入和毛利率增长率波动很大。
- 公司的耐高温过滤材料业务分部仍然在亏损状态。

### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A  | 2013A  | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 非织造材料收入       | 1,193  | 1,227  | 1,188   | 1,328   | 1,485   |
| 再生化纤收入        | 314    | 189    | 184     | 193     | 203     |
| 耐高温过滤材料收入     | 49     | 72     | 105     | 153     | 223     |
| 其它收入          | 3      | 6      | 6       | 6       | 6       |
| 营业额           | 1,559  | 1,494  | 1,483   | 1,681   | 1,917   |
| 营业成本          | (1074) | (1008) | (1,019) | (1,157) | (1,331) |
| 毛利            | 485    | 486    | 464     | 524     | 586     |
| 销售及管理费用       | (105)  | (119)  | (131)   | (149)   | (170)   |
| 其它营运收入        | 26     | 23     | 26      | 29      | 32      |
| 经营溢利          | 406    | 390    | 359     | 404     | 448     |
| 净财务(开支)/收入    | (49)   | (38)   | (19)    | (17)    | (15)    |
| 税项            | (111)  | (110)  | (101)   | (115)   | (129)   |
| 股东应占溢利        | 246    | 243    | 239     | 272     | 304     |
| 每股盈利(人民币)     | 0.316  | 0.312  | 0.308   | 0.350   | 0.391   |
| 增长/减少(%)      | 0.1    | (1.2)  | (1.5)   | 13.9    | 11.7    |
| 每股派息(人民币)     | 0.082  | 0.079  | 0.074   | 0.084   | 0.093   |

### 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 13.5  | (4.2) | (0.7) | 13.3  | 14.1  |
| 毛利率(%)     | 31.1  | 32.5  | 31.3  | 31.2  | 30.6  |
| 经营利润率(%)   | 26.0  | 26.1  | 24.2  | 24.0  | 23.4  |
| 净利率(%)     | 15.8  | 16.2  | 16.1  | 16.2  | 15.8  |
| 资产回报率(%)   | 12.8  | 11.6  | 11.2  | 11.9  | 12.1  |
| 股东资金回报率(%) | 22.0  | 18.6  | 16.0  | 16.1  | 15.9  |
| 流动比率(倍)    | 2.1   | 3.3   | 4.0   | 4.8   | 5.1   |
| 存货周转期(天)   | 34.9  | 47.9  | 47.1  | 47.0  | 46.5  |
| 净资产负债率(%)  | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 付息比率(%)    | 25.6  | 25.3  | 23.9  | 23.9  | 23.9  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 受惠中国南车与中国北车合并

分析员：黄家玮 Gary Wong

南车时代电气(03898 HK)

评级：买入

股价：HK\$45.250

目标价：HK\$55.30

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                          | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|-------------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 7,186               | 1,224                 | 1.129         | 7.9          | 32.2                                | 5.704        | 6.4            | 0.350        | 1.0          | 21.3       |
| 2013A                                         | 8,806               | 1,467                 | 1.332         | 18.1         | 26.5                                | 7.670        | 4.6            | 0.350        | 1.0          | 19.3       |
| 2014F                                         | 11,808              | 2,010                 | 1.710         | 28.3         | 20.9                                | 9.030        | 4.0            | 0.513        | 1.4          | 20.5       |
| 2015F                                         | 13,539              | 2,377                 | 2.022         | 18.3         | 17.7                                | 10.539       | 3.4            | 0.607        | 1.7          | 20.7       |
| 2016F                                         | 15,921              | 2,816                 | 2.395         | 18.4         | 14.9                                | 12.328       | 2.9            | 0.719        | 2.0          | 21.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 1,175.5       |              | 大股东 Major shareholder               |              | 株洲机车研究所 54.4%  |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 53,191.4      |              | 流通比例 Free float (%)                 |              | 42.0           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 1,690.2       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%)      |              | 净现金            |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 54.350/21.100 |              | 13-16年每股盈利复合年增长率 13-16 EPS CAGR (%) |              | 22.5           |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                     |              | 35.7/50.8/62.2 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                     |              | 37.3/47.9/60.9 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

南车时代电气(03898 HK) 2014年1-3季度营业收入同比增82.5%至88.2亿元(人民币,下同)。纯利同比增105.7%至17.5亿元。业绩与预期一致。公司主要客户中国南车(01766 HK)于去年第3及第4季度铁路车辆招的重启以后获取数额庞大的新合同,而2014年续接获庞大的机车及动车组新合同。公司作为其主要的动车及机车变流器系统的供应,带动收入急增。受惠于产品结构优化以及规模效应,1-3季度毛利率从去年的37.8%提高至39.6%。因未来两年为机车及动车组的密集交付期,机车以及动车组的变流器产品占收入比率将进一步提高,预计毛利率可维持高位。因公司原本大部份的产品只是供应予中国南车,而南车与北车合并后公司的产品市场马上扩大一倍,将大为受惠。我们预计公司收入于2015年下半年将出现爆发式的增长。

公司于未来两年将受惠于对动车组及机车变流器产品的庞大需求,而其可能向控股公司收购的IGBT业务属国内首个量产项目,业务前景相当乐观。现估值并不足以反映公司未来数年纯利快速的增长。维持「买入」评级及55.30港元的目标价,相当于25.5/21.6/18.2倍的2014/2015/2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 1-3季度毛利率进一步提高。
- 南车与北车合并将为公司带来更多订单。
- 未来数年城际铁路及地铁产品将高速增长。

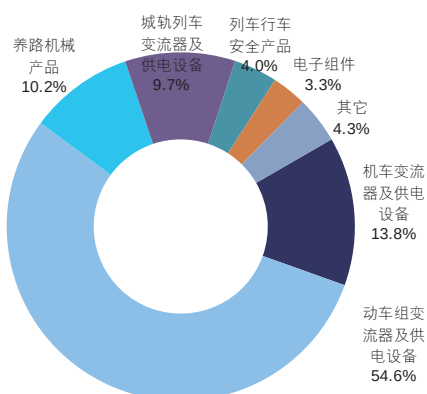
## 负面因素分析

- 铁路安防产品收入增长较预期为低。
- 电子组件业务收入增长较预期为低。
- 研发费用占营业额比重持续提高,拖低净利率。

## 风险分析

- 地方债问题可能减低地方政府投资城轨的热情。
- 高毛利率未必能长期维持。
- IGBT业务收购具不确定。

2014年上半年各产品收入明细



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F    |
|---------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业额           | 7,186   | 8,806   | 11,808  | 13,539  | 15,921   |
| 经营成本          | (4,803) | (5,720) | (7,486) | (8,557) | (10,062) |
| 毛利            | 2,383   | 3,086   | 4,322   | 4,982   | 5,859    |
| 其它收入          | 209     | 94      | 67      | 289     | 329      |
| 销售、行政及管理费用    | (1,197) | (1,504) | (1,984) | (2,423) | (2,818)  |
| 经营溢利          | 1,395   | 1,676   | 2,405   | 2,847   | 3,370    |
| 净财务开支/收入      | 9       | 27      | 63      | 71      | 85       |
| 除税前盈利         | 1,404   | 1,704   | 2,468   | 2,918   | 3,456    |
| 税项            | (179)   | (237)   | (452)   | (534)   | (632)    |
| 除税后盈利         | 1,225   | 1,466   | 2,016   | 2,384   | 2,823    |
| 少数股东权益        | (1)     | 1       | (6)     | (7)     | (8)      |
| 股东应占溢利        | 1,224   | 1,467   | 2,010   | 2,377   | 2,816    |
| 每股盈利(人民币)     | 1.129   | 1.332   | 1.710   | 2.022   | 2.395    |
| 增长/减少(%)      | 7.9     | 18.1    | 28.3    | 18.3    | 18.4     |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 33.2  | 35.0  | 36.6  | 36.8  | 36.8  |
| 经营利润率(%)   | 19.4  | 19.0  | 20.4  | 21.0  | 21.2  |
| 净利率(%)     | 17.0  | 16.7  | 17.0  | 17.6  | 17.7  |
| 资产回报率(%)   | 13.4  | 12.7  | 13.5  | 13.4  | 13.6  |
| 股东资金回报率(%) | 21.3  | 19.3  | 20.5  | 20.7  | 21.0  |
| 净现金        | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 净负债比率(%)   | 净利息   | 净利息   | 净利息   | 净利息   | 净利息   |
| 净利息覆盖率(倍)  | 收入    | 收入    | 收入    | 收入    | 收入    |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 清洁能源行业 一家快速发展的燃气分销商

分析员：郭 勇 Kevin Guo

滨海投资 (02886 HK)

评级：买入

股价：HK\$0.415

目标价：HK\$0.59

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)         | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 1,678                | 135                    | 0.012         | 14.1         | 35.8                           | 0.061         | 6.8                | 0.000         | 0.0          | 19.5       |
| 2013A                                         | 2,229                | 136                    | 0.012         | 0.4          | 35.7                           | 0.075         | 5.5                | 0.000         | 0.0          | 16.0       |
| 2014F                                         | 3,319                | 218                    | 0.018         | 56.0         | 22.9                           | 0.095         | 4.4                | 0.004         | 0.9          | 19.6       |
| 2015F                                         | 4,711                | 415                    | 0.033         | 82.6         | 12.5                           | 0.131         | 3.2                | 0.007         | 1.6          | 25.8       |
| 2016F                                         | 8,456                | 811                    | 0.065         | 95.5         | 6.4                            | 0.209         | 2.0                | 0.013         | 3.1          | 31.4       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 11,722.8      |              | 大股东 Major shareholder          |               | TEDA HK 57.1%      |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 4,865.0       |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 42.9               |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 2,522.9       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 47.8               |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 0.700/0.390   |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               | 0.8                |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (1.1)/(5.7)/(11.7) |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | 0.4/(8.6)/(13.0)   |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

滨海投资是一家快速发展的天然气分销商。公司的主要营运区域位于天津滨海新区，滨海新区聚集了大量的工业企业且正在建设多家天然气发电厂。滨海新区最近被批准为自贸区，这有助于吸引更多的工业企业入驻滨海新区，从而大幅增加公司未来的管道燃气销售量。我们预计公司的管道燃气销售量在未来3年将保持快速增长，而公司的销气价差也将随着天然气改革的进行而稳步增加，预计公司2014–2016年每股盈利分别为港币0.018元、0.033元和0.065元。

滨海投资的发展受益于滨海新区工业的发展以及政府治理北方地区空气污染的决心。工业用户是公司最大的单一客户群体，滨海新区自贸区的获批将使得更多的工业企业进入滨海新区，将有力扩大公司的工业客户群体。天津市发改委在2014年9月份下文上调了天津市的燃气销售价格，这使得公司的销气价差得到恢复，预计公司燃气销售的毛利率在未来将得到持续改善。我们认为公司未来的管道燃气销售量和盈利将保持快速增长。我们预期公司12个月目标价为0.59港元，投资评级为「买入」。

### 正面因素分析

- 公司管道燃气销售将保持快速增长。
- 燃气销售价差将持续改善。
- 滨海新区获批成为自贸区。

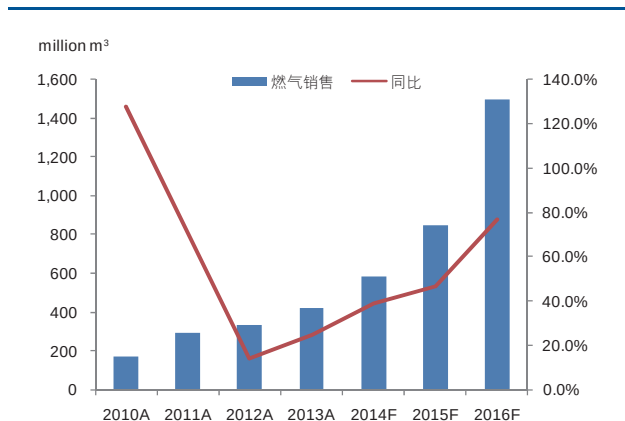
### 风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 天然气价格波动的风险。
- 公司业务安全运营的风险。

### 负面因素分析

- 无法从上游采购到足够的管道天然气，从而不得不采购高价气源如LNG。
- 与天津燃气在滨海新区直接竞争从而降低毛利率。
- 公司主要经营区域局限在滨海新区。

公司燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万港币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额           | 1,678   | 2,229   | 3,319   | 4,711   | 8,456   |
| 营业成本          | (1,339) | (1,770) | (2,674) | (3,718) | (6,678) |
| 毛利            | 339     | 459     | 646     | 993     | 1,778   |
| 经营管理费用        | (134)   | (168)   | (266)   | (353)   | (634)   |
| 经营溢利          | 205     | 292     | 380     | 639     | 1,144   |
| 净财务开支/收入      | (28)    | (67)    | (67)    | (54)    | (11)    |
| 其它            | 7       | (11)    | (12)    | (12)    | (13)    |
| 除税前盈利         | 184     | 214     | 301     | 573     | 1,120   |
| 所得税           | (45)    | (72)    | (75)    | (143)   | (280)   |
| 除税后盈利         | 139     | 141     | 226     | 430     | 840     |
| 少数股东权益        | (4)     | (6)     | (8)     | (15)    | (29)    |
| 股东应占溢利        | 135     | 136     | 218     | 415     | 811     |
| 每股盈利 (港币)     | 0.012   | 0.011   | 0.018   | 0.033   | 0.065   |
| 每股股息 (港币)     | 0.000   | 0.000   | 0.004   | 0.007   | 0.013   |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 6.1   | 32.8  | 48.9  | 41.9  | 79.5  |
| 纯利增长 (%)    | 15.0  | 1.7   | 59.9  | 90.2  | 95.5  |
| 经营利润率 (%)   | 12.2  | 13.1  | 11.4  | 13.6  | 13.5  |
| 纯利率 (%)     | 8.1   | 6.1   | 6.6   | 8.8   | 9.6   |
| 资产回报率 (%)   | 4.2   | 3.5   | 5.1   | 8.5   | 13.1  |
| 股东资金回报率 (%) | 19.5  | 16.0  | 19.6  | 25.8  | 31.4  |
| 净资产负债比率 (%) | 121.0 | 127.0 | 95.8  | 47.8  | 净现金   |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 5.0   | 2.1   | 3.4   | 7.9   | 75.3  |
| P/B (倍)     | 6.8   | 5.5   | 4.4   | 3.2   | 2.0   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 有色金属行业

中性

分析员：郭 勇 Kevin Guo

在谷底中期待黎明

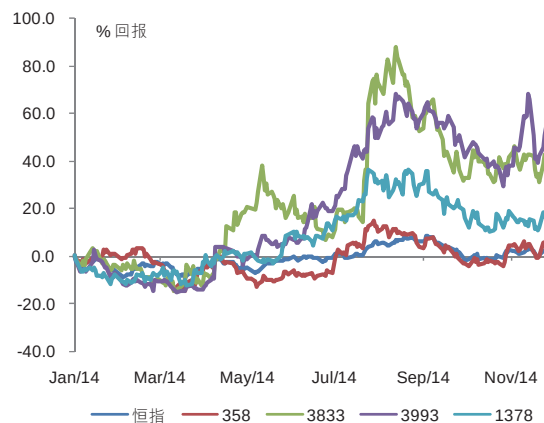
**市场回顾：有色金属价格跌多涨少，有色股表现超出预期。**2014年全球经济整体维持缓慢复苏的势头，全球金融市场波澜不惊，经济环境总体保持平稳。乌克兰、伊拉克等少数热点地区的动荡显示全球局势并不太平，但并未对全球经济产生重大不利影响。在此背景下，有色金属的消费仅有少量增长，而主要金属的供应充裕，有色金属价格跌多涨少。在供应过剩持续的压力下，铜价继续走低，2014年LME平均铜价较上年下跌7%左右，是有色金属中表现最差的金属；铝价国内外的表现严重背离，国内铝价由于产能的继续扩大而继续下跌，铝全年均价跌幅达到6%，但国外铝价在巴西、俄罗斯等国供应减少和LME库存不断下跌的支撑下反而有一定的涨幅；镍价全年走势出现较大幅度的波动，印尼矿石出口禁令使得镍价在上半年的涨幅一度超过50%，但市场供应的充裕使得镍价回吐了大部分的涨幅，镍均价全年上涨12%左右，仍是表现最好的金属。有色股全年的表现超出了市场预期，股价总体跌幅有限，部分企业甚至有可观的涨幅。铜价的长期下跌早已在市场预期之内，因此江西铜业(00358 HK)全年的波动较为有限，公司股价并未随铜价一起下跌；新鑫矿业(03833 HK)极大受益于镍价的上涨，但随着镍价的回调公司股价也回吐了大部分的涨幅，全年上涨幅度接近20%；洛阳钼业(03993 HK)拥有优质的矿山资产，在当前的金属价格水平之下仍保持了可观的盈利能力，海外矿山也贡献了不错的盈利，因此股价表现最好，全年涨幅达到30%左右；中国宏桥(01378 HK)仍处于扩张过程中，但国内铝价的持续低迷降低了公司的盈利能力，公司股价在年中一度有不错的涨幅，但最终还是回吐的大部分涨幅。

2014年有色金属价格走势



资料来源：Bloomberg。

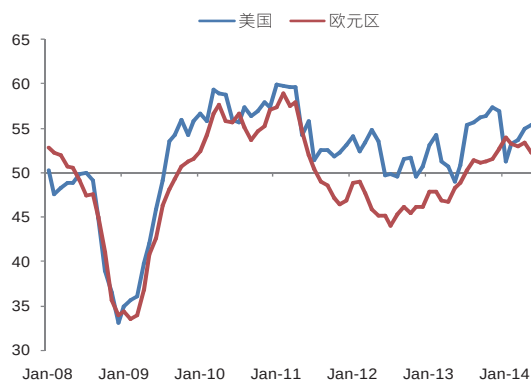
2014年港股恒指和有色股走势



资料来源：Bloomberg。

**2015年预计全球经济仍将保持低速增长。**全球经济的复苏之路依旧任重道远，不同地区经济体的复苏情况差异巨大。美国经济的复苏稳健，在发达经济体中表现最好，失业率不断改善且通货膨胀仍维持在较低水平。但是美国经济的复苏也存在一定的风险：美联储已经逐步终结了量宽政策，并可能在2015年加息，这或许会对经济复苏产生一定的负面影响。此外油价的低迷有可能会危及美国最近几年蓬勃发展的页岩油气行业，拖累美国经济的复苏。欧元区经济仍然深陷在金融危机遗留的泥潭之中，复苏步伐十分缓慢。需求不足、政府负债率高企和高居不下的失业率是欧元区经济复苏面临的严峻挑战，工业产出和投资仍低于危机前的水平。我们认为在财政政策继续紧缩的背景下，欧元区经济的复苏更多依赖于居民消费和出口，但这两方面同样不容乐观，预计欧元区2015年的经济增长率仅有1%左右。日本经济在安倍新经济政策的推动下仍不见起色，大规模的货币量宽政策对日本经济的刺激有限，但消费税上调的负面影响却大于预期，预计2015年日本经济仍难有显著改善。新兴市场经济体保持了增长，但增速将不可避免地出现下降，特别是中国经济增速放缓的影响较大。我们认为2015年全球经济增长前景难有改善，预计2015年全球经济仍将保持低速增长。

美国和欧元区PMI指数



资料来源：Bloomberg。

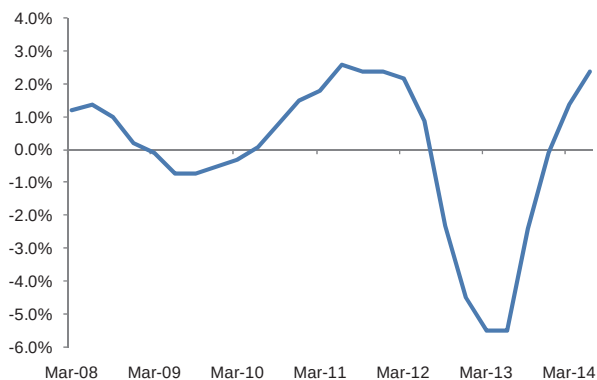
中国制造业PMI指数



资料来源：Bloomberg。

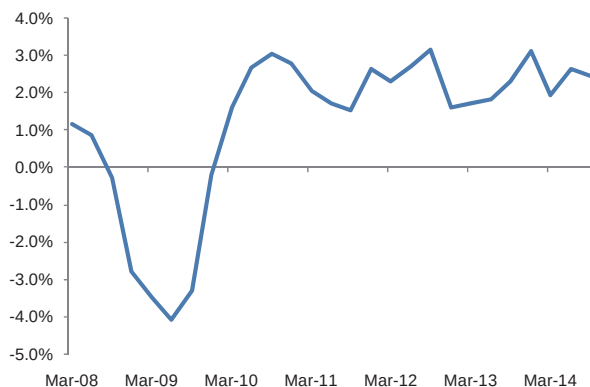
中国经济增速继续下降，中国对有色金属的消费需求增速也将进一步放缓。中国曾经贡献了全球有色金属消费增长的绝大部分，但目前中国已经越来越不能承担这样的角色。中国经济增速的放缓已是不争的事实，2014年的经济增速仅有7.5%，2015年的经济增速还将会进一步下降。虽然政府推出了部分扩大基建的「微刺激」政策，且发达经济体特别是美国经济的复苏有助于增加中国的出口，但房地产行业的下滑将严重拖累中国经济增长。预计2015年中国房地产行业仍将处于「去库存」过程中，房地产投资将仅有少量增长，新开工面积可能出现负增长。房地产行业对大宗商品消费需求具有很强的拉动效应，而房地产行业的下滑将极大地减少中国对大宗商品的需求。中国是全球金融危机后基本金属消费需求增长的主要来源国，中国经济增长的放缓特别是房地产行业的下滑将使得中国对有色金属的需求放缓。

欧盟27国季度GDP增长率



资料来源：Bloomberg。

美国季度GDP增长率



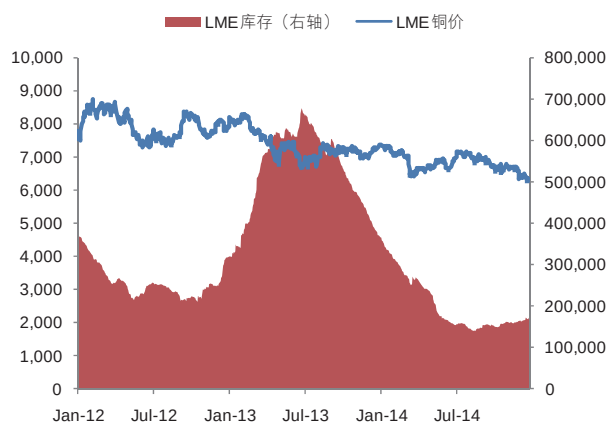
资料来源：Bloomberg。

对**2015年金属价格走势的总体判断**：铜价依然面临下行压力，国内外铝价分化的格局将维持，镍价将保持区间波动。2015全球经济增长前景难有显著改善，仍将维持低速增长的格局，全球有色金属消费需求预计仅有少量增长。与此同时，主要金属供应过剩的问题将继续存在，这将对金属价格产生压力。2015年全球铜市场供应过剩问题将持续，铜价仍面临下行压力，但铜价的跌幅将会收窄。由于行业门槛低且存在大量过剩产能，铝价仍将在行业的平均生产成本线附近波动，但国内铝价受到的压力更大。印尼禁止出口矿石的影响有限，全球镍市场供应充裕，镍价将保持区间波动。

**铜**：供应过剩压力依旧存在，铜价仍面临长期下行压力。全球铜市场的超级牛市早已终结，全球铜市场从2013年就已从供应短缺状态变为供应过剩，且供应过剩情况将随着新矿山的投产以及部分原有矿山的扩产进一步加剧。根据国际研究机构的估计，未来三年全球铜市场的过剩量将会从2013年的20万吨左右增加至2015年的60万吨。我们认为由于部分现有大型矿山的生产面临问题，2015年的供应过剩量可能会有所降低，但将在2016年继续增加。全球铜市场供应过剩时代的持续使得铜价面临长期下行压力。我们认为2015年铜价将会继续下跌，但跌幅将会小于2014年，预计全年均价在6,500美元/吨左右。

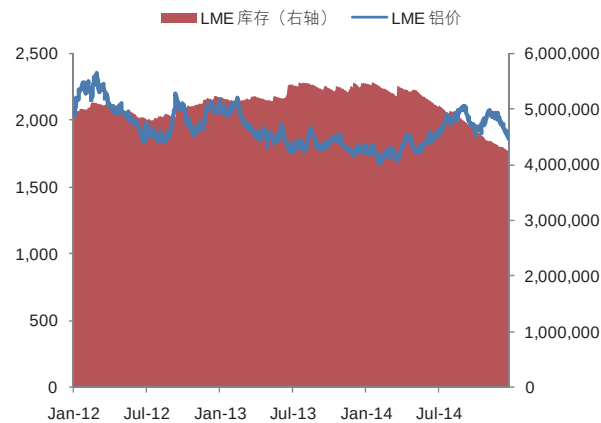
**铝**：国内外铝价将继续分化。2014年国内铝价由于产能过剩而继续下跌，但LME铝价则由于俄罗斯和巴西的供应出现问题而有所反弹。我们认为这种情况在2015年将继续存在。铝行业的门槛较低，且已经存在大量的过剩产能，因此铝价的反弹将刺激关停产能复产及新产能投资，我们认为长期铝价都将维持在一个均衡的水平。国内铝产能严重过剩，且产能仍在扩张过程中，因此国内铝价仍面临较大的压力，但我们认为2015年铝价的跌幅将收窄，因为目前的铝价已经使得大部分的铝生产企业出现亏损。LME铝库存的下跌显示了国外供应面临的问题，但我们认为LME铝价的反弹受到关停产能复产的制约。我们认为2015年LME铝价将在2,000美元/吨附近波动，国内铝价将在14,000元/吨附近波动。

LME铜价(美元/吨)与库存(吨)



资料来源：Bloomberg。

LME铝价(美元/吨)与库存(吨)



资料来源：Bloomberg。

**镍**：镍价将维持区间波动。印尼禁止出口镍矿石对全球镍市场供应的影响低于预期，菲律宾矿石产量的增加弥补了大部分的供应缺口。我们认为全球镍市场的供应仍将保持充足，大量的印尼冶炼厂将在2016和2017年开始投产并供应精炼镍，而菲律宾的镍矿石产量预计也将会继续增长。与此同时，全球多个大型硫化镍矿的建成投产使得镍的供应继续扩大。我们认为镍价在2015年将维持区间波动的格局，我们预计2015年镍价将在15,000–18,500美元/吨之间波动，全年均价在16,500美元/吨左右。

**钨、钼**：钨钼价格预计仍将维持在低位。钨和钼主要作为钢铁工业的添加剂，其需求受到钢铁产量特别是不锈钢、特钢等高端钢材产量的影响。全球经济的缓慢复苏以及中国固定资产投资增速的放缓使得钢材特别是高端钢材需求量的减少，这也直接影响到了钨和钼的消费需求，使得钨价和钼价出现下跌。我们预计2015年钨价和钼价仍将保持在目前的低价位水平。但中国控制了大部分的钨供应，预计钨基本面改善的概率会更大些。

## 投资建议

行业投资评级「中性」。在全球经济维持低速增长、主要金属供应充足的背景下，2015年有色金属的基本面难有改善，金属价格仍面临一定的压力。我们预计大部分金属价格仍会下跌，但跌幅较2014年会大幅收窄，金属价格将会在相当一段时间内维持在低位。矿山开采业务是有色企业最主要的利润来源，而金属价格决定了企业采矿业务的盈利水平。在目前的金属价格维持在低位背景下，有色企业的整体盈利水平受压，因此我们给予整个行业「中性」的投资评级。

**选股策略：**长期投资者建议关注基本面良好的洛阳钼业(03993 HK)和具有显著生产成本优势的中国宏桥(01378 HK)。洛阳钼业(03993 HK)基本面良好，公司国内的钨钼开采和澳大利亚的铜金矿开采在当前的金属价格水平之下均能保持稳定的盈利。中国宏桥(01378 HK)是具有显著生产成本优势的电解铝生产企业，公司自供电的比例超过50%，未来电力、氧化铝的自给率还会进一步上升，企业相对于其它电解铝生产企业拥有显著的生产成本优势，在目前的铝价水平下仍然保持了可观的盈利水平。除此之外，江西铜业(00358 HK)均拥有丰富的金属资源储量，在目前的金属价格水平下采矿业务仍能保持可观的盈利水平，公司财务状况良好，建议长期投资者密切关注这些股票，静待投资机会的到来。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 江西铜业   | 00358 | 13.300   | 中性   | 13.1     | 18.2     | 18.8     | 0.8      | 4.2        | 1.1      |
| 中国宏桥   | 01378 | 5.230    | 中性   | 4.4      | 4.4      | 3.8      | 0.7      | 17.0       | 5.7      |
| 洛阳钼业   | 03993 | 4.500    | 收集   | 10.5     | 10.3     | 10.6     | 1.0      | 10.5       | 4.4      |
| 新鑫矿业   | 03833 | 1.400    | 收集   | 12.7     | 12.2     | 11.6     | 0.4      | 3.8        | 0.0      |
| 市值加权平均 |       |          | 中性   | 9.8      | 12.0     | 12.2     | 0.8      | 9.5        | 3.2      |

资料来源：国泰君安国际。



# 铜价面临长期下行压力

分析员：郭 勇 Kevin Guo

江西铜业(00358 HK)

评级：中性

股价：HK\$13.300

目标价：HK\$14.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)      | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|--------------------------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 158,556             | 5,216                 | 1.506         | (20.8)       | 7.1                            | 12.366       | 0.9             | 0.452        | 4.2          | 12.7       |
| 2013A                                         | 175,890             | 3,565                 | 1.030         | (31.7)       | 10.1                           | 12.858       | 0.8             | 0.309        | 3.0          | 8.2        |
| 2014F                                         | 180,216             | 2,768                 | 0.799         | (22.4)       | 13.1                           | 13.417       | 0.8             | 0.240        | 2.3          | 6.1        |
| 2015F                                         | 195,562             | 1,994                 | 0.576         | (28.0)       | 18.2                           | 13.878       | 0.8             | 0.115        | 1.1          | 4.2        |
| 2016F                                         | 216,699             | 1,933                 | 0.558         | (3.1)        | 18.8                           | 14.324       | 0.7             | 0.112        | 1.1          | 4.0        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 3,462.7       |              | 大股东 Major shareholder          |              | 江西铜业公司 40.4%    |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 46,053.9      |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 40.1            |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 9,705.4       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 净现金             |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 15.200/11.600 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 20.2            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              | (4.5)/4.1/(0.1) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              | (2.9)/1.1/(1.4) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

江西铜业是国内最大的铜生产企业，公司的经营稳定，矿铜产量一直保持稳定增长。除铜精矿外，公司还生产黄金和白银以及硒、碲等稀贵金属。但作为典型的周期性企业，公司业绩受金属价格特别是铜价和金价走势影响极大。全球铜供应的增加使得自2013年全球铜市场由短缺转为过剩，且在未来全球铜供应过剩情况将会加剧，进一步加大了铜价的下行压力。与此同时，金价的大幅下跌也减少了公司的副产品收益。基于最新的金属价格假设，我们预计江铜2014–2016年每股盈利分别为人民币0.799元、0.576元和0.558元。

公司的经营稳定，基本面良好。由于铜价和金价的下跌基本都在市场预期之内，公司2014年股价并未继续下跌。虽然铜价和金价的下跌削弱了公司的盈利能力，但低生产成本使得公司仍能保持可观的盈利能力，且公司的财务稳健，现金流状况良好。我们预期公司12个月目标价为14.20港元，投资评级为「中性」。

## 正面因素分析

- 公司拥有丰富的铜矿等金属资源储量，保证了公司矿山的开采寿命。
- 公司矿铜生产成本具有显著优势，且铜矿开采中的多种副产品提高了采矿业务的盈利能力。
- 外购铜精矿的加工费提高。

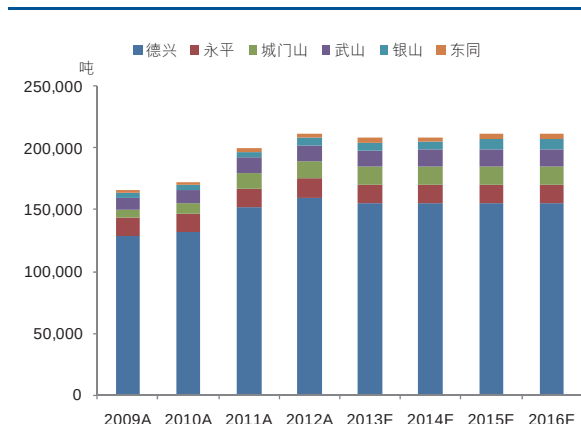
## 负面因素分析

- 铜价的下跌将会降低公司的盈利水平。
- 贵金属价格的下跌降低了公司的盈利水平。
- 除矿山开采外，公司的加工和贸易等其它业务竞争激烈，毛利率低。
- 公司海外矿山在短期内无法贡献产量。

## 风险分析

- 铜价、金价等产品价格下跌的风险。
- 国内冶炼产能过剩可能导致冶炼加工费过低。
- 海外在建项目面临地缘政治等风险可能导致成本上升、工期延长。
- 国家能源环保政策趋严可能增加公司生产成本。

公司自有矿山产量增长趋势(吨)



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业额           | 158,556   | 175,890   | 180,216   | 195,562   | 216,699   |
| 营业成本          | (150,609) | (168,443) | (175,062) | (190,573) | (211,450) |
| 毛利            | 7,947     | 7,447     | 5,155     | 4,989     | 5,249     |
| 经营管理费用        | (1,744)   | (2,847)   | (2,913)   | (2,986)   | (3,322)   |
| 经营溢利          | 6,203     | 4,600     | 2,242     | 2,004     | 1,927     |
| 净财务开支/收入      | (204)     | (157)     | (166)     | (229)     | (340)     |
| 其它            | 276       | 337       | 1,250     | 621       | 736       |
| 除税前盈利         | 6,275     | 4,780     | 3,325     | 2,396     | 2,322     |
| 所得税           | (980)     | (1,138)   | (532)     | (383)     | (372)     |
| 除税后盈利         | 5,294     | 3,642     | 2,793     | 2,012     | 1,951     |
| 少数股东权益        | (79)      | (77)      | (26)      | (19)      | (18)      |
| 股东应占溢利        | 5,216     | 3,565     | 2,768     | 1,994     | 1,933     |
| 每股盈利(人民币)     | 1.506     | 1.030     | 0.799     | 0.576     | 0.558     |
| 每股股息(人民币)     | 0.452     | 0.309     | 0.240     | 0.115     | 0.112     |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F  | 2016F  |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 收入增长(%)    | (4.2) | 48.0  | 54.5  | 34.8   | 10.9   |
| 纯利增长(%)    | 4.3   | 109.3 | 32.1  | (20.8) | (31.7) |
| 经营利润率(%)   | 3.9   | 2.6   | 1.2   | 1.0    | 0.9    |
| 纯利率(%)     | 3.3   | 2.0   | 1.5   | 1.0    | 0.9    |
| 资产回报率(%)   | 7.1   | 4.3   | 3.1   | 2.1    | 2.0    |
| 股东资金回报率(%) | 12.7  | 8.2   | 6.1   | 4.2    | 4.0    |
| 净现金        | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金    | 净现金    |
| 净利息覆盖率(倍)  | 26.5  | 23.7  | 17.6  | 9.7    | 6.7    |
| P/B(倍)     | 0.9   | 0.8   | 0.8   | 0.8    | 0.7    |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 具有显著成本优势的铝电生产商

分析员：郭 勇 Kevin Guo

中国宏桥(01378 HK)

评级：中性

股价：HK\$5.230

目标价：HK\$6.07

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)        | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 24,805              | 5,450                 | 0.926        | (7.2)        | 4.5                            | 3.796        | 1.1               | 0.300        | 7.1          | 26.8       |
| 2013A                                         | 29,404              | 5,586                 | 0.949        | 2.5          | 4.3                            | 4.568        | 0.9               | 0.250        | 6.1          | 22.7       |
| 2014F                                         | 37,065              | 5,498                 | 0.934        | (1.6)        | 4.4                            | 5.233        | 0.8               | 0.234        | 5.7          | 19.1       |
| 2015F                                         | 39,649              | 5,581                 | 0.948        | 1.5          | 4.4                            | 5.945        | 0.7               | 0.237        | 5.7          | 17.0       |
| 2016F                                         | 43,262              | 6,350                 | 1.079        | 13.8         | 3.8                            | 6.754        | 0.6               | 0.270        | 6.5          | 17.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 6,160.9      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 张士平 85.0%         |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 32,221.0     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 15.0              |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 4,482.3      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 28.7              |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 6.920/4.540  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 8.5               |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (11.5)/(10.3)/2.8 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (9.9)/(13.2)/1.5  |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

中国宏桥是一家快速发展的、具有显著成本优势的铝电一体化生产商。中国宏桥的生产成本优势主要来自于三方面：自备电厂提供的高电力自给率，完整的区域产业集群——临近上游供应商（氧化铝和电力）和下游客户，以及先进的生产技术。公司在扩大产能的同时继续建设自备电厂和氧化铝生产厂，公司目标是未来的电力和氧化铝自给率都将达到70%左右。虽然铝价低迷对公司盈利有一定的负面影响，但生产成本优势使得公司在目前的铝价下仍能保持稳定的盈利能力。我们预计中国宏桥2014–2016年每股盈利分别为人民币0.934元、0.948元和1.079元。

中国宏桥一直处于较低的估值水平，但我们认为公司的竞争优势能够保持。我们认为铝价将维持在目前的水平，我们认为公司仍能保持较好的盈利能力且保持稳定增长。除此之外，公司的高派息政策有助于维持公司股价。我们预期公司12个月目标价为6.07港元，投资评级为「中性」。

### 正面因素分析

- 电力和氧化铝自给率高。
- 完整的区域铝产业链集群。
- 生产技术先进，吨铝耗电率低。
- 积极向上游拓展，保证公司未来原料的供应。

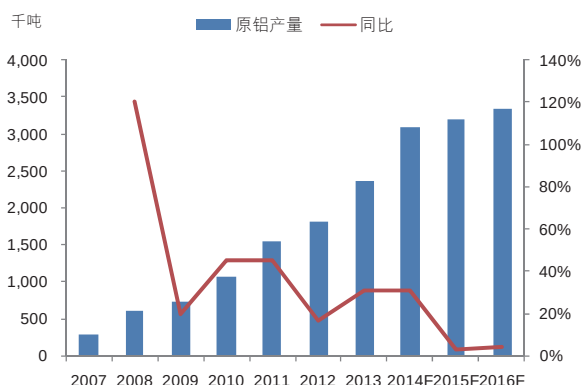
### 负面因素分析

- 原料供应商高度集中。
- 印尼铝土矿出口政策的不确定性可能影响公司的主要原料氧化铝供应。
- 公司股权结构集中，流通比例低。

### 风险分析

- 铝价价格下跌的风险。
- 进口铝土矿的变动将影响公司氧化铝的供应稳定性。
- 国家对企业自备电厂以及企业跨地区电网政策可能发生变化。
- 原料成本上升。

公司原铝产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 24,805   | 29,404   | 37,065   | 39,649   | 43,262   |
| 营业成本           | (16,801) | (21,262) | (28,116) | (30,823) | (33,512) |
| 毛利             | 8,003    | 8,143    | 8,948    | 8,826    | 9,750    |
| 经营管理费用         | (365)    | (500)    | (556)    | (595)    | (649)    |
| 经营溢利           | 7,639    | 7,643    | 8,392    | 8,231    | 9,101    |
| 净财务开支/收入       | (643)    | (1,359)  | (1,375)  | (1,156)  | (1,059)  |
| 其它             | 402      | 1,096    | 314      | 366      | 425      |
| 除税前盈利          | 7,398    | 7,379    | 7,331    | 7,441    | 8,466    |
| 所得税            | (1,948)  | (1,793)  | (1,833)  | (1,860)  | (2,117)  |
| 除税后盈利          | 5,450    | 5,586    | 5,498    | 5,581    | 6,350    |
| 少数股东权益         | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 股东应占溢利         | 5,450    | 5,586    | 5,498    | 5,581    | 6,350    |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.926    | 0.949    | 0.934    | 0.948    | 1.079    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.300    | 0.250    | 0.234    | 0.237    | 0.270    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 5.0   | 18.5  | 26.1  | 7.0   | 9.1   |
| 纯利增长 (%)    | (7.2) | 2.5   | (1.6) | 1.5   | 13.8  |
| 经营利润率 (%)   | 30.8  | 26.0  | 22.6  | 20.8  | 21.0  |
| 纯利率 (%)     | 22.0  | 19.0  | 14.8  | 14.1  | 14.7  |
| 资产回报率 (%)   | 12.3  | 8.6   | 7.8   | 7.7   | 8.4   |
| 股东资金回报率 (%) | 26.8  | 22.7  | 19.1  | 17.0  | 17.0  |
| 净资产负债率 (%)  | 24.2  | 53.6  | 40.2  | 28.7  | 18.9  |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 12.5  | 6.4   | 6.3   | 7.4   | 9.0   |
| P/B (倍)     | 1.1   | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.6   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 镍价将维持区间波动

分析员：郭 勇 Kevin Guo

新鑫矿业(03833 HK)

评级：收集

股价：HK\$1.400

目标价：HK\$2.05

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)         | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 1,529               | 22                    | 0.010        | (88.5)       | 114.3                          | 2.552        | 0.4                | 0.000        | 0.0          | 0.4        |
| 2013A                                         | 845                 | (58)                  | (0.026)      | n.a.         | n.a.                           | 2.528        | 0.4                | 0.000        | 0.0          | (1.1)      |
| 2014F                                         | 4,609               | 193                   | 0.087        | n.a.         | 12.7                           | 2.526        | 0.4                | 0.000        | 0.0          | 3.7        |
| 2015F                                         | 4,689               | 201                   | 0.091        | 4.1          | 12.2                           | 2.532        | 0.4                | 0.000        | 0.0          | 3.8        |
| 2016F                                         | 5,216               | 210                   | 0.095        | 4.6          | 11.6                           | 2.538        | 0.4                | 0.000        | 0.0          | 4.0        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 2,210.0      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 新疆有色 42.2%         |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 3,094.0      |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 34.3               |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 1,843.0      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 55.0               |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 2.280/1.000  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 2.5                |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (12.5)/(10.8)/20.7 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (10.9)/(13.8)/19.4 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司主力矿山喀拉通客矿扩产的主要工程已基本完成，公司未来矿产品产量将保持稳定增长。五鑫冶炼厂已建成投产，公司的营业收入将有显著增长。但由于冶炼业务的毛利率较低，五鑫冶炼厂对公司盈利的贡献有限。喀拉通客和哈密矿山的产能仍在扩张，镍矿自给率将进一步提高。由于全球镍市场供应充裕，我们预计镍价2015年将维持区间波动，全年均价在16,500美元/吨左右。基于最新的镍价和铜价假设，我们预计新鑫矿业2014–2016年每股盈利分别为人民币0.087元、0.091元和0.095元。

镍价在2014年的波动巨大，因此新鑫矿业的股价受镍价影响同样波动巨大。虽然镍价继续大幅上涨的可能性较小，但公司的盈利水平已得到极大的改善。我们认为公司2015年镍矿生产的毛利率会有所上升。公司未来自产矿产量的持续增长是公司最大吸引力所在。我们给予公司12个月目标价为2.05港元，投资评级为「收集」。

### 正面因素分析

- 喀拉通客矿的扩产已基本完成，未来自产镍产量将显著增长。
- 哈密镍矿的产能也处于扩张过程中。
- 镍价将维持在一个相对高的水平。

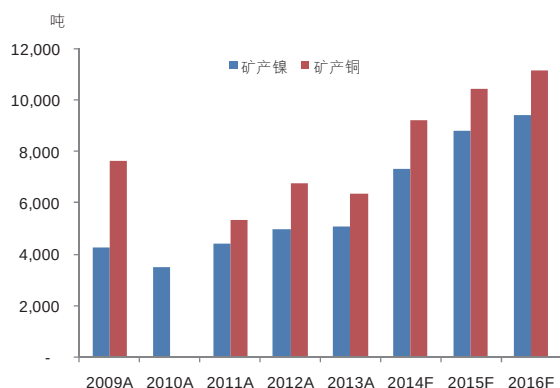
### 负面因素分析

- 全球镍市场仍处于供应过剩状态。
- 公司镍矿生产的成本较高。
- 公司产能扩张未能达到市场预期。

### 风险分析

- 金属价格下跌的风险。
- 公司矿山产能扩张受技术、市场、环保等多种因素影响。
- 优惠所得税政策到期后新政策尚不明朗。

新鑫矿业矿产镍和矿产铜产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额           | 1,529   | 845     | 4,609   | 4,689   | 5,216   |
| 营业成本          | (1,314) | (696)   | (3,776) | (3,879) | (4,340) |
| 毛利            | 215     | 149     | 833     | 810     | 875     |
| 经营管理费用        | (185)   | (153)   | (336)   | (342)   | (381)   |
| 经营溢利          | 30      | (3)     | 497     | 467     | 495     |
| 净财务开支/收入      | (3)     | 2       | (207)   | (188)   | (208)   |
| 其它            | (14)    | (64)    | (41)    | (35)    | (30)    |
| 除税前盈利         | 13      | (65)    | 248     | 244     | 257     |
| 所得税           | (3)     | (1)     | (62)    | (49)    | (51)    |
| 除税后盈利         | 10      | (67)    | 186     | 195     | 206     |
| 少数股东权益        | (12)    | (8)     | (7)     | (5)     | (4)     |
| 股东应占溢利        | 22      | (58)    | 193     | 201     | 210     |
| 每股盈利(人民币)     | 0.010   | (0.026) | 0.087   | 0.091   | 0.095   |
| 每股股息(人民币)     | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   |

重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 5.1    | (44.7) | 445.5 | 1.7   | 11.2  |
| 纯利增长(%)    | (88.5) | n.a.   | n.a.  | 4.1   | 4.6   |
| 经营利润率(%)   | 1.9    | (0.4)  | 10.8  | 10.0  | 9.5   |
| 纯利率(%)     | 1.4    | (6.9)  | 4.2   | 4.3   | 4.0   |
| 资产回报率(%)   | 0.3    | (0.6)  | 1.7   | 1.7   | 1.7   |
| 股东资金回报率(%) | 0.4    | (1.1)  | 3.7   | 3.8   | 4.0   |
| 净资产负债比率(%) | 19.8   | 69.1   | 51.3  | 55.0  | 62.0  |
| 净利息覆盖率(倍)  | 8.2    | 37.5   | 1.9   | 2.1   | 2.0   |
| P/B(倍)     | 0.5    | 0.5    | 0.4   | 0.4   | 0.4   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 钨市场表现良好

分析员：郭 勇 Kevin Guo

### 洛阳钼业 (03993 HK)

评级：收集

股价：HK\$4.500

目标价：HK\$5.97

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)     | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 5,711               | 1,050                 | 0.207        | (6.1)        | 17.5                           | 2.274        | 1.6        | 0.062            | 1.7          | 8.5        |
| 2013A                                         | 5,536               | 1,174                 | 0.231        | 11.8         | 15.2                           | 2.399        | 1.5        | 0.069            | 2.0          | 9.3        |
| 2014F                                         | 7,071               | 1,720                 | 0.339        | 46.4         | 10.5                           | 2.890        | 1.2        | 0.152            | 4.3          | 12.2       |
| 2015F                                         | 7,189               | 1,745                 | 0.344        | 1.5          | 10.3                           | 3.389        | 1.0        | 0.155            | 4.4          | 10.5       |
| 2016F                                         | 7,635               | 1,698                 | 0.334        | (2.7)        | 10.6                           | 3.874        | 0.9        | 0.151            | 4.2          | 8.8        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 5,076.2      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 鸿商集团 36.0%       |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 22,842.9     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 29.8             |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 11,988.8     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 2.0              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 5.790/2.920  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 6.8              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (9.8)/(4.9)/35.9 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (8.2)/(7.8)/34.6 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

洛阳钼业的生产保持稳定，钼精矿和钨精矿的产量能够达到公司设定的产量目标。钼价目前已逐步企稳，而钨价将随着基本面的改善而出现上涨，这有利于提升公司盈利水平。对澳大利亚Northparke铜金矿的成功收购，不仅增加了公司的矿产资源储量，扩大了公司的产品结构，也提升了盈利水平，有利于公司的长远发展。我们预测公司2014–2016年的业绩为人民币0.339元、0.344元和0.334元。

公司的财务状况良好，现金流强劲。公司成功的海外收购也进一步增强了未来的发展前景。虽然宏观经济环境依然较差，但公司依旧保持了可观的盈利能力。目前洛阳钼业的财务状况良好，未来有可能会有更多的扩张。我们将公司的目标价设为5.97港元，投资评级为「收集」。

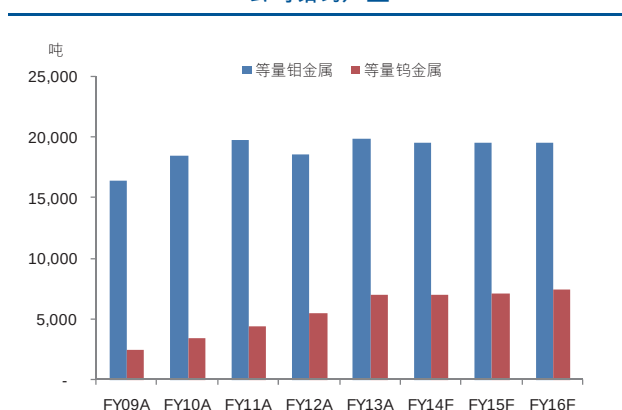
### 正面因素分析

- 受国家监管政策影响，钼、钨的产量受限。
- 公司成功收购澳大利亚Northparke铜金矿。
- 公司钨产量保持稳定增长，受益于钨价的上涨。
- 公司拥有丰富钨钼资源储备，保证了未来产量的增长。

### 风险分析

- 钼价与钨价波动的风险。
- 金价、铜价波动的风险。
- 政府对钨生产实行配额，钼的生产也有可能纳入保护性开发。
- 公司新投产的项目可能会由于多种不利因素而延期。

公司钼钨产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 全球经济增速放缓将影响到国内的钢铁产量，进而影响钼的需求。
- 公司A轮融资额低于预期，计划的钨钼深加工项目被取消。
- 新建项目进展较慢，短期内贡献收益有限。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 5,711   | 5,536   | 7,071   | 7,189   | 7,635   |
| 营业成本           | (4,009) | (3,733) | (4,391) | (4,295) | (4,830) |
| 毛利             | 1,702   | 1,803   | 2,680   | 2,893   | 2,805   |
| 经营管理费用         | (459)   | (713)   | (919)   | (935)   | (993)   |
| 经营溢利           | 1,047   | 1,010   | 1,529   | 1,826   | 1,762   |
| 净财务开支/收入       | (50)    | (103)   | (187)   | (97)    | (9)     |
| 其它             | (147)   | 23      | (45)    | (35)    | (41)    |
| 除税前盈利          | 1,097   | 1,236   | 2,045   | 2,078   | 2,021   |
| 所得税            | (81)    | (151)   | (414)   | (421)   | (409)   |
| 除税后盈利          | 1,016   | 1,085   | 1,631   | 1,657   | 1,611   |
| 少数股东权益         | (34)    | (89)    | (88)    | (87)    | (86)    |
| 股东应占溢利         | 1,050   | 1,174   | 1,720   | 1,745   | 1,698   |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.207   | 0.231   | 0.339   | 0.344   | 0.334   |
| 每股股息 (人民币)     | 0.062   | 0.069   | 0.152   | 0.155   | 0.151   |

重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | (6.4)  | (3.1) | 27.7  | 1.7   | 6.2   |
| 纯利增长(%)    | (11.6) | 11.8  | 46.4  | 1.5   | (2.7) |
| 经营利润率(%)   | 45.5   | 42.1  | 42.6  | 42.4  | 40.0  |
| 纯利率(%)     | 18.4   | 21.2  | 24.3  | 24.3  | 22.2  |
| 资产回报率(%)   | 6.7    | 6.2   | 7.7   | 7.5   | 6.9   |
| 股东资金回报率(%) | 8.5    | 9.3   | 12.2  | 10.5  | 8.8   |
| 净资产负债比率(%) | 14.6   | 40.0  | 12.8  | 2.0   | 净现金   |
| 净利息覆盖率(倍)  | 20.5   | 10.5  | 8.7   | 17.1  | 178.8 |
| P/B(倍)     | 1.6    | 1.5   | 1.2   | 1.0   | 0.9   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

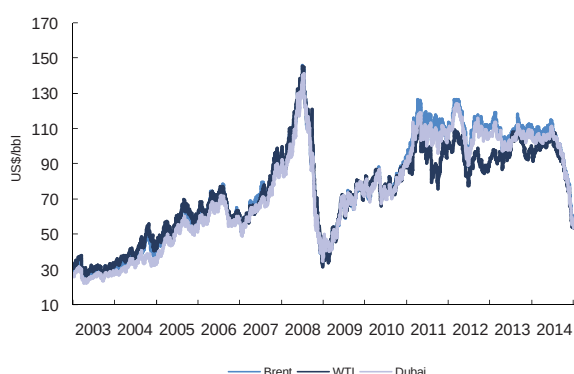
## 石油化工行业

中性

分析员：刘 谷 Grace Liu

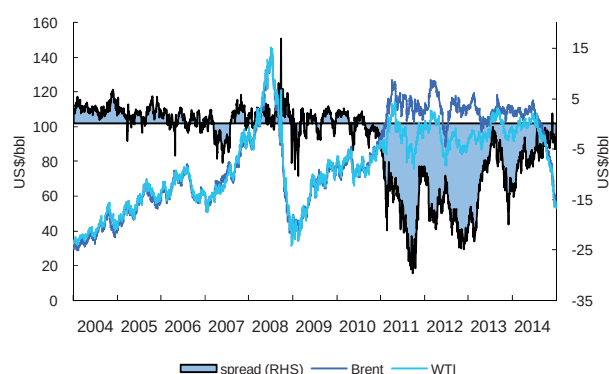
**2014全年布伦特原油均价同比下降9.12%。**国际原油价格2014年初至7月份初价格仍是维持在接近110美元／桶的水平。上半年布伦特原油均价为108.83美元／桶，同比上升0.87%。其后不断下降，至11月份更是跌速加剧。全年均价为98.87美元／桶，同比下降9.12%。原油价格的走势主要受以下因素影响：全球需求比预期弱，预测的增幅不断下调，而美国的页岩油供应则如期增加，令供需由弱平衡转为过剩；但OPEC一反以往的做法，不采取减产的方式来支撑价格；同时，欧洲和日本经济复苏不力，量宽力度不断加大，加上美国经济复苏势头维持，令美元不断走强；另外，地缘政治方面，「伊斯兰国」引发的动荡没有引起供应的减低，相反由于乌克兰的问题，为配合制裁俄罗斯，反而助推油价的下降。WTI与布伦特的价差全年平均同比收窄46.46%至5.80美元／桶，而年底一度十分接近。

WTI、布伦特和迪拜原油价格



资料来源：Bloomberg。

WTI、布伦特原油价格及价差



资料来源：Bloomberg。

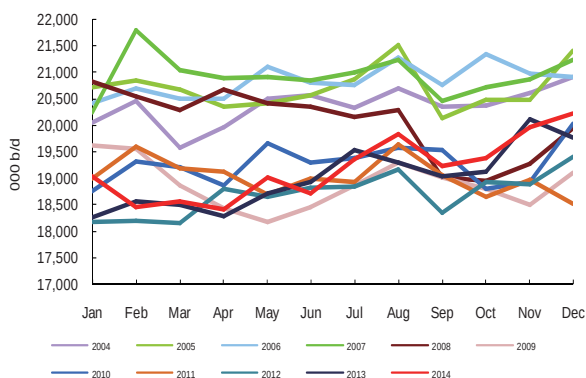
257

**全球2014–2015年油品需求增幅不断下调。**根据国际能源署（2014年12月月报），全球2015年油品需求增幅调低23万桶／天至0.9百万桶／天，全年需求将同比上升1.0%至93.35百万桶／天。2014年则上升0.7%至92.44百万桶／天。从目前的预测数字上看，2014–2015年的需求增幅均低于2004–2013年10年平均的107万桶／天。油品需求增长的放缓，显示环球经济依然较弱，同时全球能源供应的格局有所改变，没有因原油价格的调整而令需求明显增加。2014年美国油品需求同比上升0.92%。油价于7月份回落后的几个月中，增幅有所提升。中国原油表观需求1–10月份同比上升5.6%，其中汽油表观需求同比上升12.0%，柴油同比上升0.6%。数据显示，中国总体需求在GDP增长放缓的情况下仍显示增长强劲，进口依存度已达59.2%，而结构上汽油需求增长旺盛，柴油则因经济结构调整而增长平缓。

**来自中国的需求增长应可维持。**国内经济虽然增速减少，经济转型令柴油需求不旺，消费税的提高也会一定程度压制油品需求，但我们相信汽油消费需求增长仍会很高。另外，油价下跌，支持国内战略等库存的增加。据国家统计局，目前国内舟山、镇海、大连和黄岛石油储备一期工程库容为1,640万立方米，目前储量为1,234万吨，计算约已占总容量的95%。国家二期石油战略储备没有正式公告细节，预计总容量2,670万立方米，可能已经完成建设。第三期则仍在计划中，容量预期为3,620万立方米。因此，需求和库存的增加基本可维持增长，全球需求增幅减弱的预测应不是由中国造成的。

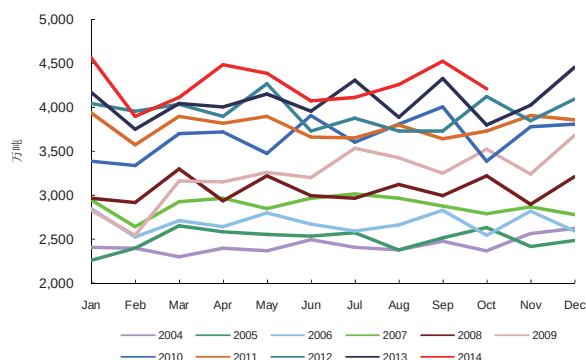


美国油品需求



资料来源：美国能源署。

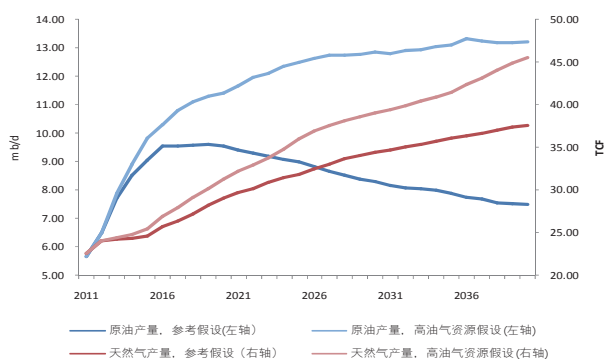
国内原油表观消费量



资料来源：CEIC。

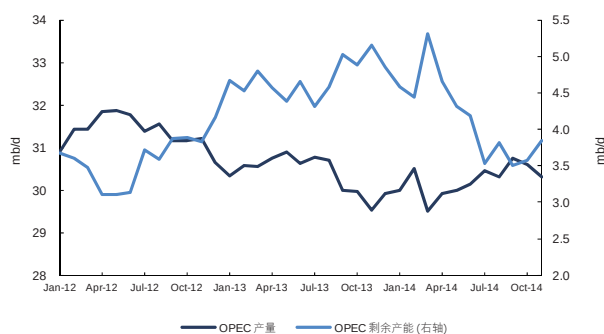
美国原油产量增长基本如预，但未来预测不确定性较高。美国的页岩油产量增长被认为是本轮供需关系转化为过剩的一个重要因素。近期美国能源署对其国内原油产量的预测总体没有太大变化。据12月份的短期展望中，11月份的产量为900万桶/天。2015年预测仍为930万桶/天。按其年度展望中的「参考假设」，增幅于2015年已稳定，2016年开始增幅下降，并于2016年入口降至最低25%。但由于致密油预测不确定性较大，据其「参考假设」和「高油气资源假设」，美国原油产量的差异由2015年80万桶/天开始扩大，至2040年的假设已相差达574万桶/天。目前2015年的产量则居于原两个预测之间。美国天然气的产量无论用其「参考假设」还是「高油气资源假设」，均会不断增长。其「参考假设」直至2040年仍会分别以年复合增长率1.6%上升至37.5兆亿立方英尺。主要将应用于其国内发电、化工和重型交通运输，另外，于2020前可净出口天然气。目前还没有迹象显示是由于页岩气影响到全球原油需求增幅的减少。

美国原油和天然气产量预测



资料来源：美国能源署。

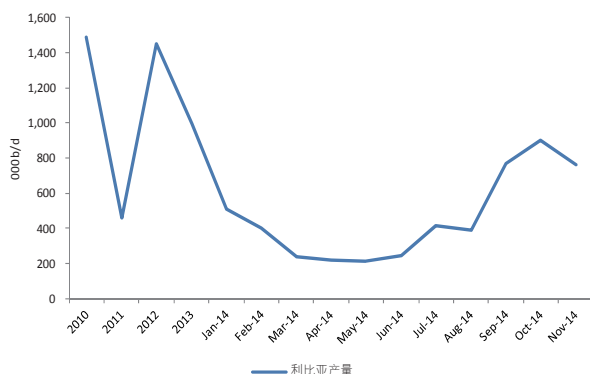
OPEC产量和剩余产能



资料来源：国际能源署。

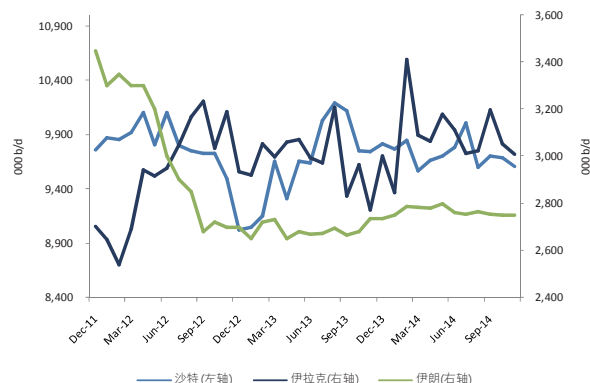
OPEC表示不减产，产量预期维持稳定。2014年11月底OPEC的166次会议决定，为恢复市场平衡，维持产量3,000万桶/天的水平。OPEC 11月份的产量为3,032万桶/天。从目前的地区地缘政治形势来看，利比亚、伊朗和伊拉克的产量基本可维持稳定。OPEC总体剩余产能不高，2014年底计算约为502万桶/天，相当于全球需求的5.43%。但如利比亚和伊朗产量恢复原水平，则可增加100万桶/天的产量。OPEC决定不减产，其未来的产量预期基本维持稳定。

利比亚原油产量



资料来源：OPEC。

沙特、伊拉克和伊朗原油产量



资料来源：OPEC、国际能源署。

油价下跌后，高成本的能源发展将受阻。油价下跌后，高成本原油、油砂、页岩油的产量会有压力。页岩气的大量增产也会令太阳能、风能、核能等的可替代能源的发展在一定程度上受阻。如果美国原油将来可以实现其「高油气资源假设」，则原油价格在很长的时间将维持在相对较低的位置，非常规能源和可替代能源的发展将遇上较大困难，引起供应减少。

目前库存水平仍适中，但其后可能升高。据国际能源署，OECD商业库存于2014年10月份为至27.20亿桶，对比起前两年较高但只略多于5年平均。工业库存覆盖需求天数同比上升1天至59天，战略库存同比持平于34天。美国原油库存则较高，于2014年底同比上升6.85%，汽油同比上升4.49%，馏份油也同比上升9.61%。目前全球油品库存量有所上升，但我们认为仍适中，暂不会左右油价。但2015年第1和第2季度原油预测供应过剩，国际能源署预期OECD商业库存水平将快速上升5.5%到年中的28.69亿桶。

按国际能源署预测数据计算，2014和2015年供应大于需求分别为117万桶/天和181万桶/天，约相当于需求的1.27%和1.94%。由于需求转弱，非OPEC增产如预期。本轮地缘政治的变化，如打击「伊斯兰国」等没有引起产量减少。反而由于乌克兰问题市场猜测打压油价。如按以往，OPEC通过控产，至少有望减低过剩的程度。但OPEC表示不减产，原油的供需弱平衡变为有所过剩。虽然油价的下调在供需层面也会有影响，预测数字也许未能及时调整，2015年原油价格预计持续受压。以目前的OPEC产量水平，至2016年都略大于需求。

## 全球石油供求

百万桶/天

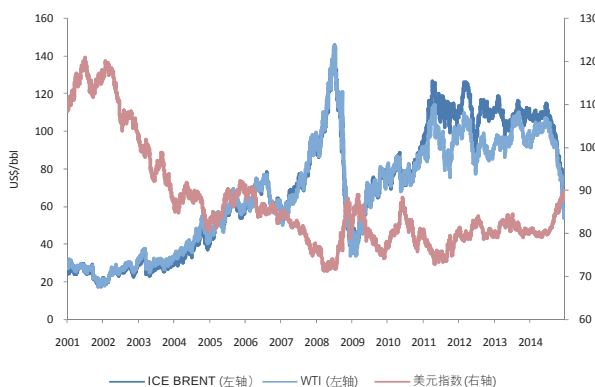
|              | 2013   | 2014F  | 2015F  |
|--------------|--------|--------|--------|
| 全球需求         | 91.77  | 92.44  | 93.35  |
| 全球需求增长       | 1.23   | 0.67   | 0.90   |
| 全球需求增长%      | 1.35%  | 0.73%  | 0.98%  |
| 全球产量*        | 91.43  | 92.10  | 93.00  |
| 其中：OPEC产量    | 36.79  | 35.57  | 35.16  |
| 非OPEC产量      | 54.64  | 56.53  | 57.84  |
| 全球产量增长       | 0.47   | 0.67   | 0.90   |
| 其中：OPEC产量增长  | -0.79  | -1.22  | -0.41  |
| 非OPEC产量增长    | 1.26   | 1.89   | 1.31   |
| 全球产量增长%      | 0.52%  | 0.73%  | 0.98%  |
| 其中：OPEC产量增长% | -2.10% | -3.32% | -1.15% |
| 非OPEC产量增长%   | 2.36%  | 3.46%  | 2.32%  |
| OPEC剩余产能     | 4.15   | 5.02   | 6.49   |
| 占全球需求        | 4.52%  | 5.43%  | 6.95%  |

资料来源：国际能源署(石油市场月报12月，2014)、国泰君安国际。\*2014和2015年为假设供需平衡时的产量。

**原油生产成本和产油国预算形成支持。**新项目回报考虑的原油价格与在产项目考虑盈亏平衡的原油价格会有所差异，同时不盈利项目的可支撑时间也有不同。深海石油、油砂和页岩油是主要的高成本原油。据国际能源署的收集整理，其中加拿大的合成油和沥青项目处于盈亏平衡点的最高端，60–80美元／桶之间。美国的页岩油则由于开采的短暂一般并不需要作关停的处理。陆上常规原油的成本大约为20美元／桶，海上为56美元／桶，而超深水则为80美元／桶以上。研究表明全球大约8%的供应要求80美元／桶以上的回报，而全球有2.6百万桶／天的原油属于这种类型。另外，产油国的财政预算也是原油价格考虑的因素，而产油国的财政预算对油价的要求总体较高。2014年沙特财政预算的参考油价水平为85美元／桶，其2015年预算并无削减，有计算是基于80美元／桶的参考。其它产油国，如委内瑞拉、俄罗斯、挪威以及其余OPEC成员国总体财政对石油依赖程度较高，油价过低不利于维持产油国的稳定，不利于行业的长远投资，也不利于石油美元的回流美国。

**美元走强令原油价格受压。**从历史的走势来看，美元与原油价格基本成负相关。前两年美元指数总体变动不大，原油价格也较为平静。但2014年7月份以来，美元指数由80上升至年底90的水平。同时，以欧洲和日本的经济状况，货币宽松将延续。市场也预期美联储在2015年加息，虽时间不确定，但美元走强将是趋势。因此，未来美元的强势将令以美元定价的原油价格受压。

美元指数和原油价格



资料来源：Bloomberg。

**下调2015–2016年原油价格假设。**按上述分析，由于供需层面变化和美元强势，我们将2015–2016年布伦特原油价格假设由107美元／桶和110美元／桶下调至70美元／桶和80美元／桶，增加2017年假设为85美元／桶。其后，供需将趋向于平衡。如果美国页岩油产量不超预期，原油价格走势在成本上升的支持下，预期长期总体稳中有升。

**国内石化行业税费改革：**目前国内石油行业的主要税费有资源税、消费税、石油特别收益金和探矿采矿许可证费用等。除原油价格外，行业受国家政策和调控影响极大。总结行业税金改革的主要方向是费改税、简化税种，同时利用税收对行业进行调控以实现健康发展。由于未来几年原油价格较低，国家再加重税收的可能性较低。但因应环保成本增加税金的可能性始终存在。

**1·成品油消费税：**在国际原油价格不断下跌的背景下，财政部和国家税务总局宣布2014年11月29日和12月13日、2015年1月13日三度调整成品油消费税。汽油、石脑油、溶剂油和润滑油消费税由人民币1.00元／升提高至1.52元／升，柴油、航空煤油和燃料油则由人民币0.80元／升提高至1.20元／升。航空煤油暂缓征收。三次合计上调幅度分别为52.0%和50.0%。而调整后汽油和柴油的消费税占2015年1月中最高零售价分别为28.2%和21.7%。加上增值税、城市维护建设税和教育附加费等已达40%–50%的水平。我们认为，在油价跌幅较大的情况下，为减低国内通缩风险，消费税的加幅较大，未来则存在调低的可能性。税收提高将抑制消费。

**2·资源税：**自2014年12月1日起，由于原油、天然气矿产资源补偿费费率降为零，相应资源税适用税率由5%提高至6%。各油田平均减征率仍为0.91%。此项改革主要是将行业税收简化和规范，以费改税，对行业公司业绩无实质影响。但资源税未来存在着上调至10%的可能。

**3·特别收益金：**自2015年1月1日起，石油特别收益金起征点由55美元/桶提高至65美元/桶。国际原油价格大幅下跌后，即使炼差按现有定价机制有所扩大，行业公司业绩压力仍较大。特别收益金起征点上调后，可进一步缓冲业绩下降压力。当原油价格较高时，产生的正面效应将更为显著。有关计算如下表：

石油特别收益金起征点调整计算

| 人民币百万元          | 2013A         | 2014F        | 2015F      |     | 2016F      |       |
|-----------------|---------------|--------------|------------|-----|------------|-------|
| 布伦特原油价格假设       | US\$108.8/bbl | US\$98.9/bbl | US\$70/bbl |     | US\$80/bbl |       |
|                 |               |              | 调整前        | 调整后 | 调整前        | 调整后   |
| 中国石油 (00857 HK) | 72,726        | 59,519       | 7,240      | 0   | 22,420     | 7,305 |
| 中国石化 (00386 HK) | 25,541        | 20,067       | 1,295      | 0   | 6,400      | 1,307 |

资料来源：各公司、国泰君安国际。

**天然气价格改革缓慢推行。**前几年在很强的政策和高油价的背景下，天然气价格改革取得了一些进展。目前国内基本无通胀压力，中国石油(00857 HK)的入口气仍亏损延续。因此虽原油价格有所下跌，我们认为有关改革仍会缓慢推行。2014年9月1日起非居民存量气最高门站价每立方米提高0.4元人民币，居民用气同样不作调整，化肥用气调价暂缓。广东、广西则与全国水平衔接的原则适当提高。发改委于2013年7月份进行了天然气价格改革，2014年9月份的调价是按照2015年实现与增量气价格并轨的既定目标，但调价时间比原先预计的7月份晚了两个月。我们假设2015年9月份再调价一次，幅度大约为每立方米上调0.45元以实现「十二五」末到位。即使在这样的假设情况下，中国石油(00857 HK)由于LNG入口成本较高，居民用气不调整以及入口气数量继续增加的原因，入口天然气在未来每年仍产生约300亿元人民币的亏损，不利于公司未来的发展。但提价总体效应令行业公司受益，按2013–2014年两次提价，以及我们2015年的假设，加上减亏中国石油(00857 HK) 2014和2015年可分别增加经营利润约221和78亿元人民币，而中国石化(00386 HK)可每年增加约30亿元人民币。

**继续贯彻「国企改革」以改善业绩或资产结构。**中国石化(00386 HK)完成销售公司增资及引进投资者，25家境内外投资者以1,070.94亿元人民币认购29.99%销售公司股权。新投资者所占权益最高为2.80%。2013年度销售业务股东净利润为250.56亿元人民币，至2014年4月底净资产为587.94亿元人民币。定价相当于2013年市盈率为14.25倍。交易令公司总体净资产增加约11%，现金流大为改善，可大幅减低负债和利息支出。日后销售板块净贡献每年减少约75亿元人民币，但利用新资本可能令非油品业务加速增长。另一家公司中国石油(00857 HK)，公告再度出让290亿元人民币的部分管道资产的股权未在2014年实现，我们预计2015年上半年完成，并可增加约200亿元人民币的一次性收益，以部分抵御原油价格下降对业绩的负面影响，2013年出让管道资产获得了248亿元人民币的一次性收益。两公司现面临原油价格下跌，化工板块长期盈利不振，资本开支规模仍较大，负债水平仍将较高，其中中国石油(00857 HK)之前以及未来几年将继续承担入口天然气亏损。因此，我们认为未来存在不断推行各种形式改革的可能性，以提升营运效率和改善短期业绩。

**须改变经营策略提高化工分部盈利能力。**据石油和化工协会，国内炼油能力为7.1亿吨/年，占全球的12.4%。乙烯产能为1,749万吨/年，占全球的11.2%。合成树脂、合成橡胶和合成纤维产能分别为6,182、360、4,281万吨/年。目前世界乙烷原料比例提高至52.2%，轻烃原料成本仅为石脑油的30%–40%。在城镇化和消费转型的背景下，国内石化产品的需求仍有很大的发展机遇。但行业面临中东和北美低成本优势的冲击。煤炭、天然气、生物柴油、电动汽车等在炼油和化工方面的替代效应逐步显现，行业同时受到资源和环保的约束。行业公司只有优化产业布局和产品结构、提升效能，并改变经营策略才可提升盈利能力。中国石化(00386 HK)开展煤化工业务(宁东和中安煤化工项目)，并布局中东低成本地区，如5.62亿美元收购延布炼油厂。

行业公司化工分部盈利水平从2014年第三季度开始有轻微改善。2014年国际市场石脑油均价同比下降6.5%至861美元/吨，乙烯均价同比上升9.3%至1,368美元/吨，我们选取的11种产品与石脑油价差平均同比下降4.1%。数据显示国际石化市场转差。我们选取的国内26种石化产品2014年1-11月份平均价格同比下降7.2%，与石脑油价差则同比下降13.0%，但从第三季度开始逐季有非常轻微的改善。行业公司化工业务板块全年来看业绩仍会很差。1-3季度中国石油(00857 HK)和中国石化(00386 HK)化工分部经营亏损分别为113.22和35.16亿元人民币。2014年1-10月份国内合成树脂、合成橡胶和合成纤维聚合物的表观消费量分别同比上升9.1%、8.8%和-2.4%；对外依存度分别为28.1%、20.4%和-7.5%，合成纤维单体则为31.0%。其中甲醇、聚乙烯、聚丙烯和聚氯乙烯的表观消费量同比分别上升21.7%、9.0%、10.2%和4.5%。

低油价环境下的行业公司业绩跌幅可少于原油价格。原油价格下降，总体对行业业绩压力较大。但与原油价格相关的特别收益金和资源税在油价下降时大幅减少，已有较大的缓冲。同时按成品油定价机制，炼差会增加；天然气价格上调、柴油品质提升、特别收益金起征点再上调也会进一步缓冲一些业绩的下降。但高成本库存也可能会有跌价计提，令2014年4季度业绩跌幅加深。中国石化(00386 HK)2014年也会受到汇兑损失、可转债公允价格变动剧烈的负面影响。中国石油(00857 HK)2015年有望通过实现管道资产出让而获得约200亿元的一次性收益，较好地抵消油价下降的压力。我们预期2015年中国石油(00857 HK)和中国石化(00386 HK)每股盈利同比下降3.3%和15.2%。

投资评级为「中性」。行业公司股价没有跟随原油价格作很深程度的调整，同时海外和国内股市估值均提升至较高水平，对行业估值形成支撑。公司股价会在正负面因素季度性交织下有一定的波动，国企改革也有期待。行业投资评级为「中性」。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 中国石油   | 00857 | 8.600    | 中性   | 10.3     | 10.6     | 9.1      | 1.0      | 9.6        | 4.2      |
| 中国石化   | 00386 | 6.250    | 中性   | 9.8      | 11.6     | 9.5      | 0.8      | 7.8        | 3.0      |
| 市值加权平均 |       |          | 中性   | 10.1     | 10.9     | 9.3      | 0.9      | 9.0        | 3.8      |

资料来源：国泰君安国际。



## 低油价的负面影响将持续发酵

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

宏华集团 (00196 HK)

评级：中性

股价：HK\$0.990

目标价：HK\$1.35

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( △ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)         | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|----------------------|------------|
| 2012A                                         | 5,068               | 529                   | 0.166        | 218.1         | 4.7                            | 1.395        | 0.6        | 0.047        | 6.0                  | 12.4       |
| 2013A                                         | 8,047               | 538                   | 0.170        | 2.5           | 4.5                            | 1.505        | 0.5        | 0.048        | 6.3                  | 11.7       |
| 2014F                                         | 9,612               | 284                   | 0.089        | (47.6)        | 8.6                            | 1.498        | 0.5        | 0.023        | 3.0                  | 6.0        |
| 2015F                                         | 10,696              | 590                   | 0.183        | 105.7         | 4.2                            | 1.618        | 0.5        | 0.045        | 5.9                  | 11.8       |
| 2016F                                         | 11,484              | 663                   | 0.204        | 11.2          | 3.8                            | 1.742        | 0.4        | 0.053        | 6.9                  | 12.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 3,241.1       | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | Ally Giant 48.0%     |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 3,208.6       | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              | 48.6                 |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       |              | 11,528.7      | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              | 58.7                 |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 2.630/0.950  |               |                                |              |            |              |                      |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | (19.5)/(40.4)/(62.1) |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | (17.9)/(43.3)/(63.4) |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014上半年收入为38.4亿人民币，同比增长54.4%，但是股东净利仅录得2亿人民币，同比下跌16.5%。净利的下滑主要是由于期内毛利率的大幅下降，仅为23%，较2013上半年下跌9.2个百分点。公司于期内所有分部的毛利率皆录得下滑的情况，而油气工程分部则录得盈亏。2014上半年海外市场收入占88.8%，其中来自中东市场的收入贡献了公司期内一半的收入。公司当前的在手订单约为110亿人民币，并主要以海外订单为主。

在当前市场环境较为困难的情况下，我们预计公司于2014年的运作仍将保持一个盈利的状况，并于2015年开始出现反弹。公司未来的增长点将会以拉美市场和中东市场为主，而海洋钻机和海洋工程也将成为未来的业务增长驱动力。我们目前的投资评级为「中性」，目标价1.35港元，相当于12.0倍/5.8倍/5.2倍2014至2016年的市盈率或0.7倍/0.7倍/0.6倍2014至2016年市净率。

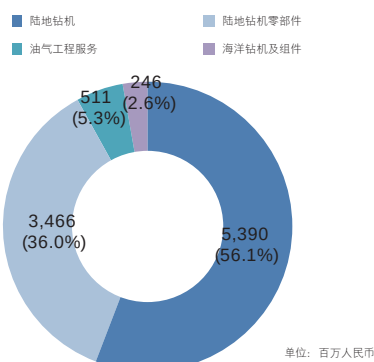
### 正面因素分析

- 国内最大的陆地钻机生产及出口商，技术领先。
- 海洋钻机将引领公司未来的业务增长。
- 公司海外业务比重大，受国内油企变动的影响较小。
- 在海外业务的开拓上较为积极，已先后布局了中东、东欧及拉美等多个海外核心市场。

### 风险分析

- 国际原油价格的下行趋势将影响油气公司的原有开采计划及设备投资计划。
- 市场环境变差或将促使业内的竞争变得更为激烈。
- 当前在手订单被推迟交付或取消。
- 海外业务占总收入约九成，受外汇风险较大。

### 预测2014年公司收入结构



资料来源：国泰君安国际。

### 负面因素分析

- 油气工程服务分部的营业亏损短期内难逆转。
- 卢布大幅度贬值引发的亏损或继续扩大。

### 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 5,068   | 8,047   | 9,612   | 10,696  | 11,484  |
| 销售成本           | (3,321) | (6,142) | (7,709) | (8,252) | (8,819) |
| 毛利             | 1,747   | 1,905   | 1,903   | 2,444   | 2,664   |
| 其它收入           | 65      | 184     | 97      | 107     | 119     |
| 管理费用           | (527)   | (596)   | (740)   | (828)   | (884)   |
| 销售费用           | (554)   | (524)   | (658)   | (738)   | (815)   |
| 其它营业支出         | (60)    | (121)   | (58)    | (53)    | (57)    |
| 经营利润           | 673     | 848     | 544     | 932     | 1,026   |
| 利息费用           | 29      | (139)   | (166)   | (177)   | (177)   |
| 关联企业贡献         | 8       | (8)     | 6       | 7       | 7       |
| 税前利润           | 709     | 701     | 385     | 762     | 856     |
| 税项             | (168)   | (126)   | (71)    | (139)   | (156)   |
| 少数股东权益         | (12)    | (38)    | (29)    | (33)    | (37)    |
| 股东应占净利润        | 529     | 538     | 284     | 590     | 663     |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.166   | 0.170   | 0.089   | 0.183   | 0.204   |
| 每股股息 (人民币)     | 0.047   | 0.048   | 0.023   | 0.045   | 0.053   |

### 重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 34.5  | 23.7  | 19.8  | 22.9  | 23.2  |
| 经营利润率 (%)   | 13.3  | 10.5  | 5.7   | 8.7   | 8.9   |
| 净利率 (%)     | 10.4  | 6.7   | 3.0   | 5.5   | 5.8   |
| 流动比率 (倍)    | 1.5   | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| 股东资金回报率 (%) | 12.4  | 11.7  | 6.0   | 11.8  | 12.2  |
| 总资产回报率 (%)  | 6.4   | 4.5   | 1.9   | 3.6   | 3.7   |
| 速动比率 (倍)    | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.9   |
| 存货周转期 (天)   | 231.7 | 162.1 | 144.0 | 144.0 | 136.8 |
| 应收帐款周转期 (天) | 86.2  | 93.5  | 100.8 | 93.5  | 93.5  |
| 应付款周转期 (天)  | 133.9 | 153.9 | 151.2 | 152.5 | 151.9 |
| 净负债比率 (%)   | 15.3  | 55.5  | 62.5  | 58.7  | 53.1  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 油价下跌，业绩下降

分析员：刘 谷 Grace Liu

中国石化 (00386 HK)

评级：中性

股价：HK\$6.250

目标价：HK\$6.70

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)        | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 2,786,045           | 63,879                | 0.566        | (12.9)       | 8.9                            | 4.527        | 1.1               | 0.231        | 4.6          | 13.0       |
| 2013A                                         | 2,880,311           | 66,132                | 0.570        | 0.6          | 8.6                            | 4.899        | 1.0               | 0.240        | 4.9          | 12.2       |
| 2014F                                         | 2,922,555           | 59,016                | 0.503        | (11.8)       | 9.8                            | 5.108        | 1.0               | 0.176        | 3.6          | 10.1       |
| 2015F                                         | 2,725,353           | 50,406                | 0.426        | (15.2)       | 11.6                           | 5.821        | 0.8               | 0.149        | 3.0          | 7.8        |
| 2016F                                         | 3,061,193           | 61,376                | 0.519        | 21.8         | 9.5                            | 6.174        | 0.8               | 0.182        | 3.7          | 8.7        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 116,795.5    |              | 大股东 Major shareholder          |              | 中国石化集团 73.9%      |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 792,478.7    |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 26.1              |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 121,443.3    |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 33.7              |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 8.230/5.730  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 7.5               |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (1.6)/(8.1)/(1.3) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 0.0/(11.0)/(2.6)  |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

特别收益金下降、天然气提价、柴油品质提升、母公司资产注入和出售中国燃气可部分抵御油价下降的负面影响。但汇兑损失、可转债公允价格变动和可能的库存拨备对2014年盈利负面影响也较大。销售业务重组应在2015年完成，净资产提升约11%、现金增加大幅减低负债和利息支出，但每年销售板块股东利润贡献减少约75亿元人民币。资本开支在2014年下降12.7%后可维持。化工业务暂难有大的改观，但公司经营策略有所改变，开展煤化工业务并布局中东低成本地区，如5.62亿美元收购延布炼油厂。对于总体业绩，预期在2016年油价有所恢复后才有增长。

目标价为6.70港元，相当于2014–2016年市盈率分别为10.5、12.4和10.2倍，市净率为1.04、0.91和0.86倍。投资评级为「中性」。

### 正面因素分析

- 特别收益金起征点提高、天然气加价提升业绩。
- 销售业务重组后公司负债将大幅减少。
- 化工业务开展结构性转变提升盈利能力。

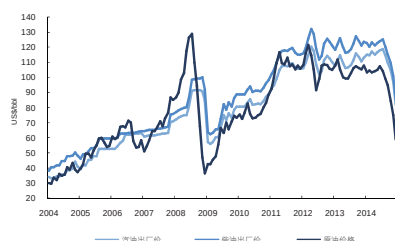
### 风险分析

- 原油价格即使恢复也维持在相对较低的水平。
- 上游业务、环保和生产安全成本不断上升。

### 负面因素分析

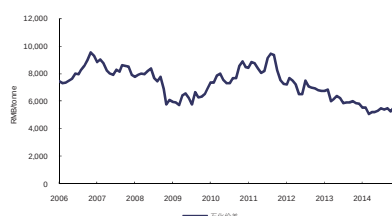
- 原油价格下跌，业绩下降。
- 销售业务重组后盈利贡献减少。

国内汽油和柴油出厂价



资料来源：CEIC、Bloomberg。

国内石化产品和石脑油价差



资料来源：CEIC、Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A       | 2013A       | 2014F       | 2015F       | 2016F       |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业额           | 2,733,618   | 2,833,247   | 2,875,420   | 2,676,477   | 3,013,502   |
| 其它经营收入        | 52,427      | 47,064      | 47,136      | 48,876      | 47,692      |
| 营业额和其它经营收入    | 2,786,045   | 2,880,311   | 2,922,555   | 2,725,353   | 3,061,193   |
| 采购成本          | (2,301,199) | (2,371,858) | (2,400,800) | (2,163,856) | (2,445,811) |
| 销售、管理及雇员费用    | (112,941)   | (125,281)   | (132,188)   | (132,478)   | (146,556)   |
| 折旧、耗减及摊销      | (70,456)    | (81,265)    | (86,450)    | (94,373)    | (102,907)   |
| 勘探费用(含干井费用)   | (15,533)    | (12,573)    | (12,760)    | (11,877)    | (13,373)    |
| 所得税以外税收       | (188,483)   | (190,672)   | (192,149)   | (233,498)   | (246,917)   |
| 其它费用          | 1,229       | (1,877)     | (1,017)     | (1,203)     | (1,397)     |
| 经营收益          | 98,662      | 96,785      | 97,191      | 88,068      | 104,233     |
| 财务成本净额        | (9,881)     | (4,246)     | (17,258)    | (8,924)     | (7,027)     |
| 投资收益          | 235         | 154         | 2,413       | 82          | 84          |
| 应占联营、合资       | 1,626       | 2,359       | 4,137       | 3,974       | 4,246       |
| 除税前利润         | 90,642      | 95,052      | 86,483      | 83,199      | 101,535     |
| 所得税           | (23,846)    | (24,763)    | (23,757)    | (21,638)    | (26,577)    |
| 少数股东损益        | (2,917)     | (4,157)     | (3,710)     | (11,155)    | (13,583)    |
| 股东应占利润        | 63,879      | 66,132      | 59,016      | 50,406      | 61,376      |
| 每股基本净利(人民币)   | 0.57        | 0.57        | 0.50        | 0.43        | 0.52        |
| 每股摊薄净利(人民币)   | 0.54        | 0.54        | 0.49        | 0.42        | 0.51        |

重要财务比率

|              | 2012A  | 2013A | 2014F  | 2015F  | 2016F |
|--------------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 收入增长(%)      | 11.0   | 3.6   | 1.5    | (6.9)  | 12.6  |
| 净利增长(%)      | (12.8) | 3.5   | (10.8) | (14.6) | 21.8  |
| 每股净利增长(%)    | (12.9) | 0.6   | (11.8) | (15.2) | 21.8  |
| 毛利率(%)       | 17.7   | 17.9  | 18.1   | 21.0   | 20.4  |
| 经营利润率(%)     | 3.5    | 3.4   | 3.3    | 3.2    | 3.4   |
| 净利率(%)       | 2.4    | 2.4   | 2.1    | 2.3    | 2.4   |
| 净资本负债率(%)    | 54.4   | 54.5  | 52.8   | 33.7   | 29.6  |
| 原油实现价格(美元/桶) | 100.25 | 96.10 | 87.18  | 58.31  | 68.31 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 原油价格下跌对业绩总体冲击不太大

分析员：刘 谷 Grace Liu

中国石油(00857 HK)

评级：中性

股价：HK\$8.600

目标价：HK\$9.30

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)     | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 2,195,296           | 115,326               | 0.630        | (13.3)       | 11.0                           | 5.814        | 1.2        | 0.284            | 4.1          | 11.2       |
| 2013A                                         | 2,258,124           | 129,599               | 0.708        | 12.4         | 9.5                            | 6.189        | 1.1        | 0.319            | 4.7          | 11.8       |
| 2014F                                         | 2,286,823           | 121,117               | 0.662        | (6.5)        | 10.3                           | 6.487        | 1.0        | 0.298            | 4.4          | 10.4       |
| 2015F                                         | 2,145,890           | 117,124               | 0.640        | (3.3)        | 10.6                           | 6.812        | 1.0        | 0.288            | 4.2          | 9.6        |
| 2016F                                         | 2,455,582           | 136,065               | 0.743        | 16.2         | 9.1                            | 7.203        | 0.9        | 0.335            | 4.9          | 10.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 183,021.0    |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 中国石油集团 86.5%     |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 1,573,980.4  |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 13.5             |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 112,383.5    |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 34.0             |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 11.700/7.310 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 10.7             |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 2.3/(13.6)/1.2   |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 3.9/(16.5)/(0.1) |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

由于需上缴与原油价格相关的特别收益金和资源税，油价下跌时缓冲了对公司业绩的负面影响。公司曾宣布再次将其第一和第二西气东输管道资产出资，但2014年未实现；我们假设2015年上半年完成并带来约200亿元人民币的一次性收益，可抬升2015年业绩。我们作2015年9月份天然气价格再度上调的假设。天然气价格2013年7月和2014年9月份调升后大幅缓解进口气亏损压力，虽然未来每年仍会有约300亿人民币的亏损。公司计划2014年资本开支下降7.0%，我们再假设2015年下降15%，调降后现金流改善，净资本负债率将从2013年的40.4%于未来2年逐年下降至约28%。原多名高层涉贪事件对营运实质性影响不大。预期2015–2016年油价在下一台阶后再回升，业绩随之下降再回升。

目标价为9.30港元，相当于2014–2016年市盈率分别为11.0、11.5和9.9倍，市净率为1.13、1.08和1.02倍。投资评级为「中性」。

## 正面因素分析

- 特别收益金起征点上调至65美元/桶。
- 天然气价格上调减低进口天然气亏损。
- 调低资本开支减轻负债。
- 进行国企改革会有一次性收益。

## 风险分析

- 2015年原油均价或比我们的假设70美元/桶更低。
- 2015年天然气价格可能未按时调升或升幅低于预期。
- 管道资产出资方案未实现，一次性获益数额不确定。
- 上游业务、环保和安全等成本压力始终存在。
- 资源税率可上调。

## 同业估值比较

| 公司             | 股价       | PER (x) |      |      | PBR (x) |      |      | ROE% Yield% |      |
|----------------|----------|---------|------|------|---------|------|------|-------------|------|
|                |          | 2014    | 2015 | 2016 | 2014    | 2015 | 2016 | 2014        | 2014 |
| PetroChina     | 8.60     | 10.3    | 11.0 | 9.7  | 1.0     | 1.0  | 0.9  | 10.4        | 4.5  |
| Sinopec        | 6.25     | 9.1     | 10.0 | 8.6  | 0.9     | 0.9  | 0.8  | 10.8        | 4.4  |
| Eni            | 14.51    | 12.8    | 14.0 | 11.1 | 0.9     | 0.9  | 0.9  | 7.1         | 7.7  |
| Shell          | 2,152.00 | 9.1     | 11.0 | 9.7  | 1.1     | 1.1  | 1.0  | 12.0        | 5.6  |
| Exxon Mobil    | 93.02    | 12.7    | 16.1 | 14.0 | 2.2     | 2.1  | 2.0  | 17.7        | 2.9  |
| BP             | 409.05   | 9.5     | 10.8 | 9.2  | 0.9     | 0.9  | 0.9  | 8.7         | 6.2  |
| Chevron        | 113.11   | 11.7    | 15.6 | 12.3 | 1.4     | 1.3  | 1.3  | 12.3        | 3.7  |
| ConocoPhillips | 69.93    | 12.4    | 18.9 | 13.3 | 1.6     | 1.5  | 1.5  | 13.1        | 4.0  |
| Total          | 42.86    | 9.4     | 10.5 | 9.2  | 1.2     | 1.1  | 1.1  | 12.7        | 5.8  |
| 简单平均：          |          | 10.8    | 13.1 | 10.8 | 1.2     | 1.2  | 1.2  | 11.6        | 5.0  |
| 加权平均：          |          | 10.9    | 13.3 | 11.2 | 1.4     | 1.3  | 1.3  | 12.7        | 4.5  |

资料来源：Bloomberg。

## 负面因素分析

- 原油价格下降，业绩下跌。
- 进口天然气亏损未来几年仍会持续。
- 化工业务业绩难大幅改善。

## 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A       | 2013A       | 2014F       | 2015F       | 2016F       |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业额           | 2,195,296   | 2,258,124   | 2,286,823   | 2,145,890   | 2,455,582   |
| 采购、服务和其它      | (1,411,036) | (1,464,805) | (1,453,814) | (1,316,783) | (1,519,892) |
| 费用成本          | (204,853)   | (220,744)   | (235,975)   | (242,912)   | (271,161)   |
| 折旧和摊销         | (151,975)   | (163,365)   | (180,748)   | (191,526)   | (205,392)   |
| 所得税以外税金       | (254,921)   | (248,086)   | (239,497)   | (243,317)   | (265,194)   |
| 其它(支出)/收入净额   | 2,008       | 27,518      | 3,778       | 24,021      | 5,374       |
| 经营利润          | 174,519     | 188,642     | 180,568     | 175,373     | 199,317     |
| 融资成本总额        | (15,970)    | (20,807)    | (23,586)    | (22,591)    | (20,063)    |
| 应占联营公司损益      | 8,262       | 10,228      | 10,025      | 9,474       | 10,150      |
| 税前利润          | 166,811     | 178,063     | 167,008     | 162,256     | 189,404     |
| 税项            | (36,191)    | (35,789)    | (34,045)    | (33,677)    | (40,033)    |
| 税后利润          | 130,620     | 142,274     | 132,962     | 128,579     | 149,372     |
| 少数股东损益        | (15,294)    | (12,675)    | (11,845)    | (11,455)    | (13,307)    |
| 净利润           | 115,326     | 129,599     | 121,117     | 117,124     | 136,065     |
| 每股基本盈利(人民币)   | 0.63        | 0.71        | 0.66        | 0.64        | 0.74        |

## 重要财务比率

|                | 2012A  | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)        | 9.6    | 2.9    | 1.3   | (6.2) | 14.4  |
| 经营利润增长(%)      | (4.4)  | 8.1    | (4.3) | (2.9) | 13.7  |
| 净利增长(%)        | (13.3) | 12.4   | (6.5) | (3.3) | 16.2  |
| 经营利润率(%)       | 7.9    | 8.4    | 7.9   | 8.2   | 8.1   |
| 净利率(%)         | 5.9    | 6.3    | 5.8   | 6.0   | 6.1   |
| 净资本负债率(%)      | 38.9   | 40.4   | 38.8  | 34.0  | 27.9  |
| 布伦特原油(美元/桶)    | 111.9  | 108.8  | 98.9  | 70.0  | 80.0  |
| 实现油价(美元/桶)     | 103.65 | 100.42 | 90.50 | 61.63 | 71.63 |
| 股价/储量(美元/桶油当量) | 11.34  | 11.62  |       |       |       |

资料来源：公司、国泰君安国际。

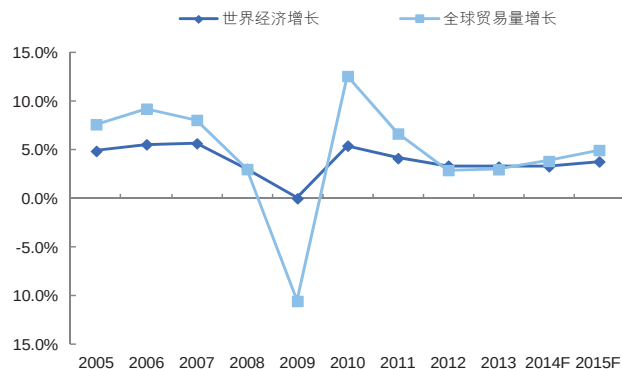
## 港口行业

分析员：周一帆 Ivan Zhou

## 跑赢大市

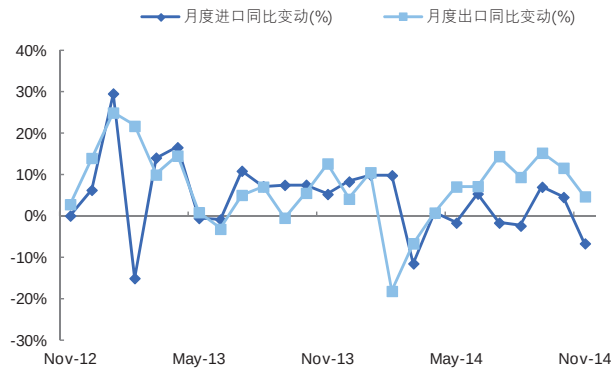
**2014年对外贸易增速放缓。**根据国际货币基金组织2014年10月份报告，预测2014–2015年世界经济分别增长3.3%和3.8%，2014年经济增长预测较7月份时下调了0.1个百分点，2015年经济增长预测较7月份下调了0.2个百分点。根据WTO预测，同期全球货物贸易量预计分别增长3.1%和4.0%。我们认为，2014年全球贸易的增长速度低于全球GDP的增速主要由于全球经济复苏不平衡，部分发展中国家先后出现经济下滑，拖低了贸易增长速度。但IMF和WTO分别预计2015年经济和贸易将好于2014年。而中国出口在2014年也呈现增长区间下移的情况。根据中国海关数据，2014年前11个月中国进出口总值累计约38,982亿美元，同比增长3.4%，其中累计出口总值约21,154亿美元，同比增长5.7%，累计进口总值约17,828亿美元，同比增长0.8%。累计贸易顺差约3,325亿美元。

世界经济增长及全球贸易量变化



资料来源：国际货币基金组织。

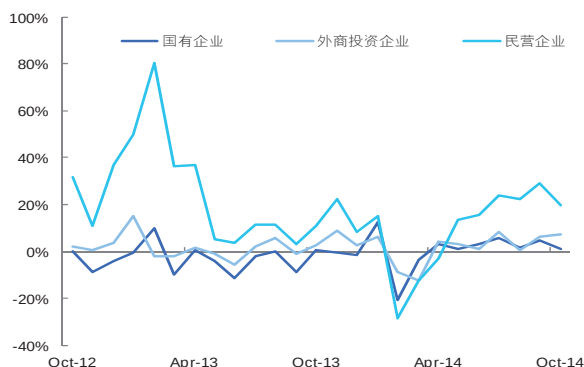
中国月度进出口变动



资料来源：中国海关。

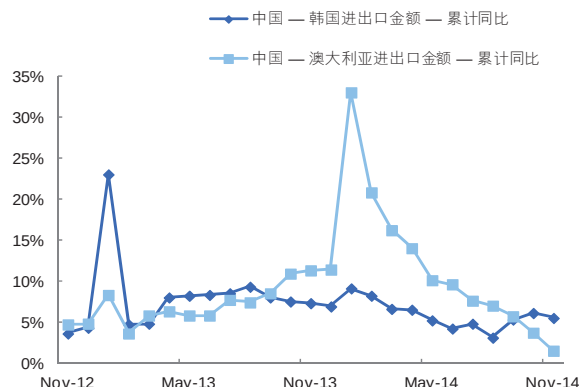
**中国民营企业进出口增速高于其它类型企业。**前11个月，外商投资企业进出口11.03万亿元人民币，增长2%，占中国外贸总值的46%。同期，民营企业进出口8.27万亿元人民币，增长6.2%，增速高于其它类型企业，占中国外贸总值的34.5%。国有企业进出口4.19万亿元，下降0.9%，占中国外贸总值的17.5%。

中国月度出口同比变化 — 按企业类型



资料来源：中国海关。

中—韩及中—澳双边贸易累计同比变化

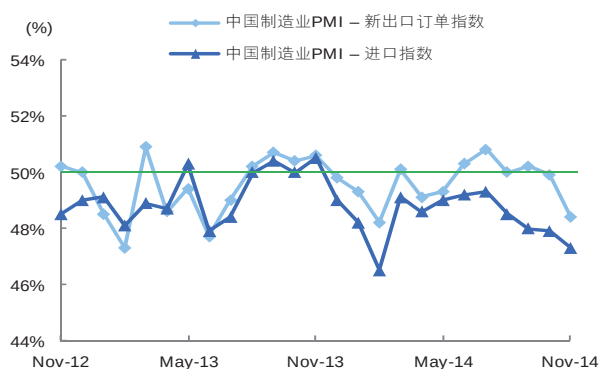


资料来源：中国海关。

中国对外贸易政策上将坚持「一带一路」及自贸区战略，以应对经济「新常态」下的对外贸易形势。在12月召开的中央经济会议上提出要加快推进自贸区谈判，稳步推进投资协定谈判；推进丝绸之路经济带建设，建设21世纪海上丝绸之路。由于中国传统外贸竞争优势正在逐渐下降以及世界经济复苏依然存在一定不确定因素，导致最近两年外贸增速有所下降，因此需要「一带一路」及自贸区战略促进对外贸易的进一步发展。我们认为「一带

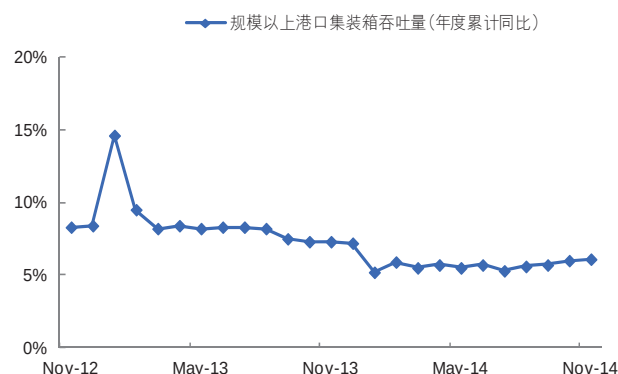
一路」战略将会是2015年国家战略的重点之一，该战略有望促进中国对外投资从而促进中国与一带一路沿线国家间贸易，包括货物贸易和服务贸易的持续增长。目前，自贸区的概念有两种：一种是以自由贸易协定为基础的国家间的自由贸易区，如有望在2015年生效的中韩自由贸易区以及中国—澳大利亚自由贸易区，更多的自由贸易协定正在谈判当中；另一种是与中国（上海）自由贸易试验区类似的自贸园区。我们认为中国—韩国以及中国—澳大利亚自贸区的落实将会有效降低中韩与中澳之间的关税，不仅有助于提高中国出口产品在当地市场的竞争力，更有助于中国进口更多该国家的优质商品，促进中国的对外贸易增长。在2014年前11个月，中韩间双边贸易额为2,643亿美元，占中国外贸总值的6.8%；中澳间双边贸易额为1,261亿美元，占中国外贸总值3.2%。12月12日的国务院常务会议提议在天津，福建和广东再设立三个自贸园区。三个新的自贸园区将会继承上海自贸园区目前已经实施的改革措施，并结合地方特色。天津、福建和广东自贸园区的设立预计会增强企业进出口的便利性，并且会促进该区域的服务贸易增长。

### 中国制造业PMI—新出口订单指数及进口指数



资料来源：物流与采购联合会。

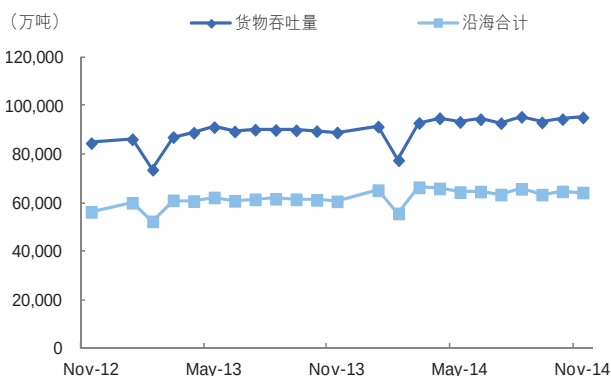
### 规模以上港口集装箱吞吐量累计同比



资料来源：中国交通运输部。

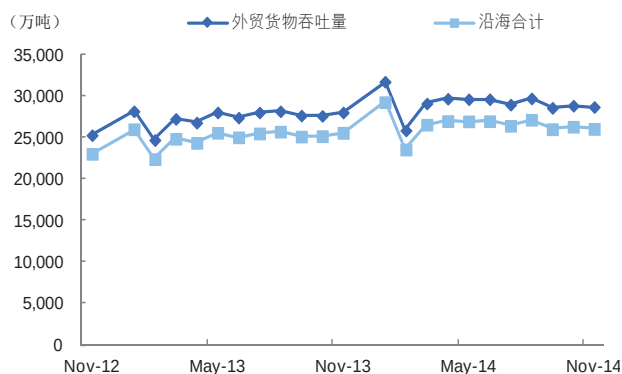
预计2015年中国出口将温和增长。11月份中国制造业新出口订单采购经理人指数录得48.4%，月环比下跌1.5个百分点。进口指数录得47.3%，环比减少0.6个百分点。新出口订单指数连续两个月下跌；而进口指数连续四个月下跌。两个指数的下跌表明未来几个月的进出口情况可能依然不乐观。而目前世界经济依然面临不确定性，其中美国经济预计在2015年会继续复苏，但欧洲、日本以及新兴市场经济在2015年还存在不确定性。然而，随着「一带一路」及自贸区政策的逐步落实，我们预计中国与「一带一路」相关国家以及韩国和澳大利亚间贸易预计会有高速增长。同时由于2014年进出口增速放缓导致基数较低，我们预计2015年出口会有5%—8%的温和增长。进口方面，由于中国国内经济增速预计继续放缓，大宗商品价格也预计维持在低位，因此我们预计进口增速也将维持在1%—5%的低位。

### 规模以上港口货物吞吐量



资料来源：中国交通运输部。

### 规模以上港口外贸货物吞吐量



资料来源：中国交通运输部。



预计**2015年全国集装箱码头吞吐量增速继续为中单位数**。根据中国交通运输部数据，全国规模以上港口2014年前11个月累计完成货物吞吐量约**102.3亿吨**，同比增长**4.8%**，其中沿海港口吞吐量**70.6亿吨**，同比升**5.7%**，内河吞吐量**31.6亿吨**，同比升**2.9%**。外贸货物吞吐量累计达**32.4亿吨**，同比增长**6.1%**；其中沿海港口吞吐量**29.5亿吨**，同比增长**6.1%**；内河港口吞吐量**2.9亿吨**，同比增长**6.6%**。全国集装箱吞吐量累计**1.84亿标箱**，同比升**6.1%**；其中沿海增速**6.9%**，内河下滑**0.4%**。考虑到**2015年出口预计增幅继续为单位数**，我们认为**2015年全国规模以上集装箱码头吞吐量增速与2014年较为接近**，整体将维持温和增长。展望未来，我们预计**2015年规模以上港口集装箱总吞吐量增速为中单位数**。

## 投资建议

维持行业评级「跑赢大市」，行业首选为招商局国际(00144 HK)。基于以上分析，我们认为虽然**2015年港口吞吐量维持在中单位数增长**，并不算高，但「一带一路」及自贸区政策预计会长远促进中国外贸增长，并且会提高中国外贸的质量；因此我们对港口行业前景依然非常乐观。目前港口业的加权平均估值相当于**12.9倍、11.5倍及10.2倍2014–2016年市盈率**，以及**1.0倍2015年市净率**。我们认为在目前来说估值水平不贵。目前估值已反映了大多数负面因素，包括中国出口放缓及PMI新出口订单指数的负面信息。基于目前市场以及行业各公司的估值水平，我们维持行业「跑赢大市」的评级，以反映我们预计未来各港口公司经营情况会持续改善。行业首选为招商局国际(00144 HK)，因为我们认为大型港口运营商在竞争力、地理布局平衡及其它方面比中小型港口运营商应具有更高估值；投资评级「买入」，目标价**33.00港元**，相当于**16.6倍、15.0倍及13.2倍2014–2016年市盈率**。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 招商局国际  | 00144 | 26.100   | 买入   | 13.1     | 11.8     | 10.4     | 1.2      | 10.3       | 3.7      |
| 中远太平洋  | 01199 | 11.020   | 收集   | 12.0     | 10.5     | 9.3      | 0.8      | 8.2        | 3.8      |
| 大连港    | 02880 | 2.550    | 中性   | 15.5     | 13.0     | 11.3     | 0.6      | 4.9        | 3.0      |
| 厦门国际港务 | 03378 | 1.990    | 收集   | 11.1     | 10.2     | 9.4      | 0.7      | 7.6        | 4.4      |
| 天津港发展  | 03382 | 1.630    | 中性   | 12.3     | 11.0     | 10.4     | 0.8      | 7.6        | 3.6      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 12.9     | 11.5     | 10.2     | 1.0      | 8.9        | 3.7      |

资料来源：国泰君安国际。

## 海外项目或受益于「一带一路」

分析员：周一帆 Ivan Zhou

招商局国际(00144 HK)

评级：买入

股价：HK\$26.100

目标价：HK\$33.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)      | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|-----------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 11,022               | 3,818                  | 1.533         | (32.1)       | 17.0                           | 18.280        | 1.4             | 0.700         | 2.7          | 8.6        |
| 2013A                                         | 7,758                | 4,213                  | 1.669         | 8.9          | 15.6                           | 19.234        | 1.4             | 0.771         | 3.0          | 9.0        |
| 2014F                                         | 8,355                | 5,043                  | 1.988         | 19.1         | 13.1                           | 20.577        | 1.3             | 0.862         | 3.3          | 10.0       |
| 2015F                                         | 9,038                | 5,596                  | 2.206         | 11.0         | 11.8                           | 22.272        | 1.2             | 0.957         | 3.7          | 10.3       |
| 2016F                                         | 9,826                | 6,336                  | 2.498         | 13.2         | 10.4                           | 24.173        | 1.1             | 1.083         | 4.2          | 10.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 2,562.6       |              | 大股东 Major shareholder          |               | 招商局集团 55.1%     |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 66,883.9      |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 27.4            |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 3,469.1       |              | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |               | 2.8             |               |              |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 28.600/22.750 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               | 40.8            |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (1.7)/8.8/(4.8) |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (0.1)/5.8/(6.1) |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年11月集装箱吞吐量为660万标箱，同比增长1.8%；全公司前11个月码头吞吐量为7,303万标箱，同比增长12.3%，吞吐量增速符合我们预期。早前公司发行可换股证券，显示公司注重财务状况的提升以及去杠杆化，反映公司未来可能为潜在的收购行动预留资金。我们认为公司近年的海外发展已经日渐成效，来自海外码头的贡献逐年上升。在「一带一路」政策帮助下，潜在的码头资产扩张对公司长远利益以及贸易链版图扩张有利，但短期来看可能对盈利有摊薄效应，短期股息收益率可能受压。

我们认为随着公司投资的海外码头贡献进一步增加，未来受到的中国外贸相关产业转移的影响应较同业轻微。虽然强制可换股证券的发行会摊薄每股收益和增加公司利息负担，但其发行有利于公司长期发展。我们对公司投资评级为「买入」，目标价33.00港元，相当于16.6倍、15.0倍、13.2倍的2014–2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 海外码头贡献持续增加，对未来业绩有支撑。
- 公司的海外扩张将受益于「一带一路」政策。
- 深圳西部港口整合有利于公司发挥规模效应。

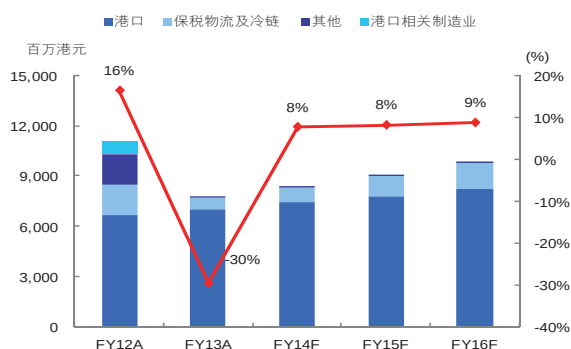
### 负面因素分析

- 强制可换股证券的发行摊薄每股收益。
- 公司物流业务面临激烈竞争，收入有所下降。
- 公司的海外投资受地缘政治影响较大。

### 风险分析

- 中国进出口低于预期导致码头吞吐量低于预期。
- 公司海外业务比中国业务面临更多不确定的政治和经济风险。
- 中国大宗商品需求低于预期，影响公司干散货码头吞吐量。

招商局国际收入预测及同比变化



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额           | 11,022  | 7,758   | 8,355   | 9,038   | 9,826   |
| 毛利            | 3,033   | 2,376   | 4,249   | 4,605   | 5,067   |
| 其它收入          | 250     | 176     | 176     | 176     | 176     |
| 经营溢利          | 5,070   | 2,990   | 4,751   | 5,111   | 5,581   |
| 应占联营及合资公司收益   | 2,967   | 3,809   | 4,245   | 4,801   | 5,340   |
| 净财务开支／收入      | (1,166) | (1,018) | (1,532) | (1,903) | (1,567) |
| 除税前盈利         | 6,871   | 5,781   | 7,464   | 8,009   | 9,354   |
| 税项            | (1,163) | (842)   | (1,223) | (1,219) | (1,525) |
| 税后盈利          | 5,708   | 4,939   | 6,241   | 6,790   | 7,829   |
| 少数股东权益        | (1,890) | (726)   | (1,198) | (1,194) | (1,493) |
| 股东应占溢利        | 3,818   | 4,213   | 5,043   | 5,596   | 6,336   |
| 每股盈利 (港元)     | 1.533   | 1.669   | 1.988   | 2.206   | 2.498   |
| 增长／减少 (%)     | (32.1)  | 8.9     | 19.1    | 11.0    | 13.2    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 46.0  | 38.5  | 56.9  | 56.6  | 56.8  |
| 资本回报率 (%)   | 6.8   | 6.3   | 7.9   | 9.2   | 9.8   |
| 资产回报率 (%)   | 5.8   | 5.8   | 6.0   | 6.1   | 6.7   |
| 股东资金回报率 (%) | 8.6   | 9.0   | 10.0  | 10.3  | 10.7  |
| 流动比率 (倍)    | 0.7   | 1.2   | 2.9   | 3.0   | 3.1   |
| 速动比率 (倍)    | 0.6   | 1.0   | 2.8   | 2.7   | 3.0   |
| 净资产负债率 (%)  | 34.1  | 45.3  | 7.5   | 2.8   | 净现金   |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 7.8   | 9.5   | 5.9   | 5.2   | 7.0   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 码头业务表现稳健

分析员：周一帆 Ivan Zhou

中远太平洋(01199 HK)

评级：收集

股价：HK\$11.020

目标价：HK\$13.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(US\$ m) | Net Profit<br>(US\$ m) | EPS<br>(US\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(US\$) | PBR<br>(x)  | DPS<br>(US\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|-------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 736                  | 342                    | 0.125         | (12.7)       | 11.4                           | 1.419         | 1.0         | 0.050         | 3.5          | 9.0        |
| 2013A                                         | 799                  | 703                    | 0.250         | 99.4         | 5.7                            | 1.561         | 0.9         | 0.096         | 6.8          | 16.5       |
| 2014F                                         | 893                  | 346                    | 0.118         | (52.6)       | 12.0                           | 1.604         | 0.9         | 0.047         | 3.3          | 7.5        |
| 2015F                                         | 998                  | 397                    | 0.136         | 14.9         | 10.5                           | 1.685         | 0.8         | 0.054         | 3.8          | 8.2        |
| 2016F                                         | 1,117                | 448                    | 0.153         | 12.7         | 9.3                            | 1.777         | 0.8         | 0.061         | 4.3          | 8.8        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 2,940.4       |              | 大股东 Major shareholder          |               | 中远集团 42.7%  |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 32,403.6      |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 42.3        |               |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                      |                        | 5,694.1       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 24.5        |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 11.920/9.400  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               | 19.1        |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | 4.6/7.0/6.6 |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | 6.1/4.1/5.3 |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年第三季收入同比增长6.4%至2.162亿美元。净利润同比增长8.5%至0.869亿美元，符合我们预期。收入和净利润的增长主要由稳定的码头吞吐量贡献。公司早前收购了亚洲货柜码头40%的股权，进一步扩大了在香港的集装箱码头版图。而在2014年第三季的3个月中，公司集装箱码头总吞吐量为1,760万标准箱，同比增长8.7%，符合我们预期。对于集装箱租赁、管理和销售业务，2014年第三季度总体利用率为95.7%，同比增加1.1个百分点。然而，租金在2014年第三季继续维持在低位；来自集装箱租赁、管理和销售业务的净利润同比有所下跌。受益于海外码头业务，我们预计公司码头业务会继续保持稳定增长。

相对于其它港口公司，我们认为中远太平洋的估值仍然吸引。我们预期集装箱租赁业务会相对疲弱，但港口业务有望录得低双位数增长。鉴于当前港口业同行的估值水平，我们的投资评级为「收集」，目标价为13.00港元。我们的目标价相当于14.2倍、12.4倍及11.0倍2014–2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 公司预计旗下部分码头费率将有所提高。
- 公司码头业务具有竞争力，旗下集装箱码头吞吐量增速高于行业平均水平，处于领先地位。
- 与船公司的出售租回安排将增加集装箱出租量，有利于未来货运量的增加。

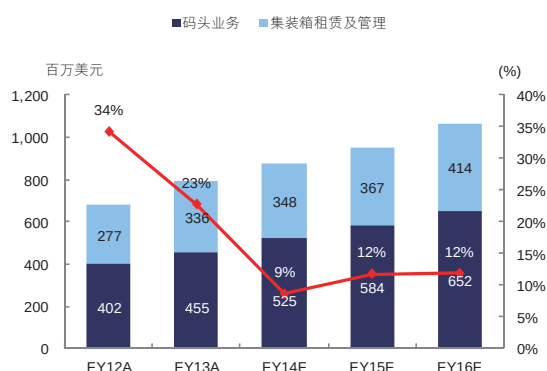
### 负面因素分析

- 由于受到珠三角码头竞争，香港码头吞吐量有所下滑。
- 中国进出口增速放缓。
- 公司的海外投资受地缘政治影响较大。

### 风险分析

- 中国进出口低于预期导致码头吞吐量低于预期。
- 公司海外业务比中国业务面临更多不确定的政治和经济风险。

中远太平洋收入预测及同比变化



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万美元) | 2012A  | 2013A | 2014F  | 2015F | 2016F |
|---------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 一 码头业务        | 402    | 455   | 525    | 584   | 652   |
| 一 集装箱租赁和管理    | 333    | 344   | 367    | 414   | 465   |
| 营业额           | 736    | 799   | 893    | 998   | 1,117 |
| 毛利            | 315    | 318   | 348    | 399   | 460   |
| 经营溢利          | 228    | 247   | 266    | 315   | 374   |
| 应占联营及合资公司收益   | 161    | 154   | 179    | 200   | 209   |
| 净财务开支/收入      | (68)   | (66)  | (42)   | (49)  | (52)  |
| 除税前盈利         | 320    | 334   | 403    | 466   | 530   |
| 税项            | (28)   | (33)  | (39)   | (46)  | (56)  |
| 终止业务之年度溢利     | 62     | 416   | 0      | 0     | 0     |
| 除税后盈利         | 293    | 301   | 364    | 419   | 474   |
| 少数股东权益        | (12)   | (15)  | (18)   | (22)  | (26)  |
| 股东应占溢利        | 342    | 703   | 346    | 397   | 448   |
| 每股盈利 (美元)     | 0.125  | 0.250 | 0.118  | 0.136 | 0.153 |
| 增长/减少 (%)     | (12.7) | 99.4  | (52.6) | 14.9  | 12.7  |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 42.9  | 39.8  | 38.9  | 40.0  | 41.2  |
| 经营利润率 (%)   | 31.0  | 30.9  | 29.8  | 31.6  | 33.5  |
| 资产回报率 (%)   | 6.1   | 10.8  | 5.5   | 5.9   | 6.2   |
| 股东资金回报率 (%) | 9.0   | 16.5  | 7.5   | 8.2   | 8.8   |
| 流动比率 (倍)    | 1.0   | 1.8   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |
| 速动比率 (倍)    | 0.9   | 1.8   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |
| 净资产负债率 (%)  | 44.3  | 17.8  | 22.5  | 24.5  | 25.7  |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 3.1   | 4.3   | 6.2   | 5.9   | 6.9   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 受惠于中韩自贸协定

分析员：周一帆 Ivan Zhou

大连港(02880 HK)

评级：中性

股价：HK\$2.550

目标价：HK\$2.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)        | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 4,645               | 600                   | 0.136        | (9.9)        | 15.1                           | 2.929        | 0.7               | 0.050        | 2.4          | 4.7        |
| 2013A                                         | 6,982               | 683                   | 0.154        | 13.7         | 12.9                           | 3.038        | 0.7               | 0.060        | 3.0          | 5.2        |
| 2014F                                         | 7,590               | 575                   | 0.130        | (15.7)       | 15.5                           | 3.075        | 0.7               | 0.051        | 2.5          | 4.3        |
| 2015F                                         | 8,389               | 684                   | 0.155        | 19.0         | 13.0                           | 3.179        | 0.6               | 0.060        | 3.0          | 4.9        |
| 2016F                                         | 9,326               | 787                   | 0.178        | 15.0         | 11.3                           | 3.296        | 0.6               | 0.069        | 3.4          | 5.5        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 4,426.0      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 大连港集团 57.7%       |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 11,286.3     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 36.1              |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 16,208.9     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 54.9              |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 3.780/1.650  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 3.1               |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (11.5)/(0.4)/33.1 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (9.9)/(3.3)/31.8  |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年第三季净利润延续上半年的衰退。2014年第三季收入同比增长17.5%至22.37亿元人民币，此增长主要由于新客户所带来的仓储收入的增长。然而，2014年第三季净利润同比下降25.0%至1.34亿元人民币。2014年第三季毛利率同比下跌3.2个百分点至16.4%。净利润下降主要由于东北地区粮食失收导致的粮食码头吞吐量低于预期。另外，中韩自贸区预计在2015年落地，在2014年前10个月，中国对韩国进出口贸易总额累计为2,400亿美元，占中国对外贸易总额7%，是仅次于日本的中国第四大贸易伙伴。我们预计中韩间双边贸易在2015年开始会有较高增长。由于大连港是中国最接近韩国的港口之一，我们认为其将利好公司。

中韩自贸协定对公司的股价是正面的催化剂，但我们相信有关效应已全面反映在股价中。因此，我们的投资评级为「中性」，目标价为2.50港元，目标价反映了中韩自贸协定带来的长期正面预期。目标价相当于15.2倍、12.8倍及11.1倍2014–2016年市盈率及0.6倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 中韩自贸协定将促进公司吞吐量增长。
- 国际油价走低，中国原油进口有所增加。
- 公司多元化经营，业务风险分散。

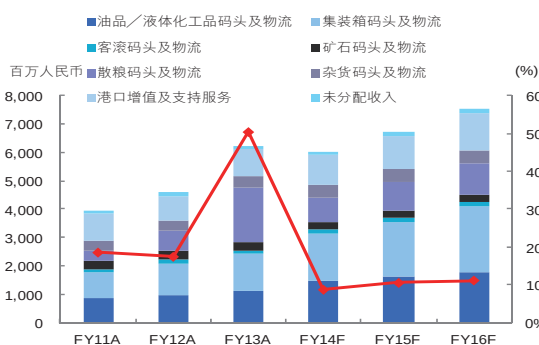
### 负面因素分析

- 公司经营业绩持续倒退。
- 财务开支较大，负债偏高，公司或需要更长时间来调整财务结构。

### 风险分析

- 假如中国进出口持续放缓，公司码头吞吐量或受影响。
- 中韩自贸协定推迟落地或效果低于预期。
- 中国经济放缓导致原油和铁矿石进口低于预期。

大连港股份收入构成及预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A | 2013A | 2014F  | 2015F | 2016F |
|---------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业额           | 4,645 | 6,982 | 7,590  | 8,389 | 9,326 |
| 毛利            | 1,588 | 1,588 | 1,513  | 1,669 | 1,850 |
| 经营溢利          | 701   | 677   | 454    | 565   | 650   |
| 联营公司收益        | 171   | 189   | 191    | 210   | 231   |
| 净财务开支/收入      | (377) | (402) | (474)  | (447) | (453) |
| 其它收益          | 207   | 350   | 416    | 471   | 547   |
| 除税前盈利         | 906   | 1,026 | 869    | 1,036 | 1,196 |
| 税项            | (222) | (244) | (210)  | (252) | (294) |
| 少数股东权益        | (85)  | (99)  | (84)   | (100) | (115) |
| 股东应占溢利        | 600   | 683   | 575    | 684   | 787   |
| 每股盈利(人民币)     | 0.136 | 0.154 | 0.130  | 0.155 | 0.178 |
| 增长/减少(%)      | (9.9) | 13.7  | (15.7) | 19.0  | 15.0  |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 34.2  | 22.7  | 19.9  | 19.9  | 19.8  |
| 经营利润率(%)   | 15.1  | 9.7   | 6.0   | 6.7   | 7.0   |
| 净利率(%)     | 12.9  | 9.8   | 7.6   | 8.2   | 8.4   |
| 资产回报率(%)   | 3.2   | 3.6   | 3.5   | 3.8   | 4.1   |
| 净利息覆盖率(倍)  | 2.5   | 2.0   | 1.4   | 1.9   | 2.2   |
| 股东资金回报率(%) | 4.7   | 5.2   | 4.3   | 4.9   | 5.5   |
| 净资产负债比率(%) | 70.3  | 38.5  | 61.4  | 54.9  | 48.1  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 将受益于福建自贸区

分析员：周一帆 Ivan Zhou

**厦门港务(03378 HK)**
**评级：收集**
**股价：HK\$1.990**
**目标价：HK\$2.60**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)    | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|-----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 3,746               | 304                   | 0.111        | 6.8          | 14.4                           | 1.882        | 0.9        | 0.055           | 3.4          | 6.7        |
| 2013A                                         | 4,678               | 333                   | 0.122        | 9.6          | 12.7                           | 1.664        | 0.9        | 0.055           | 3.5          | 6.9        |
| 2014F                                         | 5,685               | 387                   | 0.142        | 16.3         | 11.1                           | 1.955        | 0.8        | 0.064           | 4.1          | 7.8        |
| 2015F                                         | 6,425               | 420                   | 0.154        | 8.5          | 10.2                           | 2.118        | 0.7        | 0.069           | 4.4          | 7.6        |
| 2016F                                         | 7,183               | 455                   | 0.167        | 8.2          | 9.4                            | 2.214        | 0.7        | 0.075           | 4.8          | 7.7        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 2,726.2      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 厦门港务控股 62.5%    |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 5,425.1      |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 34.7            |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 15,684.5     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 9.0             |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 2.500/0.990  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 3.2             |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (8.7)/11.2/86.9 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (7.1)/8.2/85.6  |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

厦门码头集团的成立标志着厦门各码头资产重组的完成。厦门码头集团于2013年12月成立，并成为公司的子公司，其中公司拥有59.75%的权益。资产重组前，公司控股了海天码头、海润码头、国际货柜码头、海沧国际货柜码头、东渡码头1号至4号泊位和福州中盈码头。资产重组后，公司还与其子公司厦门码头集团一同控股了嵩屿码头、象屿码头、国贸码头和新海达码头。新增码头在2014年上半年贡献了公司35.5%的集装箱吞吐量。我们认为厦门各码头的资产重组增强了公司在厦门地区的龙头地位。另外，福建自贸区预计在2015年挂牌，范围包括厦门部分地区；我们认为福建自贸区将促进相关地区投资和贸易增长，对公司长远利好。

我们认为新增码头的吞吐量增长潜力令人期待；同时福建自贸区的成立对公司长远利好。因此，我们的投资评级为「收集」，目标价为2.60港元，相当于14.5倍、13.3倍和12.3倍2014–2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 厦门各码头的重组增强了公司在厦门地区的龙头地位。
- 福建自贸区的设立将长远利好公司。
- 公司经营的建材及贸易业务将有利于拉动码头货量。

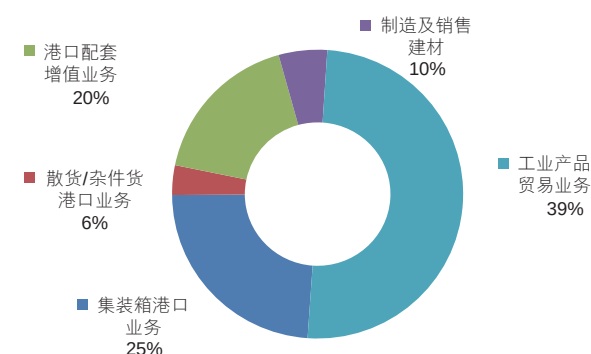
### 负面因素分析

- 散杂货码头受到周边地区的小型码头低价竞争。
- 工业贸易业务产品价格波动，风险较大。
- 厦门地区码头的竞争依然非常激烈。

### 风险分析

- 福建自贸区的设立推迟或对公司利好少于预期。
- 假如中国进出口持续放缓，公司码头吞吐量或受影响。
- 公司散杂货码头装卸费率或因竞争激烈而保持在较低水平。

厦门港务2015年收入分布预测



资料来源：国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入            | 3,746   | 4,678   | 5,685   | 6,425   | 7,183   |
| 销售成本          | (3,129) | (4,022) | (4,856) | (5,442) | (6,085) |
| 毛利            | 617     | 656     | 829     | 983     | 1,098   |
| 销售、一般及行政开支    | (255)   | (278)   | (315)   | (363)   | (409)   |
| 其它收益及利得       | 209     | 306     | 336     | 279     | 261     |
| 经营溢利          | 570     | 684     | 849     | 898     | 949     |
| 财务净费用/净收入     | (50)    | (33)    | (82)    | (57)    | (40)    |
| 应占联营公司收益      | 29      | 20      | 9       | 12      | 14      |
| 除税前盈利         | 549     | 671     | 777     | 854     | 924     |
| 税项            | (105)   | (151)   | (177)   | (203)   | (220)   |
| 除税后盈利         | 444     | 520     | 599     | 650     | 704     |
| 少数股东权益        | (140)   | (187)   | (212)   | (230)   | (249)   |
| 股东应占溢利        | 304     | 333     | 387     | 420     | 455     |
| 每股盈利(人民币)     | 0.111   | 0.122   | 0.142   | 0.154   | 0.167   |
| 增长/减少(%)      | 6.8     | 9.6     | 16.3    | 8.5     | 8.2     |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 16.5  | 14.0  | 14.6  | 15.3  | 15.3  |
| 经营利润率(%)   | 15.2  | 14.6  | 14.9  | 14.0  | 13.2  |
| 净利率(%)     | 8.1   | 7.1   | 6.8   | 6.5   | 6.3   |
| 资产回报率(%)   | 4.5   | 3.4   | 3.5   | 3.7   | 3.8   |
| 流动比率(倍)    | 1.7   | 0.9   | 1.2   | 1.4   | 1.6   |
| 股东资金回报率(%) | 6.7   | 6.9   | 7.8   | 7.6   | 7.7   |
| 净资产负债比率(%) | 13.3  | 22.3  | 15.4  | 9.0   | 6.3   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



# 天津自贸区即将落成

分析员：周一帆 Ivan Zhou

天津港发展(03382 HK)

评级：中性

股价：HK\$1.630

目标价：HK\$1.55

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)      | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|-----------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 17,935               | 706                    | 0.115         | (1.0)        | 14.2                           | 1.701         | 1.0             | 0.046         | 2.8          | 6.9        |
| 2013A                                         | 22,109               | 811                    | 0.132         | 14.9         | 12.4                           | 1.866         | 0.9             | 0.053         | 3.2          | 7.4        |
| 2014F                                         | 29,331               | 816                    | 0.132         | 0.6          | 12.3                           | 1.927         | 0.8             | 0.053         | 3.2          | 7.0        |
| 2015F                                         | 32,199               | 913                    | 0.148         | 11.9         | 11.0                           | 1.992         | 0.8             | 0.059         | 3.6          | 7.6        |
| 2016F                                         | 34,221               | 966                    | 0.157         | 5.8          | 10.4                           | 2.054         | 0.8             | 0.063         | 3.8          | 7.8        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 6,158.0       |              | 大股东 Major shareholder          |               | 天津港集团 53.5%     |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 10,037.5      |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 25.3            |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 18,504.6      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 70.7            |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 2.030/1.070   |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               | 1.6             |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (6.3)/11.6/27.8 |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (4.7)/8.7/26.6  |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

2014年12月11日闭幕的中央经济工作会议将「京津冀协同发展」列入2015年经济工作的主要任务。这是对年初政府工作报告的重申。会议并且提出要优化经济发展空间格局。另外，中国（天津）自由贸易园区于2014年12月12日经国务院正式批准设立，预计试验区主要涵盖3个功能区，滨海新区中心商务区、东疆保税港区以及天津港保税区（含空港经济区）。公司在东疆保税港区和天津港区内经营码头业务。我们认为虽然中国出口增长放缓，但是京津冀地区一体化协同发展规划以及未来天津自贸区的建设或有利于公司进一步提高港口吞吐量以及提高高附加值的服务业务业务份额。因此，公司未来发展的前景仍然可观。

我们认为公司目前估值合理，股价已经反映了大部分利好。我们的投资评级为「中性」，目标价为1.55港元，相当于11.7倍、10.5倍及9.9倍2014–2016年市盈率及0.8倍2014年市净率。

## 正面因素分析

- 未来公司或受益于京津冀一体化协同发展、天津自由贸易区的推出以及北方国际航运中心的建设。
- 作为北方最大港口，接壤北京，地理位置优越。

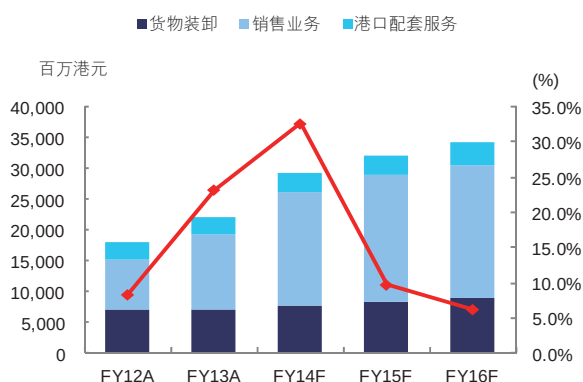
## 负面因素分析

- 人工及燃料费用上升可能带来成本压力，公司成本控制有待提高。
- 燃油及物料销售业务毛利率较低。

## 风险分析

- 环渤海地区整体码头供给可能已经过剩。
- 天津港港区码头未来面临的周边地区的区域竞争将更加激烈。
- 假如中国铁矿石进口放缓，散货码头业务或受影响。

天津港发展收入及增长预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A   | 2013A   | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 一 集装箱处理       | 1,891   | 1,880   | 2,022  | 2,165  | 2,318  |
| 一 非集装箱货物装卸    | 5,206   | 5,163   | 5,576  | 6,083  | 6,635  |
| 一 销售          | 8,244   | 12,186  | 18,626 | 20,579 | 21,608 |
| 一 其它业务        | 2,593   | 2,879   | 3,106  | 3,371  | 3,660  |
| 营业额           | 17,935  | 22,109  | 29,331 | 32,199 | 34,221 |
| 毛利            | 3,973   | 4,055   | 3,702  | 4,055  | 4,392  |
| 经营溢利          | 2,017   | 2,028   | 1,575  | 1,880  | 1,993  |
| 应占联营及合资公司收益   | 319     | 402     | 533    | 585    | 622    |
| 财务开支          | (404)   | (428)   | (423)  | (475)  | (487)  |
| 除税前盈利         | 2,093   | 2,399   | 1,943  | 2,225  | 2,349  |
| 税项            | (376)   | (467)   | (330)  | (384)  | (405)  |
| 除税后盈利         | 1,717   | 1,933   | 1,614  | 1,841  | 1,943  |
| 少数股东权益        | (1,011) | (1,122) | (798)  | (928)  | (977)  |
| 股东应占溢利        | 706     | 811     | 816    | 913    | 966    |
| 每股盈利 (港元)     | 0.115   | 0.132   | 0.132  | 0.148  | 0.157  |
| 增长/减少 (%)     | (1.0)   | 14.9    | 0.6    | 11.9   | 5.8    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 22.2  | 18.3  | 12.6  | 12.6  | 12.8  |
| 经营利润率 (%)   | 11.2  | 9.2   | 5.4   | 5.8   | 5.8   |
| 净利率 (%)     | 3.9   | 3.7   | 2.8   | 2.8   | 2.8   |
| 资产回报率 (%)   | 3.1   | 3.2   | 2.8   | 2.8   | 2.9   |
| 股东资金回报率 (%) | 6.9   | 7.4   | 7.0   | 7.6   | 7.8   |
| 净资产负债率 (%)  | 0.0   | 68.1  | 70.9  | 70.7  | 71.5  |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 4.9   | 3.2   | 2.5   | 3.0   | 3.1   |
| 流动比率 (倍)    | 1.3   | 1.3   | 1.2   | 1.2   | 1.2   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 贵金属行业

分析员：郭 勇 Kevin Guo

中性

### 2015年金价将维持在低位

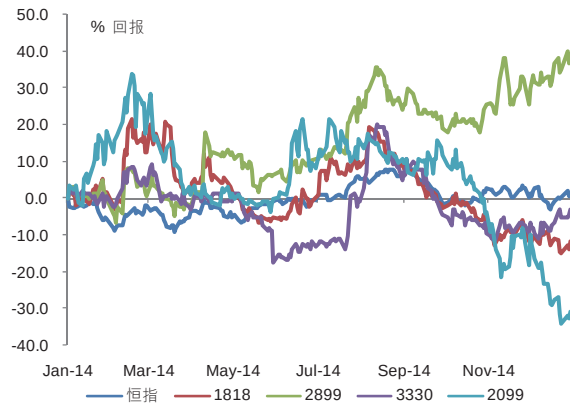
**市场回顾：2014年金价跌幅收窄，黄金股跌幅减小。**在经历了2013年黄金价格的大幅下跌后，金价在2014年上半年略有反弹，但最后在美联储货币政策收紧和美元不断走强的共同打压下回吐了大部分的涨幅。2014年金价基本上在1,200美元/盎司附近波动，全年平均价格较去年下跌10%左右。美联储的货币政策主导了金价的走势，在美国经济持续复苏背景下，美联储退出量宽政策一直是金价反弹的最大压力。但是美联储对退出量宽政策仍然十分谨慎，他们多次在会议纪要中表示会密切关注宏观经济状况，避免经济复苏的势头受到影响。与此相反，欧元区央行和日本央行为刺激经济则实施了更加宽松的货币政策，甚至出现了实际负利率，但对金价的走势影响较弱。虽然世界局势并不平静，乌克兰危机仍在持续，而伊拉克局势也有愈演愈烈之势，但总体而言对全球整体局势的影响较小，因此并未触发大规模的黄金保值需求。全球黄金ETF的持仓量仍在继续下降，反映了投资者在美元升值、油价下跌等因素之下减少了黄金在资产中的配置比例。黄金矿业公司的股票在经历了2013年的暴跌之后，公司股价在2014年的跌幅减少，甚至出现了反弹。紫金矿业(02899 HK)的表现最好，全年涨幅超过30%，显示了公司多元化产品在当前形势下的好处。招金矿业(01818 HK)和灵宝黄金(03330 HK)公司股价全年跌幅在10%以内，与黄金平均价格的跌幅大致相当。中国黄金国际(02099 HK)的表现波动极大，由于公司仍处于扩张过程中，公司股价在上半年仍有不错的涨幅。虽然公司的扩产进度平稳，但是由于多方面的原因公司黄金产量大幅低于预期，使得公司股价在年末出现了快速下跌，在所有黄金矿业公司中表现最差。

2014年贵金属价格走势



资料来源：Bloomberg。

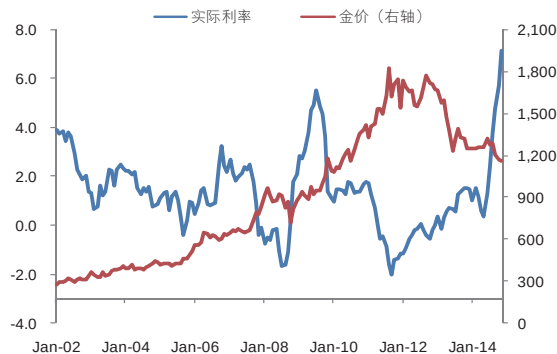
2014年港股恒指和黄金股走势



资料来源：Bloomberg。

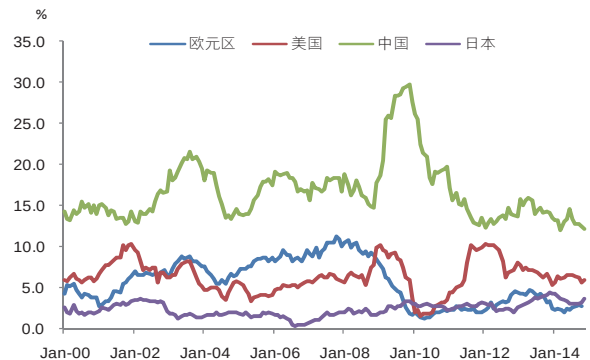
**美联储货币政策将逐步收紧，预计2015年将会开始逐步加息。**美联储的量宽政策在2014年已经终结：由于美国经济复苏良好、就业市场得到显著改善，美联储从2014年1月起削减每月的债券购买规模。2014年已经进入后QE时代，美国的货币政策正逐步回归正常。虽然目前美联储目前仍将基准利率维持在0-0.25%的水平不变，但市场普遍预计美联储将会在2015年加息。总体而言，美联储货币政策调整的步骤是谨慎的，极力避免货币政策的波动干扰宏观经济的复苏。例如对于量宽政策的退出，美联储多次强调并没有预设路径，将会根据未来的就业和通胀情况来实施。在加息的决策过程中，美联储同样表现出极度的审慎。美联储的这些表示意味着美国的货币政策并未立即转向紧缩，目前仅仅是从极度宽松向正常的货币政策回归。但不可否认的一点事，美联储的货币政策趋势是从极度宽松转向逐步收紧。以美联储为代表的各国央行实施的宽松货币政策是推动金价不断上升并创出历史新高的主要动力，美联储货币政策的转向使得金价丧失这一最重要的支撑因素。我们认为在美联储货币政策持续收紧的背景下，金价面临的压力将是长期的，并将抑制金价的反弹幅度。

### 美国实际利率与金价



资料来源：Bloomberg。

### 主要经济体的货币供应增速(M2)



资料来源：Bloomberg。

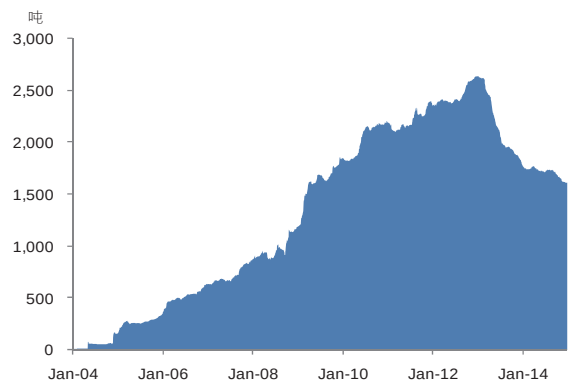
美元的持续升值将会对金价形成一定的压力。美元相对于其它货币从9月份起大幅升值，且目前仍有继续上涨的趋势。美元的大幅升值是由多方面因素促成的：第一，美国经济表现强于日本和欧元区国家；第二，美国货币政策已开始逐步收紧，市场预计加息时代将会在2015年来临，但欧洲央行和日本央行仍在继续实行极度宽松的货币政策；第三，大宗商品价格的走低使得「商品货币」如加元、澳元不断贬值。预计这些因素在2015年仍将持续，因此美元在2015年继续走强是大概率事件。美元的不断走强在短期内会对金价形成一定的压力，更重要的是美元的不断升值降低了黄金资产的吸引力，从而使得更多的投资者转向美元资产，进一步对金价形成压力。但我们认为美元升值对金价的影响大部分都是间接的，市场会逐步习惯美元的升值。

### 美元指数与金价



资料来源：Bloomberg。

### 全球黄金ETF持仓规模



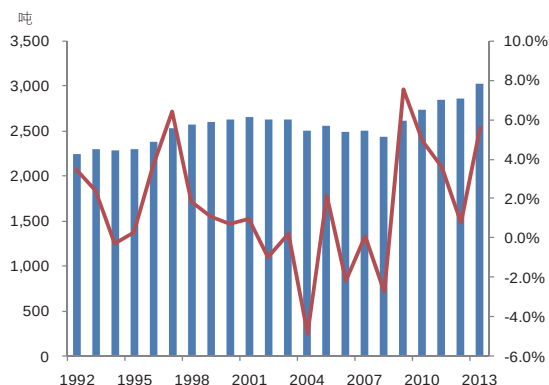
资料来源：Bloomberg、GFMS。

油价持续下跌且维持在低位将降低市场通胀预期，进而减少黄金的保值需求。原油价格在2014年的暴跌对大量的石油进口国来说是一件十分幸运的事，极大地减少了原油的进口成本。页岩油革命带来了大量的新增供应，而中东局势的动荡对原油产量的影响小于预期，这都使得全球原油市场供应显得十分充裕。在最近的OPEC会议上，沙特石油大臣表示沙特不会减产更是使得市场限产保价的预期落空。虽然目前的油价使得一部分高成本产能出现亏损，包括页岩油，但我们认为对高成本产能的淘汰需要一定的时间，因此油价在2015年很可能会维持在目前的低位。油价的走低极大地降低了市场的通胀预期，进而削弱了黄金的保值需求。

全球政治局势整体保持平稳，不会触发更多黄金避险需求。乌克兰危机和ISIS在中东的迅猛发展都表明全球政局并不平静，但这些地区局势的动荡都局限在当地，并未对全球政治格局产生大的影响。乌克兰东部的局势已逐步趋于平静，虽然双发仍存在零星对抗，但不会导致俄罗斯和欧美各大国的大规模介入。ISIS虽然在伊拉克和叙利亚部分地区发展迅猛，但由于其极端化特点已经受到多方势力的打压。未来伊拉克局势可能演变为长期的地方教派冲突，但危及整个中东局势的可能性较小。我们认为全球局势整体保持平稳，地方冲突触发的黄金

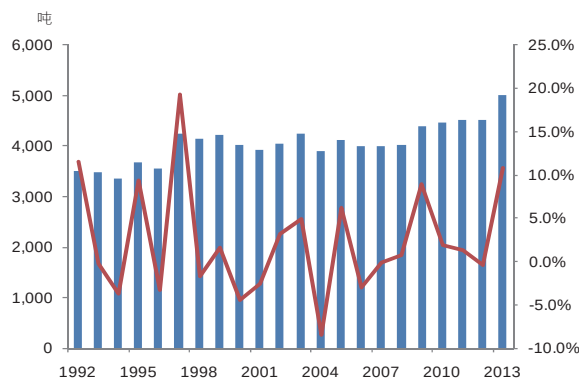
保持需求较小。全球黄金ETF的持仓规模自2013年以来持续下降，目前已从最高的2,400吨下降至1,600吨左右，且仍在不断下降之中。全球投资者对黄金资产的远离也是金价下跌的一个重要原因，预计在2015年市场投资者仍将会继续远离黄金资产。

全球矿金产量



资料来源：Bloomberg、GFMS、国泰君安国际。

全球黄金需求量



资料来源：Bloomberg、GFMS、国泰君安国际。

**2015年黄金价格展望：金价仍将面临下行压力，但跌幅将会逐步收窄，预计2015全年均价在1,200美元/盎司左右。**美联储货币政策的转向意味着黄金市场牛市的终结，而全球金融市场风险水平和通胀预期的双双下降使得黄金的保值避险需求不断萎缩，并促使越来越多的投资者抛弃黄金资产，金价将面临长期下行压力。此外，美元的不断走强不仅对金价有影响，也提高了美元资产的吸引力，使得更多的投资者远离黄金资产。我们认为2015年金价仍将继续承压，但我们认为金价的跌幅在2015年会逐步收窄。在经历了两年的下跌之后，金价不仅跌破了很多人黄金生产企业的成本线，在挤压了泡沫之后也使得黄金的投资价值开始逐步显现。虽然仍有很多的因素使得短期之内黄金资产缺乏吸引力，但也限制了金价的进一步走低。我们预计2015年金价将会在1,100美元/盎司-1,400美元/盎司之间波动，预计全年均价在1,200美元/盎司左右。

## 投资建议

**行业投资评级「中性」。**美联储货币政策的转向意味着黄金牛市的终结，而在金融市场风险趋缓和通胀预期下降的背景下投资者对黄金的保值避险需求都将持续下降，越来越多的投资者远离了黄金资产，这对黄金价格形成长期压力。我们认为2015年金价将继续承压，但跌幅将会收窄，预计全年均价在1,200美元/盎司左右。金价是影响黄金生产企业盈利能力最重要的因素，金价的下跌削弱了黄金矿业公司的盈利能力。但是主要黄金矿业公司的运营稳定，行业投资评级为「中性」。

**选股策略：暂时规避黄金股，但长期投资者可关注拥有丰富黄金资源量和仍能维持可观盈利水平的行业龙头招金矿业(01818 HK)和紫金矿业(02899 HK)。**2014年贵金属行业表现有所反弹，但金价下跌、企业产量增长缺乏亮点以及生产成本显著上升仍是行业面临的调整。由于金价依旧承压，且我们认为以上负面因素在2015年将不会有大的改善，建议投资者暂时规避黄金股。招金矿业和紫金矿业是国内黄金生产的龙头企业，拥有丰富的黄金资源储量，公司矿金产量一直保持稳定增长。在目前金价水平下，公司的黄金开采业务仍能保持可观的盈利能力。行业低谷时也正是拥有充足现金流的行业龙头进行扩张的良机，企业收购的成本相对较低，龙头企业也会利用这个时机进行扩张。建议长期投资者可关注这两支行业龙头股，等待买入时点。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 招金矿业   | 01818 | 3.910    | 中性   | 13.2     | 14.0     | 14.7     | 0.9      | 7.4        | 2.1      |
| 紫金矿业   | 02899 | 2.200    | 中性   | 15.7     | 15.9     | 16.0     | 1.2      | 7.9        | 1.9      |
| 中金国际   | 02099 | 13.620   | 中性   | 9.7      | 6.3      | 4.4      | 0.4      | 7.3        | 4.0      |
| 灵宝黄金   | 03330 | 1.340    | 中性   | 60.6     | 18.8     | 9.5      | 0.5      | 2.6        | 0.0      |
| 市值加权平均 |       |          | 中性   | 14.8     | 14.8     | 14.7     | 1.1      | 7.7        | 2.1      |

资料来源：国泰君安国际。

## 公司盈利能力有望企稳

分析员：郭 勇 Kevin Guo

招金矿业(01818 HK)

评级：中性

股价：HK\$3.910

目标价：HK\$4.71

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)          | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 7,604               | 1,924                 | 0.649        | 15.9         | 4.8                            | 3.118        | 1.0                 | 0.259        | 8.3          | 25.7       |
| 2013A                                         | 6,344               | 734                   | 0.248        | (61.8)       | 12.3                           | 3.143        | 1.0                 | 0.099        | 3.2          | 8.7        |
| 2014F                                         | 6,320               | 692                   | 0.233        | (5.7)        | 13.2                           | 3.207        | 1.0                 | 0.070        | 2.3          | 8.1        |
| 2015F                                         | 6,528               | 652                   | 0.220        | (5.8)        | 14.0                           | 3.386        | 0.9                 | 0.066        | 2.1          | 7.4        |
| 2016F                                         | 6,800               | 624                   | 0.210        | (4.3)        | 14.7                           | 3.557        | 0.9                 | 0.063        | 2.0          | 6.7        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 2,919.1      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 招金集团 37.3%          |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 11,413.7     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 29.4                |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 5,348.1      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 107.0               |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 5.730/3.690  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 8.7                 |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (3.7)/(9.1)/(9.1)   |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (2.1)/(12.0)/(10.4) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

招金矿业是国内黄金行业的龙头企业，公司黄金资源量、产量均处于国内领先地位。公司一直保持了快速扩张的态势，通过不断的收购扩充公司的黄金资源量，并为矿金产量的长期增长提供保障，未来公司矿金产量将继续保持稳定增长。黄金价格的下跌严重侵蚀了公司的盈利能力，但公司的黄金生产成本具有优势，在目前金价水平下仍能保持一定的盈利水平。基于最新的价格假设，我们预计招金2014–2016年每股盈利分别为人民币0.233元、0.220元和0.210元。

在金价暴跌的影响下，公司股价在2013年经历了大幅度的回调，但在2014年跌幅收窄。我们认为公司的基本面良好，公司管理层行业经验丰富，公司在未来仍能保持稳定发展。金价的下跌对公司盈利能力构成挑战，但我们认为2015年金价将逐步企稳，因此我们对公司的投资评级为「中性」，目标价为4.71港元。

### 正面因素分析

- 公司拥有丰富的黄金资源量。
- 公司矿金生产成本具有优势。
- 公司管理层行业经验丰富，执行力强。
- 公司连续多年保持了稳定的扩张，黄金资源量和产量均保持了稳定增长。

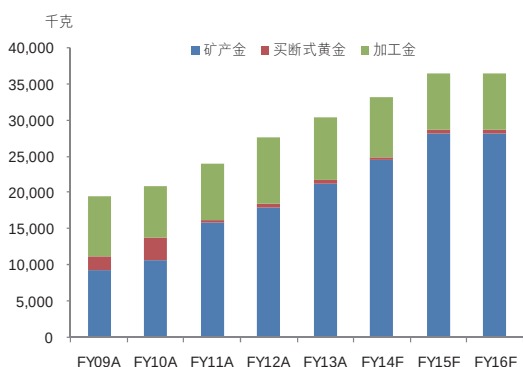
### 负面因素分析

- 黄金价格的下跌严重侵蚀了公司的盈利能力。
- 矿山资源收购的竞争激烈，获得优质资源的难度极大。
- 埠外新收购项目的成本通常高于埠内矿山。
- 新收购矿山普遍资源总量较小，对公司盈利贡献有限。
- 公司负债水平较高。

### 风险分析

- 金价风险。
- 矿山开采的安全风险。
- 新矿山的建设和扩产进度晚于预期。
- 公司新项目较多，特别是埠外矿山的成本控制与产能投放速度存在变数。

招金产量按产品分类



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 7,604   | 6,344   | 6,320   | 6,528   | 6,800   |
| 营业成本           | (3,912) | (4,104) | (4,110) | (4,355) | (4,640) |
| 毛利             | 3,692   | 2,240   | 2,210   | 2,173   | 2,159   |
| 经营管理费用         | (841)   | (918)   | (822)   | (849)   | (884)   |
| 经营溢利           | 2,879   | 1,315   | 1,356   | 1,314   | 1,273   |
| 净财务开支/收入       | (219)   | (342)   | (497)   | (488)   | (488)   |
| 其它             | 2       | 21      | 82      | 62      | 64      |
| 除税前盈利          | 2,662   | 994     | 941     | 887     | 849     |
| 所得税            | (615)   | (226)   | (235)   | (222)   | (212)   |
| 除税后盈利          | 2,047   | 767     | 706     | 665     | 637     |
| 少数股东权益         | (123)   | (33)    | (14)    | (13)    | (13)    |
| 股东应占溢利         | 1,924   | 734     | 692     | 652     | 624     |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.649   | 0.248   | 0.233   | 0.220   | 0.210   |
| 每股股息 (人民币)     | 0.259   | 0.099   | 0.070   | 0.066   | 0.063   |

### 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 32.4  | (16.6) | (0.4) | 3.3   | 4.2   |
| 纯利增长(%)    | 15.9  | (61.8) | (5.7) | (5.8) | (4.3) |
| 经营利润率(%)   | 37.9  | 20.7   | 21.4  | 20.1  | 18.7  |
| 纯利率(%)     | 25.3  | 11.6   | 10.9  | 10.0  | 9.2   |
| 资产回报率(%)   | 10.7  | 3.1    | 3.0   | 2.8   | 2.6   |
| 股东资金回报率(%) | 25.7  | 8.7    | 8.1   | 7.4   | 6.7   |
| 净资产负债比率(%) | 60.8  | 114.9  | 115.3 | 107.0 | 100.1 |
| 净利息覆盖率(倍)  | 9.8   | 3.1    | 2.4   | 2.3   | 2.3   |
| P/B (倍)    | 1.0   | 1.0    | 1.0   | 0.9   | 0.9   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 公司仍处于快速扩张中

分析员：郭 勇 Kevin Guo

中国黄金国际(02099 HK)

评级：中性

股价：HK\$13.620

目标价：HK\$21.08

| End 12/31                                     | Turnover<br>(US\$ m) | Net profit<br>(US\$ m) | EPS<br>(US\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(US\$) | PBR<br>(x)           | DPS<br>(US\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|----------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 332                  | 71                     | 0.179         | (15.8)       | 9.8                            | 3.451         | 0.5                  | 0.045         | 2.5          | 5.4        |
| 2013A                                         | 303                  | 55                     | 0.140         | (21.8)       | 12.6                           | 3.611         | 0.5                  | 0.035         | 2.0          | 4.0        |
| 2014F                                         | 359                  | 72                     | 0.182         | 30.1         | 9.7                            | 3.797         | 0.5                  | 0.046         | 2.6          | 5.0        |
| 2015F                                         | 632                  | 111                    | 0.280         | 53.9         | 6.3                            | 4.016         | 0.4                  | 0.070         | 4.0          | 7.3        |
| 2016F                                         | 879                  | 158                    | 0.400         | 42.5         | 4.4                            | 4.330         | 0.4                  | 0.100         | 5.7          | 9.8        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 396.4         |              | 大股东 Major shareholder          |               | 中国黄金集团 39.3%         |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 5,399.2       |              | 流通比例 Free float (%)            |               | 39.0                 |               |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                      |                        | 132.8         |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 28.9                 |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 26.900/12.920 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               | 21.3                 |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (21.5)/(38.4)/(31.2) |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               | (19.9)/(41.3)/(32.5) |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

中国黄金国际是中国黄金集团的海外旗舰平台，拥有丰富的黄金和有色金属资源储量。公司目前运营两座矿山：长山壕金矿和甲玛铜金矿。公司正在扩大两座矿山的产能，其中长山壕金矿的产能将从30,000吨/日扩大至60,000吨/日，扩建工程已于2013年年底完成；甲玛铜金矿的产能将从6,000吨/日扩大至40,000吨/日，其中一期工程将产能提升至28,000吨/日，预计于2014年年底完成。基于最新的金价和铜价假设，我们预计中国黄金国际2014–2016年每股盈利分别为0.182美元、0.280美元和0.400美元。

公司仍处于快速发展过程中，我们相信公司产能的快速扩张对股价有正面影响。但由于多个不利因素影响，公司2014年矿产品产量大幅低于原计划，且黄金价格的下跌和持续低迷降低了公司的盈利能力。我们对公司目标价为21.08港元，投资评级为「中性」。

### 正面因素分析

- 公司正处于扩产过程中，未来三年产量增长显著。
- 公司是中国黄金集团的海外平台，在资源收购方面能得到母公司的有力支持。

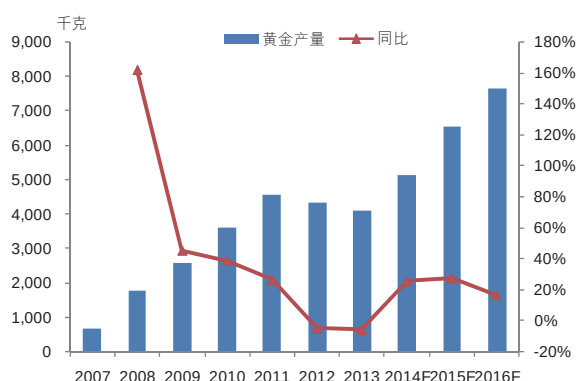
### 负面因素分析

- 金价和铜价的下跌降低了公司的盈利能力。
- 公司黄金和铜精矿的生产成本均较高。
- 公司矿山生产易受天气状况影响。

### 风险分析

- 金价和铜价波动风险。
- 矿山开采的安全风险。
- 矿山的建设和扩产进度晚于预期。
- 天气及地质灾害风险。

### 公司黄金量



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 损益表

| 截至12月底 (百万美元) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额           | 332   | 303   | 359   | 632   | 879   |
| 营业成本          | (207) | (201) | (206) | (418) | (581) |
| 毛利            | 125   | 102   | 153   | 213   | 298   |
| 经营管理费用        | (25)  | (26)  | (22)  | (38)  | (53)  |
| 经营溢利          | 100   | 76    | 132   | 175   | 245   |
| 净财务开支/收入      | (13)  | (11)  | (37)  | (32)  | (33)  |
| 其它            | 12    | 8     | 5     | 6     | 6     |
| 除税前盈利         | 100   | 74    | 99    | 149   | 218   |
| 所得税           | (26)  | (16)  | (25)  | (34)  | (54)  |
| 除税后盈利         | 74    | 57    | 74    | 115   | 163   |
| 少数股东权益        | 3     | 2     | 2     | 3     | 5     |
| 股东应占溢利        | 71    | 55    | 72    | 111   | 158   |
| 每股盈利 (美元)     | 0.179 | 0.140 | 0.182 | 0.280 | 0.400 |
| 每股股息 (美元)     | 0.045 | 0.035 | 0.046 | 0.070 | 0.100 |

### 重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 6.8    | (9.0)  | 18.7  | 75.8  | 39.1  |
| 纯利增长 (%)    | (15.8) | (21.8) | 30.1  | 53.9  | 42.5  |
| 经营利润率 (%)   | 30.0   | 25.2   | 36.7  | 27.8  | 27.9  |
| 纯利率 (%)     | 21.3   | 18.3   | 20.1  | 17.6  | 18.0  |
| 资产回报率 (%)   | 3.9    | 2.5    | 3.0   | 4.4   | 5.9   |
| 股东资金回报率 (%) | 5.4    | 4.0    | 5.0   | 7.3   | 9.8   |
| 净资产负债率 (%)  | 2.3    | 28.5   | 28.8  | 28.9  | 23.9  |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 8.9    | 7.9    | 3.7   | 5.6   | 7.6   |
| P/B (倍)     | 0.5    | 0.5    | 0.5   | 0.4   | 0.4   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 金属价格将在低位徘徊

分析员：郭 勇 Kevin Guo

### 紫金矿业(02899 HK)

评级：中性

股价：HK\$2.200

目标价：HK\$2.08

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)    | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 48,415              | 5,211                 | 0.240        | (8.8)        | 7.4                            | 1.299        | 1.4           | 0.100        | 5.7          | 19.3       |
| 2013A                                         | 49,772              | 2,125                 | 0.098        | (59.2)       | 17.5                           | 1.272        | 1.4           | 0.078        | 4.6          | 7.6        |
| 2014F                                         | 44,620              | 2,395                 | 0.110        | 12.7         | 15.7                           | 1.350        | 1.3           | 0.033        | 1.9          | 8.4        |
| 2015F                                         | 47,094              | 2,375                 | 0.109        | (0.8)        | 15.9                           | 1.426        | 1.2           | 0.033        | 1.9          | 7.9        |
| 2016F                                         | 49,950              | 2,354                 | 0.108        | (0.9)        | 16.0                           | 1.502        | 1.2           | 0.033        | 1.9          | 7.4        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 21,812.0     |              | 大股东 Major shareholder          |              | 兴杭投资 29.2%    |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 47,986.4     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 27.4          |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 31,772.4     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 68.4          |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 2.250/1.560  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 3.7           |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 6.3/16.4/40.2 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 7.9/13.5/38.9 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

#### 公司近况简评和估值

紫金矿业拥有丰富的黄金和有色金属资源储量，并通过持续的并购使得公司权益矿产资源量保持了快速增长，保障了公司后期的发展。公司的矿产产量维持在30吨以上的水平，而矿产铜和矿产锌的产量在未来三年将保持快速增长。但黄金和其它基本金属价格的下跌严重降低了公司的盈利能力，此外生产成本的上升也对公司盈利有不利影响。我们预计公司2014–2016年每股盈利分别为人民币0.110元、0.109元和0.108元。

紫金矿业已经发展成为一家综合性的金属开采企业，在目前的金属价格水平下公司仍然保持一定的盈利水平。公司持续收购优质金矿和有色金属资源的策略有利于公司的长远发展，而目前黄金和有色金属价格的下跌也方便了公司以较低的代价获得海外矿产资源。但黄金和有色金属价格的下跌对公司盈利存在较大负面影响，我们对公司目标价为2.08港元，投资评级为「中性」。

#### 正面因素分析

- 公司矿金储量和产量均处于业内领先地位。
- 公司资源储备多元化，拥有丰富的铜、锌等有色金属资源。
- 公司成功收购澳大利亚诺顿金田公司，为未来海外扩张打下了基础。

#### 风险分析

- 金价与铜价波动对公司业绩的影响。
- 矿山生产过程中可能出现的环保事故。
- 海外项目存在地缘政治、成本、管理等方面风险。
- 海外扩张存在的不确定性。

#### 负面因素分析

- 黄金和有色金属价格的下跌降低了公司的盈利能力。
- 生产成本上升侵蚀了公司的盈利能力。
- 部分矿山面临品位下降问题。
- 紫金山金矿的黄金资源已接近开采完毕。

#### 损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 48,415   | 49,772   | 44,620   | 47,094   | 49,950   |
| 营业成本          | (36,375) | (40,846) | (36,745) | (38,844) | (41,178) |
| 毛利            | 12,040   | 8,925    | 7,875    | 8,250    | 8,772    |
| 经营管理费用        | (2,471)  | (2,691)  | (2,413)  | (2,547)  | (2,701)  |
| 经营溢利          | 9,410    | 4,755    | 4,890    | 4,967    | 5,141    |
| 净财务开支/收入      | (804)    | (733)    | (878)    | (1,035)  | (1,213)  |
| 其它            | (50)     | (187)    | (190)    | (142)    | (173)    |
| 除税前盈利         | 8,556    | 3,835    | 3,822    | 3,790    | 3,756    |
| 所得税           | (2,403)  | (973)    | (970)    | (962)    | (953)    |
| 除税后盈利         | 6,153    | 2,861    | 2,852    | 2,828    | 2,802    |
| 少数股东权益        | (942)    | (736)    | (456)    | (452)    | (448)    |
| 股东应占溢利        | 5,211    | 2,125    | 2,395    | 2,375    | 2,354    |
| 每股盈利(人民币)     | 0.240    | 0.098    | 0.110    | 0.109    | 0.108    |
| 每股股息(人民币)     | 0.100    | 0.078    | 0.033    | 0.033    | 0.033    |

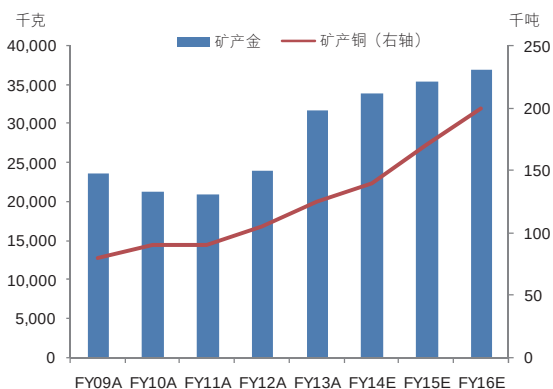
#### 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A  | 2014F  | 2015F | 2016F |
|------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 21.8  | 2.8    | (10.3) | 5.5   | 6.1   |
| 纯利增长(%)    | (8.8) | (59.2) | 12.7   | (0.8) | (0.9) |
| 经营利润率(%)   | 24.9  | 17.9   | 17.6   | 17.5  | 17.6  |
| 纯利率(%)     | 10.8  | 4.3    | 5.4    | 5.0   | 4.7   |
| 资产回报率(%)   | 8.9   | 3.2    | 3.4    | 3.0   | 2.8   |
| 股东资金回报率(%) | 19.3  | 7.6    | 8.4    | 7.9   | 7.4   |
| 净资产负债比率(%) | 48.1  | 48.6   | 56.6   | 68.4  | 71.1  |
| 净利息覆盖率(倍)  | 7.5   | 3.9    | 3.7    | 3.3   | 2.9   |
| P/B(倍)     | 1.4   | 1.4    | 1.3    | 1.2   | 1.2   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

#### 紫金矿产金与铜产量预测



# 金价维持低位影响公司盈利

分析员：郭 勇 Kevin Guo

**灵宝黄金 (03330 HK)**
**评级：中性**
**股价：HK\$1.340**
**目标价：HK\$1.35**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)    | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|-----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 6,393               | 165                   | 0.215        | (46.8)       | 5.0                            | 3.100        | 0.3        | 0.064           | 6.0          | 7.1        |
| 2013A                                         | 7,942               | (673)                 | (0.874)      | n.a.         | n.a.                           | 2.160        | 0.5        | 0.000           | 0.0          | (33.2)     |
| 2014F                                         | 5,899               | 13                    | 0.017        | n.a.         | 60.6                           | 2.177        | 0.5        | 0.000           | 0.0          | 0.8        |
| 2015F                                         | 5,582               | 43                    | 0.056        | 221.9        | 18.8                           | 2.233        | 0.5        | 0.000           | 0.0          | 2.6        |
| 2016F                                         | 5,786               | 86                    | 0.112        | 98.5         | 9.5                            | 2.345        | 0.5        | 0.000           | 0.0          | 4.9        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 770.2        |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 灵宝国资 48.5%      |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 1,032.1      |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 38.6            |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 497.0        |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 174.2           |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 1.710/1.120  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 3.2             |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 4.7/1.5/(0.7)   |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 6.3/(1.4)/(2.0) |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

灵宝黄金的资源储量和黄金产量的规模均较小。公司国内矿山产量没有惊喜，未来黄金产量的增长主要取决于吉尔吉斯项目。但吉尔吉斯斯坦金矿的运营面临各种挑战，中亚的政治局势、当地的气候条件、劳资关系都对吉尔吉斯斯坦金矿的稳定运营存在不利影响。由于回收率未达到预期目标，吉尔吉斯金矿目前已停产，公司2014年矿金产量将难有增长，2015年的产量增长也十分有限。公司在前期积累的库存已基本处理完毕，未来将不会有大量的存货减记。我们预测公司2014–2016年每股盈利分别为人民币0.017元、0.056元和0.112元。

公司盈利水平受到金价下跌的影响严重，且公司的生产成本较高，矿山开采业务的盈利能力较差。我们认为金价将维持在低位，在此价格水平下公司的盈利能力有限。我们认为灵宝黄金的估值水平应低于香港及全球同业的估值水平，因其黄金储量规模较小以及缺乏增长潜力。我们预期公司12个月目标价为1.35港元，投资评级为「中性」。

## 正面因素分析

- 赤峰金蟬金矿恢复生产。
- 吉尔吉斯金矿品位高。
- 存货减记已基本计提完毕。

## 风险分析

- 金价波动风险。
- 海外项目面临地缘政治、基础设施配套等多种风险。
- 铜价波动对铜箔厂业绩的影响。

## 负面因素分析

- 金价下跌严重侵蚀公司盈利能力。
- 金价维持在低位使得公司盈利能力难有改善。
- 黄金资源储量小，生产成本高于同业。
- 吉尔吉斯金矿项目的运营面临诸多挑战。

## 损益表

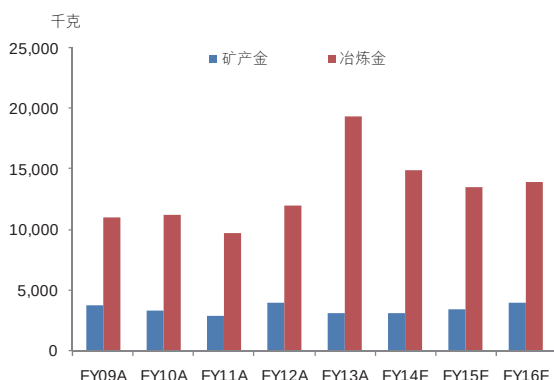
| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 6,393   | 7,942   | 5,899   | 5,582   | 5,786   |
| 营业成本           | (5,590) | (8,073) | (5,344) | (5,018) | (5,177) |
| 毛利             | 803     | (131)   | 555     | 564     | 609     |
| 经营管理费用         | (361)   | (441)   | (295)   | (279)   | (289)   |
| 经营溢利           | 442     | (572)   | 260     | 284     | 320     |
| 净财务开支/收入       | (241)   | (239)   | (234)   | (224)   | (205)   |
| 其它             | 24      | (36)    | (9)     | (5)     | (5)     |
| 除税前盈利          | 225     | (847)   | 17      | 55      | 109     |
| 所得税            | (60)    | 138     | (4)     | (14)    | (27)    |
| 除税后盈利          | 165     | (708)   | 13      | 41      | 82      |
| 少数股东权益         | (0)     | (35)    | (1)     | (2)     | (4)     |
| 股东应占溢利         | 165     | (673)   | 13      | 43      | 86      |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.215   | (0.874) | 0.017   | 0.056   | 0.112   |
| 每股股息 (人民币)     | 0.064   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   |

## 重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 收入增长 (%)    | 11.8   | 24.2   | (25.7) | (5.4) | 3.7   |
| 纯利增长 (%)    | (46.6) | n.a.   | n.a.   | 221.9 | 98.5  |
| 经营利润率 (%)   | 6.9    | (7.2)  | 4.4    | 5.1   | 5.5   |
| 纯利率 (%)     | 2.6    | (8.5)  | 0.2    | 0.8   | 1.5   |
| 资产回报率 (%)   | 2.3    | (9.7)  | 0.2    | 0.6   | 1.3   |
| 股东资金回报率 (%) | 7.1    | (33.2) | 0.8    | 2.6   | 4.9   |
| 净资产负债比率 (%) | 169.5  | 170.2  | 206.6  | 174.2 | 157.5 |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 0.7    | n.a.   | 0.1    | 0.2   | 0.4   |
| P/B (倍)     | 0.3    | 0.5    | 0.5    | 0.5   | 0.5   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司黄金产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

## 房地产行业

分析员：余立峰 Donald Yu

## 跑赢大市

### 房产销售和房价展望

在2014年1-11月，一线城市的销售面积同比下降27.5%，2线城市同比下降11.6%，3线城市同比下降27.0%。在2014年1-11月，我们观测到北京的销售面积同比下降31.1%，上海同比下降28.9%，深圳同比下降20.7%，广州同比下降22.2%。然而，销售反弹出现在2014年10月和11月，北京、广州、上海和深圳的11月单月销售面积反弹，分别录得11.9%、6.4%、4.5%和32.4%的环比增长。10月和11月的销售面积反弹使2013年与2014年之间的销售面积差距收窄。在二线城市中，18个城市中的13个录得销售面积的同比下降：泉州同比下降41.3%，哈尔滨同比下降41.0%，大连同比下降28.3%，南京同比下降21.4%，福州同比下降21.6%。10月和11月的销售面积反弹也使2013年与2014年之间的销售面积差距收窄。2014年11月的单月销售面积录得4%的环比增长。二线城市总销售面积的同比跌幅收窄至11.6%。在三线城市，26个城市中的25个录得销售面积的同比下降，26个城市中的19个录得双位数同比跌幅。3线城市的同比跌幅达27.0%。在2014年11月，3线城市也录得销售面积的环比增长，环比增幅4%。我们预计1线城市的销售面积将因刚需和按揭利率下降而改善。在二线城市，改善型住房需求将是销售面积的主要支撑。我们预计二线城市的销售将受益于改善型住房需求的释放。在三线城市，我们预计销售面积将录得同比下降。

2014年11月70个主要城市中的67个城市录得新房房价指数的环比跌幅和58个城市录得二手房房价指数的环比跌幅。70个大中城市中，价格下降的城市有67个，持平的城市有3个。环比价格变动中，最小降幅为0.1%，最大降幅为1.4%。与去年同月相比，70个大中城市中，价格下降的城市有68个，上涨的城市有2个。11月份，同比价格变动中，最高涨幅为3.0%，最低为下降9.9%。在二手房方面，与上月相比，70个大中城市中，价格下降的城市有58个，持平的城市有6个，上涨的城市有6个。环比价格变动中，最高涨幅为1.2%，最大降幅为2.0%。与去年同月相比，70个大中城市中，价格下降的城市有67个，上涨的城市有3个。11月份，同比价格变动中，最高涨幅为2.7%，最低为下降11.0%。去库存是房价下跌的主要原因。我们预计房价在2015年1季度将会保持稳定的环比下跌。

商业房地产的销售额和销售面积增速在2014年下半年反弹。商业房地产在2013年保持快速增长，累计商业地产销售录得18.3%的同比增长。2014年1月至11月期间，商业房地产销售的累计增速降至同比7.2%。但它仍跑赢了住房销售的累计增长(同比下跌9.7%)。

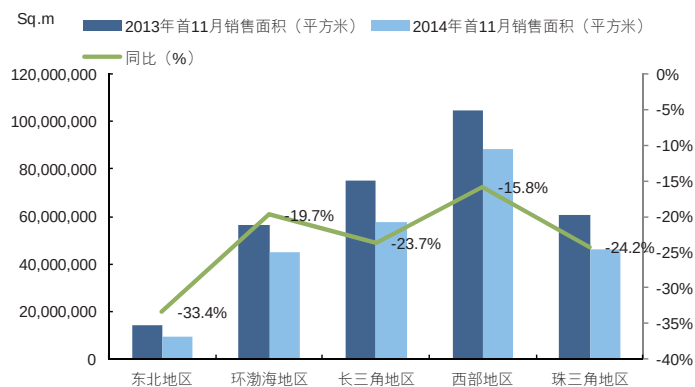
2014年1-11月的销售面积同比增速(百万平米)

| 城市   | 2013年1-11月<br>的销售面积 | 2014年1-11月<br>的销售面积 | 同比增速   |
|------|---------------------|---------------------|--------|
| 一线城市 |                     |                     |        |
| 上海   | 21.637              | 15.386              | -28.9% |
| 北京   | 17.400              | 11.992              | -31.1% |
| 广州   | 11.656              | 9.069               | -22.2% |
| 深圳   | 4.918               | 3.898               | -20.7% |
| 小计   | 55.611              | 40.345              | -27.5% |
| 二线城市 |                     |                     |        |
| 武汉   | 17.916              | 17.635              | -1.6%  |
| 成都   | 13.122              | 10.888              | -17.0% |
| 天津   | 12.360              | 10.002              | -19.1% |
| 青岛   | 12.065              | 9.185               | -23.9% |
| 长沙   | 12.186              | 9.583               | -21.4% |
| 南京   | 10.040              | 7.893               | -21.4% |
| 昆明   | 9.044               | 9.179               | 1.5%   |
| 苏州   | 8.294               | 8.214               | -1.0%  |
| 杭州   | 8.321               | 8.808               | 5.9%   |
| 哈尔滨  | 6.745               | 3.982               | -41.0% |
| 南宁   | 6.028               | 6.122               | 1.6%   |
| 南昌   | 6.032               | 5.811               | -3.7%  |
| 宁波   | 4.224               | 3.749               | -11.2% |
| 大连   | 3.186               | 2.285               | -28.3% |
| 福州   | 3.241               | 2.540               | -21.6% |
| 石家庄  | 2.997               | 4.672               | 55.9%  |

| 城市        | 2013年1-11月<br>的销售面积 | 2014年1-11月<br>的销售面积 | 同比增速          |
|-----------|---------------------|---------------------|---------------|
| 泉州        | 2.470               | 1.451               | -41.3%        |
| 呼和浩特      | 1.433               | 1.562               | 9.0%          |
| <b>小计</b> | <b>139.704</b>      | <b>123.562</b>      | <b>-11.6%</b> |
| 三线城市      |                     |                     |               |
| 中山        | 8.117               | 6.659               | -18.0%        |
| 东莞        | 7.739               | 5.698               | -26.4%        |
| 常州        | 5.991               | 1.884               | -68.6%        |
| 无锡        | 5.609               | 5.436               | -3.1%         |
| 潍坊        | 3.842               | 3.362               | -12.5%        |
| 镇江        | 3.957               | 1.917               | -51.6%        |
| 包头        | 3.899               | 1.113               | -71.4%        |
| 惠州        | 3.632               | 2.742               | -24.5%        |
| 吉林        | 3.105               | 2.342               | -24.6%        |
| 海口        | 2.903               | 2.367               | -18.5%        |
| 温州        | 2.674               | 1.478               | -44.7%        |
| 北海        | 2.447               | 2.091               | -14.6%        |
| 廊坊        | 2.388               | 1.346               | -43.6%        |
| 东营        | 2.117               | 1.487               | -29.8%        |
| 连云港       | 1.993               | 1.629               | -18.2%        |
| 常德        | 1.943               | 2.247               | 15.6%         |
| 扬州        | 1.988               | 1.504               | -24.4%        |
| 江门        | 1.795               | 1.592               | -11.3%        |
| 金华        | 1.663               | 1.499               | -9.8%         |
| 肇庆        | 1.753               | 1.023               | -41.6%        |
| 泰州        | 1.673               | 1.622               | -3.1%         |
| 泰安        | 1.523               | 1.483               | -2.6%         |
| 牡丹江       | 1.438               | 1.035               | -28.0%        |
| 安庆        | 1.167               | 1.101               | -5.7%         |
| 汕头        | 0.838               | 0.830               | -1.0%         |
| 岳阳        | 0.701               | 0.671               | -4.2%         |
| <b>小计</b> | <b>76.896</b>       | <b>56.160</b>       | <b>-27.0%</b> |
| <b>合计</b> | <b>272.211</b>      | <b>220.067</b>      | <b>-19.2%</b> |

资料来源：CRIC。

2014年首11月区域销售面积对比



资料来源：CRIC。

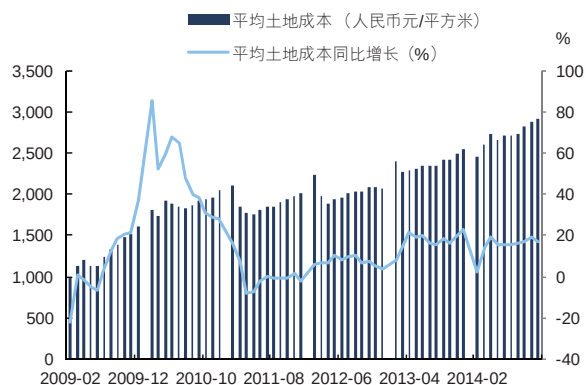
## 土地供应和土地成本展望

2014年11月，平均土地成本同比增长16.8%至每平方米人民币2,764元。土地供应的累计交易面积在2014年11月录得14.5%的同比跌幅。因住房销售反弹仍然疲弱，我们相信土地供应的交易面积在2014年将录得同比下跌。

可售面积快速增长。可售面积在2014年11月达到597.9百万平方米，是过去五年来的最高点。可售面积的同比增速达到27.8%。由于2014年的土地供应量仍较大以及推出更多面积，我们估计可售面积将在2015年继续增长。

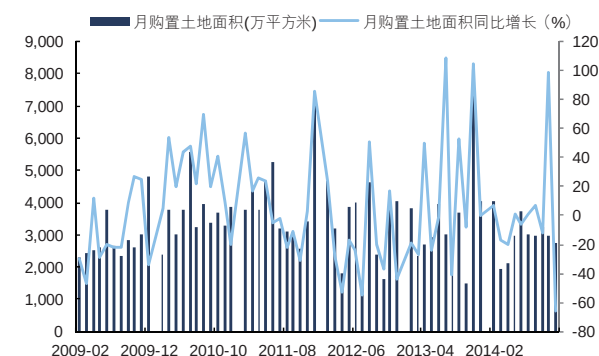


平均土地成本和同比增速



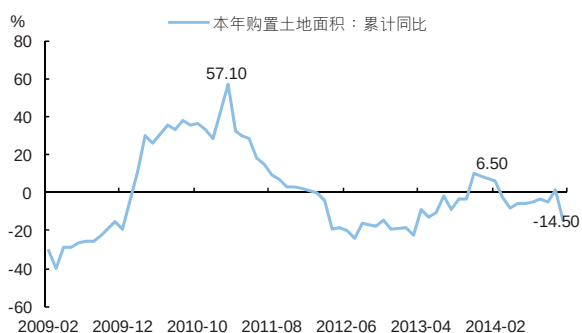
资料来源：中国统计局。

土地供应月度成交面积和同比增速



资料来源：中国统计局。

土地供应累计成交面积的同比增速



资料来源：中国统计局。

可售面积的同比增速



资料来源：中国统计局。

283

## 信贷与房地产投资展望

从2010年第三季度开始，中国政府推出了住房限购政策及房地产调控。房地产销售增速和新开工步伐减慢。累计商品房销售的同比增速从2010年第4季度的18.3%跌至2012年第4季度的10.0%。然而，房地产销售在2013年复苏，2013年累计商品房销售的同比增速反弹至17.3%。商品房销售累计新开工面积的同比增速从2012年4季度的-7.3%反弹至2013年的13.5%。但在2014年，房地产市场受到按揭紧缩的严重影响：

1. 累计新开工面积在2014年1-11月录得0.9%的同比跌幅。
2. 来自国内贷款的累计投资同比增长从2013年的33.1%减少至2014年1-11月的9.0%。这说明房地产市场的国内贷款同比增速在放缓。此外，预售及首付的累计投资在2014年1-11月录得12.2%的同比跌幅。

国内房地产开发贷款累计值与定金及预收款累计值的增速



资料来源：中国统计局。

新开工面积与商品房销售的增速

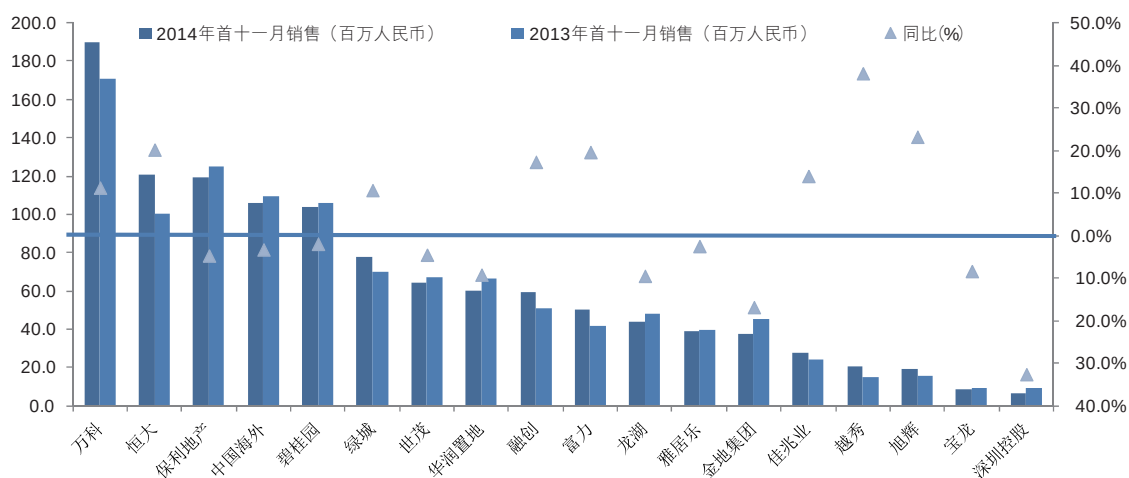


资料来源：中国统计局。

## 主要上市公司的销售表现

**18个上市开发商中的10个录得合约销售的同比下跌。**低迷的市场环境影响了上市开发商在2014年1-11月的销售。正如我们所观察的，5个开发商的合约销售超过人民币800亿元。这些公司中的3个录得同比下跌。在2014年，市场整合继续。大型开发商变得更强大并获取了更多市场份额。追随者仍在苦苦追赶行业龙头。世茂的销售只有保利合约销售的54%。销售额低于人民币600亿元的5家公司都录得同比下降。在年前降准的预期下，我们相信按揭申请将于2015年放松并支持住房销售反弹。2015年充足的可售资源将是推动反弹的关键。我们预期2015年住房销售回升：1) 一线城市刚需释放将会是推动销售的主要动力。2) 部分二线和三线城市预期会进入去库存阶段并且在三线的房地产投资会在2015年继续下降。3) 按揭预期放松并且部分银行提供93折的利率折扣。

2014年首11月主要上市公司的销售表现



资料来源：公司。

我们上调房地产行业评级至「跑赢大市」。房地产行业的估值在上个季度反弹。我们相信这对房地产行业是合理的，因为：1) 住房销售在10月和11月反弹，2) 2014年底的降息将会令到按揭有所放松并且按揭申请审核速度在加快。在2015年，我们相信房地产市场的情况应该会走出谷底，行业领头羊将会有更好的销售表现并且获得更多的市场份额，有利房地产板块。因此我们上调投资评级至「跑赢大市」。在所有行业龙头中，恒大(03333 HK)在2014年有最高的销售同比增长，但我们担心其土地储备分布(主要在三线城市和低线城市)及其策略的可持续性。至于中海发展(00688 HK)，它在中外同业中有较低的净负债率、可接受的毛利率及相对较低的利率。其土地储备主要位于一线和二线城市，应比恒大和碧桂园(02007 HK)更安全。但我们担心它是否能在2015年保持稳定的增长。对于华润置地(01109 HK)，公司在一线和二线城市的核心地段有万象城系列项目，录得了稳定的租金收入。较低的海外融资成本支持其商业物业的扩张。我们相信高周转的业务模式在未来将会结束。在同业不得不放慢其住宅开发并转向商业物业时，华润置地已经在核心地段拥有了一系列商业物业，这是不可复制的。因此，我们的首选是华润置地。公司在2015年有充足的可售资源，而且其刚需项目将有助于带动销售。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 中海外宏洋  | 00081 | 3.940    | 中性   | 3.6      | 3.4      | 3.2      | 0.5      | 19.3       | 4.5      |
| 中海外发展  | 00688 | 23.050   | 收集   | 7.5      | 6.0      | 4.8      | 1.2      | 23.7       | 3.0      |
| 世茂房地产  | 00813 | 17.340   | 收集   | 5.8      | 5.3      | 4.5      | 0.8      | 19.3       | 6.9      |
| 龙湖地产   | 00960 | 9.990    | 中性   | 6.8      | 6.8      | 6.0      | 0.8      | 16.8       | 3.3      |
| 当代置业   | 01107 | 1.220    | 收集   | 2.0      | 2.2      | 1.6      | 0.4      | 21.4       | 10.1     |
| 华润置地   | 01109 | 20.450   | 收集   | 10.2     | 8.0      | 6.7      | 1.1      | 18.2       | 2.8      |
| 宝龙地产   | 01238 | 1.090    | 收集   | 3.2      | 1.6      | 0.8      | 0.2      | 11.7       | 7.4      |
| 碧桂园    | 02007 | 3.100    | 中性   | 4.4      | 4.0      | 3.8      | 0.8      | 23.3       | 9.2      |
| 恒大地产   | 03333 | 3.140    | 中性   | 3.3      | 3.1      | 2.9      | 0.6      | 25.5       | 16.5     |
| 雅居乐    | 03383 | 4.410    | 中性   | 2.9      | 2.0      | 1.9      | 0.3      | 17.8       | 13.2     |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 6.9      | 5.8      | 4.9      | 1.0      | 21.1       | 5.6      |

资料来源：国泰君安国际。

## 预期三线城市销售增长减缓

分析员：余立峰 Donald Yu

中海外宏洋(00081 HK)

评级：中性

股价：HK\$3.940

目标价：HK\$6.03

|           | Underlying                             | Underlying | Underlying | Underlying  |             |        |     |        |                    |                     |       |
|-----------|----------------------------------------|------------|------------|-------------|-------------|--------|-----|--------|--------------------|---------------------|-------|
|           | Turnover                               | Net Profit | EPS        | EPS         | PER         | BPS    | PBR | DPS    | Yield              | ROE                 |       |
| End 12/31 | (HK\$ m)                               | (HK\$ m)   | (HK\$)     | ( △ %)      | (x)         | (HK\$) | (x) | (HK\$) | (%)                | (%)                 |       |
| 2012A     | 9,717                                  | 2,171      | 0.873      | 13.6        | 4.5         | 3.491  | 1.1 | 0.110  | 2.8                | 36.6                |       |
| 2013A     | 15,906                                 | 2,913      | 1.144      | 31.1        | 3.4         | 4.953  | 0.8 | 0.110  | 2.8                | 32.5                |       |
| 2014F     | 16,917                                 | 2,469      | 1.082      | (5.4)       | 3.6         | 6.138  | 0.6 | 0.142  | 3.6                | 21.4                |       |
| 2015F     | 20,464                                 | 2,770      | 1.156      | 6.8         | 3.4         | 7.449  | 0.5 | 0.176  | 4.5                | 19.3                |       |
| 2016F     | 22,618                                 | 3,159      | 1.246      | 7.8         | 3.2         | 8.936  | 0.4 | 0.208  | 5.3                | 18.1                |       |
| 已发行股本     | Shares in issue (m)                    |            |            | 2,282.2     | 大股东         |        |     |        | Major shareholder  | 中海外发展               | 38.0% |
| 市值        | Market cap. (HK\$ m)                   |            |            | 8,991.9     | 流通比例        |        |     |        | Free float (%)     |                     | 36.4  |
| 3个月平均成交股数 | 3 month average vol. ('000)            |            |            | 3,910.0     | 15年净负债／股东资金 |        |     |        | 15 Net gearing (%) |                     | 55.5  |
| 52周高／低    | 52 Weeks high/low (HK\$)               |            |            | 7.460/3.730 | 14年每股估值     |        |     |        | 14 NAV (HK\$)      |                     | 13.4  |
| 股价绝对变动    | Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |            |            |             |             |        |     |        |                    | (1.5)/(10.5)/(45.5) |       |
| 股价相对变动    | Relative % change in price (1m/3m/1yr) |            |            |             |             |        |     |        |                    | 0.1/(13.4)/(46.8)   |       |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

中海外宏洋11月的合约销售同比上升66.3%至人民币20.2亿元。月销售均价同比下跌20.0%至每平方米人民币9,400元。11月的签约面积同比上升106.8%至215,100平方米。在一至十一月，公司实现了合约销售170.5亿元，同比上升7.6%。合约销售面积同比上升13.5%至1,693,300平方米。一至十一月的销售均价同比下降5.2%至人民币10,067元每平方米。一至十一月完成销售目标的94.7%。预期公司销售会达标。

根据公司的资料，公司在一至十一月已购入270.3万平方米的土地储备，总代价人民币41.6亿元，平均成本1,539元每平方米。所有新增土地储备位于三线城市。相比于其它在三线城市的开发商，公司所选三线城市的经济情况较好，可持续增长性比较好。我们认为公司现时项目并无太大的去化问题，保持平稳销售增长。但未来扩张的速度有可能受到三线城市的高库存影响。

公司销售增长平稳，但现时三线城市的房地产市场增长势头减缓。因此我们维持中海外宏洋「中性」评级，目标价为6.03港元。我们的目标价相当于2014年NAV有55%折让，5.6倍2014年核心市盈率和1.0倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 限购在二三线城市退出。
- 2015年需求释放有利公司销售。

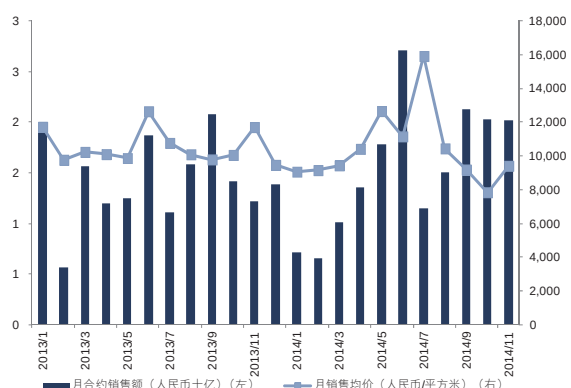
### 负面因素分析

- 三线城市销售增长减缓。
- 三线城市的改善性需求释放变慢。

### 风险分析

- 销售出现大幅下跌。

月销售额及销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A   | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 9,717   | 15,906   | 16,917   | 20,464   | 22,618   |
| 销售成本          | (5,779) | (10,653) | (12,450) | (15,163) | (16,820) |
| 毛利            | 3,938   | 5,252    | 4,468    | 5,301    | 5,798    |
| 销售费用          | (351)   | (417)    | (488)    | (591)    | (653)    |
| 行政费用          | (1)     | (1)      | (1)      | (1)      | (1)      |
| 其它            | 224     | 311      | 270      | 208      | 170      |
| 经营溢利          | 3,810   | 5,146    | 4,249    | 4,917    | 5,314    |
| 净财务开支/收入      | (9)     | (19)     | (21)     | (24)     | (26)     |
| 除税前盈利         | 3,810   | 5,144    | 4,245    | 4,911    | 5,306    |
| 税项            | (1,325) | (1,761)  | (1,468)  | (1,691)  | (1,855)  |
| 除税后盈利         | 2,485   | 3,383    | 2,777    | 3,220    | 3,451    |
| 少数股东权益        | (85)    | (247)    | (74)     | (227)    | (58)     |
| 核心股东应占溢利      | 2,171   | 2,913    | 2,469    | 2,770    | 3,159    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 207.9 | 6.4   | 21.0  | 21.0  | 10.5  |
| EPS增长率(%)  | 13.6  | 31.1  | (5.4) | 6.8   | 7.8   |
| 毛利率(%)     | 40.5  | 33.0  | 26.4  | 25.9  | 25.6  |
| 经营利润率(%)   | 39.2  | 32.4  | 25.1  | 24.0  | 23.5  |
| 净利率(%)     | 22.3  | 18.3  | 14.6  | 13.5  | 14.0  |
| 股东资金回报率(%) | 36.6  | 32.5  | 21.4  | 19.3  | 18.1  |
| 资产回报率(%)   | 12.3  | 12.0  | 8.2   | 7.3   | 5.9   |
| 净负债比率(%)   | 0.0   | 47.8  | 46.8  | 55.5  | 58.0  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 预期在2015年销售保持增长

分析员：余立峰 Donald Yu

中海发展(00688 HK)

评级：收集

股价：HK\$23.050

目标价：HK\$24.26

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Underlying<br>Net Profit<br>(HK\$ m) | Underlying<br>EPS<br>(HK\$) | Underlying<br>EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|--------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|--------------------------------|---------------|----------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 64,581               | 16,399                               | 2.005                       | 21.4                       | 11.5                           | 10.672        | 2.2            | 0.370         | 1.6          | 23.6       |
| 2013A                                         | 82,469               | 19,654                               | 2.404                       | 19.9                       | 9.6                            | 13.456        | 1.7            | 0.470         | 2.0          | 23.4       |
| 2014F                                         | 103,476              | 25,009                               | 3.059                       | 27.3                       | 7.5                            | 16.358        | 1.4            | 0.545         | 2.4          | 23.1       |
| 2015F                                         | 134,874              | 31,538                               | 3.858                       | 26.1                       | 6.0                            | 19.979        | 1.2            | 0.685         | 3.0          | 23.7       |
| 2016F                                         | 163,010              | 39,248                               | 4.801                       | 24.4                       | 4.8                            | 24.453        | 0.9            | 0.867         | 3.8          | 24.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                                      | 8,174.0                     |                            | 大股东 Major shareholder          |               | 中国建筑 51.0%     |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                                      | 188,410.7                   |                            | 流通比例 Free float (%)            |               | 48.8           |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                                      | 23,803.4                    |                            | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 23.6           |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                                      | 24.600/17.520               |                            | 14年每股估值 14 NAV (HK\$)          |               | 32.4           |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                                      |                             |                            |                                |               | (1.1)/15.4/8.3 |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                                      |                             |                            |                                |               | 0.5/12.4/7.0   |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

中海发展的销售在2014年明显放缓。在2014年一至十一月份，公司合约销售额为港币1,169.9亿元，同比下跌11.2%，合约销售面积同比下跌15.7%至737.0万平方米。一至十一月销售均价同比上升5.4%至港币15,873元每平方米，增长放缓。在华东地区合约销售额同比跌50.3%，华北地区合约销售额同比跌10.2%，西部地区合约销售额同比跌45.9%。从合约销售面积来看，增长较低；华南地区合约销售面积同比升22.3%，北部地区合约销售面积同比升19.8%，华东地区合约销售面积同比升13.8%。

根据公司数据，中海发展在一至十一月购入17块地块，总建面860万平方米，总代价人民币382.76亿元，购地面积对应上年有明显增长。其中3个项目在一线城市，其余项目在二线城市。对比公司的一至十一月737.0万平方米的合约销售面积，公司2014年新增建筑面积仅高于销售面积的16.7%。我们相信公司在2015年会继续购地，寻求较低的地价的地块。

虽然公司内部整合持续，市场也在调整，但我们相信公司作为行业龙头在抗周期的能力较强。公司强劲的执行能力，二线城市的大量土地储备对未来二线城市销售有支持。因此，我们保持对中海「收集」的评级。我们的目标价为24.26港元，相当于2014年NAV有25%的折让，也相当于7.9倍2014年核心市盈率和1.5倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 短期行政手段的调控措施不会再推出。
- 预期2015年降准。

### 风险分析

- 销售出现大幅下跌。

### 负面因素分析

- 2013年地价上升迅速而预期房价下跌，未来毛利率下降。

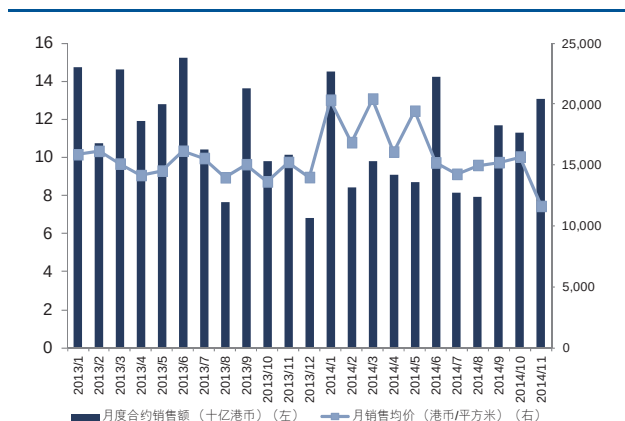
### 损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F     |
|---------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业额           | 64,581   | 82,469   | 103,476  | 134,874  | 163,010   |
| 销售成本          | (37,574) | (53,183) | (63,613) | (85,017) | (104,275) |
| 毛利            | 24,725   | 26,822   | 37,120   | 46,788   | 55,361    |
| 投资物业公允价值收益    | 3,651    | 3,438    | 4,880    | 5,612    | 6,453     |
| 销售费用          | (842)    | (1,247)  | (1,565)  | (2,040)  | (2,465)   |
| 行政费用          | (1,194)  | (1,570)  | (1,970)  | (2,567)  | (3,103)   |
| 其它            | 731      | 904      | 1,119    | 1,385    | 1,714     |
| 经营溢利          | 27,070   | 28,348   | 39,585   | 49,178   | 57,960    |
| 净财务开支/收入      | (286)    | (290)    | (288)    | (333)    | (275)     |
| 除税前盈利         | 29,422   | 33,289   | 43,531   | 54,051   | 64,021    |
| 税项            | (10,590) | (10,110) | (15,199) | (18,652) | (20,117)  |
| 除税后盈利         | 18,832   | 23,179   | 28,332   | 35,399   | 43,904    |
| 少数股东权益        | (110)    | (135)    | (166)    | (207)    | (257)     |
| 核心股东应占溢利      | 16,399   | 19,654   | 25,009   | 31,538   | 39,248    |

### 重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 24.2  | 28.0  | 25.6  | 30.6  | 20.7  |
| EPS增长率(%)  | 21.4  | 19.9  | 27.3  | 26.1  | 24.4  |
| 毛利率(%)     | 38.3  | 32.5  | 35.9  | 34.7  | 34.0  |
| 经营利润率(%)   | 41.9  | 34.4  | 38.3  | 36.5  | 35.6  |
| 净利率(%)     | 29.0  | 27.9  | 27.2  | 26.1  | 26.8  |
| 股东资金回报率(%) | 23.6  | 23.4  | 23.1  | 23.7  | 24.0  |
| 资产回报率(%)   | 11.8  | 9.6   | 10.7  | 10.6  | 10.0  |
| 净负债比率(%)   | 20.5  | 28.5  | 23.8  | 23.6  | 15.9  |

月销售额及销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 积极调整应对市场

分析员：余立峰 Donald Yu

世茂房地产(00813 HK)

评级：收集

股价：HK\$17.340

目标价：HK\$22.09

| End 12/31                                     | Underlying<br>Turnover<br>(RMB m) | Underlying<br>Net Profit<br>(RMB m) | Underlying<br>EPS<br>(RMB) | Underlying<br>EPS<br>(Δ %) | Underlying<br>PER<br>(x) | BPS<br>(RMB)                   | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)   | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------|--------------------------------|------------|--------------|----------------|------------|
| 2012A                                         | 28,652                            | 4,425                               | 1.276                      | 2.9                        | 10.7                     | 10.358                         | 1.3        | 0.447        | 3.3            | 17.3       |
| 2013A                                         | 41,503                            | 6,806                               | 1.963                      | 53.9                       | 7.0                      | 12.048                         | 1.1        | 0.634        | 4.6            | 19.0       |
| 2014F                                         | 61,751                            | 8,249                               | 2.373                      | 20.9                       | 5.8                      | 14.827                         | 0.9        | 0.834        | 6.1            | 20.9       |
| 2015F                                         | 69,920                            | 8,957                               | 2.575                      | 8.5                        | 5.3                      | 17.973                         | 0.8        | 0.938        | 6.9            | 19.3       |
| 2016F                                         | 84,985                            | 10,505                              | 3.017                      | 17.2                       | 4.5                      | 21.760                         | 0.6        | 1.130        | 8.2            | 19.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                                   |                                     |                            |                            | 3,472.6                  | 大股东 Major shareholder          |            |              |                | 许荣茂 65.2%  |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                                   |                                     |                            |                            | 60,214.4                 | 流通比例 Free float (%)            |            |              |                | 34.6       |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                                   |                                     |                            |                            | 9,523.4                  | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |            |              |                | 64.6       |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                                   |                                     |                            |                            | 19.200/12.987            | 14年每股估值 14 NAV (HK\$)          |            |              |                | 34.0       |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                                   |                                     |                            |                            |                          |                                |            |              | (6.6)/12.3/4.3 |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                                   |                                     |                            |                            |                          |                                |            |              | (5.0)/9.4/3.0  |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

世茂房地产11月的合约销售同比上升15.2%至人民币65.8亿元，月销售均价同比下跌7.4%至每平方米人民币12,000元。11月的签约面积同比上升24.3%至548,645平方米。公司一至十一月销售同比上升15.1%至人民币640.6亿元，销售面积同比上升10.9%至528.0万平方米。公司仅完成了销售目标的80.1%。

根据我们的统计，公司在一至十一月购入4块地块，总建面仅63万平方米，总代价人民币20.9亿元，楼面价为人民币6,875元。我们相信公司会在适当去库存及在新项目去化较好的情况下在进行补地。

我们预计世茂房地产的合约销售额在2015年在二三线城市去库存下将会有明显反弹。它可能成为股价表现的一个催化剂。并在2015年回收更多现金。因此，维持投资评级为「收集」及其目标价22.09港元，相当于2014年NAV有35%的折让，7.2倍2014年核心市盈率和1.1倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 限购在二三线城市退出。
- 新增土储充足，需求释放有利公司销售。

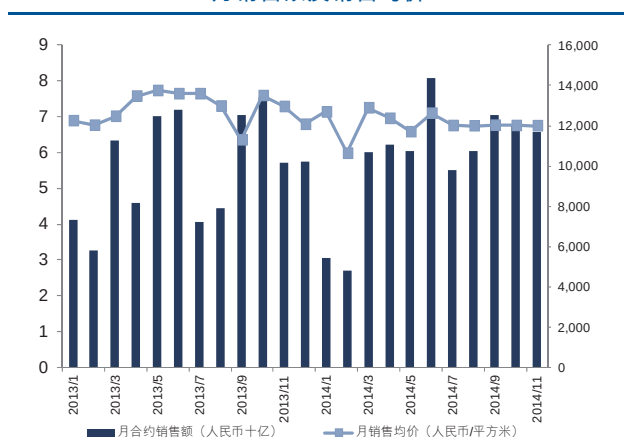
### 负面因素分析

- 部分新楼盘项目毛利率较低。

### 风险分析

- 销售出现大幅下跌。
- 区域分布集中。

月销售额及销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 28,652   | 41,503   | 61,751   | 69,920   | 84,985   |
| 销售成本           | (19,046) | (26,862) | (39,735) | (46,335) | (57,264) |
| 毛利             | 9,606    | 14,641   | 22,016   | 23,585   | 27,721   |
| 投资物业公允价值收益     | 2,363    | 1,031    | 2,642    | 3,397    | 4,337    |
| 销售费用           | (1,047)  | (1,306)  | (3,178)  | (3,598)  | (4,373)  |
| 行政费用           | (1,816)  | (2,283)  | (4,015)  | (4,546)  | (5,525)  |
| 其它             | 929      | 253      | (111)    | (228)    | (943)    |
| 经营溢利           | 10,035   | 12,336   | 17,355   | 18,610   | 21,217   |
| 净财务开支/收入       | (22)     | (121)    | (121)    | (121)    | (121)    |
| 除税前盈利          | 10,165   | 13,059   | 17,197   | 18,437   | 21,043   |
| 税项             | (3,581)  | (4,834)  | (6,349)  | (6,215)  | (6,314)  |
| 除税后盈利          | 6,584    | 8,225    | 10,848   | 12,222   | 14,729   |
| 少数股东权益         | (820)    | (835)    | (1,102)  | (1,241)  | (1,496)  |
| 核心股东应占溢利       | 4,425    | 6,806    | 8,249    | 8,957    | 10,505   |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 10.1  | 44.8  | 48.8  | 13.2  | 21.5  |
| EPS增长率(%)  | 2.9   | 53.9  | 20.9  | 8.5   | 17.2  |
| 毛利率(%)     | 33.5  | 35.3  | 35.7  | 33.7  | 32.6  |
| 经营利润率(%)   | 35.0  | 29.7  | 28.1  | 26.6  | 25.0  |
| 净利率(%)     | 20.1  | 17.8  | 15.8  | 15.7  | 15.6  |
| 股东资金回报率(%) | 17.3  | 19.0  | 20.9  | 19.3  | 19.2  |
| 资产回报率(%)   | 7.7   | 7.0   | 8.7   | 7.7   | 7.1   |
| 净负债比率(%)   | 63.8  | 71.3  | 70.0  | 64.6  | 58.2  |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 销售预期有明显增长

分析员：余立峰 Donald Yu

龙湖地产 (00960 HK)

评级：中性

股价：HK\$9.990

目标价：HK\$11.24

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Underlying<br>Net Profit<br>(RMB m) | Underlying<br>EPS<br>(RMB) | Underlying<br>EPS<br>(Δ %) | Underlying<br>PER<br>(x)       | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)       | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-------------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 27,893              | 5,571                               | 1.054                      | 1.5                        | 7.6                            | 5.710        | 1.4              | 0.172        | 2.1          | 24.3       |
| 2013A                                         | 41,510              | 6,461                               | 1.176                      | 11.6                       | 6.6                            | 7.060        | 1.1              | 0.199        | 2.6          | 24.0       |
| 2014F                                         | 50,572              | 6,704                               | 1.228                      | (1.9)                      | 6.8                            | 8.596        | 0.9              | 0.232        | 2.8          | 19.7       |
| 2015F                                         | 54,769              | 6,742                               | 1.235                      | 0.2                        | 6.8                            | 10.169       | 0.8              | 0.277        | 3.3          | 16.8       |
| 2016F                                         | 67,438              | 7,684                               | 1.407                      | 14.0                       | 6.0                            | 11.937       | 0.7              | 0.339        | 4.0          | 16.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                                     | 5,808.9                    |                            | 大股东 Major shareholder          |              | 吴亚军 44.3%        |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                                     | 58,031.2                   |                            | 流通比例 Free float (%)            |              | 20.5             |              |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                                     | 2,483.9                    |                            | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 53.7             |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                                     | 11.880/8.460               |                            | 14年每股估值 14 NAV (HK\$)          |              | 18.7             |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                            |                                |              | (4.3)/12.5/(5.2) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                            |                                |              | (2.7)/9.6/(6.4)  |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

龙湖地产11月的合约销售同比上升9.85%至人民币50.2亿元，月销售均价同比上升6.2%至每平方米人民币10,985元。11月的签约面积同比下跌10.7%至45.7万平方米。公司一至十一月销售同比下跌2.8%至人民币435.7亿元，销售面积同比增长0.9%至403.1万平方米。公司仅完成合约销售目标的76.4%，我们相信公司需要在2015年更进一步调整产品结构适应市场变化，加快库存的去化。

根据公司数据，公司在一至十一月已购入181万平方米的土地储备，总代价人民币134.2亿元，平均成本7,414元每平方米。其中公司在11月份进入广州，地块在天河区东部奥体板块，楼面地价为人民币14,755元每平方米，建筑面积为25.62万平方米。

公司需要在2014年清理库存。毛利率下降和均价提升空间有限影响利润率。在2015年需要把新增土地快速转化为销售。我们认为公司需要提高销售增长。现时公司的销售达标程度令人担忧。因此，我们维持「中性」评级及目标价11.24港元，相当于2014年NAV有40%折扣，7.7倍2014年核心市盈率及1.0倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 限购在二三线城市退出。
- 新增土储充足，需求释放有利公司销售。

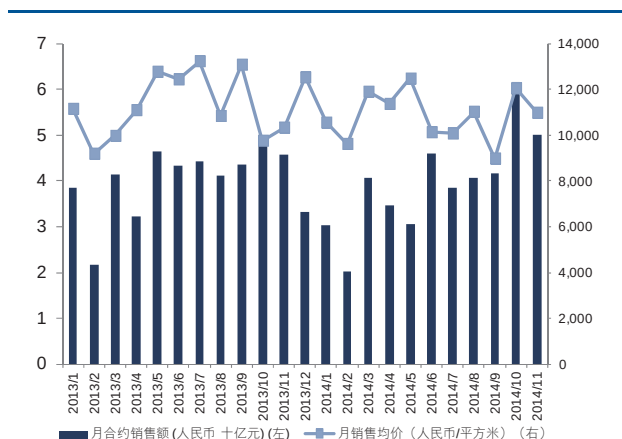
### 负面因素分析

- 公司战略调整需要快速处理旧土地储备，毛利率受压。
- 周转去化速度变慢。

### 风险分析

- 销售出现大幅下跌。

月销售额及销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 27,893   | 41,510   | 50,572   | 54,769   | 67,438   |
| 销售成本           | (16,710) | (29,972) | (36,665) | (39,981) | (49,567) |
| 毛利             | 11,183   | 11,538   | 13,907   | 14,788   | 17,871   |
| 投资物业公允价值收益     | 1,309    | 2,592    | 2,381    | 2,619    | 2,881    |
| 销售费用           | (689)    | (887)    | (1,461)  | (1,801)  | (2,220)  |
| 行政费用           | (873)    | (1,084)  | (1,722)  | (2,201)  | (2,713)  |
| 其它             | 171      | 778      | 649      | 673      | 704      |
| 经营溢利           | 11,101   | 12,937   | 13,754   | 14,078   | 16,524   |
| 净财务开支/收入       | (48)     | (39)     | (65)     | (97)     | (132)    |
| 除税前盈利          | 11,301   | 13,218   | 14,069   | 14,429   | 16,918   |
| 税项             | (4,436)  | (4,583)  | (5,484)  | (5,665)  | (7,066)  |
| 除税后盈利          | 6,865    | 8,636    | 8,585    | 8,764    | 9,852    |
| 少数股东权益         | (564)    | (599)    | (515)    | (526)    | (591)    |
| 核心股东应占溢利       | 5,571    | 6,461    | 6,704    | 6,742    | 7,684    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 15.8  | 48.8  | 21.8  | 8.3   | 23.1  |
| EPS增长率(%)  | 1.5   | 11.6  | (1.9) | 0.2   | 14.0  |
| 毛利率(%)     | 40.1  | 27.8  | 27.5  | 27.0  | 26.5  |
| 经营利润率(%)   | 39.8  | 31.2  | 27.2  | 25.7  | 24.5  |
| 净利率(%)     | 22.6  | 19.4  | 16.0  | 15.0  | 13.7  |
| 股东资金回报率(%) | 24.3  | 24.0  | 19.7  | 16.8  | 16.0  |
| 资产回报率(%)   | 8.9   | 9.0   | 7.9   | 6.6   | 6.1   |
| 净负债比率(%)   | 47.6  | 62.3  | 64.5  | 53.7  | 25.4  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 绿色地产销售保持增长

分析员：余立峰 Donald Yu

当代置业(01107 HK)

评级：收集

股价：HK\$1.220

目标价：HK\$1.65

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Underlying<br>Net Profit<br>(RMB m) | Underlying<br>EPS<br>(RMB) | Underlying<br>EPS<br>(Δ %) | Underlying<br>PER<br>(x)       | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)       | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-------------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 1,965               | 448                                 | 0.373                      | 7.6                        | 2.6                            | 1.251        | 0.8              | 0.000        | 0.0          | 37.5       |
| 2013A                                         | 3,469               | 502                                 | 0.362                      | (3.0)                      | 2.7                            | 1.781        | 0.5              | 0.014        | 1.4          | 26.6       |
| 2014F                                         | 4,887               | 753                                 | 0.470                      | 30.0                       | 2.0                            | 1.944        | 0.5              | 0.086        | 8.9          | 27.8       |
| 2015F                                         | 6,675               | 700                                 | 0.438                      | (7.0)                      | 2.2                            | 2.302        | 0.4              | 0.097        | 10.1         | 21.4       |
| 2016F                                         | 9,066               | 983                                 | 0.614                      | 40.4                       | 1.6                            | 2.846        | 0.3              | 0.091        | 9.4          | 24.7       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                                     | 1,600.0                    |                            | 大股东 Major shareholder          |              | Super Land 73.6% |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                                     | 1,952.0                    |                            | 流通比例 Free float (%)            |              | 25.2             |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                                     | 85.8                       |                            | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 净现金              |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                                     | 1.440/1.060                |                            | 14年每股估值 14 NAV (HK\$)          |              | 4.6              |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                            |                                |              | (6.2)/1.7/11.3   |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                            |                                |              | (4.6)/(1.3)/10.0 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

在2014年11月份，合约销售额约人民币5.8亿元，其中物业合约销售金额约人民币5.5亿元，车位合约销售金额约人民币0.3亿元，物业合约销售面积约6.1万平方米，销售均价每平方米约人民币9,000元。一至十一月，公司销售额到人民币64.8亿元。销售面积为67.92万平方米，销售均价为人民币9,352元。公司已经达到销售目标的92%，预期公司的销售会达标。

我们相信，公司节能和保温降温系统应该对其产品带来溢价，尤其是中国内地的空气污染情况变得更差。公司在2015年有更多的可售资源，主要集中在省会城市。我们维持「收集」评级及目标价1.65港元，较2014年NAV有64%的折让，相当于2.8倍2014年核心市盈率和0.7倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 限购在二三线城市退出。
- 2015年需求释放有利公司销售。

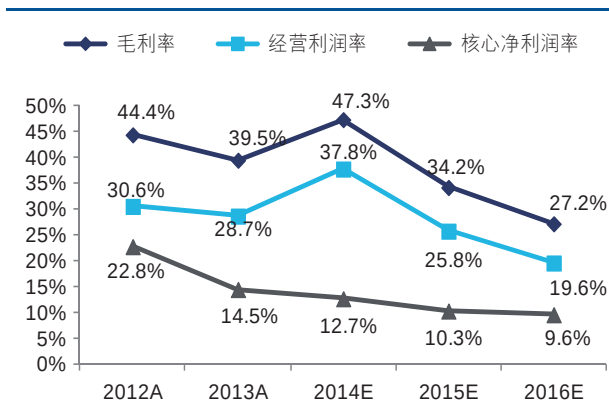
### 负面因素分析

- 三线城市销售增长减慢。
- 三线城市的改善性需求释放变慢。

### 风险分析

- 销售出现大幅下跌。

公司毛利率与净利润率预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 1,965   | 3,469   | 4,887   | 6,675   | 9,066   |
| 销售成本           | (1,092) | (2,099) | (2,573) | (4,434) | (6,488) |
| 毛利             | 873     | 1,370   | 2,314   | 2,241   | 2,579   |
| 销售费用           | (122)   | (171)   | (294)   | (174)   | (190)   |
| 行政费用           | (150)   | (204)   | (221)   | (241)   | (342)   |
| 其它             | 121     | 54      | 38      | 42      | 44      |
| 经营溢利           | 601     | 995     | 1,808   | 1,828   | 2,046   |
| 净财务开支/收入       | (98)    | (36)    | (365)   | (500)   | (549)   |
| 除税前盈利          | 798     | 1,023   | 1,488   | 1,375   | 1,547   |
| 税项             | (319)   | (494)   | (712)   | (648)   | (531)   |
| 除税后盈利          | 478     | 528     | 775     | 727     | 1,016   |
| 少数股东权益         | (7)     | 1       | 0       | 0       | 0       |
| 核心股东应占溢利       | 448     | 502     | 753     | 700     | 983     |

重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | (37.7) | 76.5  | 40.9  | 36.6  | 35.8  |
| EPS增长率(%)  | 7.6    | (3.0) | 30.0  | (7.0) | 40.4  |
| 毛利率(%)     | 44.4   | 39.5  | 47.3  | 33.6  | 28.4  |
| 经营利润率(%)   | 30.6   | 28.7  | 37.0  | 27.4  | 22.6  |
| 净利率(%)     | 22.8   | 14.5  | 15.4  | 10.5  | 10.8  |
| 股东资金回报率(%) | 37.5   | 26.6  | 27.8  | 21.4  | 24.7  |
| 资产回报率(%)   | 5.9    | 5.4   | 5.5   | 3.6   | 4.3   |
| 净负债比率(%)   | 21.5   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 6.9   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 预期在2015年销售回升

分析员：余立峰 Donald Yu

华润置地 (01109 HK)

评级：收集

股价：HK\$20.450

目标价：HK\$23.70

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Underlying<br>Net Profit<br>(HK\$ m) | Underlying<br>EPS<br>(HK\$) | Underlying<br>EPS<br>(Δ %) | Underlying<br>PER<br>(x)       | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x)   | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|--------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|--------------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 44,364               | 8,152                                | 1.392                       | 23.3                       | 14.7                           | 11.859        | 1.7          | 0.335         | 1.6          | 16.3       |
| 2013A                                         | 71,389               | 10,357                               | 1.775                       | 27.5                       | 11.5                           | 14.549        | 1.4          | 0.437         | 2.1          | 19.1       |
| 2014F                                         | 87,892               | 12,743                               | 2.006                       | 23.1                       | 10.2                           | 15.566        | 1.3          | 0.449         | 2.2          | 18.0       |
| 2015F                                         | 108,306              | 16,293                               | 2.566                       | 17.4                       | 8.0                            | 18.121        | 1.1          | 0.575         | 2.8          | 18.2       |
| 2016F                                         | 120,100              | 19,528                               | 3.075                       | 19.9                       | 6.7                            | 21.109        | 1.0          | 0.731         | 3.6          | 18.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                                      | 5,831.2                     |                            | 大股东 Major shareholder          |               | 华润集团 79.9%   |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                                      | 119,248.4                   |                            | 流通比例 Free float (%)            |               | 19.9         |               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                                      | 13,227.7                    |                            | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               | 58.3         |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                                      | 20.800/13.620               |                            | 14年每股估值 14 NAV (HK\$)          |               | 32.3         |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                                      |                             |                            |                                |               | 4.3/27.8/9.6 |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                                      |                             |                            |                                |               | 5.9/24.9/8.3 |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

华润置地11月的合约销售同比增长23.5%至人民币71.9亿元。月销售均价同比下跌9.1%至每平方米人民币9,796元。11月的签约面积为734,000平方米，同比上升35.9%。公司一至十一月销售同比上升0.9%至人民币629.2亿元，销售面积同比上升5.2%至567.4万平方米。公司在2014年底有五个项目注入，将会增加华润置地的合约销售额人民币27.04亿元。华润城和济南兴隆项目已在2014年十月前预售了人民币27.04亿元。华润城和银湖项目将会在未来贡献更多销售。华润城的均价为每平方米人民币5万元。该项目位于南山区并靠近腾讯总部。银湖项目位于福田区的银湖。我们预期这两个项目将会在未来贡献高达人民币810亿元。

低利率的离岸资金支持华润置地投资物业的扩张并在一二线城市布局完整，项目注入利好销售增长。我们维持「收集」评级并调升目标价至23.70港元，相当于2014年NAV有20%折让，11.8倍2014年核心市盈率和1.5倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 限购在二三线城市退出。
- 新增土储充足，需求释放有利公司销售。

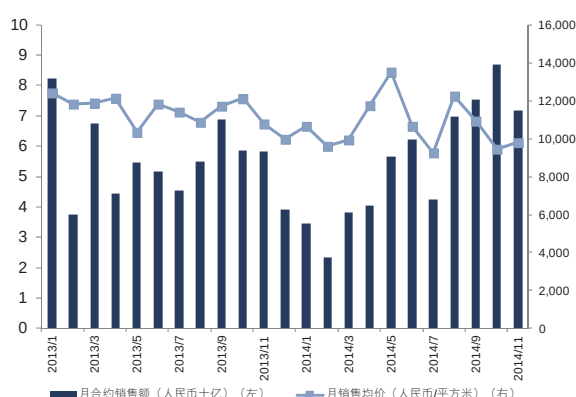
### 负面因素分析

- 二三线城市新楼盘项目毛利率较低。
- 早期三线城市项目将会入账，拉低毛利率水平。

### 风险分析

- 销售出现大幅下跌。
- 商业地产的供应过剩。

月销售额及销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 44,364   | 71,389   | 87,892   | 108,306  | 120,100  |
| 销售成本          | (27,667) | (51,282) | (60,382) | (74,624) | (80,601) |
| 毛利            | 16,696   | 20,107   | 27,510   | 33,682   | 39,499   |
| 投资物业公允价值收益    | 4,001    | 7,168    | 6,788    | 5,409    | 6,250    |
| 销售费用          | (1,902)  | (2,106)  | (2,200)  | (2,420)  | (2,541)  |
| 行政费用          | (1,809)  | (1,820)  | (2,500)  | (2,750)  | (2,888)  |
| 其它            | 764      | 766      | 230      | 227      | 227      |
| 经营溢利          | 17,750   | 24,114   | 29,828   | 34,149   | 40,548   |
| 净财务开支/收入      | (670)    | (146)    | (699)    | (1,102)  | (1,413)  |
| 除税前盈利         | 17,495   | 24,278   | 29,439   | 33,357   | 39,446   |
| 税项            | (6,298)  | (9,091)  | (12,273) | (13,166) | (15,245) |
| 除税后盈利         | 11,197   | 15,187   | 17,165   | 20,192   | 24,201   |
| 少数股东权益        | (628)    | (491)    | (604)    | (745)    | (996)    |
| 核心股东应占溢利      | 8,152    | 10,357   | 12,743   | 16,293   | 19,528   |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 23.9  | 60.9  | 23.1  | 23.2  | 10.9  |
| EPS增长率(%)  | 23.3  | 27.5  | 23.1  | 17.4  | 19.9  |
| 毛利率(%)     | 37.6  | 28.2  | 31.3  | 31.1  | 32.9  |
| 经营利润率(%)   | 40.0  | 33.8  | 33.9  | 31.5  | 33.8  |
| 净利率(%)     | 18.4  | 14.5  | 14.5  | 15.0  | 16.3  |
| 股东资金回报率(%) | 16.3  | 19.1  | 18.0  | 18.2  | 18.6  |
| 资产回报率(%)   | 7.8   | 8.6   | 9.8   | 9.4   | 9.7   |
| 净负债比率(%)   | 44.8  | 43.2  | 55.6  | 58.3  | 57.6  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 商业地产推动销售增长

分析员：余立峰 Donald Yu

宝龙地产 (01238 HK)

评级：收集

股价：HK\$1.090

目标价：HK\$1.45

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Underlying<br>Net Profit<br>(RMB m) | Underlying<br>EPS<br>(RMB) | Underlying<br>EPS<br>(Δ %) | Underlying<br>PER<br>(x)       | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)       | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-------------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 5,872               | 1,053                               | 0.263                      | 7.4                        | 3.3                            | 4.000        | 0.2              | 0.081        | 9.2          | 14.2       |
| 2013A                                         | 7,257               | 1,046                               | 0.261                      | (0.7)                      | 3.4                            | 4.274        | 0.2              | 0.000        | 0.0          | 8.2        |
| 2014F                                         | 9,939               | 1,062                               | 0.266                      | 1.9                        | 3.2                            | 4.665        | 0.2              | 0.079        | 9.2          | 8.1        |
| 2015F                                         | 16,302              | 2,113                               | 0.529                      | 99.0                       | 1.6                            | 5.198        | 0.2              | 0.063        | 7.4          | 11.7       |
| 2016F                                         | 25,895              | 4,335                               | 1.085                      | 105.1                      | 0.8                            | 6.325        | 0.1              | 0.125        | 14.5         | 19.5       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                                     | 3,997.3                    |                            | 大股东 Major shareholder          |              | 许健康 45.2%        |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                                     | 4,357.1                    |                            | 流通比例 Free float (%)            |              | 30.0             |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                                     | 1,816.4                    |                            | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 50.8             |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                                     | 1.660/0.990                |                            | 14年每股估值 14 NAV (HK\$)          |              | 4.8              |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                            |                                |              | (1.8)/9.0/(34.3) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                            |                                |              | (0.2)/6.1/(35.6) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

在2014年11月份，合约销售额约人民币15.2亿元，物业合约销售面积约16.8万平方米，销售均价每平方米约人民币9,000元。一至十一月，公司销售额到人民币85.9亿元，同比增长10.1%。销售面积为101.2万平方米，同比增长21.3%，销售均价为人民币8,488元。公司仅达到销售目标的71.5%，预期公司的销售难以达标。

我们相信公司转移其焦点到上海及二线城市是一个适当的战略。长三角区域的项目在2015至2016将会成为主要的贡献项目，将会推动收入增长以及增强公司的毛利率和净利率。因此我们给予其「收集」评级及目标价1.45港元，较2014年NAV 4.83港元有70%的折让，相当于4.3倍2014年核心市盈率及0.2倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 限购在二三线城市退出。
- 2015年需求释放有利公司销售。

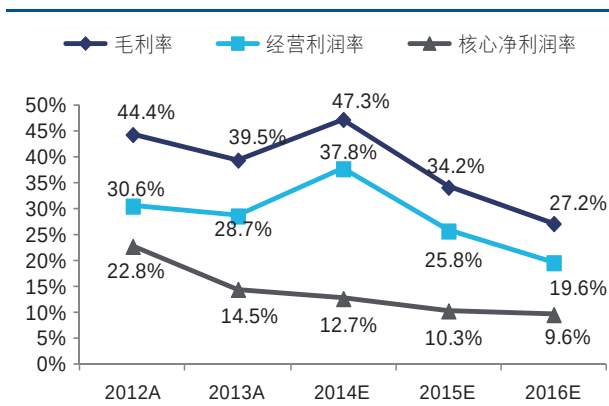
### 负面因素分析

- 商业地产销售增长减慢。
- 二三线城市的改善性需求释放变慢。

### 风险分析

- 销售出现大幅下跌。

公司毛利率与净利率预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F    | 2016F    |
|----------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业额            | 5,872   | 7,257   | 9,939   | 16,302   | 25,895   |
| 销售成本           | (3,540) | (5,202) | (7,149) | (10,562) | (14,274) |
| 毛利             | 2,332   | 2,055   | 2,791   | 5,741    | 11,621   |
| 销售费用           | (208)   | (241)   | (248)   | (489)    | (1,295)  |
| 行政费用           | (505)   | (584)   | (556)   | (546)    | (1,350)  |
| 其它             | (56)    | 73      | 13      | (4)      | (40)     |
| 经营溢利           | 3,306   | 1,834   | 2,714   | 5,232    | 9,306    |
| 净财务开支/收入       | (29)    | 121     | 66      | 57       | 55       |
| 除税前盈利          | 3,410   | 2,064   | 2,780   | 5,289    | 9,361    |
| 税项             | (1,197) | (663)   | (1,204) | (2,755)  | (4,360)  |
| 除税后盈利          | 2,213   | 1,400   | 1,576   | 2,534    | 5,001    |
| 少数股东权益         | (19)    | 3       | (17)    | (9)      | (158)    |
| 核心股东应占溢利       | 1,053   | 1,046   | 1,062   | 2,113    | 4,335    |

重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | (37.7) | 76.5  | 40.9  | 31.5  | 42.9  |
| EPS增长率(%)  | 7.4    | (0.7) | 1.9   | 99.0  | 105.1 |
| 毛利率(%)     | 39.7   | 28.3  | 28.1  | 35.2  | 44.9  |
| 经营利润率(%)   | 56.3   | 25.3  | 27.3  | 32.1  | 35.9  |
| 净利率(%)     | 17.9   | 14.4  | 10.7  | 13.0  | 16.7  |
| 股东资金回报率(%) | 14.2   | 8.2   | 8.1   | 11.7  | 19.5  |
| 资产回报率(%)   | 5.9    | 3.2   | 3.0   | 4.6   | 8.4   |
| 净负债比率(%)   | 58.2   | 68.0  | 64.4  | 50.8  | 54.8  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 销售增长预期放缓

分析员：余立峰 Donald Yu

碧桂园 (02007 HK)

评级：中性

股价：HK\$3.100

目标价：HK\$3.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Underlying<br>Net Profit<br>(RMB m) | Underlying<br>EPS<br>(RMB) | Underlying<br>EPS<br>(Δ %) | Underlying<br>PER<br>(x)       | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)       | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-------------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 41,891              | 6,791                               | 0.375                      | 7.7                        | 6.6                            | 2.087        | 1.2              | 0.140        | 5.6          | 20.6       |
| 2013A                                         | 62,682              | 8,473                               | 0.464                      | 23.6                       | 5.2                            | 2.408        | 1.0              | 0.170        | 7.0          | 20.9       |
| 2014F                                         | 78,687              | 11,282                              | 0.554                      | 19.5                       | 4.4                            | 2.755        | 0.9              | 0.186        | 7.6          | 23.5       |
| 2015F                                         | 98,832              | 13,204                              | 0.611                      | 10.2                       | 4.0                            | 3.008        | 0.8              | 0.224        | 9.2          | 23.3       |
| 2016F                                         | 121,401             | 14,663                              | 0.640                      | 4.9                        | 3.8                            | 3.257        | 0.8              | 0.270        | 11.0         | 22.3       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                                     | 20,351.8                   |                            | 大股东 Major shareholder          |              | 杨惠妍 59.7%        |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$m)                        |                     |                                     | 63,090.6                   |                            | 流通比例 Free float (%)            |              | 27.3             |              |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                                     | 36,924.8                   |                            | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 55.6             |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                                     | 4.730/2.779                |                            | 14年每股估值 14 NAV (HK\$)          |              | 10.0             |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                            |                                |              | (4.3)/5.8/(28.2) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                            |                                |              | (2.7)/2.9/(29.5) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

碧桂园11月的合约销售同比跌29.0%至人民币120.8亿元。月销售均价同比升3.5%至每平方米人民币6,562元。11月的签约面积同下跌31.3%至1,840,000平方米。一至十一月公司合约销售同比增7.6%至人民币1,039.5亿元，相当于2014年合约销售目标的81.2%。合约销售面积同比增长6.8%至15,560,000平方米。

根据公司数据，公司在一至十一月已购入441.2万平方米的土地储备，总代价人民币45.6亿元，平均成本1,033元每平方米。土地成本有所上升。

我们维持其「中性」评级：1) 在市场不稳定的情况下进取扩张，耗费更多现金到资本开支；2) 销售有可能受三线及低级别城市的过度供应所影响，导致价格降低；我们维持「中性」评级及其目标价3.50港元，相当于2014年NAV有65%折让，5.0倍2014年核心市盈率和1.0倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 限购在二三线城市退出。
- 新增土储充足，需求释放有利公司销售。

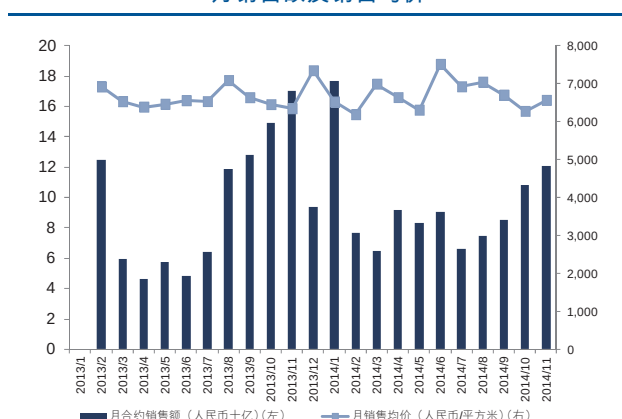
### 负面因素分析

- 部分新楼盘项目毛利率较低。
- 早期三线城市项目将会在当年入账，拉低毛利率水平。

### 风险分析

- 销售出现大幅下跌。
- 海外项目风险控制弱，有可能影响公司资金回笼。

月销售额及销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 41,891   | 62,682   | 78,687   | 98,832   | 121,401  |
| 销售成本           | (26,551) | (43,713) | (55,154) | (70,809) | (86,304) |
| 毛利             | 15,340   | 18,969   | 23,533   | 28,023   | 35,097   |
| 其它收益           | 103      | 64       | 64       | 64       | 64       |
| 销售费用           | (2,186)  | (4,304)  | (4,322)  | (4,357)  | (5,871)  |
| 行政费用           | (1,568)  | (2,033)  | (2,398)  | (3,666)  | (4,503)  |
| 经营溢利           | 11,688   | 12,696   | 16,877   | 20,064   | 24,787   |
| 净财务开支/收入       | (126)    | 803      | 807      | 428      | 406      |
| 除税前盈利          | 11,542   | 13,473   | 17,778   | 20,587   | 25,287   |
| 税项             | (4,658)  | (4,626)  | (6,117)  | (7,054)  | (10,293) |
| 除税后盈利          | 6,884    | 8,848    | 11,661   | 13,533   | 14,994   |
| 少数股东权益         | (32)     | (334)    | (338)    | (288)    | (294)    |
| 核心股东应占溢利       | 6,791    | 8,473    | 11,282   | 13,204   | 14,663   |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 20.6  | 49.6  | 25.5  | 25.6  | 22.8  |
| EPS增长率(%)  | 7.7   | 23.6  | 19.5  | 10.2  | 4.9   |
| 毛利率(%)     | 36.6  | 30.3  | 29.9  | 28.4  | 28.9  |
| 经营利润率(%)   | 27.9  | 20.3  | 21.4  | 20.3  | 20.4  |
| 净利率(%)     | 16.2  | 13.5  | 14.3  | 13.4  | 12.1  |
| 股东资金回报率(%) | 20.6  | 20.9  | 23.5  | 23.3  | 22.3  |
| 资产回报率(%)   | 8.6   | 6.2   | 5.8   | 6.0   | 6.2   |
| 净负债比率(%)   | 53.4  | 67.3  | 69.5  | 55.6  | 61.9  |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 逆市增长但流动性堪忧

分析员：余立峰 Donald Yu

恒大地产 (03333 HK)

评级：中性

股价：HK\$3.140

目标价：HK\$3.66

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Underlying<br>Net Profit<br>(RMB m) | Underlying<br>EPS<br>(RMB) | Underlying<br>EPS<br>(Δ %)     | Underlying<br>PER<br>(x) | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-------------------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 65,261              | 6,691                               | 0.438                      | (25.3)                         | 5.8                      | 2.556        | 1.0            | 0.153        | 6.1          | 26.1       |
| 2013A                                         | 93,672              | 9,724                               | 0.603                      | 37.6                           | 4.1                      | 3.040        | 0.8            | 0.392        | 16.0         | 29.0       |
| 2014F                                         | 108,580             | 11,240                              | 0.762                      | 27.8                           | 3.3                      | 3.676        | 0.7            | 0.305        | 12.3         | 27.4       |
| 2015F                                         | 114,072             | 11,937                              | 0.800                      | 4.9                            | 3.1                      | 4.178        | 0.6            | 0.404        | 16.3         | 25.5       |
| 2016F                                         | 128,506             | 12,830                              | 0.859                      | 7.4                            | 2.9                      | 4.709        | 0.5            | 0.536        | 21.6         | 23.9       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                                     | 14,588.3                   | 大股东 Major shareholder          |                          |              | 许家印 69.8%      |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$m)                        |                     |                                     | 45,807.4                   | 流通比例 Free float (%)            |                          |              | 30.3           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                                     | 26,132.2                   | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |                          |              | 90.3           |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                                     | 4.080/2.730                | 14年每股估值 14 NAV (HK\$)          |                          |              | 7.7            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                                |                          |              | (0.3)/7.5/24.4 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                                |                          |              | 1.3/4.6/23.1   |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

恒大地产十一月的合约销售同比升88.6%至人民币134.1亿元。月销售均价同比升20.4%至每平方米人民币7,926元。十一月的签约面积同比升56.7%至1,692,000平方米。在2014年一至十一月，公司实现了合约销售1,206.9亿元，同比增长22.7%。合约销售面积同比增长了14.2%至16,682,000平方米。一至十一月的销售均价同比增长7.4%至人民币7,235元每平方米。公司已完成其销售目标。

根据我们的统计，公司在一至十一月已购入418万平方米的土地储备，总代价人民币168亿元，平均成本4,034元每平方米。由于北京两个地块的楼面地价高达人民币12,516元每平方米及人民币8,499元每平方米，溢价率分别为180%及33%，导致整体的平均地价大幅上升。

公司销售逆市增长，一线城市增加项目有利项目布局优化，但公司依赖扩大杠杆来获得销售增长，三线城市的库存消化也令人担忧，对流动性有负面影响。因此我们维持恒大地产「中性」评级，目标价为3.66港元。我们的目标价相当于2014年NAV每股7.73港元的53%折让，3.8倍2014年核心市盈率和0.8倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 限购在二三线城市退出。
- 2015年需求释放有利公司销售。

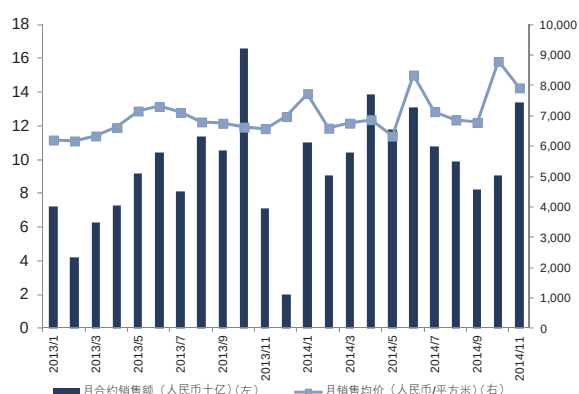
### 负面因素分析

- 负债高，应付账款较多，流动性变差的可能性较大。
- 三线城市销售增长减慢。

### 风险分析

- 销售出现大幅下跌。

月销售额及销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 65,261   | 93,672   | 108,580  | 114,072  | 128,506  |
| 销售成本           | (47,050) | (66,023) | (76,312) | (80,224) | (92,387) |
| 毛利             | 18,210   | 27,649   | 32,267   | 33,849   | 36,119   |
| 销售费用           | (3,018)  | (4,310)  | (4,396)  | (4,484)  | (4,574)  |
| 行政费用           | (2,601)  | (3,472)  | (3,403)  | (3,335)  | (3,268)  |
| 其它             | 3,931    | 5,177    | 4,574    | 4,324    | 4,221    |
| 经营溢利           | 16,523   | 25,044   | 29,042   | 30,354   | 32,498   |
| 净财务开支/收入       | (33)     | 353      | (259)    | (99)     | (514)    |
| 除税前盈利          | 16,490   | 25,396   | 28,783   | 30,254   | 31,984   |
| 税项             | (7,308)  | (11,687) | (13,517) | (14,191) | (15,018) |
| 除税后盈利          | 9,182    | 13,709   | 15,266   | 16,063   | 16,967   |
| 少数股东权益         | (11)     | (441)    | (523)    | (629)    | (629)    |
| 核心股东应占溢利       | 6,691    | 9,724    | 11,240   | 11,937   | 12,830   |

重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 5.4    | 43.5  | 15.9  | 5.1   | 12.7  |
| EPS增长率(%)  | (25.3) | 37.6  | 27.8  | 4.9   | 7.4   |
| 毛利率(%)     | 27.9   | 29.5  | 29.7  | 29.7  | 28.1  |
| 经营利润率(%)   | 25.3   | 26.7  | 26.7  | 26.6  | 25.3  |
| 净利率(%)     | 10.3   | 10.4  | 10.4  | 10.5  | 10.0  |
| 股东资金回报率(%) | 26.1   | 29.0  | 27.4  | 25.5  | 23.9  |
| 资产回报率(%)   | 6.9    | 7.2   | 7.5   | 7.6   | 7.2   |
| 净负债比率(%)   | 91.7   | 113.5 | 100.1 | 90.3  | 93.5  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 降价加快周转

分析员：余立峰 Donald Yu

雅居乐地产 (03383 HK)

评级：中性

股价：HK\$4.410

目标价：HK\$4.32

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Underlying<br>Net Profit<br>(RMB m) | Underlying<br>EPS<br>(RMB) | Underlying<br>EPS<br>(Δ %) | Underlying<br>PER<br>(x)       | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)          | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-------------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 29,892              | 4,870                               | 1.326                      | 18.4                       | 2.6                            | 6.973        | 0.5                 | 0.307        | 8.9          | 21.1       |
| 2013A                                         | 35,436              | 4,719                               | 1.270                      | (4.2)                      | 2.7                            | 7.904        | 0.4                 | 0.373        | 10.7         | 17.6       |
| 2014F                                         | 38,843              | 4,725                               | 1.206                      | (5.0)                      | 2.9                            | 8.475        | 0.4                 | 0.415        | 11.9         | 15.6       |
| 2015F                                         | 48,536              | 6,100                               | 1.756                      | 45.5                       | 2.0                            | 10.707       | 0.3                 | 0.460        | 13.2         | 17.8       |
| 2016F                                         | 53,380              | 6,378                               | 1.840                      | 4.8                        | 1.9                            | 11.863       | 0.3                 | 0.509        | 14.6         | 16.8       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                                     | 3,917.0                    |                            | 大股东 Major shareholder          |              | 陈卓林 62.6%           |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$m)                        |                     |                                     | 17,274.2                   |                            | 流通比例 Free float (%)            |              | 36.2                |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                                     | 21,747.7                   |                            | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 66.6                |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                                     | 8.445/3.298                |                            | 14年每股估值 14 NAV (HK\$)          |              | 17.3                |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                            |                                |              | (3.5)/(7.5)/(42.5)  |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                                     |                            |                            |                                |              | (1.9)/(10.4)/(43.8) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

雅居乐十一月的合约销售同比升22.9%至人民币52.6亿元。合约销售面积同比上升15.8%至417,000平方米。月销售均价同比升6.1%至每平方米人民币12,614元。一至十一月合约销售为人民币389.2亿元，同比增16.2%。合约面积同比增38.0%至4,001,000平方米。公司已经完成其销售目标的81.1%。但公司需要在12月完成人民币90.8亿元的合约销售才能达到2014年的销售目标。我们相信公司难以达到2014年的合约销售目标。

雅居乐的战略使其变得更加务实，如减低均价和降低产品规格来吸引更多刚需买家。雅居乐需要更加进取来推动销售增长。否则其流动性在短期有可能有问题。因此我们维持「中性」评级及目标价4.32港元，相当于较调整后的2014年NAV有75%的折让，同时相当于2.8倍2014年核心市盈率及0.4倍2014年市净率。

### 正面因素分析

- 限购在二三线城市退出。
- 2015年需求释放有利公司销售。

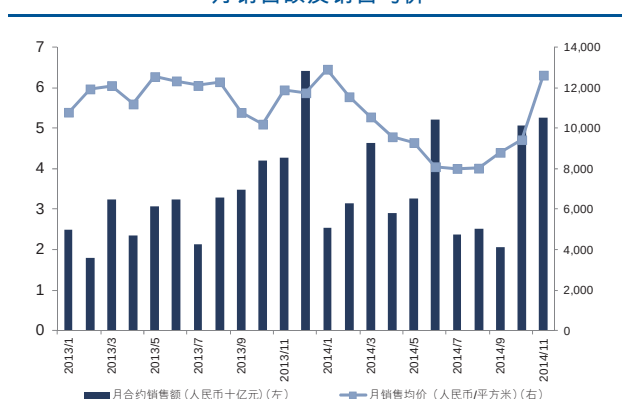
### 负面因素分析

- 流动性变差的可能性较大。
- 过于依赖旅游地产推动销售增长。

### 风险分析

- 销售出现大幅下跌。

月销售额及销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 29,892   | 35,436   | 38,843   | 48,536   | 53,380   |
| 销售成本           | (17,456) | (22,822) | (25,948) | (32,902) | (36,037) |
| 毛利             | 12,436   | 12,615   | 12,895   | 15,634   | 17,343   |
| 投资物业公允价值收益     | 178      | 174      | 227      | 245      | 264      |
| 销售费用           | (975)    | (1,523)  | (1,580)  | (1,645)  | (1,708)  |
| 行政费用           | (1,125)  | (1,285)  | (1,338)  | (1,399)  | (1,459)  |
| 其它             | (48)     | (1)      | (37)     | (27)     | (21)     |
| 经营溢利           | 10,467   | 9,981    | 10,166   | 12,808   | 14,418   |
| 净财务开支/收入       | (46)     | 488      | 1,157    | 1,036    | 1,106    |
| 除税前盈利          | 10,532   | 10,713   | 11,322   | 13,844   | 15,524   |
| 税项             | (5,385)  | (4,850)  | (5,954)  | (7,085)  | (8,473)  |
| 除税后盈利          | 5,147    | 5,862    | 5,368    | 6,759    | 7,051    |
| 少数股东权益         | (146)    | (1,035)  | (489)    | (489)    | (489)    |
| 核心股东应占溢利       | 4,870    | 4,719    | 4,725    | 6,100    | 6,378    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长(%)    | 30.3  | 18.5  | 9.6   | 25.0  | 10.0  |
| EPS增长率(%)  | 18.4  | (4.2) | (5.0) | 45.5  | 4.8   |
| 毛利率(%)     | 41.6  | 35.6  | 33.2  | 32.2  | 32.5  |
| 经营利润率(%)   | 35.0  | 28.2  | 26.2  | 26.4  | 27.0  |
| 净利率(%)     | 16.7  | 13.6  | 12.6  | 12.9  | 12.3  |
| 股东资金回报率(%) | 21.1  | 17.6  | 15.6  | 17.8  | 16.8  |
| 资产回报率(%)   | 11.5  | 8.7   | 7.8   | 8.7   | 8.5   |
| 净负债比率(%)   | 70.5  | 91.3  | 75.7  | 66.6  | 55.9  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

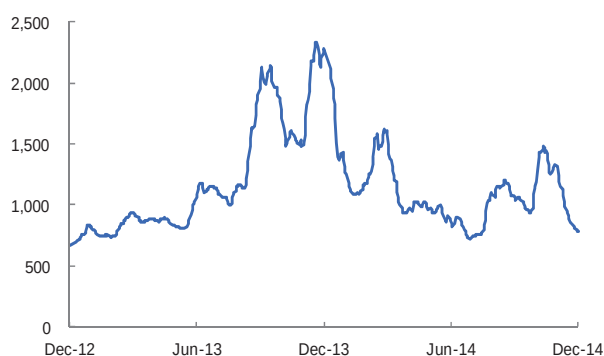
## 航运物流行业

## 跑赢大市

分析员：周一帆 Ivan Zhou

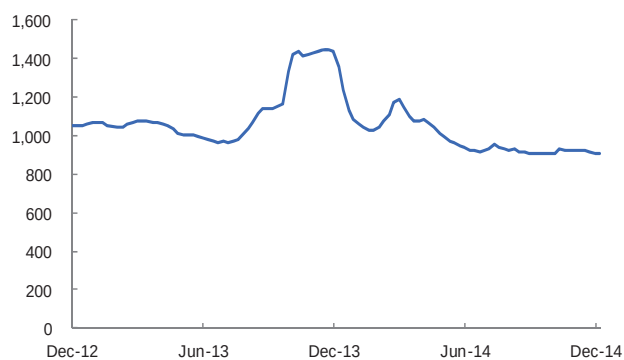
国际干散货运费波动剧烈，近期在低位徘徊。国际干散货运价在2014年年初开始从高位回落。在2014年1月2日时BDI录得2,123点，然后在波动中持续向下，在2014年7月22日录得2014年最低点723点，之后开始反弹至11月4日的1,484点，然后一路下滑，在2014年的最后一个报价日期跌至782点。2014年BDI均值为1,105点，比2013年均值下降8.3%。运费下跌的主要因素是第四季巴西出货低迷导致全球铁矿石运量下跌，而且临近年底中国资金面趋紧以及APEC会议，影响了钢厂的采购，从而导致好望角型船运费下跌，代表好望角型运费的BCI指数在2014年的最后一个报价日期跌至474点，比起年初时的3,733点已跌去近87%，直接拖低了整体干散货运费。同时，国际煤炭运输需求以及中国煤炭需求也弱于预期，因此市场维持弱势震荡。国内沿海方面，中国沿海散货运价指数(CCBFI)截至12月26日，报904.6点，同比下跌33.4%。

波罗的海干散货运价指数(BDI)



资料来源：Bloomberg。

中国沿海散货运价指数(CCBFI)

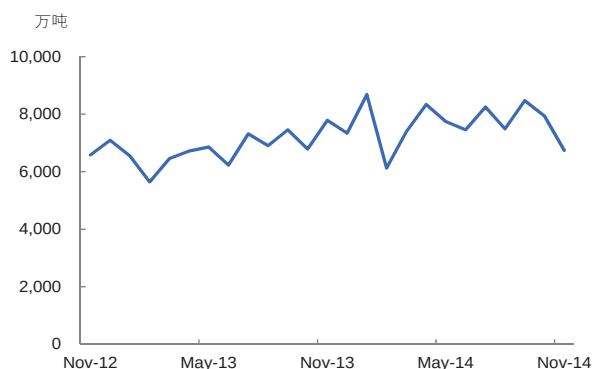


资料来源：上海航交所。

295

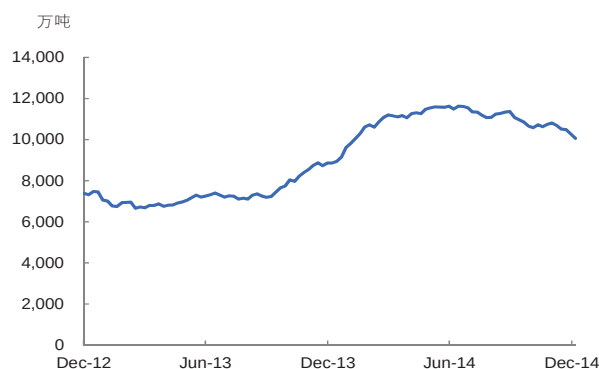
预计2015年波罗的海干散货指数或温和反弹，但不会大幅走高。由于中国的内贸煤保护政策，2015年的国际煤炭运输量预计增长有限；现时整体干散货运输的增长动力主要来自铁矿石运输。根据中国海关数据，2014年前11个月中国进口铁矿石及其精矿达8.5亿吨，同比上升13.3%。然而，11月单月进口量同比下跌13.4%，直接导致国际干散货运费下跌。我们认为随着港口铁矿石库存下降以及铁矿石价格维持在低位，2015年初铁矿石进口量会有所回升，从而使国际干散货运价温和反弹；而中国沿海煤炭和粮食运量增幅或继续保持相对平稳。但总体看，由于中国经济预计增速放缓，需求端较为疲弱，运费快速大幅上涨的可能性较低。2015年全年看，波罗的海干散货指数预计先低后回升，均值预计在1,300点左右。

中国铁矿石月度进口量



资料来源：中国海关。

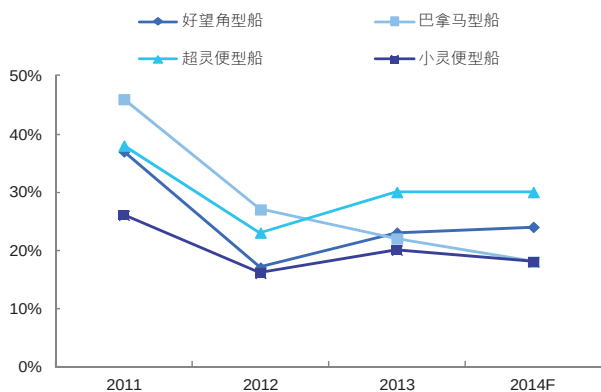
中国主要港口的铁矿石库存



资料来源：Wind。

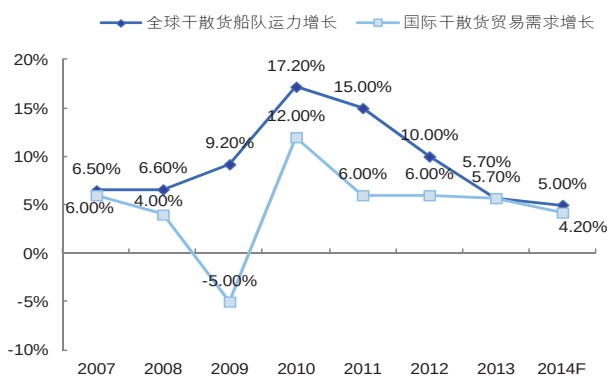
**2015年干散货运市场供过于求的局面将继续缓和。**预计国际干散货物运输市场运力过剩的问题2015年继续缓和。根据克拉克森最新统计数据，到2014年底全球干散货贸易需求预期增长**4.2%**，同年全球干散货船队运力预计上升**5.0%**。我们认为，船舶供应量高于需求量的情况相比过去三年已经有所缓解，但由于供给增速仍然小幅高于需求增速，市场供过于求的情况仍然需要更多的时间消化。从目前订单情况看，干散货新船订单运力是现有市场运力的**23%**，订单比重相对偏高的主要是灵便型船，未来市场过剩的供给将会逐步消化。因此，我们认为虽然未来2-3年行业产能过剩的风险仍然存在，但**2015年**总体来说市场情况将逐步好转。

新船订单占现有运力的比例变化



资料来源：克拉克森。

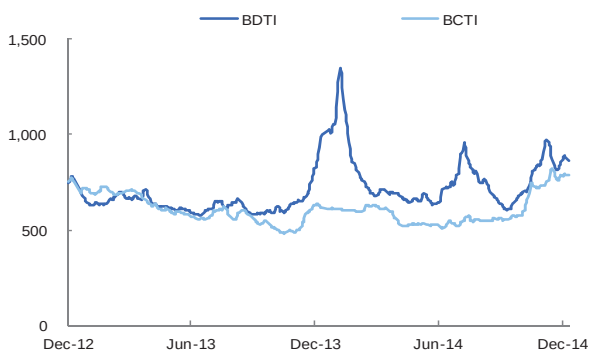
全球干散货物运输供需变化



资料来源：克拉克森。

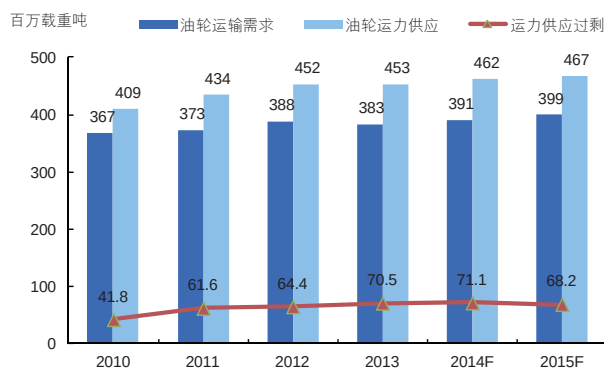
**预计国际油运运价在2015年将稳中有升。**2014年第三季开始国际油价显著下跌，低油价吸引企业和部分国家增加石油进口从而提升储备水平，有利于国际油运市场。2014年国际油运运价有所回升，根据波罗的海交易所指数，截至12月24日，波罗的海原油运价指数收报**862**点，2014年全年均值较前一年同期均值实际上升了约**21.0%**。波罗的海成品油运价指数收报**735**点，2014年全年均值较前一年同期均值实际轻微下跌了约**0.7%**。未来原油运输价格仍将受运力供给主导。克拉克森数据显示，2015年油运市场将继续供过于求，测算全年油轮需求约**3.99**亿载重吨，但油轮运力供给约**4.67**亿载重吨，即表示有近**6,820**万载重吨运力过剩，过剩情况比2014年将有所好转。而油轮运输需求随着世界经济继续复苏以及油价可能继续维持在低位而有所增长。因此2015年油运运价在过剩的供给轻微好转的情况下将保持稳定，并且有一定上涨潜力。

波罗的海原油运价(BDTI)和成品油运价指数(BCTI)



资料来源：Bloomberg。

全球油轮供需分析

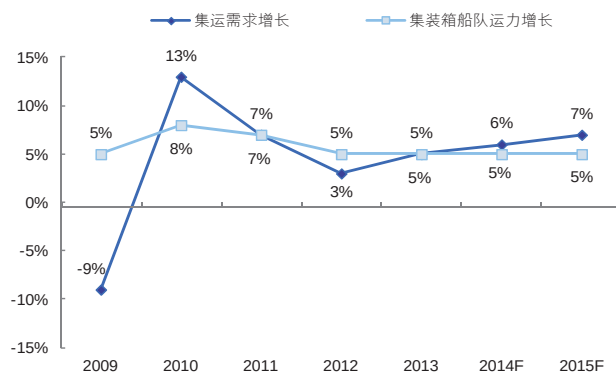


资料来源：克拉克森。

**2015年集装箱运输市场将继续保持稳定。**马士基航运、地中海航运和达飞轮船拟建的P3联盟由于中国商务部的反对而流产；马士基航运和地中海航运组建2M联盟，将在2015年1月1日启动。此后全球航运市场将呈现2M、O3、CKYHE和G6四大联盟间的联盟竞争。根据Alphaliner数据，2014年预计运力增速将达到**5.8%**，2015年运力增速预计将上升至**8.0%**，2016年运力增速将回落至**4.6%**。而从需求端来看，根据克拉克森数据，

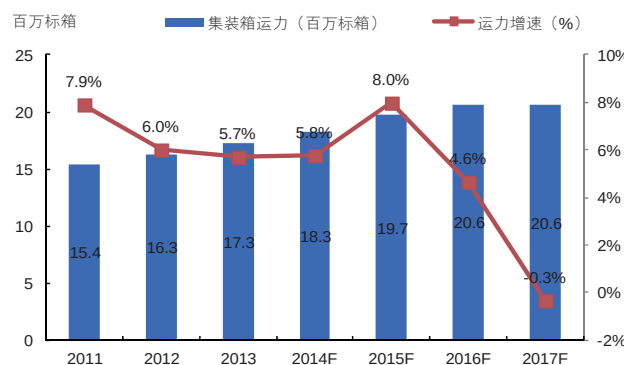
预计2014年需求增速为6.0%，高于运力增速水平。而2015年需求增速为7.0%，低于Alphaliner的运力增速预测，但高于克拉克森的运力增长预测。我们认为，随着需求继续复苏，2015年集运运力过剩情况将继续缓解，整体运价将保持稳定。而由于美国经济复苏强劲，亚洲—美国间航线运费预计将继续维持在高位。

全球集装箱运输需求和供给增长



资料来源：克拉克森。

集装箱船新运力交付和运力增速



资料来源：Alphaliner (订单已考虑拆解)。

## 投资建议

维持行业评级「跑赢大市」，行业首选为中海发展(01138 HK)。基于以上分析，我们认为航运市场在2015年将继续温和改善。我们的油气团队预测油价在2015年将继续保持弱势。燃油费用在航运公司的总成本中通常占据30%—40%；油价的大幅下跌将显著降低航运公司的运营成本。而我们预期整体运价将保持稳定，航运公司的盈利能力将持续恢复。因此我们维持行业评级「跑赢大市」。我们的行业首选是中海发展(01138 HK)，考虑到油运市场及公司基本面的复苏，我们认为公司股价在2015年将继续上升。投资评级「买入」，目标价6.50港元。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率 (%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|-----------|
| 中外运航运  | 00368 | 1.850    | 收集   | 24.3     | 15.4     | 9.8      | 0.4      | 2.7        | 1.9       |
| 中国外运   | 00598 | 5.170    | 买入   | 13.9     | 11.4     | 9.9      | 1.3      | 11.7       | 1.9       |
| 中海发展   | 01138 | 5.320    | 买入   | 70.7     | 22.4     | 9.0      | 0.6      | 3.5        | 0.0       |
| 中国远洋   | 01919 | 3.830    | 收集   | n.a.     | 23.9     | 8.4      | 1.3      | 5.4        | 0.0       |
| 中海集运   | 02866 | 2.450    | 收集   | 28.8     | 14.7     | 10.1     | 0.9      | 6.1        | 0.0       |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 33.6     | 18.4     | 9.3      | 1.0      | 6.4        | 0.5       |

资料来源：国泰君安国际。



# 母公司的资产注入完成

分析员：周一帆 Ivan Zhou

中外运航运 (00368 HK)

评级：收集

股价：HK\$1.850

目标价：HK\$2.65

| End 12/31                                     | Turnover<br>(US\$ m) | Net Profit<br>(US\$ m) | EPS<br>(US\$) | EPS<br>(Δ %)                   | PER<br>(x) | BPS<br>(US\$) | PBR<br>(x)           | DPS<br>(US\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------------------------|------------|---------------|----------------------|---------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 222                  | 20                     | 0.005         | (78.1)                         | 47.2       | 0.545         | 0.4                  | 0.001         | 0.5          | 0.9        |
| 2013A                                         | 195                  | 4                      | 0.001         | (78.5)                         | 220.7      | 0.545         | 0.4                  | 0.000         | 0.0          | 0.2        |
| 2014F                                         | 1,408                | 39                     | 0.010         | 810.2                          | 24.3       | 0.555         | 0.4                  | 0.000         | 0.0          | 1.8        |
| 2015F                                         | 1,519                | 62                     | 0.015         | 57.4                           | 15.4       | 0.571         | 0.4                  | 0.005         | 1.9          | 2.7        |
| 2016F                                         | 1,679                | 97                     | 0.024         | 57.1                           | 9.8        | 0.590         | 0.4                  | 0.007         | 3.1          | 4.0        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 3,992.1       | 大股东 Major shareholder          |            |               | 中外运长航集团 68.1%        |               |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 7,385.4       | 流通比例 Free float (%)            |            |               | 31.9                 |               |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                      |                        | 2,754.8       | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |            |               | 净现金                  |               |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 2.920/1.750   | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |            |               | 3.0                  |               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |                                |            |               | (11.1)/(14.4)/(34.6) |               |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |                                |            |               | (9.5)/(17.3)/(35.9)  |               |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

公司收购49%中租，49%中外运集装箱集团，100%中外运天泽和其它一些船务公司的股份已经完成。收购完成后，上述每家目标公司都成为公司的直接或间接子公司，他们的账目将被并入综合财务报表。总代价约为1.376亿美元。各目标公司2013年首10个月的总收入为9.526亿美元，总利润为430万美元。收购将显著增加公司的收入，但短期对净利润的影响会比收入小。它还将有助于为干散货、集装箱和多功能航运建立一个高质量综合性国际化航运平台，增强公司的竞争力和稳固公司的市场定位。由于航运市场已经见底回升，当前的市场形势将有助于公司实现低成本扩张。我们相信收购的目标公司将在不久的将来贡献较大的净利润增长。

资产注入扩大了业务规模并增强了协同效应，在市场全面复苏时将对公司十分有利。考虑到当前的估值以及资产注入带来的正面预期，我们的评级为「收集」，目标价是2.65港元，相当于34.6倍、22.0倍及14.0倍2014–2016年市盈率及0.6倍2014年市净率。

## 正面因素分析

- 未来新收购公司的业务整合有利于公司快速扩大客户基础。
- 公司现金充裕，未来扩张潜力大。

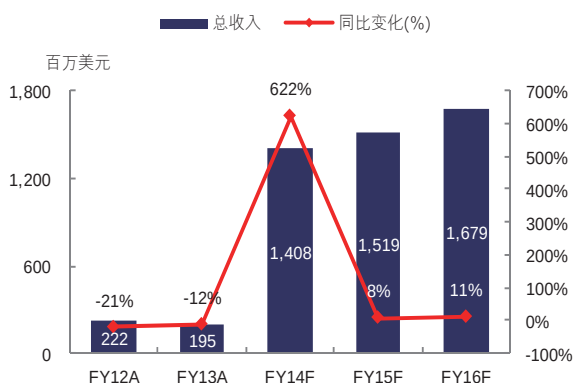
## 负面因素分析

- 国际干散货市场运力过剩问题依然存在。
- 近期国际干散货船期租租金有所下跌，可能影响公司租船收入。

## 风险分析

- 国际干散货市场运力过剩加剧，期租租金下跌。
- 国际干散货运输需求低于预期。
- 新收购业务带来的风险。

中外运航运收入预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万美元) | 2012A  | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业额           | 222    | 195    | 1,408 | 1,519 | 1,679 |
| 折旧摊销          | (56)   | (58)   | (69)  | (73)  | (75)  |
| 水手及其它海运       | (39)   | (37)   | (54)  | (70)  | (91)  |
| 其它经营开支        | (101)  | (92)   | (584) | (607) | (660) |
| 经营溢利          | (7)    | (21)   | 458   | 507   | 563   |
| 净财务开支/收入      | 28     | 23     | 25    | 19    | 19    |
| 应占合共同控制实体溢利   | 1      | 1      | 1     | 1     | 1     |
| 除税前盈利         | 21     | 5      | 54    | 85    | 133   |
| 税项            | (1)    | (1)    | (1)   | (2)   | (3)   |
| 除税后盈利         | 20     | 4      | 39    | 62    | 97    |
| 股东应占溢利        | 20     | 4      | 39    | 62    | 97    |
| 每股盈利 (美元)     | 0.005  | 0.001  | 0.010 | 0.015 | 0.024 |
| 增长/(减少) (%)   | (78.1) | (78.5) | 810.2 | 57.4  | 57.1  |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | (3.4) | (9.4) | 2.0   | 4.3   | 6.7   |
| 净利率 (%)     | 9.1   | 2.2   | 2.8   | 4.1   | 5.8   |
| 资产回报率 (%)   | (0.3) | (0.8) | 0.6   | 1.8   | 3.0   |
| 股东资金回报率 (%) | 0.9   | 0.2   | 1.8   | 2.7   | 4.0   |
| 净资产负债率 (%)  | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 净利息   | 净利息   | 净利息   | 净利息   | 净利息   |
| 流动比率 (倍)    | 收入    | 收入    | 收入    | 收入    | 收入    |
| 速动比率 (倍)    | 26.0  | 23.2  | 5.8   | 6.8   | 7.1   |
|             | 25.8  | 22.9  | 5.3   | 5.9   | 6.7   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 物流业务将成为新的增长点

分析员：周一帆 Ivan Zhou

中国外运(00598 HK)

评级：买入

股价：HK\$5.170

目标价：HK\$6.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)       | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 47,482              | 649                   | 0.153        | 1.0          | 27.2                           | 2.439        | 1.7        | 0.030              | 0.7          | 6.4        |
| 2013A                                         | 47,769              | 844                   | 0.199        | 30.1         | 20.3                           | 2.571        | 1.6        | 0.050              | 1.2          | 7.9        |
| 2014F                                         | 45,532              | 1,295                 | 0.294        | 48.1         | 13.9                           | 2.929        | 1.4        | 0.061              | 1.5          | 10.6       |
| 2015F                                         | 49,747              | 1,649                 | 0.358        | 21.6         | 11.4                           | 3.194        | 1.3        | 0.078              | 1.9          | 11.7       |
| 2016F                                         | 51,915              | 1,895                 | 0.411        | 14.9         | 9.9                            | 3.490        | 1.2        | 0.089              | 2.2          | 12.3       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 4,606.5      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 中外运长航集团 55.4%      |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 23,815.5     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 36.9               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 24,603.3     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金                |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 6.550/2.890  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 6.3                |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (11.6)/(8.3)/80.1  |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (10.0)/(11.3)/78.9 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

公司2014年第三季收入同比增长0.9%至131.53亿元人民币，净利润同比增长41.6%至3.70亿元人民币，符合我们预期。公司在此期间成功控制了成本，使毛利率上升1个百分点到19.6%。2014年第三季投资收益同比增长47.7%至2.93亿元人民币，主要由合营公司中外运敦豪贡献。目前，公司重点发展物流业务，在2014年上半年期间，公司的专业物流服务的业务量为640万吨，同比增长18.5%。物流业务对收入的贡献为人民币30.19亿元，同比增长6.6%。另外，合营企业中外运敦豪通过与第三方特别是跨境电商合作发展电商物流，而合营企业的利润持续增长。尽管在2014年上半年物流业务仅占总收入的14.3%，我们认为这将是该公司在未来的增长点。

我们预计公司的主要业务，货运代理业务将有温和增长，公司的物流业务和合营企业中外运敦豪在未来几年将快速增长。考虑到公司增长潜力我们的投资评级为「买入」，目标价为6.00港元。我们的目标价相当于16.1倍、13.2倍和11.5倍2014–2016年市盈率和1.6倍2014年市净率。

## 正面因素分析

- 公司物流业务因电子商务高速发展受益。
- 随着未来营改增负面因素的逐渐消除，未来公司收入规模有望进一步提升。

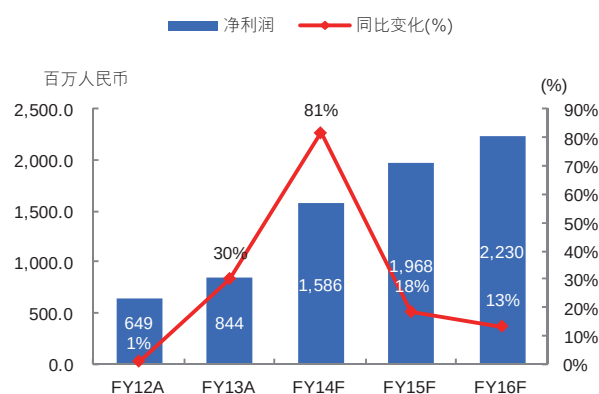
## 负面因素分析

- 行业利润率相对较低。
- 母公司的广西分公司在仓库保管和相应质押监管服务被怀疑有违法行为。

## 风险分析

- 中国进出口增长低于预期，影响公司货代业务。
- 物流业务增速低于预期。
- 物流业务的竞争加剧。

中国外运净利润预测及变化



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| — 货运代理         | 39,449 | 40,382 | 40,700 | 45,382 | 47,323 |
| — 船务代理         | 1,018  | 649    | 746    | 780    | 811    |
| — 仓储码头         | 3,809  | 3,471  | 500    | 0      | 0      |
| — 海运           | 1,898  | 1,870  | 1,854  | 1,967  | 2,096  |
| — 其它业务         | 1,308  | 1,397  | 1,732  | 1,618  | 1,685  |
| 营业额            | 47,482 | 47,769 | 45,532 | 49,747 | 51,915 |
| 其它收入           | 148    | 161    | 159    | 158    | 156    |
| 经营溢利           | 682    | 1,031  | 1,697  | 2,073  | 2,330  |
| 应占联营及合资公司收益    | 746    | 654    | 752    | 904    | 1,040  |
| 净财务开支/收入       | (196)  | (196)  | (213)  | (188)  | (167)  |
| 除税前盈利          | 1,233  | 1,486  | 2,235  | 2,788  | 3,202  |
| 税项             | (322)  | (336)  | (712)  | (848)  | (973)  |
| 除税后盈利          | 911    | 1,151  | 1,523  | 1,941  | 2,229  |
| 少数股东权益         | (262)  | (306)  | (228)  | (291)  | (334)  |
| 股东应占溢利         | 649    | 844    | 1,295  | 1,649  | 1,895  |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.153  | 0.199  | 0.294  | 0.358  | 0.411  |
| 增长/减少 (%)      | 1.0    | 30.1   | 48.1   | 21.6   | 14.9   |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 1.4   | 2.2   | 3.7   | 4.2   | 4.5   |
| 净利率 (%)     | 1.4   | 1.8   | 2.8   | 3.3   | 3.6   |
| 资产回报率 (%)   | 2.4   | 3.0   | 4.2   | 5.0   | 5.6   |
| 股东资金回报率 (%) | 6.4   | 7.9   | 10.6  | 11.7  | 12.3  |
| 净资产负债率 (%)  | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 10.2  | 18.7  | 24.2  | 27.6  | 31.1  |
| 流动比率 (倍)    | 1.2   | 1.3   | 1.4   | 1.5   | 1.4   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 油运业务向好，预计扭亏

分析员：周一帆 Ivan Zhou

中海发展(01138 HK)

评级：买入

股价：HK\$5.320

目标价：HK\$6.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)     | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 11,054              | 74                    | 0.022        | n.a.         | 197.5                          | 6.908        | 0.6            | 0.000        | 0.0          | 0.3        |
| 2013A                                         | 11,344              | (2,234)               | (0.656)      | n.a.         | n.a.                           | 6.235        | 0.7            | 0.000        | 0.0          | (10.0)     |
| 2014F                                         | 12,964              | 240                   | 0.059        | n.a.         | 70.7                           | 6.303        | 0.7            | 0.000        | 0.0          | 1.1        |
| 2015F                                         | 14,439              | 756                   | 0.187        | 215.2        | 22.4                           | 6.524        | 0.6            | 0.000        | 0.0          | 3.5        |
| 2016F                                         | 16,269              | 1,894                 | 0.469        | 150.4        | 9.0                            | 7.079        | 0.6            | 0.000        | 0.0          | 8.2        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 3,404.6      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 中海集团 42.2%     |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 18,112.2     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 42.0           |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 18,514.1     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 153.4          |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 6.140/4.000  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 7.6            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 5.6/9.2/(11.6) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 7.1/6.3/(12.9) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年第三季收入同比增长7.7%至人民币31.53亿元；第三季净利润为4,300万元，而2013年第三季为亏损2.47亿元。结果符合我们预期，也延续了2014年上半年预期中的改善。最近，国际油价显著下跌。燃油开支在2014年上半年占公司总成本的42%；我们相信油价的下跌会有效减少公司在2014年第四季及2015年的总成本。低油价也为增加国家石油储备提供了机遇，这将会推升原油运量。我们预计公司的油运业务将会从中受益。由于2014年前三季公司业绩正面且2014年已取得船舶更新补贴合计4.6亿元人民币，我们预计公司在2014年将实现扭亏。

我们认为低油价对股价是一个催化剂，不但有利于降低成本，而且将使公司油运业务收益。我们维持「买入」评级及目标价6.50港元。我们的目标价分别相当于86.4、27.4和10.9倍2014年、2015年和2016年市盈率；相当于0.81倍及0.79倍2014年和2015年市净率。

### 正面因素分析

- 油价走低有利于公司削减成本。
- 低油价刺激中国政府和企业增加储备，促进油品运量。
- 国际干散货船运力过剩有所缓解。

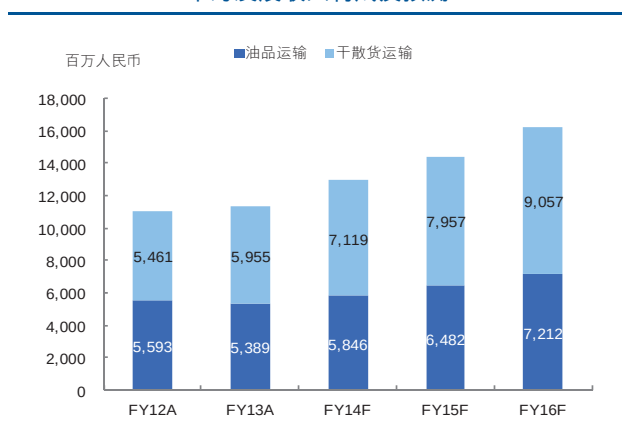
### 负面因素分析

- 2014年12月开始干散货运价持续下跌。
- 预计中国经济增速放缓，影响大宗商品及原油需求。
- 公司业绩对油价敏感，波动增大。

### 风险分析

- 原油价格高于预期。
- 中国对石油和大宗商品需求低于预期。
- 干散货市场运力过剩加剧。

中海发展收入构成及预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A  | 2013A   | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业额            | 11,054 | 11,344  | 12,964 | 14,439 | 16,269 |
| 毛利             | (199)  | (181)   | 1,152  | 1,751  | 2,947  |
| 营销及管理费用        | (469)  | (538)   | (548)  | (556)  | (571)  |
| 经营溢利           | (668)  | (719)   | 603    | 1,195  | 2,376  |
| 其它收益/开支        | 636    | (657)   | 226    | 161    | 163    |
| 共同控制实体收益       | 294    | 112     | 288    | 351    | 386    |
| 净财务开支/收入       | (593)  | (964)   | (775)  | (828)  | (829)  |
| 除税前盈利          | (331)  | (2,229) | 342    | 879    | 2,096  |
| 税项             | 469    | 12      | (62)   | (70)   | (168)  |
| 除税后盈利          | 138    | (2,217) | 280    | 809    | 1,928  |
| 少数股东权益         | (64)   | (17)    | (40)   | (52)   | (34)   |
| 股东应占溢利         | 74     | (2,234) | 240    | 756    | 1,894  |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.022  | (0.656) | 0.059  | 0.187  | 0.469  |
| 增长/减少 (%)      | n.a.   | n.a.    | n.a.   | 215.2  | 150.4  |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | (1.8) | (1.6)  | 8.9   | 12.1  | 18.1  |
| 经营利润率 (%)   | (6.0) | (6.3)  | 4.7   | 8.3   | 14.6  |
| 净利率 (%)     | 0.7   | (19.7) | 1.9   | 5.2   | 11.6  |
| 资产回报率 (%)   | (0.3) | (2.2)  | 1.4   | 2.3   | 4.0   |
| 股东资金回报率 (%) | 0.3   | (10.0) | 1.1   | 3.5   | 8.2   |
| 净资产负债率 (%)  | 105.3 | 133.8  | 155.8 | 153.4 | 131.3 |
| 净利息覆盖率 (倍)  | n.a.  | n.a.   | 0.6   | 1.0   | 2.0   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 船队继续优化

分析员：周一帆 Ivan Zhou

中国远洋(01919 HK)

评级：收集

股价：HK\$3.830

目标价：HK\$4.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)   | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 72,076              | (9,559)               | (0.936)      | 8.5          | n.a.                           | 2.463        | 1.3          | 0.000        | 0.0          | (31.9)     |
| 2013A                                         | 61,934              | 235                   | 0.023        | n.a.         | 129.8                          | 2.371        | 1.3          | 0.000        | 0.0          | 1.0        |
| 2014F                                         | 63,721              | (1,036)               | (0.101)      | n.a.         | n.a.                           | 2.270        | 1.3          | 0.000        | 0.0          | (4.4)      |
| 2015F                                         | 69,245              | 1,292                 | 0.126        | n.a.         | 23.9                           | 2.396        | 1.3          | 0.000        | 0.0          | 5.4        |
| 2016F                                         | 79,081              | 3,676                 | 0.360        | 184.6        | 8.4                            | 2.756        | 1.1          | 0.000        | 0.0          | 14.0       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 10,216.3     |              | 大股东 Major shareholder          |              | 中远集团 52.0%   |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 39,128.3     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 36.5         |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 18,105.2     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 225.2        |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 4.200/2.970  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 6.2          |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 0.5/18.9/1.3 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 2.1/16.0/0.0 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

中国远洋2014年第三季收入同比增长10.1%至人民币174.87亿元。2014年第三季股东净利为人民币16.22亿元，而2013年第三季亏损为人民币10.44亿元。净利润符合我们预期。净利润的大幅升高主要是由于期间一笔13.79亿元的补贴作为非营运收益。该补贴是关于拆旧船和升级船队的；同时公司近期签订了造船合同。9月24日，公司签订合同建造六艘81,600载重吨散货船和四艘208,000载重吨的散货船，合共代价为4.2亿美元。9月17日，公司签订合同建造五艘14,500标准箱的集装箱船舶，合共代价为6.18亿美元。升级后的船队将拥有更高的成本效率，提升公司在未来集运市场回暖时的竞争力。

考虑到公司盈利能力会逐渐提高以及航运市场好转，我们认为估值仍有上升空间。维持评级「收集」并且维持目标价4.00港元。我们的目标价相当于1.4倍2014年市净率和1.3倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 公司租船成本随着高价合同的完结而逐步降低。
- 淘汰老旧船舶的补贴政策惠及公司。
- 油价下跌有利于公司节省成本。

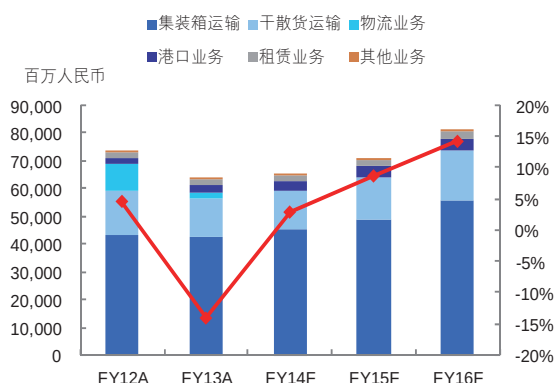
### 负面因素分析

- 航运市场运力过剩依然存在。
- 预计中国经济增速放缓，影响大宗商品需求。

### 风险分析

- 原油价格高于预期。
- 世界经济复苏低于预期，导致集运需求不足。
- 航运市场运力过剩加剧。

中国远洋收入构成及预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| —干散货航运        | 16,098  | 14,072  | 14,213  | 15,563  | 17,897  |
| —集装箱航运        | 43,187  | 42,535  | 45,226  | 48,752  | 55,551  |
| —港口及相关        | 2,631   | 2,881   | 3,501   | 3,893   | 4,344   |
| —集装箱租赁        | 2,107   | 2,138   | 2,091   | 2,358   | 2,646   |
| —物流业务         | 9,275   | 1,555   | 0       | 0       | 0       |
| —其它           | 55      | 125     | 90      | 107     | 99      |
| 营业额           | 72,076  | 61,934  | 63,721  | 69,245  | 79,081  |
| 毛利            | (376)   | 509     | 6,503   | 9,202   | 12,826  |
| 经营溢利          | (3,972) | 5,913   | 2,921   | 5,421   | 8,625   |
| 应占联营及合资公司收益   | 1,184   | 9,729   | 720     | 641     | 393     |
| 净财务开支/收入      | (1,627) | (1,364) | (1,549) | (1,678) | (1,842) |
| 除税前盈利         | (7,397) | 3,744   | 1,047   | 3,702   | 6,725   |
| 税项            | (740)   | (864)   | (799)   | (985)   | (1,467) |
| 除税后盈利         | (8,137) | 2,879   | 248     | 2,717   | 5,258   |
| 少数股东权益        | (1,422) | (2,644) | (1,284) | (1,425) | (1,582) |
| 股东应占溢利        | (9,559) | 235     | (1,036) | 1,292   | 3,676   |
| 每股盈利(人民币)     | (0.936) | 0.023   | (0.101) | 0.126   | 0.360   |
| 增长/减少(%)      | 8.5     | n.a.    | n.a.    | n.a.    | 184.6   |

重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | (0.5)  | 0.8   | 10.2  | 13.3  | 16.2  |
| 经营利润率(%)   | (5.5)  | 9.5   | 4.6   | 7.8   | 10.9  |
| 净利率(%)     | (13.3) | 0.4   | (1.6) | 1.9   | 4.6   |
| 资产回报率(%)   | (4.6)  | 2.7   | 9.3   | 3.0   | 4.2   |
| 股东资金回报率(%) | (31.9) | 1.0   | (4.4) | 5.4   | 14.0  |
| 净资产负债率(%)  | 183.3  | 200.4 | 220.8 | 225.2 | 175.0 |
| 净利息覆盖率(倍)  | n.a.   | 1.9   | 1.1   | 2.1   | 3.3   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司加入 O3 联盟

分析员：周一帆 Ivan Zhou

中海集运 (02866 HK)

评级：收集

股价：HK\$2.450

目标价：HK\$2.85

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)    | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 32,998              | 525                   | 0.045        | n.a.         | 43.8                           | 2.271        | 0.9           | 0.000        | 0.0          | 2.0        |
| 2013A                                         | 33,917              | (2,610)               | (0.223)      | n.a.         | n.a.                           | 2.035        | 0.9           | 0.000        | 0.0          | (10.4)     |
| 2014F                                         | 35,836              | 784                   | 0.067        | n.a.         | 28.8                           | 2.102        | 0.9           | 0.000        | 0.0          | 3.2        |
| 2015F                                         | 38,950              | 1,540                 | 0.132        | 96.4         | 14.7                           | 2.233        | 0.9           | 0.000        | 0.0          | 6.1        |
| 2016F                                         | 42,652              | 2,240                 | 0.192        | 45.5         | 10.1                           | 2.425        | 0.8           | 0.000        | 0.0          | 8.2        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 11,683.1     |              | 大股东 Major shareholder          |              | 中海集团 45.9%    |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 28,623.6     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 41.8          |              |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 44,499.3     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 37.7          |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 2.600/1.720  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 3.2           |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 7.5/17.2/21.3 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 9.1/14.3/20.0 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年第三季收入同比增长0.39%至人民币92.05亿元，净利润为人民币2.03亿元，而2013年第三季为亏损4.04亿元人民币。由于期内运费轻微改善以及油价下跌，2014年第三季毛利率为5.6%，同比增加7.7个百分点。为最优化地利用其船队的运力，公司与法国达飞海运集团公司和阿拉伯联合航运公司达成了O3联盟。三方同意以共同投船、舱位互换、仓位买卖等形式在东西主干航线上进行合作；他们后续还将扩大合作至船舶互租等形式。目前国际集运市场竞争是四大联盟的联盟竞争为主。我们认为O3联盟将会增强公司船队的竞争力及提高其航运空间的利用率。同时，随着集运市场改善以及油价走低，公司业绩有望持续改善。

由于市场环境稳定及油价下跌，我们认为公司盈利能力会逐步恢复。公司与阿里巴巴的合作正在稳步推进；我们相信合作会使公司长远受益。我们的目标价为2.85港元，投资评级为「收集」。我们的目标价相当于33.5倍和17.1倍2014年和2015年市盈率；同时相当于1.1倍及1.0倍2014年和2015年市净率。

### 正面因素分析

- 油价走低有利于公司削减成本。
- 国际集运市场运力过剩有所缓解。
- 加入O3联盟提高公司竞争力和船舱利用率。

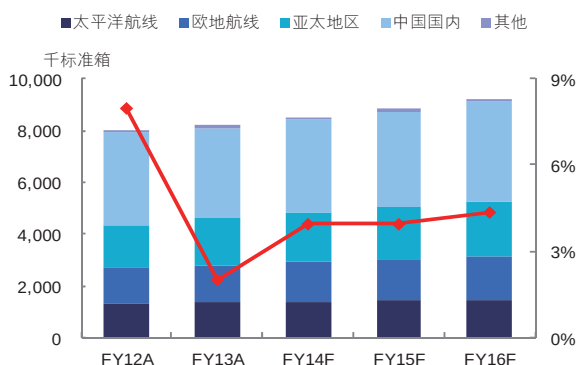
### 负面因素分析

- 欧洲业务占比较大，但欧洲经济前景不明朗。
- 中国出口增长低于预期。
- 公司业绩对油价敏感，波动较大。

### 风险分析

- 原油价格高于预期。
- 世界经济复苏进程可能出现反复。
- 集运市场运力过剩加剧。

公司各集运航线的箱量预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A  | 2013A   | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业额            | 32,998 | 33,917  | 35,836 | 38,950 | 42,652 |
| 毛利             | (463)  | (2,087) | 838    | 2,589  | 3,499  |
| 经营溢利           | 436    | (2,418) | 1,353  | 2,124  | 2,868  |
| 联营公司收益         | 44     | 47      | 50     | 54     | 59     |
| 净财务开支/收入       | 1,212  | 134     | 953    | 52     | 48     |
| 除税前盈利          | (26)   | (2,828) | 900    | 1,667  | 2,426  |
| 税项             | 461    | (36)    | (85)   | (81)   | (118)  |
| 除税后盈利          | 434    | (2,865) | 815    | 1,586  | 2,308  |
| 少数股东权益         | (49)   | (26)    | (31)   | (46)   | (67)   |
| 股东应占溢利         | 525    | (2,610) | 784    | 1,540  | 2,240  |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.045  | (0.223) | 0.067  | 0.132  | 0.192  |
| 增长/减少 (%)      | n.a.   | n.a.    | n.a.   | 96.4   | 45.5   |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | (1.4) | (6.2)  | 2.3   | 6.6   | 8.2   |
| 经营利润率 (%)   | 1.3   | (7.1)  | 3.8   | 5.5   | 6.7   |
| 净利率 (%)     | 1.6   | (7.7)  | 2.2   | 4.0   | 5.3   |
| 资产回报率 (%)   | (4.6) | (4.2)  | 2.4   | 3.8   | 5.0   |
| 股东资金回报率 (%) | 2.0   | (10.4) | 3.2   | 6.1   | 8.2   |
| 净资产负债率 (%)  | 30.4  | 41.7   | 42.3  | 37.7  | 29.0  |
| 净利息覆盖率 (倍)  | 0.9   | n.a.   | 2.7   | 4.2   | 5.7   |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 钢铁行业

中性

分析员：陈 庆Angus Chan

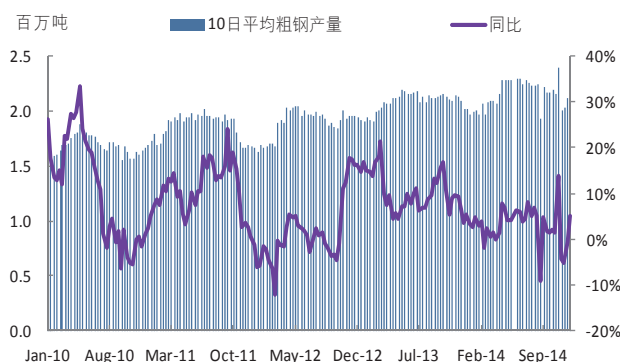
**2014年钢材价格疲弱。**10月钢价回暖，但11月和12月钢价整体重回跌势。价格指数方面，11月Myspic普钢综合价格指数为3137元/吨，环比下跌0.88%；建材价格由涨转跌，螺纹钢、线材环比分别下跌1.86%、1.97%；中厚板环比下跌0.95%，跌幅较上月有所下降；热轧卷价格较上月稍有回升，环比上涨0.71%。本月钢材市场整体偏弱，但月末有回暖迹象。铁矿石价格已跌破70美金，但铁矿石港口库存却居高不下，由于钢厂存在利润空间，未来钢材库存供应压力加大，粗钢产量也在高位徘徊，在2014年11月制造业与钢铁业PMI指数环比下跌的背景下，短期钢材市场以跌为主。我们看到14年来自建筑业和制造业钢材需求疲软。

国内钢铁价格



资料来源：Bloomberg。

国内平均粗钢产量

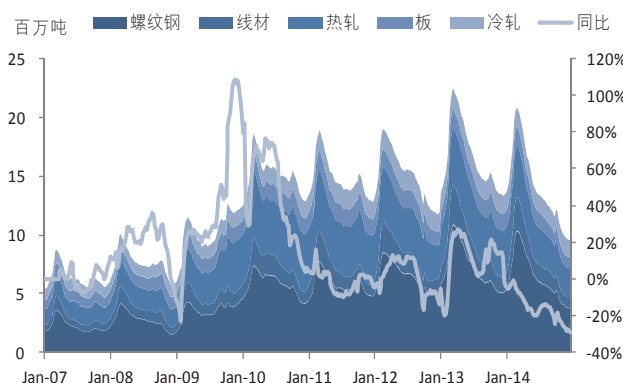


资料来源：西本新干线。

**中国粗钢产量维持高位，拖累钢材价格。**根据中钢协统计全国10月份粗钢产量6,751.9万吨，相比去年同期增加4%，而且可以看出2014年粗钢产量一直处于高位，如果按照往年粗钢增长幅度来算，那么11月、12月粗钢产量大概在6,270万吨和6,418万吨左右。同时根据中钢协统计的11月14日重点企业粗钢日产量164.21万吨，增量0.71万吨，并且本次统计口径中，有些钢厂没有给纳入统计。可见钢厂产量维持在高位，后期供应压力不减。

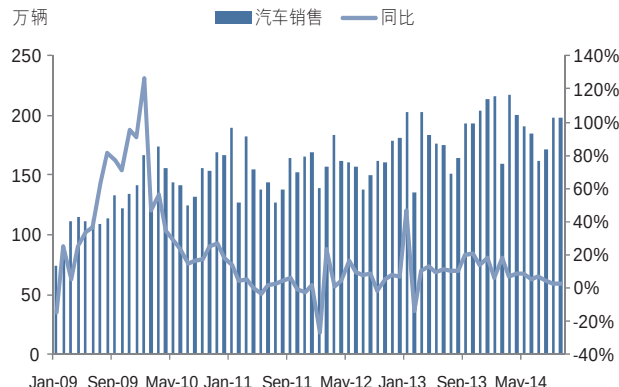
**后市钢材需求面不容乐观。**2014年公布的国家统计局12月制造业PMI报50.1%，较上个月回落0.2个百分点，为近18个月的最低值；12月制造业PMI降至低点，主要是受生产和新订单指数下滑的拖累。具体来看，生产指数为52.2%，环比下降0.3个百分点，而新订单指数为50.4%，环比下降0.5个百分点。分企业规模看，大型企业PMI为51.4%，比上月小幅回落0.2个百分点，大型企业走势基本稳定；中、小型企业PMI连续位于临界点以下，分别为48.7%和45.5%，表明中、小型企业生产经营仍然面临不少困难。11月份国内钢铁行业PMI指数跌至43.3%，较上月回落2.7个百分点，这是最近9个月以来的最低水平，也是连续7个月处于50%的荣枯线以下。分项指标来看，钢铁行业新订单指数为40.2%，较上月回落7.2个百分点，已连续5个月处于50%的临界点下方。钢铁行业生产指数三连降至38.6%，已连续3个月处于50%的临界点下方，钢铁行业购进价格指数跌至31.1%，较上月回落9.5个百分点。制造业与钢铁业PMI环比双双下降，也是受需求转弱的影响，可见，后期市场较悲观。

钢铁社会库存



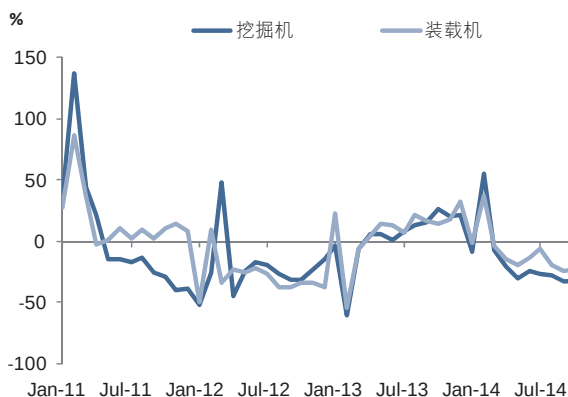
资料来源：Wind。

汽车产量



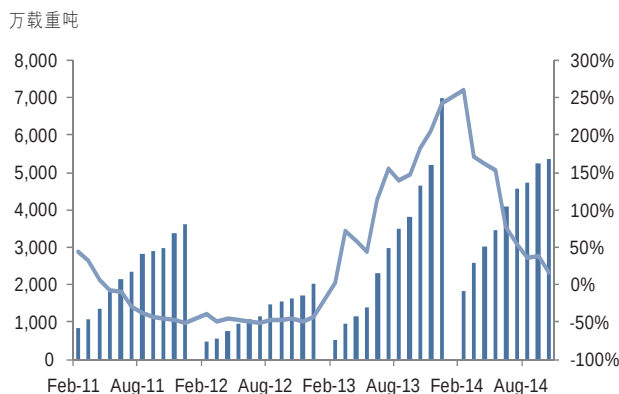
资料来源：中国汽车工业协会。

挖掘机及装载机销售同比增速



资料来源：中国工程机械工业协会。

中国造船新订单



资料来源：工业和信息化部。

粗钢供需预测

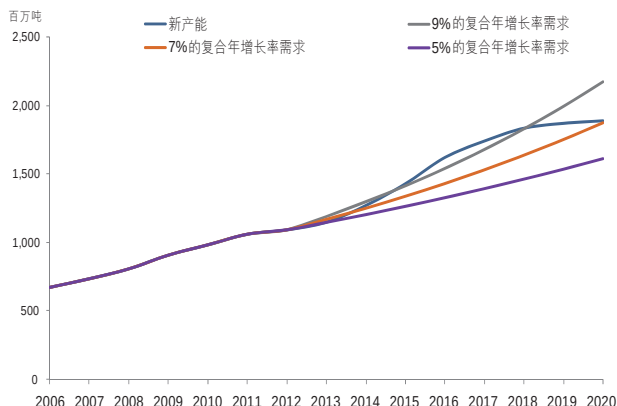
| 百万吨    | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 粗钢产量   | 566   | 626   | 684   | 709   | 775   | 813   | 846   | 871   | 889   |
| 同比增速   | 13.8% | 10.6% | 9.2%  | 3.6%  | 9.3%  | 5.0%  | 4.0%  | 3.0%  | 2.0%  |
| 粗钢净出口  | 3     | 27    | 35    | 44    | 49    | 51    | 54    | 57    | 60    |
| 粗钢表观消费 | 564   | 599   | 649   | 664   | 726   | 747   | 770   | 793   | 809   |
| 同比增速   | 25.2% | 6.3%  | 8.4%  | 2.3%  | 9.2%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 2.0%  |
| 粗钢产能   | 700   | 764   | 850   | 995   | 1,082 | 1,104 | 1,082 | 1,054 | 1,044 |
| 同比增速   | 6.1%  | 9.2%  | 11.2% | 17.1% | 8.7%  | 2.0%  | -2.0% | -2.5% | -1.0% |
| 产能利用率  | 80.9% | 82.0% | 80.5% | 71.2% | 71.6% | 73.7% | 78.2% | 82.6% | 85.1% |

资料来源：CISA、工业和信息化部、Wind、国泰君安国际。

由于产量逐渐增加，铁矿石均价或于2015年持续在低位。2014月份铁矿石价格十分疲弱，对充裕供应的担忧和中国经济放缓导致铁矿石价格2014年迄今已下跌48%。供应端大幅过剩、需求端萎缩、下游资金面趋紧等因素，是造成铁矿石价格大幅下跌的主因。展望后市，矿价下跌或延续至2015年，但下跌幅度可能较为温和，这将给产业链上下游带来震动，并导致行业进入重新洗牌的「新常态」。矿业公司扩大产量，及中国经济增速放缓也令全球供应过剩问题深化。我们预计铁矿石供应（不包括中国）将于2014–2016年增加1.27亿吨、1.678亿吨及2.045亿吨，增量增长或于2017年开始放缓。我们认为未来铁矿石供应的快速增长将降低铁矿石价格。2015年的铁矿石价格预计会更低。此外，铁矿石的低价前景或挤出部分中国的高成本矿山。

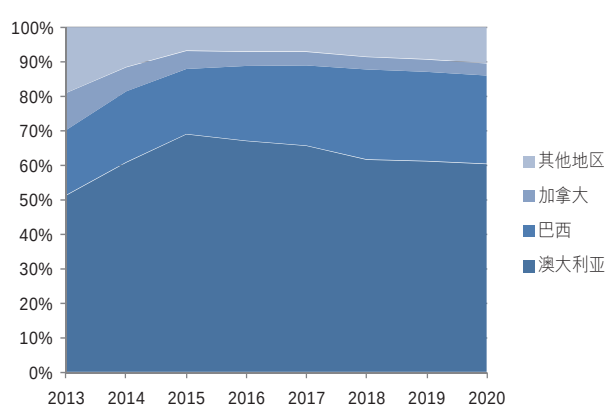
钢厂有可能受益于弱于预期的铁矿石价格。对于钢厂而言，我们相信钢厂将可于2015年受益于弱于预期的铁矿石价格。由于铁矿石价格稳定在目前的范围，钢材价格的跌幅慢于铁矿石价格，钢厂预计将录得更好的利润率。

铁矿石新产能（不包括中国）及各种需求场景



资料来源：力拓、必和必拓、淡水河谷、FMG、Bloomberg、国泰君安国际。

各地区的铁矿石新产能贡献（不包括中国）



资料来源：力拓、必和必拓、淡水河谷、FMG、Bloomberg、国泰君安国际。

## 投资建议

**行业投资评级「中性」。**我们对钢铁行业保持谨慎，主要是由于需求前景疲软和淘汰过剩产能进度缓慢。房地产行业的投资是钢材需求重要的驱动因素。然而，在2014年房地产行业的投资明显放缓，这显著降低了钢材的需求。钢厂可能会受益于疲软的铁矿石价格，但较低的铁矿石价格可能会导致较高的钢铁产量可能进一步拖累钢价。我们相信，大多数钢厂未来三年仍然会难以收支平衡，改善供过于求将可能比预期要更长的时间。我们不期望钢材价格在目前需求疲软情况下显著反弹。我们的行业评级是「中性」。

| 公司名称          | 编号    | 股价(HKS) | 个股评级      | 14 市盈率(x)   | 15 市盈率(x)   | 16 市盈率(x)   | 15 市净率(x)  | 15 ROE (%) | 15 股息率(%)  |
|---------------|-------|---------|-----------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| 马钢            | 00323 | 2.320   | 中性        | n.a         | 102.7       | 63.3        | 0.6        | 0.6        | 0.0        |
| 鞍钢            | 00347 | 6.600   | 中性        | 45.9        | 38.6        | 32.6        | 0.8        | 2.0        | 0.5        |
| <b>市值加权平均</b> |       |         | <b>中性</b> | <b>45.9</b> | <b>56.0</b> | <b>41.0</b> | <b>0.7</b> | <b>1.6</b> | <b>0.4</b> |

资料来源：国泰君安国际。

## 长材前景依然疲弱

分析员：陈 庆 Angus Chan

**马钢 (00323 HK)**
**评级：中性**
**股价：HK\$2.320**
**目标价：HK\$1.50**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%)   | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------------------------|--------------|------------|--------------|----------------|------------|
| 2012A                                         | 74,404              | (3,863)               | (0.502)      | n.a.          | n.a.                           | 3.003        | 0.4        | 0.000        | 0.0            | (15.3)     |
| 2013A                                         | 73,849              | 157                   | 0.020        | n.a.          | 61.6                           | 3.004        | 0.4        | 0.000        | 0.0            | 0.7        |
| 2014F                                         | 59,692              | (249)                 | (0.032)      | n.a.          | n.a.                           | 2.974        | 0.6        | 0.000        | 0.0            | (1.1)      |
| 2015F                                         | 58,338              | 137                   | 0.018        | n.a.          | 102.7                          | 2.995        | 0.6        | 0.000        | 0.0            | 0.6        |
| 2016F                                         | 58,614              | 223                   | 0.029        | 62.3          | 63.3                           | 3.026        | 0.6        | 0.000        | 0.0            | 1.0        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 7,700.7       | 大股东 Major shareholder          |              |            |              | 马鞍山钢铁集团 50.5%  |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 17,865.6      | 流通比例 Free float (%)            |              |            |              | 22.5           |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       |              | 33,711.5      | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |              |            |              | 90.2           |            |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 2.560/1.520   |                                |              |            |              |                |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | 13.7/37.3/10.5 |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |                                |              |            |              | 15.3/34.3/9.2  |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

马钢重新评估了固定资产的实际使用寿命，并决定从2014年7月1日起调整固定资产折旧年限。尽管调整固定资产折旧年限会对马钢盈利有所改善。但由于马钢的产品主要是建筑相关，地产投资及经济增长放缓拖累销售。公司低端产品占比较高，于低迷的钢铁产品市场中会限制其定价能力。值得注意的是，公司的平均售价于2014年按年下跌比螺纹钢的跌幅更大，其不太可能由下半年生产量回复来抵消。

尽管马钢用行政手段，以维持2014年盈利，公司可能在2015–2016年仍然难以实现明显的好转。我们的投资评级为「中性」，目标价1.50港元，目标价对应2014–2016年市净率分别为0.393倍、0.391倍和0.387倍。

### 正面因素分析

- 估值低，目前仅为0.4倍2015年市净率，若经济或流动性转好，股价将对有利因素较为敏感。
- 矿石价格比预期弱毛利率可改善。
- 淘汰落后产能对行业有正面影响。

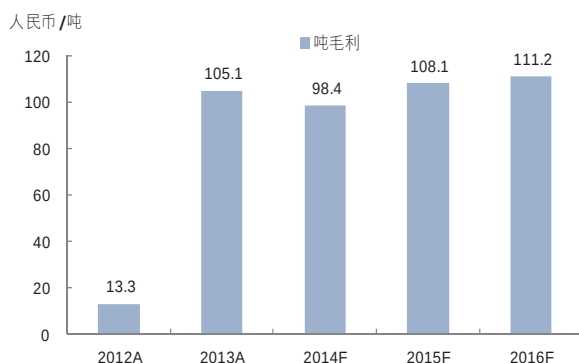
### 负面因素分析

- 行业产能过剩比较严重。
- 固定资产投资增速放慢。
- 建筑钢材随房地产投资放慢而下降。

### 风险分析

- 钢铁价格和铁矿石价格对钢铁公司盈利影响较大。
- 房地产调控影响建筑钢材的价格。
- 华东基建规模整体下滑。

马钢吨毛利



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 74,404   | 73,849   | 59,692   | 58,338   | 58,614   |
| 销售成本           | (73,000) | (70,620) | (57,310) | (55,785) | (55,995) |
| 毛利             | 1,404    | 3,228    | 2,382    | 2,553    | 2,618    |
| 经营管理费用         | (3,687)  | (1,752)  | (1,287)  | (1,067)  | (1,110)  |
| 经营溢利           | (2,283)  | 1,476    | 1,094    | 1,486    | 1,508    |
| 利息支出           | (1,463)  | (1,154)  | (1,284)  | (1,264)  | (1,203)  |
| 除税前溢利          | (3,746)  | 322      | (189)    | 222      | 305      |
| 所得税            | (54)     | (114)    | (55)     | (87)     | (86)     |
| 除税后溢利          | (3,801)  | 208      | (244)    | 135      | 219      |
| 少数股东权益         | (63)     | (51)     | (5)      | 3        | 4        |
| 净利润            | (3,863)  | 157      | (249)    | 137      | 223      |
| 每股盈利 (人民币)     | (0.502)  | 0.020    | (0.032)  | 0.018    | 0.029    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.000    | 0.000    | 0.000    | 0.000    | 0.000    |

重要财务比率

|             | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 1.9    | 4.4   | 4.0   | 4.4   | 4.5   |
| 经营利润率 (%)   | (0.4)  | 2.0   | 1.6   | 2.0   | 1.8   |
| 净利率 (%)     | (5.2)  | 0.2   | (0.4) | 0.2   | 0.4   |
| 资产收益率 (%)   | (4.9)  | 0.2   | (0.4) | 0.2   | 0.3   |
| 股东资金回报率 (%) | (15.3) | 0.7   | (1.1) | 0.6   | 1.0   |
| 流动比率 (倍)    | 1.1    | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 速动比率 (倍)    | 0.3    | 0.1   | 0.2   | 0.1   | 0.1   |
| 净负债比率 (%)   | 88.8   | 77.0  | 84.1  | 90.2  | 93.5  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 盈利能见度仍然较低

分析员：陈 庆 Angus Chan

鞍钢(00347 HK)

评级：中性

股价：HK\$6.600

目标价：HK\$5.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>( △ %) | PER<br>(x) | BPS<br>(RMB)                   | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |                |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------|------------|--------------------------------|------------|--------------|--------------|------------|----------------|
| 2012A                                         | 78,214              | (4,025)               | (0.556)      | 87.6          | n.a.       | 6.780                          | 0.8        | 0.000        | 0.0          | (8.2)      |                |
| 2013A                                         | 75,329              | 770                   | 0.106        | n.a.          | 48.4       | 6.523                          | 0.8        | 0.027        | 0.4          | 1.6        |                |
| 2014F                                         | 76,107              | 822                   | 0.114        | 6.8           | 45.9       | 6.557                          | 0.8        | 0.028        | 0.4          | 1.7        |                |
| 2015F                                         | 76,223              | 978                   | 0.135        | 18.9          | 38.6       | 6.681                          | 0.8        | 0.034        | 0.5          | 2.0        |                |
| 2016F                                         | 76,750              | 1,156                 | 0.160        | 18.2          | 32.6       | 6.827                          | 0.8        | 0.040        | 0.6          | 2.3        |                |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       |              | 7,235.0       |            | 大股东 Major shareholder          |            |              |              | 鞍钢集团 67.3% |                |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       |              | 47,751.0      |            | 流通比例 Free float (%)            |            |              |              | 17.5       |                |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       |              | 11,406.8      |            | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |            |              |              | 31.8       |                |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       |              | 6.770/4.170   |            |                                |            |              |              |            |                |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |            |                                |            |              |              |            | 20.4/34.7/14.6 |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |               |            |                                |            |              |              |            | 22.0/31.8/13.3 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

鞍钢新管理层表示，公司将增加毛利率较高的高附加值产品的比重。我们认为鞍钢的高附加值产品仍然处于非常早期的阶段，将需要更多的时间来提升收入增长。不过，鞍钢的管理层也表示，成本降低也是提高公司的盈利能力的主要任务之一。我们认为，成本降低可能会继续提高公司在2014–2016年纯利。我们预计公司的收入在2014–2016年逐渐降低因钢铁需求疲软。然而，我们相信鞍钢将着重于经营成本的控制，我们预计在2014–2016的经营利润率轻微改善。我们预计2014–2016年每股盈利分别将达到人民币0.114元，人民币0.135元和人民币0.160元。

我们投资评级为「中性」。目标价5.50港元，相当于0.663倍/0.650倍/0.636倍的2014/2015/2016年市净率。

### 正面因素分析

- 矿石采购成本较同业低左右。
- 矿石价格比预期弱毛利率可改善。
- 工业方面需求相比稳定对扁平材有望率先复苏。
- 2014年3季度成本控制得宜，2015年可能可以持续。

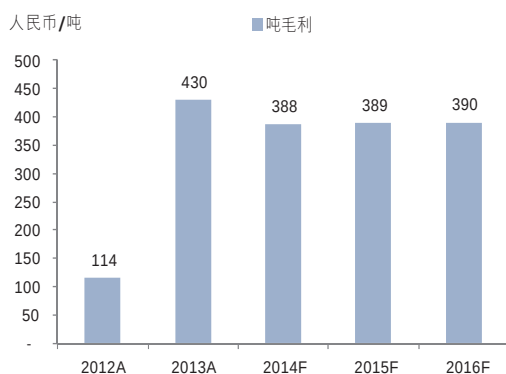
### 负面因素分析

- 冷轧产能过剩严重，导致冷轧价格继续下跌。
- 铁矿石价格波动大，难以实现连续季度盈利。
- 银行收紧钢贸商和加工商融资，需求萎缩。

### 风险分析

- 汽车销售或放缓，影响高端板材需求。
- 银行收紧钢贸商融资，直接影响钢贸商盈利能力。

鞍钢吨毛利



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 78,214   | 75,329   | 76,107   | 76,223   | 76,750   |
| 销售成本           | (76,074) | (67,123) | (68,371) | (68,356) | (68,690) |
| 毛利             | 2,140    | 8,206    | 7,735    | 7,867    | 8,059    |
| 经营管理费用         | (5,614)  | (6,260)  | (5,705)  | (5,700)  | (5,739)  |
| 经营溢利           | (3,474)  | 1,946    | 2,030    | 2,168    | 2,321    |
| 利息支出           | (1,846)  | (1,218)  | (1,003)  | (946)    | (876)    |
| 除税前溢利          | (5,320)  | 728      | 1,028    | 1,222    | 1,444    |
| 所得税            | 1,068    | 27       | (206)    | (244)    | (289)    |
| 除税后溢利          | (4,252)  | 755      | 822      | 978      | 1,156    |
| 少数股东权益         | 227      | 15       | 0        | 0        | 0        |
| 净利润            | (4,025)  | 770      | 822      | 978      | 1,156    |
| 每股盈利 (人民币)     | (0.556)  | 0.106    | 0.114    | 0.135    | 0.160    |
| 每股股息 (人民币)     | 0.000    | 0.027    | 0.028    | 0.034    | 0.040    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 2.7   | 10.9  | 10.2  | 10.3  | 10.5  |
| 经营利润率(%)   | 4.4   | 9.9   | 4.1   | 4.0   | 4.0   |
| 净利率(%)     | (5.1) | 1.0   | 1.1   | 1.3   | 1.5   |
| 资产收益率(%)   | (3.9) | 0.8   | 0.9   | 1.1   | 1.2   |
| 股东资金回报率(%) | (8.2) | 1.6   | 1.7   | 2.0   | 2.3   |
| 流动比率(倍)    | 0.6   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 速动比率(倍)    | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 净负债比率(%)   | 41.5  | 32.1  | 32.0  | 31.8  | 31.4  |

资料来源：公司、国泰君安国际。



## 通信设备行业

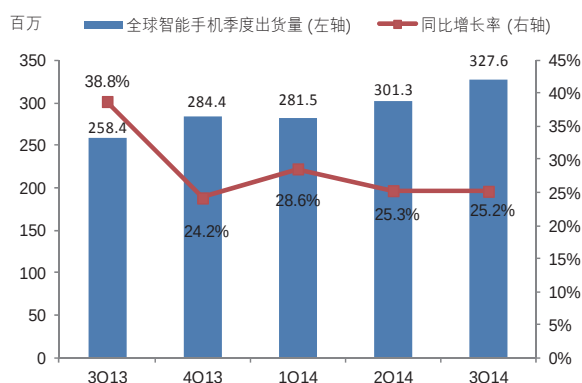
分析员：黎柏坚 Ricky Lai

## 跑赢大市

### 行业概况

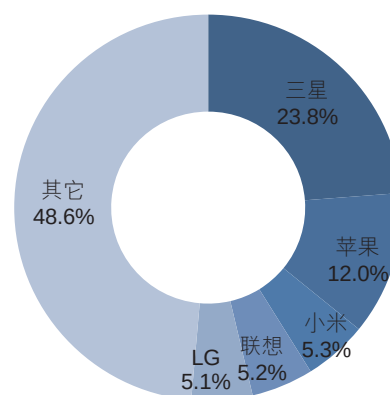
**2014年第3季智能手机出货量稳定增长。**据国际数据公司(IDC)，2014年第3季度全球智能手机的出货量为327.5百万台，同比增长25.2%。智能手机出货量稳定增长是由于(1)运营商的4G用户增长加快；(2)2G用户加快升级至4G网络；(3)手机转换频率加快；及(4)低端智能手机的普及。我们预期智能手机出货量在2015年将维持平稳，需求因4G用户增长加快。第3季度国内手机生产商在全球智能手机首5位中占2个位置，分别为联想(00992 HK)及小米，国内三大营运商积极发展4G网络。第三季度中国智能手机制造商出货量达1.1亿部，同比增长44%。国内手机生产商出口的智能手机在出货量中占39%，同比增长53%。华为终端是国内智能手机制造商最高，出货量达1.48千万部；第二为小米，出货量为1.4千万部；第三是联想(00992 HK)，出货量为1.1千万部；第四是TCL通讯(02618 HK)，出货量为1千万部；第五是OPPO，出货量为980万部；第六是步步高，出货量为800万部；第七是酷派(02369 HK)，出货量为640万部；第八是金立，出货量为630万部；及第九是中兴通讯(00763 HK)，出货量为590万部。当中TCL通讯的出口占比高达93%，同时中兴的出口占比为51.7%。华为和金立的出货量中约有40%出口，各制造厂商的出口占比不一样，是因为厂商的营销重点地区不同。此外，联想、OPPO、小米的出口占比分别仅为25%、14.5%和5.4%。国内4G手机将替代3G及2G手机的需求。小米手机出货量在第三季度大幅增长，因公司提升品牌形象及推出新款手机。国内三大营运商已分别公布2015年手机采购量的估计，中国移动(00941 HK)为2.5亿台，中国联通(00762 HK)及中国电信(00728 HK)各为1亿台。

季度全球智能手机出货量及同比增长



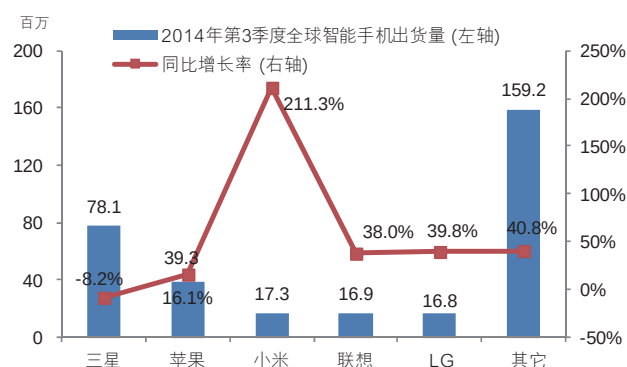
资料来源：IDC。

2014年第3季度全球智能手机市占率



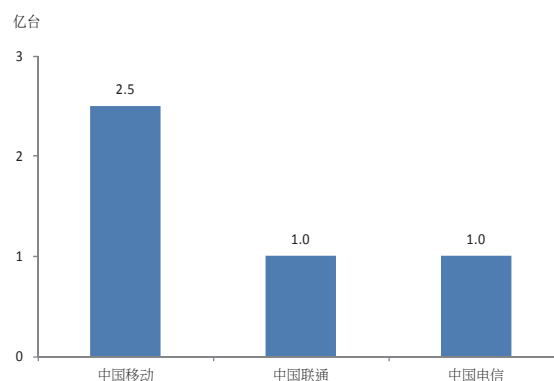
资料来源：IDC。

2014年第3季度主要智能手机生产商  
出货量及同比增长



资料来源：IDC。

三大营运商2015年的手机采购量估计

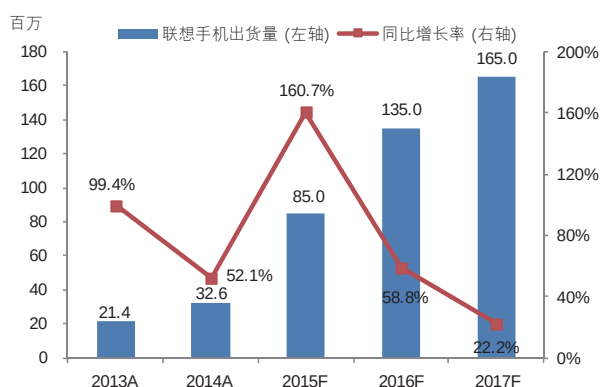


资料来源：国泰君安国际。

**4G网络将覆盖更多城市。**首11月中国通信设备行业销售产值同比增长15.9%，中国移动已建设超过50万个TD-LTE 4G基站及4G网络已覆盖超过340个城市，相信到年底将有超过70万个TD-LTE的4G基站，网络覆盖的增强将有助营运商吸纳新客户，对智能手机的出货量有正面帮助。中国联通及中国电信积极发展TD/FDD-LTE双制式的4G网络，将受惠于相对较多手机供应的FDD-LTE制式的4G网络，FDD/TD-LTE双制式试验网已覆盖56个城市，预期2015年将有更多城市提供相关服务。国家铁塔公司在2014年7月份由三大营运商成立，中国电信、中国联通及中国移动分别持股比例为29.9%、30.1%及40.0%。建立「国家铁塔公司」是为了提高电信基础设施共建共享的水平，降低网络建设的成本，促进节约和环保。我们相信2015年4G网络更好覆盖可支持手机行业的发展。

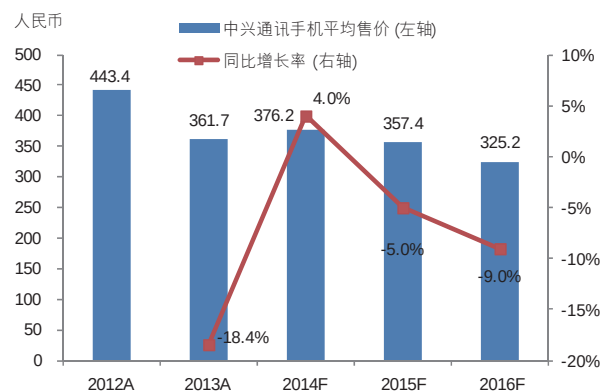
**国内手机生产商将通过不同策略拓展业务。**联想在2014年第3季度全球智能手机排名第4，出货量为16.9百万台，同比增长38.0%。预期公司在2015年将推出摩托罗拉品牌手机将可提升出货量。预期联想2015–2017财年智能手机出货量将达85.0百万台/135.0百万台/165.0百万台。中兴通讯智能手机出货量并不在首5位内，因公司希望改变策略，通过建立新品牌以拓展高端市场，中兴通讯推出「红牛」及「努比亚」等品牌，不同品牌可吸纳不同的客户群。公司亦加大各品牌的市场推广，如跟NBA合作在海外推广，中兴通讯亦宣布将与纽约尼克斯队、金州勇士队和休斯顿火箭队三大NBA球队合作，成为其官方智能手机赞助商，相信公司可将确立手机市场定位。预期中兴通讯2014–2016年的手机出货量为量60.0百万台/75.0百万台/80.0百万台。酷派在2014年亦推出新款4G手机以配合国内营运商积极发展4G网络的方向，预期酷派2014–2016年的手机出货量为59.1百万台/80.5百万台/97.6百万台。大部份用户粘性降低，而相对较着重于手机的价格，预期制造商在2015年低端手机将主导市场。

联想手机出货量及同比增长



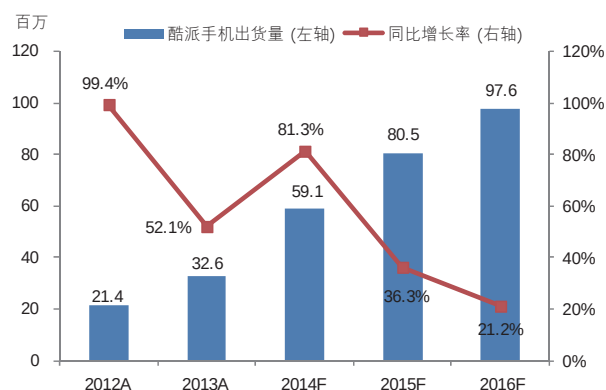
资料来源：公司、国泰君安国际。

中兴通讯的手机平均售价及同比增长



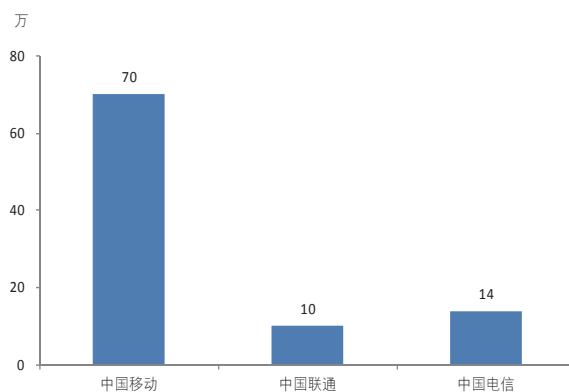
资料来源：公司、国泰君安国际。

酷派手机出货量及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

营运商2014年4G基站



资料来源：公司、国泰君安国际。

**生产商研发可穿戴设备。**可穿戴设备主要包括智能眼镜及智能手表，监测到的数据可通过无线蓝牙传输到智能手机，经过手机应用程序简单的数据统计分析后，给予用户反馈。可穿戴设备用途日渐广范包括娱乐、医药、健身及军用。医药可穿戴设备可用来监测包括血糖、心率在内的用户体征数据。可穿戴健身设备则以智能腕带最为流行，以及监察运动距离、睡眠时间等的用户数据。可穿戴式设备有望在未来数年快速增长。预期2014年全球市场在穿戴式设备上的花费达到14亿美元，到2018年将达到190亿美元及可穿戴设备的出货量为1.3亿台。联想、中兴、酷派亦分别在2014年内推出可穿戴设备以迎合市场需求。预期可穿戴设备在国内将日渐普及，各公司亦将在2015年推更多推新产品。

**手机生产商融合软件平台以增优势。**酷派与奇虎360(QIHU US)成立合资公司，合资公司将专注于手机产品的生产，并通过互联网作为分销的主要渠道，并以奇虎360的产品作为主要的软件服务供货商，当中包括应用程序、防病毒软件和搜索引擎。联想及中兴亦在应用软件上创新，通过与第三方合作引入新应用。由于智能手机的普及，应用软件是手机生产商吸引用户的其一方法。

**发展新技术。**工信部鼓励发展新技术，当中包括5G网络、下一代互联网、传送网、物联网、云计算和大数据等领域的核心技术，并主导和引领部分国际标准的制定。5G网络需要具备比4G网络更高的性能，支持0.1~1Gbps的速率。同时5G网络还需要大幅提高网络部署和运营的效率，相比4G网络频谱效率将可提升5~15倍，能效和成本效率提升百倍以上。现时华为、中兴、大唐、上海贝尔、诺基亚、三星(005930 KR)等公司在5G网络上亦投放资源发展。

## 投资建议

行业投资评级为「跑赢大市」。基于通信设备行业受惠于4G网络将覆盖更多城市、新技术的发展及2G/3G用户加快升级至4G网，行业的投资评级为「跑赢大市」。行业受政策所支持如鼓励4G发展等，将扩大通信设备产品的需求。行业首选为联想(00992 HK)，投资评级为「买入」及目标价为13.50港元，目标价相当于20.4倍2015财年市盈率、15.8倍2016财年市盈率、12.4倍2017财年市盈率及5.5倍2015财年市净率。相信联想的手机业务可在2015年通过引进摩托罗拉品牌而改善，及计算机市占率可维持第一。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 中国全通   | 00633 | 2.940    | 买入   | 12.3     | 9.7      | 8.2      | 0.9      | 8.4        | 5.7      |
| 中兴通讯   | 00763 | 16.840   | 买入   | 16.5     | 14.2     | 12.5     | 4.2      | 24.3       | 1.1      |
| 联想集团   | 00992 | 10.200   | 买入   | 15.4     | 11.9     | 9.3      | 4.1      | 35.9       | 3.3      |
| 酷派集团   | 02369 | 1.530    | 买入   | 10.5     | 8.0      | 7.1      | 1.8      | 24.9       | 1.9      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 15.5     | 12.4     | 10.2     | 4.0      | 31.1       | 2.6      |

资料来源：国泰君安国际。

## 业务因4G网络而改善

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

中国全通(00633 HK)

评级：买入

股价：HK\$2.940

目标价：HK\$4.40

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)         | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 607                 | 170                   | 0.140        | (19.3)       | 16.9                           | 1.204        | 2.0                | 0.062        | 2.6          | 7.7        |
| 2013A                                         | 4,694               | 223                   | 0.168        | 20.2         | 13.6                           | 1.365        | 1.7                | 0.091        | 4.0          | 9.2        |
| 2014F                                         | 6,733               | 274                   | 0.189        | 12.3         | 12.3                           | 1.993        | 1.2                | 0.104        | 4.5          | 8.7        |
| 2015F                                         | 8,165               | 361                   | 0.239        | 26.8         | 9.7                            | 2.675        | 0.9                | 0.132        | 5.7          | 8.4        |
| 2016F                                         | 8,987               | 426                   | 0.283        | 18.2         | 8.2                            | 3.070        | 0.8                | 0.156        | 6.7          | 8.3        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 1,582.2      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 陈元明 33.2%          |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 4,651.7      |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 66.8               |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 5,456.6      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 净现金                |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 3.609/2.690  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 6.1                |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (2.6)/(2.6)/(11.2) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (1.1)/(5.6)/(12.5) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

中国全通以4千万美元投资一家移动宽带网络综合服务供应商，我们预计该投资可进一步加强公司在国内发展移动服务平台的业务，以捕捉相关服务的需求增加，因用户从固网转移至移动平台。预计公司受益于协同效应，因为卫星通信业务与移动宽带综合服务有关。中国移动(00941 HK)的4G用户已经达到逾5千万，对低端手机需求增加，预期子公司长飞可提升手机代工量。TD/FDD-LTE的双制式4G网络已从41个城市扩展至56个城市并。相信更好的城市覆盖4G网络，对公司有正面影响。

预期中国全通将受惠于国内推出的TD/FDD-LTE的双制式4G网络，对产品需求增加，并建立新的战略项目协议。公司的投资评级为「买入」及目标价为4.40港元，目标价相当于14.5倍2015年市盈率、12.3倍2016年市盈率及1.3倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 国内4G网络覆盖更多城市。
- 收购一家移动宽带网络综合服务供应商。
- 低端手机需求增加。

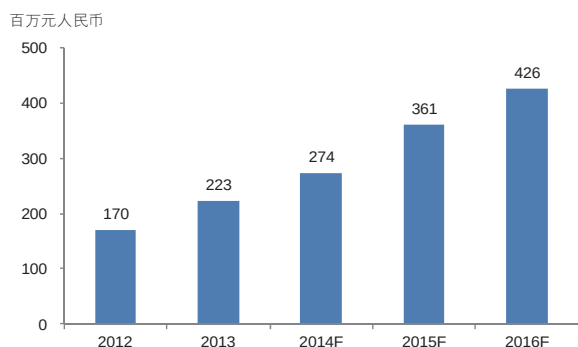
### 负面因素分析

- 业务将受国内政策所影响。
- 手机行业竞争激烈。
- 项目投资费用增加。

### 风险分析

- 电信运营商改变手机补贴政策。
- 国内政策变更。
- 国内对紧急通信的需求减少。

公司的净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 607   | 4,694   | 6,733   | 8,165   | 8,987   |
| 无线电通讯业务        | 357   | 425     | 544     | 604     | 659     |
| 慧星通讯业务         | 250   | 4,268   | 6,189   | 7,561   | 8,329   |
| 销售成本           | (371) | (4,045) | (5,788) | (7,010) | (7,699) |
| 毛利             | 236   | 649     | 946     | 1,155   | 1,288   |
| 其它收益           | 24    | 51      | 53      | 56      | 59      |
| 分销成本           | (8)   | (34)    | (47)    | (57)    | (63)    |
| 行政开支           | (44)  | (254)   | (202)   | (245)   | (270)   |
| 研发费用           | (1)   | (80)    | (84)    | (89)    | (93)    |
| 财务成本净额         | (1)   | (133)   | (182)   | (175)   | (156)   |
| 特殊收益           | 0     | 243     | 0       | 0       | 0       |
| 联营公司应占亏损       | (1)   | 16      | 10      | 6       | 4       |
| 税前溢利           | 204   | 457     | 494     | 651     | 769     |
| 税项             | (34)  | (119)   | (79)    | (104)   | (123)   |
| 少数股东权益         | (0)   | 116     | 141     | 186     | 220     |
| 股东应占净利润        | 170   | 223     | 274     | 361     | 426     |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.140 | 0.168   | 0.189   | 0.239   | 0.283   |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 38.9  | 13.8  | 14.0  | 14.1  | 14.3  |
| EBITDA率(%) | 36.3  | 7.4   | 10.9  | 10.0  | 10.2  |
| 净利率(%)     | 28.1  | 4.7   | 4.1   | 4.4   | 4.7   |
| 资产回报率(%)   | 2.8   | 3.3   | 3.1   | 3.5   | 3.8   |
| 股东资金回报率(%) | 7.7   | 9.2   | 8.7   | 8.4   | 8.3   |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 推出新手机品牌

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

中兴通讯(00763 HK)

评级：买入

股价：HK\$16.840

目标价：HK\$21.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)  | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)      | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|--------------|--------------------------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 84,119              | (2,841)               | (0.828)       | n.a.         | n.a.                           | 6.254        | 2.2             | 0.000        | 0.0          | (12.4)     |
| 2013A                                         | 75,234              | 1,358                 | 0.395         | n.a.         | 33.3                           | 6.555        | 2.0             | 0.030        | 0.2          | 6.2        |
| 2014F                                         | 90,757              | 2,780                 | 0.809         | 104.8        | 16.5                           | 4.595        | 2.9             | 0.121        | 0.9          | 14.5       |
| 2015F                                         | 99,796              | 3,223                 | 0.938         | 15.9         | 14.2                           | 3.133        | 4.2             | 0.141        | 1.1          | 24.3       |
| 2016F                                         | 108,919             | 3,647                 | 1.061         | 13.1         | 12.5                           | 4.297        | 3.1             | 0.159        | 1.2          | 28.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 3,437.5       |              | 大股东 Major shareholder          |              | 中兴新 30.8%       |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 57,887.5      |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 69.2            |              |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 4,035.8       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 197.5           |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 18.880/13.800 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 23.0            |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              | (9.3)/(2.2)/9.4 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |               |              |                                |              | (7.7)/(5.1)/8.1 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

中国联通(00762 HK)和中国电信(00728 HK)将扩建其FDD/TD-LTE双制式的4G网络，相信到2014年底中国联通和中国电信将分别达至10万个及14万个4G基站。中国移动(00941 HK)已经完成50万个4G基站的全年目标，覆盖超过300个城市，预计到2014年底将达至70万个4G基站，相信对中兴通讯的电信网络设备业务有正面帮助。预期中国移动、中国联通和中国电信2015年大部份资本开支将投放在发展4G基站上。中兴通讯亦推出「红牛」及「努比亚」等手机品牌，相信不同品牌可吸纳不同的客户群，公司亦加大各品牌的市场推广，如跟NBA合作在海外推广。

预计中兴通讯受惠于运营商的4G网络扩建，公司的投资评级为「买入」及目标价为21.00港元。目标价相当于17.7倍2015年市盈率、15.6倍2016年市盈率及5.3倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 积极开拓新的销售渠道如网上平台。
- 与NBA球队合作推广品牌。
- 研发新产品可穿戴终端技术。
- 积极开拓海外市场。

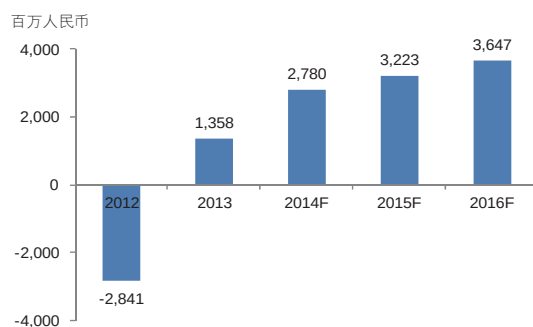
### 负面因素分析

- 电讯营运商减少手机补贴。
- 海外推广费用增加。
- 4G网络发展慢于预期。
- 国内手机行业竞争恶化。

### 风险分析

- 电讯营运商减少手机补贴。
- 国内手机行业竞争恶化。
- 新品牌未被市场接受。

公司的净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 84,119   | 75,234   | 90,757   | 99,796   | 108,919  |
| 运营商设备          | 41,603   | 40,696   | 52,090   | 57,716   | 61,756   |
| 终端             | 28,819   | 21,702   | 24,804   | 27,593   | 32,386   |
| 软件及服务          | 13,698   | 12,836   | 13,863   | 14,487   | 14,776   |
| 销售成本           | (65,546) | (54,775) | (65,552) | (71,799) | (78,114) |
| 其它收入及收益        | 4,609    | 4,905    | 5,718    | 6,187    | 6,644    |
| 研发成本           | (8,829)  | (7,384)  | (8,907)  | (9,795)  | (10,690) |
| 销售及分销成本        | (11,341) | (10,159) | (12,252) | (13,472) | (14,704) |
| 行政费用           | (2,449)  | (2,259)  | (2,723)  | (2,994)  | (3,268)  |
| 其它营运支出         | (706)    | (2,119)  | (2,587)  | (2,844)  | (3,104)  |
| 经营利润           | (143)    | 3,444    | 4,454    | 5,079    | 5,683    |
| 财务费用           | (1,889)  | (1,650)  | (1,044)  | (1,117)  | (1,194)  |
| 应占联营公司收益       | 48       | 35       | 29       | 25       | 21       |
| 税前利润           | (1,983)  | 1,828    | 3,439    | 3,987    | 4,510    |
| 税项             | (621)    | (394)    | (512)    | (594)    | (672)    |
| 少数股东权益         | (236)    | (76)     | (146)    | (170)    | (192)    |
| 股东应占净利润        | (2,841)  | 1,358    | 2,780    | 3,223    | 3,647    |
| 每股盈利 (人民币)     | (0.828)  | 0.395    | 0.809    | 0.938    | 1.061    |

重要财务比率

|            | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 22.1   | 27.2  | 27.8  | 28.1  | 28.3  |
| 经营利润率(%)   | (0.2)  | 4.6   | 4.9   | 5.1   | 5.2   |
| 净利率(%)     | (3.4)  | 1.8   | 3.1   | 3.2   | 3.3   |
| 资产回报率(%)   | (2.6)  | 1.3   | 2.8   | 3.4   | 3.7   |
| 股东资金回报率(%) | (12.4) | 6.2   | 14.5  | 24.3  | 28.6  |
| 流动比率(倍)    | 1.1    | 1.3   | 1.1   | 1.0   | 1.1   |
| 净负债比率(%)   | 77.8   | 80.7  | 101.4 | 197.5 | 112.6 |

资料来源：公司、国泰君安国际。



# 手机市占率可改善

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

**联想集团(00992 HK)**
**评级：买入**
**股价：HK\$10.200**
**目标价：HK\$13.50**

| End 03/31                                     | Turnover<br>(US\$ m) | Net Profit<br>(US\$ m) | EPS<br>(US\$ Cent) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(US\$ Cent) | PBR<br>(x) | DPS<br>(US\$ Cent) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|--------------------|--------------|--------------------------------|--------------------|------------|--------------------|--------------|------------|
| 2013A                                         | 33,873               | 635                    | 6.161              | 32.0         | 21.3                           | 23.302             | 5.6        | 2.402              | 1.8          | 25.3       |
| 2014A                                         | 38,707               | 817                    | 7.881              | 27.9         | 16.7                           | 25.865             | 5.1        | 3.104              | 2.4          | 28.8       |
| 2015F                                         | 45,361               | 883                    | 8.465              | 7.4          | 15.4                           | 29.028             | 4.5        | 3.335              | 2.6          | 28.9       |
| 2016F                                         | 52,688               | 1,151                  | 10.971             | 29.6         | 11.9                           | 31.555             | 4.1        | 4.345              | 3.3          | 35.9       |
| 2017F                                         | 60,291               | 1,476                  | 13.988             | 27.5         | 9.3                            | 35.530             | 3.7        | 5.539              | 4.2          | 41.8       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 11,108.7           |              | 大股东 Major shareholder          |                    |            | 联想控股 33.8%         |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 113,308.7          |              | 流通比例 Free float (%)            |                    |            | 66.2               |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        | 39,879.7           |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |                    |            | 净现金                |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 12.700/7.620       |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |                    |            | 16.0               |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |                    |              |                                |                    |            | (6.3)/(11.8)/8.2   |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |                    |              |                                |                    |            | (4.7)/(14.7)/6.9   |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

公司在2015财年第2季度电脑出货量为15.7百万台，同比增长11.2%，好于市场按年的萎缩1.7%，出货量好于整体市场，主要是受惠于品牌的认受性增长及成功开拓新兴市场。预期联想电脑出货量在2015/2016/2017财年分别为59.1百万/61.5百万/63.0百万。2015财年第2季手机出货量为16.9百万台，同比增长38.0%。公司通过推出摩托罗拉品牌将可改善市占率，预期联想在2015/2016/2017财年的手机出货量将分别为85.0百万台/135.0百万台/165.0百万台。

预期2015财年公司的手机出货量可改善及电脑市占排名在2015财年可维持第一。公司的投资评级为「买入」及目标价13.50港元，目标价相当于20.4倍2015财年市盈率、15.8倍2016财年市盈率、12.4倍2017财年市盈率及5.5倍2015财年市净率。

## 正面因素分析

- 国内4G网络覆盖改善。
- 电脑市占率维持第一。
- 手机出货量第四
- 将通过摩托罗拉品牌改善市占率。

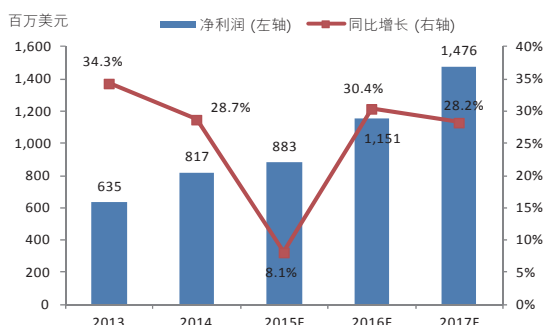
## 负面因素分析

- 手机竞争剧烈。
- 小米手机市占率不断上升。
- 全球电脑需求下降。
- 三大电信营运商减少手机补贴。

## 风险分析

- 摩托罗拉品牌未被市场接受。
- 运营商进一步减少手机补贴。
- 平板电脑替代台式电脑的效应加快。

公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至03月底(百万美元) | 2013A    | 2014A    | 2015F    | 2016F    | 2017F    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额          | 33,873   | 38,707   | 45,361   | 52,688   | 60,291   |
| 台式电脑         | 10,525   | 11,039   | 11,630   | 12,028   | 12,353   |
| 平板电脑         | 17,936   | 19,705   | 22,081   | 23,348   | 23,979   |
| 流动互联及数字家庭    | 3,039    | 5,657    | 9,335    | 14,936   | 21,507   |
| 其它           | 1,289    | 1,091    | 1,004    | 974      | 964      |
| 服务及其它产品销售    | 1,085    | 1,214    | 1,311    | 1,403    | 1,487    |
| 成本           | (29,800) | (33,643) | (39,464) | (45,907) | (52,585) |
| 销售及分销费用      | (1,888)  | (1,900)  | (2,268)  | (2,582)  | (2,834)  |
| 行政费用         | (847)    | (1,403)  | (1,588)  | (1,686)  | (1,869)  |
| 研发成本         | (624)    | (732)    | (907)    | (1,001)  | (1,085)  |
| 其它收入         | 85       | 24       | 30       | 33       | 36       |
| 财务收入/(费用)    | 2        | (47)     | (76)     | (124)    | (129)    |
| 应占联营公司收益     | (1)      | 9        | 8        | 7        | 7        |
| 税前利润         | 801      | 1,014    | 1,096    | 1,428    | 1,831    |
| 税项           | (170)    | (197)    | (213)    | (277)    | (355)    |
| 少数股东权益       | 4        | (0)      | (0)      | (0)      | (0)      |
| 股东应占净利润      | 635      | 817      | 883      | 1,151    | 1,476    |
| 每股盈利(美仙)     | 6.161    | 7.881    | 8.465    | 10.971   | 13.988   |

重要财务比率

|            | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 12.0  | 13.1  | 13.0  | 12.9  | 12.8  |
| 经营利润率(%)   | 2.4   | 2.7   | 2.6   | 2.9   | 3.2   |
| 净利率(%)     | 1.9   | 2.1   | 1.9   | 2.2   | 2.4   |
| 资产回报率(%)   | 3.9   | 4.6   | 4.6   | 5.7   | 7.0   |
| 股东资金回报率(%) | 25.3  | 28.8  | 28.9  | 35.9  | 41.8  |
| 流动比率(倍)    | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.1   |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 推出新款智能手机

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

酷派集团 (02369 HK)

评级：买入

股价：HK\$1.530

目标价：HK\$2.75

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$)      | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|------------|--------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 14,390               | 323                    | 0.076         | 23.6         | 20.0                           | 0.570         | 2.7        | 0.015              | 1.0          | 14.1       |
| 2013A                                         | 19,624               | 348                    | 0.083         | 8.3          | 18.5                           | 0.657         | 2.3        | 0.010              | 0.7          | 13.5       |
| 2014F                                         | 30,417               | 684                    | 0.146         | 76.2         | 10.5                           | 0.688         | 2.2        | 0.022              | 1.4          | 22.9       |
| 2015F                                         | 38,173               | 883                    | 0.190         | 30.7         | 8.0                            | 0.836         | 1.8        | 0.029              | 1.9          | 24.9       |
| 2016F                                         | 42,754               | 979                    | 0.214         | 12.4         | 7.1                            | 1.005         | 1.5        | 0.032              | 2.1          | 23.2       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        | 4,294.0       |              | 大股东 Major shareholder          |               |            | 郭德英 39.4%          |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        | 6,569.8       |              | 流通比例 Free float (%)            |               |            | 53.0               |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                      |                        | 31,210.8      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |               |            | 净现金                |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        | 2.680/1.195   |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               |            | 3.7                |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               |            | (12.1)/10.9/(39.8) |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |              |                                |               |            | (10.5)/7.9/(41.0)  |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

2014年上半年4G和3G智能手机的平均售价分别为700港元和500港元，预期随着平均售价更高的4G智能手机的贡献，整体手机平均售价将有所改善。2014年上半年已推出29款新智能手机，其中12款属于4G网络，相信公司在2015年将推出更多新手机以提升出货量。国内TD/FDD-LTE的4G网络已覆盖41个城市，双制式4G网络将覆盖更多城市，将可配合公司的推广活动。公司与奇虎360(QIHU US)成立合资公司，将主要专注于生产移动终端产品，并通过互联网作为分销的主要渠道，相信可以通过成立合资公司而提高出货量。

预期公司品牌认知度提升、更高的4G智能手机的贡献和销售渠道的拓展。公司的投资评级为「买入」及目标价为2.75港元，目标价相当于14.4倍2015年市盈率、12.8倍2016年市盈率及3.3倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 推出款新款4G智能手机。
- 手机出货量提升。
- 国内TD/FDD-LTE的4G网络将覆盖更多城市。
- 与奇虎360成立合资公司。

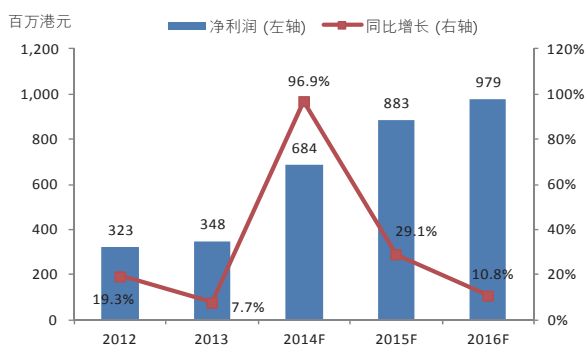
### 负面因素分析

- 手机市场竞争更激烈。
- 国内4G网络政策改变。
- 手机平均售价低于预期。

### 风险分析

- 市场对智能手机的需求下降。
- 电信运营商减少手机补贴。

公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底 (百万港元) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额           | 14,390   | 19,624   | 30,417   | 38,173   | 42,754   |
| 4G智能手机销售      | 1,230    | 514      | 21,292   | 29,775   | 34,844   |
| 3G智能手机销售      | 13,098   | 18,935   | 8,973    | 8,207    | 7,696    |
| 服务收入          | 31       | 106      | 122      | 153      | 171      |
| 其它收入          | 31       | 69       | 30       | 38       | 43       |
| 成本            | (12,639) | (17,094) | (26,523) | (33,363) | (37,538) |
| 其它收入及收益       | 1,751    | 2,530    | 3,713    | 4,532    | 5,006    |
| 销售及分销费用       | 290      | 382      | 396      | 406      | 420      |
| 行政费用          | (870)    | (1,302)  | (1,916)  | (2,329)  | (2,522)  |
| 其它营运费用        | (674)    | (984)    | (1,308)  | (1,565)  | (1,667)  |
| 其它            | (18)     | (166)    | (172)    | (181)    | (186)    |
| 财务费用          | (55)     | (23)     | (29)     | (26)     | (23)     |
| 应占联营公司收益      | (6)      | (0)      | (0)      | (0)      | (0)      |
| 税前利润          | 418      | 437      | 864      | 1,115    | 1,236    |
| 税项            | (94)     | (89)     | (176)    | (228)    | (252)    |
| 少数股东权益        | (1)      | (0)      | (3)      | (4)      | (5)      |
| 股东应占净利润       | 323      | 348      | 684      | 883      | 979      |
| 每股盈利 (港元)     | 0.076    | 0.083    | 0.146    | 0.190    | 0.214    |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)     | 12.2  | 12.9  | 12.8  | 12.6  | 12.2  |
| 净利率 (%)     | 2.2   | 1.8   | 2.2   | 2.3   | 2.3   |
| 股东资金回报率 (%) | 14.1  | 13.5  | 22.9  | 24.9  | 23.2  |
| 资产回报率 (%)   | 4.1   | 3.8   | 6.5   | 7.8   | 7.9   |
| 流动比率 (倍)    | 1.2   | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 1.4   |
| 净负债比率 (%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 电信服务行业

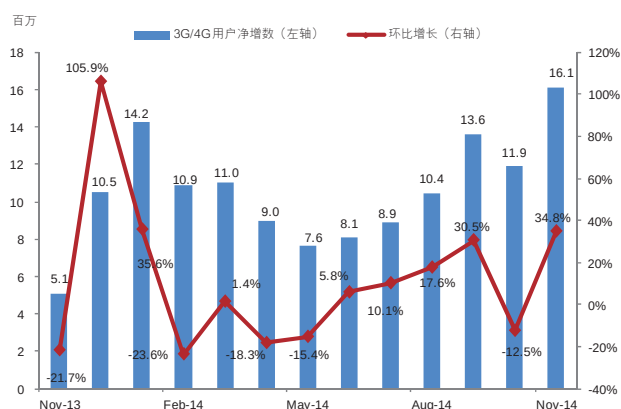
分析员：黎柏坚 Ricky Lai

## 跑赢大市

### 行业概况

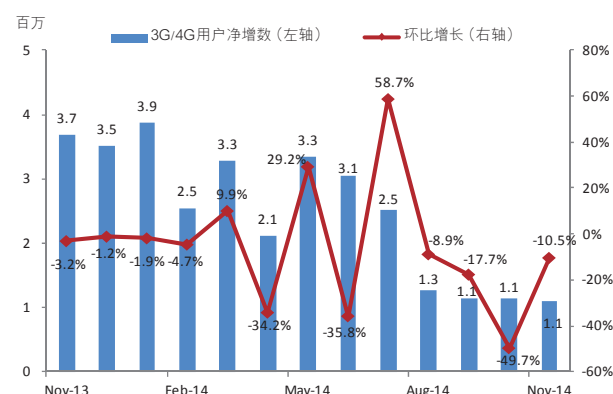
**2014年首11个月3G/4G用户增长迅速。**2014年11月全国移动电话用户总数达12.8亿户，移动宽带用户（即3G和4G用户）总数达到5.6亿户，占移动电话用户总数的比重达43.5%，其中4G用户总数达到7.6千万户。相信移动宽带用户增长在2014年可进一步提升，因低端智能手机应用程序日渐普及。中国移动(00941 HK)首11个月3G/4G的累计用户净增数为121.8百万，同比增长30.7%，每月平均用户净增11.1百万户，3G/4G用户总数为3.1亿户，首11个月2G用户净流出85.1百万户，因公司加快2G用户升级至4G网络及推出低端手机，11月中国移动3G/4G市占率为最高的电信营运商，份额为54.2%。预计中国移动到2015年底兴建超过100万个4G基站，相信中国移动在2015年仍可维持3G/4G市占率为最高。中国联通(00762 HK)首11个月3G/4G的累计用户净增数为25.4百万，同比下跌40.4%，每月平均净增2.3百万户，3G/4G用户总数为148.0百万户，2G用户净流出8.0百万同。中国电信(00728 HK)首11个月3G/4G的累计用户净增数为13.5百万，同比下跌59.5%，每月平均净增1.2百万户，2G用户净流出15.0百万。公司受其它运营商相对进取的市场策略所影响，用户净增数放缓，相信公司TD/FDD-LTE双制式的4G网络将推广至更多城市而可改善用户增长。11月户均移动互联网接入流量达到197.8M，同比增长51.3%，数据流量保持高速增长，受移动宽带用户占比增加所影响。

中国移动的3G/4G用户净增数



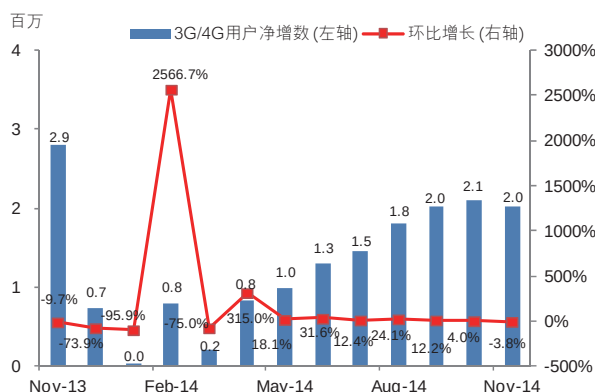
资料来源：公司。

中国联通的3G/4G用户净增数



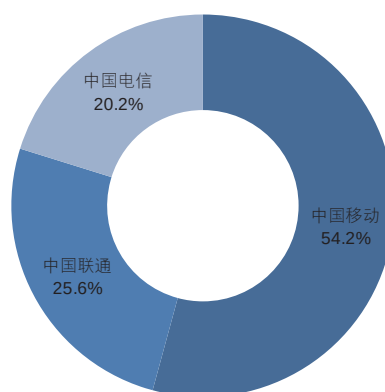
资料来源：公司。

中国电信的3G/4G用户净增数



资料来源：公司。

11月份3G/4G用户市占率

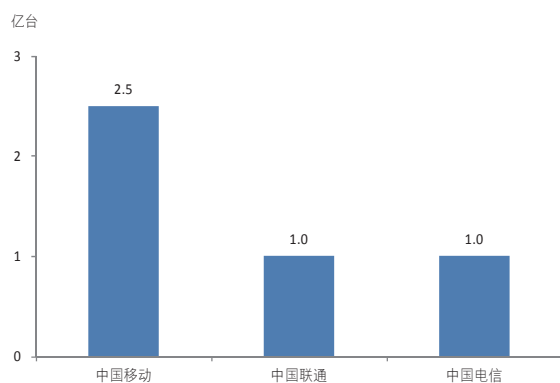


资料来源：公司。

**4G网络将覆盖更多城市。**中国移动已建设超过50万个TD-LTE 4G基站及4G网络已覆盖超过340个城市，相信到年底将有超过70万个TD-LTE的4G基站，到2015年将有超过100万个TD-LTE的4G基站，相比中国联通的10万个4G基站及中国电信的14万个4G基站为多，网络覆盖的增强将有助营运商吸纳新客户，对智能手机的出货量有正面帮助。中国联通及中国电信积极发展TD/FDD-LTE双制式的4G网络，将受惠于相对较多手机供应的TD/FDD-LTE制式的4G网络，FDD/TD-LTE双制式试验网已覆盖56个城市，预期2015年将有更多城市有相关服务。国家铁塔公司在2014年7月份由三大营运商成立，中国电信、中国联通及中国移动分别持股比例为29.9%、30.1%及40.0%。

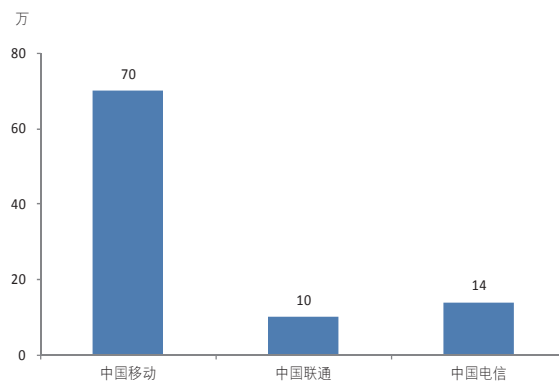
**营运商减少手机补贴。**三大电信营运商减少手机补贴，改以补贴话费的策略来吸纳客户，相信这将影响高端手机的需求，而改用低端手机。现时各芯片制造商已正在提供大量低端芯片，并有多模式，即要同时支持TD-LTE、FDD-LTE、TD-SCDMA、WCDMA、GSM等五个制式，这样才能同时满足2G、3G、4G等网络的运营需求以及有效进行国际漫游。国内三大营运商已分别公布2015年手机采购量的估计，中国移动为2.5亿台，中国联通及中国电信为1.0亿台，大部份采购都投放在4G上，预期4G的用户数在2015年将大幅增加。

营运商2015年手机采购量的估计



资料来源：国泰君安国际。

营运商2014年4G基站数



资料来源：公司。

**微信推出高清免费通话。**微信推出新应用「微信电话本」，该软件最大的特点是能够拨打免费网络电话，同时具有自动备份联系人、导入微信头像、群发短信、批量删除联系人等功能。使用微信电话本拨打免费网络电话，需要在微信电话本内登录微信账号，并绑定手机号，开通后找到已开通此功能的联系人便可免费拨打网络电话。用户只需付流量费用，而不需付话费费用，相信对营运商有负面的影响。

**中国联通推出流量银行。**三大电信运营商各自推出类似的数据流量产品及政策，2014年中期中国电信推出「流量宝」和中国移动推出「流量不清零」，中国联通在近月亦推出流量创新经营产品「流量银行」。在联通的规划中，该产品不仅仅是一个针对3G/4G用户的流量管理与交易平台，同时也是为企业用户提供精准、高效营销服务的推广平台。「流量银行」还打破了传统的运营商界限，所有运营商的用户都可以参与其中，真正实现了无障碍的跨平台运营，用户只要下载应用程序或登录网页版使用流量银行，就可以随时查询、存取和购买流量等，富余流量还可以转赠他人。此外用户还可以在参与流量平台上企业的推广活动，随时随地免费赚取流量。用户未来还可以将第三方积分(如信用卡积分、超市会员积分等)与流量相互兑换，用流量来行购物结算。

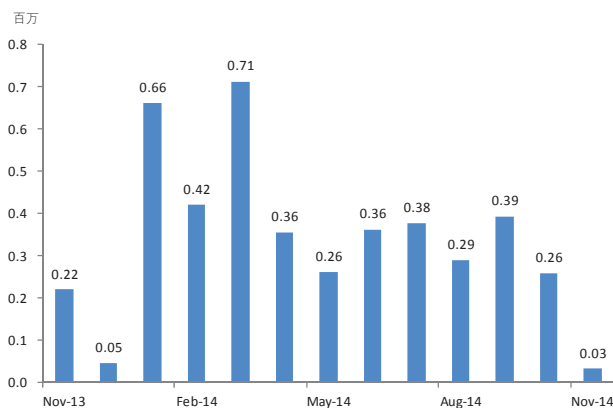
**腾讯(00700 HK)与广州电信合作推出QQ流量全免手机通讯产品。**腾讯合作推出广州电信推出一款融合创新型手机通讯产品「QQ飞Young卡」。「QQ飞Young卡」是一款预付费的手机卡产品，除了含广东省内2G流量和80分钟通话时长，包括手机QQ、QQ空间、QQ音乐三大应用及11款QQ手机游戏的流量全免，购买此卡的用户还可以通过捆绑自己的QQ号，免费升级为QQ会员，会员成长值和成长加速都会获得额外增加，每月通过手机QQ充值话费还可赢得Q币。腾讯拥有数以亿计的手机QQ用户，中国电信可以提高4G业务市场占有率。腾讯

为深入电信运营商的线下渠道，借此实现从线上到线下的推广转型，提供了大量特权以吸引电信客户成为QQ会员，同时通过与广州电信开展QQ飞Young卡的业务合作，腾讯可以进一步丰富线下合作渠道，为后续打造各类体验式营销准备。

**工信部放宽国内固网宽带市场。**工信部于2014年12月25日发布了「关于向民间资本开放宽带接入市场的通告」，提出鼓励民间资本以多种模式进入宽带接入市场，包括(1)鼓励民营企业建设宽带接入网业务所需的基础设施，并以自有品牌为用户提供宽带上网服务；(2)鼓励民营企业以资本合作、业务代理、网络代维等多种形式和基础企业开展合作，分享收益；及(3)是鼓励拥有因特网接入服务业务(ISP)经营许可证的民营企业，从基础电信企业租用接入网络资源，以自有品牌为用户提供宽带上网服务，试点时间为3年，首批试点城市有16个。我们预期这是继放宽移动市场后，进一步在开放电信市场，引入竞争。工信部在2014年已积极开放移动市场，引入42家虚拟运营商。

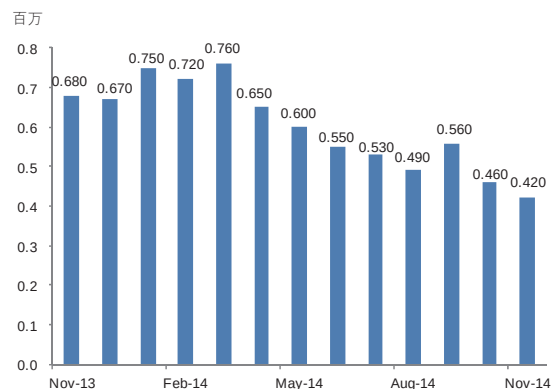
**中国电信将维持固网用户的高市占率。**2014年首11月电信企业互联网宽带接入用户净增1.2千万户，总数达到2.0亿户。光纤接入用户总数6.5千万户，占宽带用户比重达32.4%，IPTV用户达到3.3千万，8M及以上宽带用户比例达到7.8千万。中国电信2014年首11个月固网的累计用户净增数为6.5百万，总固网用户达106.6百万，同比增长7.2%，预期公司的固网业务将稳定增长。中国联通首11个月固网的累计用户净增数为4.1百万，总固网用户达68.8百万，同比增长6.5%，预期公司的固网业务将稳定增长。

中国联通的固网用户净增数



资料来源：公司。

中国电信的固网用户净增数



资料来源：公司。

## 投资建议

行业投资评级为「跑赢大市」。由于2G及3G用户加快升级至4G平台、开放电信市场、推出创新数据流量产品、智能手机的普及、TD/FDD-LTE双制式4G网络更为普及及成立通信设备公司等，行业的投资评级「跑赢大市」。三大电信运营商在2015年将减少手机补贴，改以补贴话费的策略来吸纳客户。我们的行业首选为中国联通(00762 HK)，公司的投资评级为「买入」及目标价为14.40港元，相当于17.7倍2015年市盈率、15.3倍2016年市盈率及1.1倍2015年市净率。中国联通的利润率改善及有效的成本控制措施，预期公司的TD/FDD-LTE双制式的4G网络从56个城市将扩展至更多城市，从而改善用户的增数，同时公司推出新数据产品以迎合市场需求。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 中国电信   | 00728 | 4.540    | 收集   | 15.8     | 13.9     | 11.7     | 1.0      | 7.2        | 2.4      |
| 中国联通   | 00762 | 10.400   | 买入   | 15.7     | 12.8     | 11.1     | 0.8      | 6.5        | 2.3      |
| 中国移动   | 00941 | 90.500   | 收集   | 11.6     | 10.6     | 10.2     | 1.4      | 14.1       | 4.1      |
| 市值加权平均 |       |          | 跑赢大市 | 12.6     | 11.3     | 10.5     | 1.3      | 12.3       | 3.7      |

资料来源：国泰君安国际。



## 4G网络将扩展至更多城市

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

中国电信(00728 HK)

评级：收集

股价：HK\$4.540

目标价：HK\$5.40

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)       | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 283,176             | 14,949                | 0.185        | (9.4)        | 19.8                           | 3.276        | 1.1              | 0.067        | 1.8          | 5.7        |
| 2013A                                         | 321,584             | 17,545                | 0.217        | 17.4         | 16.4                           | 3.432        | 1.0              | 0.073        | 2.1          | 6.5        |
| 2014F                                         | 331,056             | 18,375                | 0.227        | 4.7          | 15.8                           | 3.548        | 1.0              | 0.077        | 2.1          | 6.5        |
| 2015F                                         | 351,013             | 20,834                | 0.257        | 13.4         | 13.9                           | 3.646        | 1.0              | 0.085        | 2.4          | 7.2        |
| 2016F                                         | 375,779             | 24,714                | 0.305        | 18.6         | 11.7                           | 3.855        | 0.9              | 0.116        | 3.2          | 8.1        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 80,932.4     |              | 大股东 Major shareholder          |              | 中国电信集团 70.9%     |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 367,433.1    |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 29.1             |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 52,747.1     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 20.3             |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 5.190/3.120  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 7.1              |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (3.4)/(4.6)/15.8 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (1.8)/(7.6)/14.5 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年首11个月3G/4G的累计用户净增数为13.5百万，同比下跌59.5%，这是由中国移动(00941 HK)进取市场推广活动所导致。而2G用户的净流出15.0百万户。使整体移动用户净流出1.4百万户。我们预计中国电信的用户增长将可改善，因TD/FDD-LTE的4G网络将从56个城市推广至更多城市。我们预期2014–2016年3G/4G用户净增数分别为16.5百万/39.0百万/45.0百万，2014–2016年2G用户的净流出为19.0百万/25.0百万/30.0百万。公司亦推出流量创新产品「流量宝」，将可迎合用户对数据使用政策的要求。

相信公司的TD/FDD-LTE双制式的4G网络将推广至更多城市，公司的投资评级为「收集」及目标价5.40港元。目标价相当于16.6倍2015年市盈率、14.0倍2016年市盈率及1.2倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 双制式的4G网络将扩展至城市。
- 成立电信设备公司降低资本开支。
- 推出流量创新产品「流量宝」。
- 减少手机补贴。

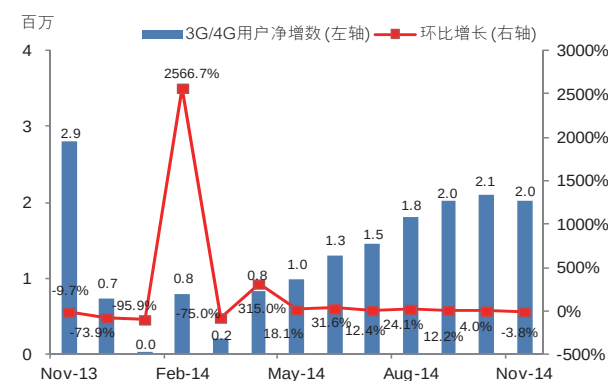
### 负面因素分析

- 中国移动(00941 HK)推出更多减价推广。
- 营改增的推出。
- 虚拟运营商的推出。

### 风险分析

- 实时通信平台的替代效应加剧。
- 中国移动进一步加快4G用户增长。
- 行业竞争恶化。

公司的3G/4G用户净增数及环比增长



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 283,176  | 321,584  | 331,056  | 351,013  | 375,779  |
| 折旧及摊销          | (49,666) | (69,083) | (72,799) | (78,978) | (84,212) |
| 网络运营及支撑成本      | (65,979) | (53,102) | (55,948) | (58,619) | (62,004) |
| 销售、一般及管理费用     | (63,099) | (70,448) | (67,370) | (69,064) | (74,941) |
| 员工费用           | (42,857) | (46,723) | (48,665) | (50,897) | (53,361) |
| 其它营运支出         | (40,367) | (54,760) | (56,610) | (61,778) | (65,761) |
| 经营利润           | 21,208   | 27,468   | 29,662   | 31,677   | 35,500   |
| 投资收益           | 93       | 670      | 576      | 496      | 426      |
| 应占联营公司收益       | 78       | 103      | 134      | 174      | 226      |
| 财务成本净额         | (1,562)  | (5,153)  | (5,863)  | (4,557)  | (3,188)  |
| 税前利润           | 19,817   | 23,088   | 24,509   | 27,789   | 32,965   |
| 税项             | (4,753)  | (5,422)  | (6,005)  | (6,808)  | (8,076)  |
| 少数股东权益         | (115)    | (121)    | (130)    | (147)    | (174)    |
| 股东应占净利润        | 14,949   | 17,545   | 18,375   | 20,834   | 24,714   |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.185    | 0.217    | 0.227    | 0.257    | 0.305    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA率(%) | 34.2  | 30.0  | 30.9  | 31.5  | 31.9  |
| 经营利润率(%)   | 7.5   | 8.5   | 9.0   | 9.0   | 9.4   |
| 净利率(%)     | 5.3   | 5.5   | 5.6   | 5.9   | 6.6   |
| 股东资金回报率(%) | 5.7   | 6.5   | 6.5   | 7.2   | 8.1   |
| 资产回报率(%)   | 3.1   | 3.2   | 3.4   | 3.8   | 4.4   |
| 流动比率(倍)    | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.4   |
| 净负债比率(%)   | 26.7  | 34.7  | 26.4  | 20.3  | 11.5  |
| 净利息覆盖比率(倍) | 9.8   | 6.1   | 4.7   | 6.0   | 9.0   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 用户增长将可改善

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

中国联通(00762 HK)

评级：买入

股价：HK\$10.400

目标价：HK\$14.40

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)           | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|----------------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 248,926             | 7,096                 | 0.301        | 68.5         | 27.8                           | 8.890        | 0.9                  | 0.096        | 1.1          | 3.4        |
| 2013A                                         | 295,039             | 10,409                | 0.440        | 46.1         | 18.5                           | 9.253        | 0.9                  | 0.129        | 1.6          | 4.9        |
| 2014F                                         | 302,825             | 12,432                | 0.522        | 18.7         | 15.7                           | 9.579        | 0.9                  | 0.155        | 1.9          | 5.6        |
| 2015F                                         | 320,710             | 15,404                | 0.643        | 23.2         | 12.8                           | 10.424       | 0.8                  | 0.190        | 2.3          | 6.5        |
| 2016F                                         | 347,598             | 17,892                | 0.743        | 15.5         | 11.1                           | 10.811       | 0.8                  | 0.220        | 2.7          | 7.0        |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 23,933.1     |              | 大股东 Major shareholder          |              | 联通集团 75.6%           |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 248,904.2    |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 23.5                 |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 45,329.6     |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 43.7                 |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 14.220/9.030 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 16.2                 |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (11.9)/(10.3)/(10.3) |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | (10.3)/(13.3)/(11.6) |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司首11个月3G/4G的累计用户净增数为25.4百万，同比下跌34.7%，每月平均净增2.3百万户，2G用户净流出8.0百万。首11个月固网宽带的累计用户净增数为4.1百万，预期公司的固网业务将稳定增长。中国联通在近月亦推出创新数据流量产品「流量银行」，将可吸引新用户的使用。预期公司的TD/FDD-LTE双制式的4G网络从56个城市将扩展至更多城市，从而改善用户的增数。公司亦积极管控成本开支如减少手机补贴，将可改善利润率。

基于利润率的改善及有效的成本控制措施，公司的投资评级为「买入」及目标价为14.40港元，目标价相当于17.7倍2015年市盈率、15.3倍2016年市盈率及1.1倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 双制式的4G网络将扩展至更多城市。
- 成立电信设备公司降低资本开支。
- 公司减少手机补贴。
- 推出流量创新产品「流量银行」。

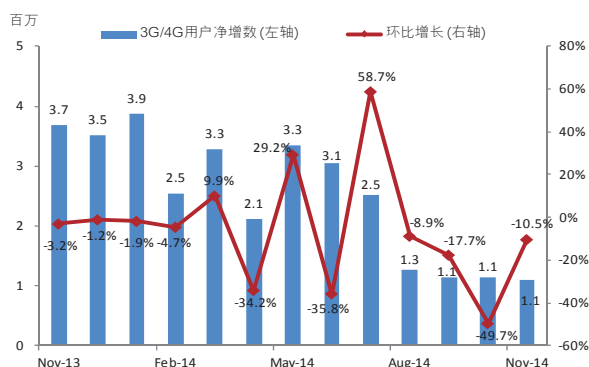
### 负面因素分析

- 营改增的推出。
- 中国移动(00941 HK)推出更多减价推广。
- 虚拟运营商的推出。

### 风险分析

- 中国移动进一步加快4G用户增长。
- 实时通信平台的替代效应加剧。
- 行业竞争恶化。

公司的3G/4G用户净增数及环比增长



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A    | 2013A    | 2014F    | 2015F    | 2016F    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额            | 248,926  | 295,039  | 302,825  | 320,710  | 347,598  |
| 移动收入           | 164,771  | 207,526  | 217,763  | 236,279  | 261,411  |
| 固网收入           | 83,277   | 86,566   | 84,089   | 83,426   | 85,107   |
| 其它             | 878      | 947      | 974      | 1,006    | 1,081    |
| 网间结算成本         | (18,681) | (20,208) | (12,113) | (12,828) | (13,904) |
| 折旧及摊销          | (61,057) | (68,196) | (69,172) | (74,192) | (81,395) |
| 网络、营运及支撑成本     | (32,516) | (33,704) | (36,063) | (37,506) | (39,006) |
| 员工费用           | (28,778) | (31,783) | (33,008) | (35,278) | (38,236) |
| 销售通信产品成本       | (45,040) | (63,416) | (50,209) | (53,798) | (59,535) |
| 其它营运支出         | (51,252) | (61,964) | (82,496) | (84,004) | (89,475) |
| 财务费用           | (3,664)  | (3,113)  | (4,343)  | (3,751)  | (3,455)  |
| 利息收入           | 240      | 173      | 216      | 190      | 207      |
| 营业外收入/支出净额     | 1,343    | 887      | 940      | 997      | 1,056    |
| 税前利润           | 9,521    | 13,715   | 16,576   | 20,538   | 23,856   |
| 税项             | (2,425)  | (3,306)  | (4,144)  | (5,135)  | (5,964)  |
| 股东应占净利润        | 7,096    | 10,409   | 12,432   | 15,404   | 17,892   |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.301    | 0.440    | 0.522    | 0.643    | 0.743    |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA率(%) | 29.2  | 28.5  | 29.4  | 30.3  | 30.9  |
| 经营利润率(%)   | 4.7   | 5.3   | 6.5   | 7.2   | 7.5   |
| 净利率(%)     | 2.9   | 3.5   | 4.1   | 4.8   | 5.1   |
| 资产回报率(%)   | 1.5   | 2.0   | 2.3   | 2.8   | 3.1   |
| 股东资金回报率(%) | 3.4   | 4.9   | 5.6   | 6.5   | 7.0   |
| 净负债比率(%)   | 59.5  | 56.7  | 56.3  | 43.7  | 30.8  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 4G 用户增长加快

分析员：黎柏坚 Ricky Lai

中国移动 (00941 HK)

评级：收集

股价：HK\$90.500

目标价：HK\$101.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB)   | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)     | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|----------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 581,835             | 129,274               | 6.431          | 2.5          | 11.3                           | 35.991       | 2.0        | 2.777            | 3.8          | 18.8       |
| 2013A                                         | 630,177             | 121,692               | 6.054          | (5.9)        | 11.7                           | 39.241       | 1.8        | 2.621            | 3.7          | 16.1       |
| 2014F                                         | 722,962             | 123,927               | 6.165          | 1.8          | 11.6                           | 45.264       | 1.6        | 2.669            | 3.7          | 14.6       |
| 2015F                                         | 806,799             | 135,020               | 6.717          | 9.0          | 10.6                           | 49.886       | 1.4        | 2.908            | 4.1          | 14.1       |
| 2016F                                         | 869,853             | 141,197               | 7.024          | 4.6          | 10.2                           | 53.246       | 1.3        | 3.040            | 4.3          | 13.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 20,395.2       |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 中移动集团 74.2%      |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 1,845,765.6    |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 25.8             |              |            |
| 3个月平均成交量 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 17,484.6       |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 102.200/63.650 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 110.0            |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                |              |                                |              |            | (5.3)/0.8/12.6   |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |                |              |                                |              |            | (3.7)/(2.1)/11.3 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司首11个月4G的累计用户净增数为71.2百万，每月平均用户净增7.1百万户，3G用户净增数为50.6百万户。4G用户增长加快，高于预期，因公司加快2G/3G用户升级至4G网络及推出新款低端手机。3G用户在10月份开始有流失的情况因受4G网络替代效应的影响。相信公司在2015年将可进一步改善用户增数，因推出更多市场推广、千元的4G手机及低端数据套餐。公司推出流量创新产品「流量不清零」计划，增加用户使用数据流量的弹性。

相信公司在2015年将可维持高4G用户增数，因公司的4G基站数到2015年将达100万个将可进一步改善4G网络的覆盖。公司的投资评级为「收集」及目标价为101.00港元，目标价相当于11.9倍2015年市盈率、11.4倍2016年市盈率及1.6倍2015年市净率。

### 正面因素分析

- 减少手机补贴。
- 有大量2G用户将可升至4G网络。
- 推出流量创新产品「流量不清零」。
- 推出固网业务。

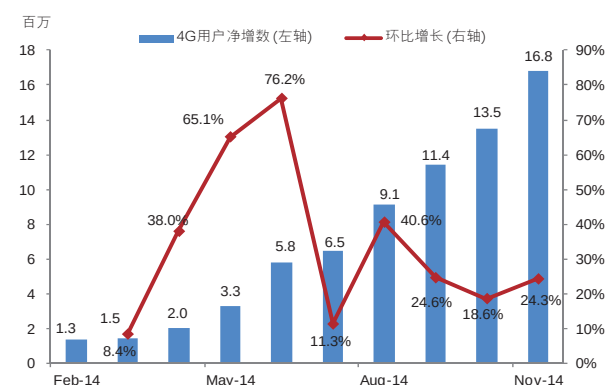
### 风险分析

- 实时通讯程序的影响效应扩大。
- 更多虚拟运营商推出。
- 行业竞争恶化。

### 负面因素分析

- 虚拟运营商的推出。
- 减少网间结算收入。
- 中国联通(00762 HK)及中国电信(00728 HK)双制式的4G网络将扩展至城市。
- 营改增的推出。

公司的4G用户净增数及环比增长



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A     | 2013A     | 2014F     | 2015F     | 2016F     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业额            | 581,835   | 630,177   | 722,962   | 806,799   | 869,853   |
| 租线费用           | (9,909)   | (18,727)  | (21,689)  | (24,204)  | (26,096)  |
| 互联费用           | (25,140)  | (25,998)  | (31,533)  | (35,100)  | (37,694)  |
| 折旧             | (100,848) | (104,699) | (136,640) | (152,485) | (164,402) |
| 员工费用           | (31,256)  | (34,376)  | (39,763)  | (44,374)  | (47,842)  |
| 其它营运支出         | (261,952) | (310,728) | (354,974) | (396,945) | (431,447) |
| 经营利润           | 152,730   | 135,649   | 138,363   | 153,691   | 162,372   |
| 其它收入           | 615       | 910       | 1,044     | 1,165     | 1,256     |
| 利息收入           | 12,661    | 15,289    | 14,849    | 13,661    | 12,568    |
| 财务支出           | (390)     | (331)     | (112)     | (100)     | (109)     |
| 联营公司收入         | 5,684     | 7,062     | 8,000     | 8,240     | 8,652     |
| 税前利润           | 171,300   | 158,579   | 162,144   | 176,657   | 184,740   |
| 税项             | (41,919)  | (36,776)  | (38,104)  | (41,514)  | (43,414)  |
| 少数股东权益         | 107       | 111       | 113       | 123       | 129       |
| 股东应占净利润        | 129,274   | 121,692   | 123,927   | 135,020   | 141,197   |
| 每股盈利 (人民币)     | 6.431     | 6.054     | 6.165     | 6.717     | 7.024     |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA率(%) | 44.0  | 38.5  | 38.5  | 38.4  | 38.0  |
| 经营利润率(%)   | 26.2  | 21.5  | 19.1  | 19.0  | 18.7  |
| 净利率(%)     | 22.2  | 19.3  | 17.1  | 16.7  | 16.2  |
| 股东资金回报率(%) | 18.8  | 16.1  | 14.6  | 14.1  | 13.6  |
| 资产回报率(%)   | 12.9  | 11.0  | 10.1  | 10.1  | 9.9   |
| 净负债比率(%)   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 净利息覆盖率(倍)  | 净利息收入 | 净利息收入 | 净利息收入 | 净利息收入 | 净利息收入 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公路行业

中性

分析员：周一帆 Ivan Zhou

**公路货运量增速继续高于客运量增速。**据中国交通部的数据显示，2014年1-11月累计公路客运量达175.5亿人次，同比增长2.6%；累计公路货运量为303.6亿吨，同比增长8.8%。而在2013年同期，累计客运量同比增长5.4%，累计货运量同比增长11.3%。客运量及货运量的增速均有所回落；而货运量增速继续高于客运量。我们预计，全年客、货运量增速将低于我们预期，主要原因是中国经济增速低于预期以及高铁网络逐步完善对公路客运的分流影响。往前看，我们认为公路客、货运增长速度已经步入平稳期，未来客运量将保持3%-5%的低增速；而货运方面，我们预计将会保持比GDP高1%-2%的增长速度。

中国公路客运量增速



资料来源：中国交通部。

中国公路货运量增速



资料来源：中国交通部。

321

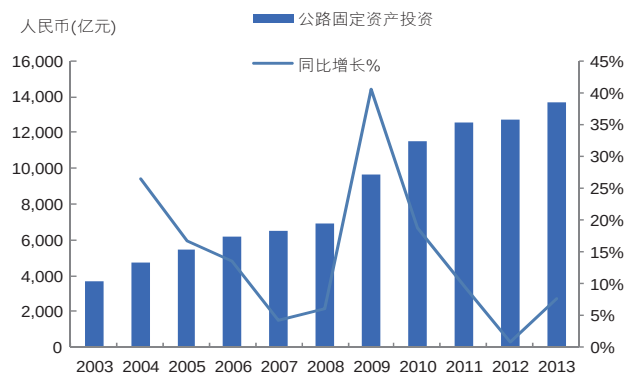
**负面政策对公路路费收入的同比影响会在2014年开始消除。**在过去数年间有多项国家政策对收费公路造成了负面影响，影响较大的包括鲜活农产品公路运输减免过路费政策，简称绿色通道；2012年6月广东高速公路实施统一收费标准，7条高速降价；以及2012年7月24日国务院批复《重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》，划定免费通行的时间范围为春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日。免费时段从节假日第一天00:00开始，节假日最后一天24:00结束，免费通行的车辆范围为行驶收费公路的7座以下(含7座)载客车辆，包括允许在普通收费公路行驶的摩托车；2012年中秋及国庆长假是首次实施该政策的假期。2013年是节假日路费减免对公路路费收入影响较大的一年；而其对收入的同比增长的影响在2014年会消除。我们预计，2014年及2015年的路费收入将会保持原有的稳定增长。

**交通部开始推广全国高速公路ETC收费全国联网。**2014年12月21日，按照交通运输部《全国高速公路电子不停车收费联网2014年度开通方案》进度安排要求，包括北京、天津、河北、山东、山西、上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、辽宁、陕西、湖南在内的14个省市高速公路ETC全国联网系统完成切换及测试工作，正式启动试运行。预计到2015年年底，将基本实现全国所有省(区、市)高速公路ETC联网运行。ETC联网提升了省界站的通行速度，据统计，一辆车通过ETC通道需要5秒的时间，而通过人工收费通道则最少需要20多秒甚至几分钟。我们认为，ETC联网将有助于提高高速公路的通行效率以及减低公路运营的人工成本，对公路行业长远利好。

**降息有助于降低利息开支；预期货币政策会继续保持宽松。**2014年11月21日，中国人民银行决定自11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以期降低社会融资成本，支持实体经济发展。金融机构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%。我们预计，由于中国经济未来增长可能有所放缓以及实体经济融资成本依然较高，中国货币环境将继续保持宽松。我们认为这对于债务一般较重的高速公路行业公司属于有利影响，将减低其利息开支。

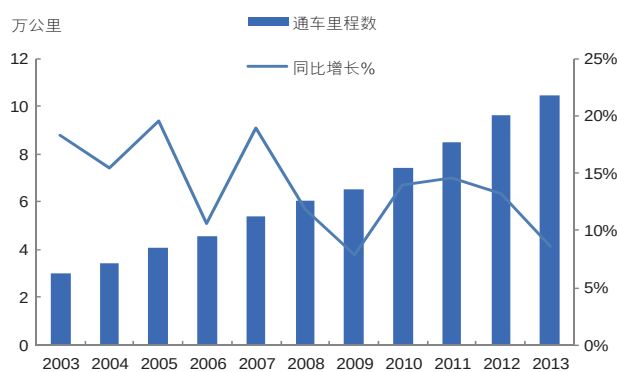
中国路网逐渐成熟，但公路固定资产投资增速预计回升。到2013年底，中国高速公路通车总里程达到10.44万公里，已超过美国跃居世界第一，成为全球高速公里里程最长的国家，全国路网「五纵七横」的主骨干网已经成型。而通车里程数增速开始减慢，2013年高速公路通车里程数同比增长8.6%，已经低于除2009年外的1988年以来的所有年份。我们认为这标志着中国高速公路网络已经走向成熟。公路固定投资方面，2014年前11个月累计完成1.4万亿元人民币，同比增长13.1%；随着中国稳增长政策的推行，公路固定投资额从2012年的低谷开始有所反弹。我们预计路网在未来将会进一步完善。随着路网完善度进一步提高，将促进高速公路的使用率，有利于行业的长远发展。

中国公路固定资产投资



资料来源：中国交通部。

中国高速公路总里程



资料来源：中国交通部。

## 投资建议

行业基本面稳健，但行业估值已经基本反映行业基本面，维持行业评级「中性」；行业首选股为浙江沪杭甬(00576 HK)。根据以上分析，我们认为行业基本面稳健，我们预期整个行业已经进入成熟的温和增长时期。而估值方面，行业现估值为11.4/11.3/10.3倍的2014/2015/2016年市盈率，1.3倍的2015年市净率及4.8%的2015年股息率，与历史平均值相似，反映行业估值对于好转的基本面已作反映。个股方面，我们的行业首选为浙江沪杭甬(00576 HK)。公司收费公路业务稳定增长；而公司旗下浙商证券所经营的证券业务增长迅速，2014年前三季，公司证券业务收入15.7亿元人民币，同比增长27.0%，占总收入的23.5%。我们预期公司证券业务会继续保持高速增长。虽然公司目前估值较行业平均高，但基于公司的增长潜力，我们认为较高的估值是合理的。我们维持公司「收集」评级，目标价9.50港元，对应15.0/13.8/12.9倍2014/2015/2016年市盈率。

| 公司名称   | 编号    | 股价(HK\$) | 个股评级 | 14市盈率(x) | 15市盈率(x) | 16市盈率(x) | 15市净率(x) | 15 ROE (%) | 15股息率(%) |
|--------|-------|----------|------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 江苏宁沪   | 00177 | 9.260    | 收集   | 13.3     | 12.4     | 11.4     | 1.7      | 14.2       | 5.5      |
| 深高速    | 00548 | 5.170    | 收集   | 3.3      | 8.6      | 6.2      | 0.7      | 8.2        | 3.9      |
| 安徽皖通   | 00995 | 5.220    | 收集   | 8.9      | 9.0      | 8.1      | 0.9      | 9.9        | 5.3      |
| 浙江沪杭甬  | 00576 | 9.010    | 收集   | 14.3     | 13.1     | 12.2     | 1.7      | 13.2       | 4.4      |
| 四川成渝   | 00107 | 3.330    | n.a. | 7.7      | 7.1      | 7.2      | 0.7      | 8.9        | 3.3      |
| 合和基建   | 00737 | 3.890    | n.a. | 16.7     | 15.7     | 14.4     | 1.5      | 9.1        | 6.2      |
| 越秀交通   | 01052 | 4.730    | n.a. | 10.0     | 9.0      | 8.1      | 0.7      | 8.0        | 6.3      |
| 市值加权平均 |       |          | 中性   | 11.4     | 11.3     | 10.3     | 1.3      | 11.5       | 4.8      |

资料来源：国泰君安国际、Bloomberg。



## 整体业务稳定，派息率高

分析员：周一帆 Ivan Zhou

江苏宁沪(00177 HK)

评级：收集

股价：HK\$9.260

目标价：HK\$9.20

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)   | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 7,587               | 2,333                 | 0.463        | (4.0)        | 16.1                           | 3.709        | 2.0          | 0.360        | 4.8          | 12.7       |
| 2013A                                         | 7,412               | 2,708                 | 0.537        | 16.1         | 13.5                           | 3.890        | 1.9          | 0.380        | 5.3          | 14.1       |
| 2014F                                         | 8,120               | 2,775                 | 0.551        | 2.5          | 13.3                           | 4.060        | 1.8          | 0.380        | 5.2          | 13.9       |
| 2015F                                         | 8,634               | 2,970                 | 0.589        | 7.0          | 12.4                           | 4.270        | 1.7          | 0.400        | 5.5          | 14.2       |
| 2016F                                         | 9,276               | 3,240                 | 0.643        | 9.1          | 11.4                           | 4.512        | 1.6          | 0.400        | 5.5          | 14.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 5,037.7      |              | 大股东 Major shareholder          |              | 江苏交通控股 54.4% |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 46,649.1     |              | 流通比例 Free float (%)            |              | 31.0         |              |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 3,648.7      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              | 2.1          |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 9.960/8.080  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              | 9.2          |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 5.3/13.1/2.2 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              | 6.9/10.1/0.9 |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年第三季收入同比增长3.8%至20.94亿元人民币。股东净利为7.24亿元，同比增长0.5%。路费收入为人民币14.03亿元，同比下降1.09%。与上半年相比，溧马高速开通后导致的宁常高速对沪宁高速的分流影响在进一步扩大。第三季度，沪宁高速公路日均流量为74,011辆，同比仅增长约2.9%，其中客车流量同比增长约7.05%，表现相对稳定，但货车流量同比下降约7.33%，延续了自上半年以来货车流量不断下降的趋势，导致第三季度收费业务收入同比出现下降。不过联营公司沿江高速仍处增长期。而配套业务和地产业务增长迅速，抵消了路费收入的下滑。三季度配套业务收入人民币59,324万元，同比增加9.61%。地产业务收入人民币4,216万元，同比增长1,007.28%。我们认为公司整体业务保持稳定。

虽然公司最重要的资产沪宁高速的增长已达饱和，但新收购的沿江高速收入增长持续，将推动公司纯利增长。此外，公司债务水平偏低，预计其派息比率能维持于70%左右。维持公司「收集」评级及9.20港元的目标价，对应13.2/12.3/11.3倍的2014、2015和2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 派息比率预计能维持在70%左右。
- 配套业务和房地产业务增长迅速。
- 新收购的沿江高速收入持续增长。

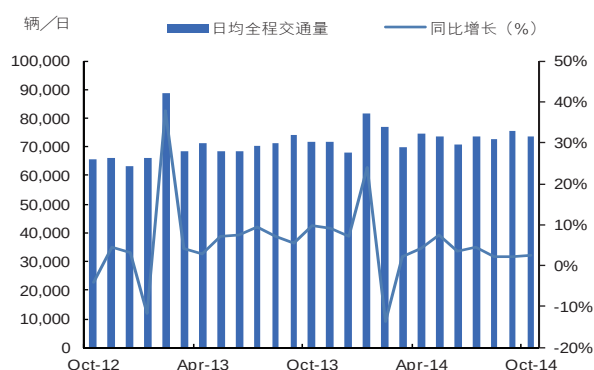
### 负面因素分析

- 溧马高速开通后，宁常高速对沪宁高速的分流影响进一步扩大。
- 国际贸易增长放缓，货车流量出现下跌。

### 风险分析

- 未来数个国道项目路费的标准可能被下调或停止收费。
- 房地产开发业务进度可能变得缓慢。
- 车流量增长未如预期。

沪宁高速每月日均车流量统计



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额           | 7,587   | 7,412   | 8,120   | 8,634   | 9,276   |
| 经营成本          | (4,070) | (3,710) | (4,343) | (4,618) | (4,957) |
| 毛利            | 3,532   | 3,718   | 3,793   | 4,032   | 4,336   |
| 其它收入          | 10      | 3       | 25      | 25      | 26      |
| 管理费用          | (178)   | (176)   | (194)   | (203)   | (214)   |
| 财务成本          | (333)   | (293)   | (283)   | (264)   | (219)   |
| 分占联营及合资公司收益   | 161     | 315     | 413     | 446     | 488     |
| 特殊收益          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 除税前盈利         | 3,145   | 3,627   | 3,728   | 4,004   | 4,376   |
| 税项            | (764)   | (852)   | (852)   | (914)   | (999)   |
| 除税后盈利         | 2,381   | 2,776   | 2,876   | 3,090   | 3,377   |
| 少数股东权益        | (48)    | (68)    | (101)   | (120)   | (137)   |
| 股东应占溢利        | 2,333   | 2,708   | 2,775   | 2,970   | 3,240   |
| 每股盈利(人民币)     | 0.463   | 0.537   | 0.551   | 0.589   | 0.643   |
| 增长/减少(%)      | (4.0)   | 16.1    | 2.5     | 7.0     | 9.1     |

重要财务比率

|             | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)      | 46.6  | 50.2  | 46.7  | 46.7  | 46.7  |
| 经营利润率(%)    | 44.2  | 47.7  | 44.3  | 44.3  | 44.3  |
| 纯利率(%)      | 30.7  | 36.5  | 34.2  | 34.4  | 34.9  |
| 平均资产回报率(%)  | 9.1   | 10.3  | 10.2  | 10.7  | 11.4  |
| 股东资金回报率(%)  | 12.7  | 14.1  | 13.9  | 14.2  | 14.6  |
| 平均净资产负债率(%) | 19.1  | 16.1  | 12.1  | 2.1   | 净现金   |
| 利息覆盖倍数(倍)   | 10.1  | 12.1  | 12.7  | 14.5  | 18.7  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 清连高速和机荷高速将持续推动收入增长

分析员：周一帆 Ivan Zhou

**深高速 (00548 HK)**
**评级：收集**
**股价：HK\$5.170**
**目标价：HK\$5.50**

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)     | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|------------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 3,135               | 684                   | 0.314        | (21.8)       | 13.3                           | 4.373        | 1.0        | 0.130            | 3.1          | 7.3        |
| 2013A                                         | 3,279               | 720                   | 0.330        | 5.2          | 12.2                           | 4.573        | 0.9        | 0.160            | 4.0          | 7.4        |
| 2014F                                         | 3,519               | 2,662                 | 1.221        | 269.9        | 3.3                            | 5.634        | 0.7        | 0.160            | 3.9          | 23.9       |
| 2015F                                         | 3,791               | 1,031                 | 0.473        | (61.3)       | 8.6                            | 5.947        | 0.7        | 0.160            | 3.9          | 8.2        |
| 2016F                                         | 4,055               | 1,435                 | 0.658        | 39.2         | 6.2                            | 6.442        | 0.6        | 0.160            | 3.9          | 10.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 2,180.8      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 深圳国际 50.9%       |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 11,274.7     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 44.3             |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 4,030.2      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 42.5             |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 6.110/3.260  |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 5.7              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (3.4)/(1.0)/56.2 |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | (1.8)/(3.9)/55.0 |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

公司2014年第三季深高速收入同比增长0.8%至人民币8.68亿元。路费收入同比增长4.28%至人民币8.23亿元。股东净利润同比增长23.2%至人民币3.08亿元，符合预期。净利润的增长主要由于路费收入的增长以及借贷规模及财务费用下降。清连高速是公司现时最大的公路项目，占总路费收入比至27.7%；而机荷高速（东段及西段）合共占路费收入32.0%。我们预计清连高速和机荷高速会保持双位数增长，将带动整体路费收入增长。另外，公司将与深圳国际（00152 HK）共同发展梅林关城改项目，总投资将会不超人民币50.00亿元；计划将有470,000平方米可售面积。公司将拥有49%的权益。项目将占用公司较多资源，但我们认为项目长远将有利于公司。

虽然梅观高速有13.8公里转为免费，但公司整体路费收入依然保持增长，而且政府对梅观高速赔偿合理。我们依然看好公司收费公路的增长潜力以及梅林关城改项目。维持公司「收集」评级及5.50港元的目标价，对应3.6/9.2/6.6倍的2014、2015和2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 清连高速和机荷高速仍将维持高速增长。
- 出售梅观高速部份的路段可套回大量的现金。
- 梅林关城改项目长远将有利于公司。

## 负面因素分析

- 武黄高速收入下跌大于预期。
- 出售梅观高速部份的路段将短期拖低盈利。
- 公司新业务开拓力度不足。

## 风险分析

- 公司对房地产开发缺乏经验，而梅林关城改项目投资额较大。
- 地铁网络完善化可能会对公司高速公路形成竞争。
- 车流量增长未如预期。

## 2014年1-3季度的经营数据

| 收费公路项目 | 权益   | 日均混合车流量<br>(千辆次) |      | 日均路费收入<br>(千元) |      |
|--------|------|------------------|------|----------------|------|
|        |      | 1月-9月            | 同比增减 | 1月-9月          | 同比增减 |
| 梅观高速   | 100% | 89               | n.a. | 459            | n.a. |
| 机荷东段   | 100% | 185              | 26%  | 1,592          | 22%  |
| 机荷西段   | 100% | 146              | 20%  | 1,231          | 18%  |
| 盐坝高速   | 100% | 37               | 17%  | 516            | 15%  |
| 盐排高速   | 100% | 59               | 18%  | 02             | 12%  |
| 南光高速   | 100% | 85               | 17%  | 827            | 8%   |
| 清连高速   | 76%  | 34               | 20%  | 2,244          | 15%  |
| 武黄高速   | 55%  | 40               | 1%   | 915            | -13% |

资料来源：公司。

## 损益表

| 截至12月底 (百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额            | 3,135   | 3,279   | 3,519   | 3,791   | 4,055   |
| 经营成本和营业税项      | (1,623) | (1,642) | (1,762) | (1,983) | (2,226) |
| 毛利             | 1,512   | 1,637   | 1,756   | 1,808   | 1,829   |
| 其它收入和收益净额      | (2)     | (239)   | 1,601   | 0       | 0       |
| 管理费用           | (80)    | (88)    | (98)    | (118)   | (147)   |
| 经营盈利           | 1,430   | 1,311   | 3,260   | 1,690   | 1,682   |
| 财务成本           | (657)   | (607)   | (553)   | (520)   | (496)   |
| 分占联营及合资公司收益    | 129     | 186     | 199     | 218     | 615     |
| 除税前盈利          | 936     | 914     | 2,932   | 1,419   | 1,834   |
| 税项             | (210)   | (163)   | (204)   | (315)   | (320)   |
| 除税后盈利          | 726     | 751     | 2,728   | 1,104   | 1,515   |
| 少数股东权益         | (42)    | (31)    | (66)    | (73)    | (80)    |
| 股东应占溢利         | 684     | 720     | 2,662   | 1,031   | 1,435   |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.314   | 0.330   | 1.221   | 0.473   | 0.658   |
| 增长/减少 (%)      | (21.8)  | 5.2     | 269.9   | (61.3)  | 39.2    |

## 重要财务比率

|               | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%)       | 48.2  | 49.9  | 49.9  | 47.7  | 45.1  |
| 经营利润率 (%)     | 45.6  | 40.0  | 92.6  | 44.6  | 41.5  |
| 纯利率 (%)       | 21.8  | 21.9  | 75.7  | 27.2  | 35.4  |
| 平均资产回报率 (%)   | 2.8   | 3.1   | 11.3  | 4.2   | 5.8   |
| 股东资金回报率 (%)   | 7.3   | 7.4   | 23.9  | 8.2   | 10.6  |
| 平均净资产负债比率 (%) | 91.9  | 84.3  | 57.6  | 42.5  | 40.1  |
| 利息覆盖倍数 (倍)    | 2.2   | 2.2   | 5.9   | 3.3   | 3.4   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

# 证券业务受益于A股成交量回升

分析员：周一帆 Ivan Zhou

浙江沪杭甬(00576 HK)

评级：收集

股价：HK\$9.010

目标价：HK\$9.50

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %) | PER<br>(x)                     | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x) | DPS<br>(RMB)   | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|------------|----------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 6,927               | 1,651                 | 0.380        | (8.7)        | 19.1                           | 3.694        | 2.0        | 0.300          | 4.1          | 10.6       |
| 2013A                                         | 7,851               | 1,907                 | 0.439        | 15.5         | 16.0                           | 3.678        | 1.9        | 0.310          | 4.4          | 11.9       |
| 2014F                                         | 8,660               | 2,166                 | 0.499        | 13.6         | 14.3                           | 3.866        | 1.8        | 0.310          | 4.4          | 13.2       |
| 2015F                                         | 9,350               | 2,358                 | 0.543        | 8.9          | 13.1                           | 4.099        | 1.7        | 0.310          | 4.4          | 13.2       |
| 2016F                                         | 10,008              | 2,525                 | 0.581        | 7.1          | 12.2                           | 4.371        | 1.6        | 0.310          | 4.4          | 13.6       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 4,343.1      |              | 大股东 Major shareholder          |              |            | 浙江交通投资集团 56.0% |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 39,131.3     |              | 流通比例 Free float (%)            |              |            | 33.0           |              |            |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                     |                       | 6,027.9      |              | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |              |            | 净现金            |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 11.300/6.310 |              | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |              |            | 10.0           |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 3.8/15.4/29.9  |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |              |                                |              |            | 5.4/12.4/28.7  |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 公司近况简评和估值

公司2014年第3季度收入同比增21.8%至23.49亿元人民币，纯利同比增21.8%至5.98亿元，较预期为佳。主要由于证券投资的收益高于预期。通行费收入为11.34亿元人民币，同比增7.3%。尽管于2013年7月通车的嘉绍大桥对公司辖下的沪杭甬高速公路造成一定的分流影响，于2014年第三季因此该公路减少通行费收入约人民币9,847万元。但对公司另一条上三高速公路的正面利好进一步显现。整体公路业务保持良好增长。证券业务佣金收入为4.31亿元人民币，同比增29.4%。证券业务利息收入为1.81亿元人民币，同比增49.8%。浙商证券积极开拓融资融券及财富管理等业务，以及随着A股市场成交量保持高位，预计证券业务收入仍将稳步增加。

公司财务状况极佳，预计将可维持高派息率。公司下辖高速公路收入也稳步增长。另外，证券业务受惠于A股市场持续向好以及IPO解禁，预计收入将进一步走高，是纯利增长的另一催化剂。维持「收集」评级及9.50港元的目标价，对应15.0/13.8/12.9倍的2014、2015和2016年市盈率。

## 正面因素分析

- 证券业务收入增长高于预期。
- 上三高速增长良好。
- 公司财务状况稳健，维持高派息率。

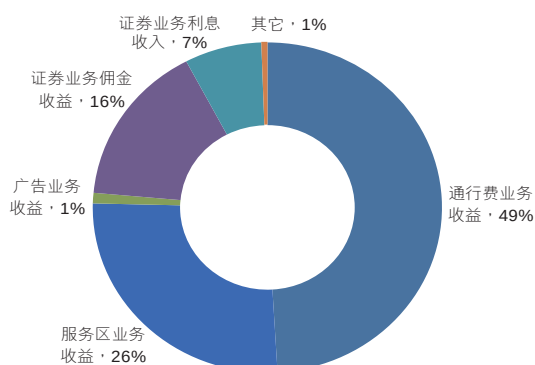
## 负面因素分析

- 嘉绍大桥对沪杭甬高速公路造成分流。
- 证券业务的佣金率因市场竞争激烈而持续下跌。
- 缺乏新的增长点。

## 风险分析

- 未来其它新建公路对公司收费公路造成分流。
- A股成交量低于预期。
- 车流量增长未如预期。

2014年1-3季各分部收入分布明细



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额           | 6,927   | 7,851   | 8,660   | 9,350   | 10,008  |
| 营业成本          | (4,574) | (4,955) | (5,461) | (5,850) | (6,210) |
| 毛利            | 2,353   | 2,896   | 3,198   | 3,500   | 3,799   |
| 其它收入和开支净额     | 342     | 270     | 271     | 301     | 333     |
| 管理费用          | (86)    | (85)    | (88)    | (89)    | (91)    |
| 经营盈利          | 2,609   | 3,081   | 3,382   | 3,711   | 4,040   |
| 财务成本          | (140)   | (95)    | (83)    | (85)    | (109)   |
| 分占联营及合资公司收益   | (8)     | (14)    | (1)     | 1       | 5       |
| 除税前盈利         | 2,461   | 2,971   | 3,298   | 3,627   | 3,936   |
| 税项            | (635)   | (757)   | (838)   | (921)   | (1,000) |
| 除税后盈利         | 1,827   | 2,214   | 2,460   | 2,706   | 2,936   |
| 少数股东权益        | (177)   | (308)   | (294)   | (348)   | (411)   |
| 股东应占溢利        | 1,651   | 1,907   | 2,166   | 2,358   | 2,525   |
| 每股盈利(人民币)     | 0.380   | 0.439   | 0.499   | 0.543   | 0.581   |
| 增长/减少(%)      | (8.7)   | 15.5    | 13.6    | 8.9     | 7.1     |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)     | 34.0  | 36.9  | 36.9  | 37.4  | 38.0  |
| 经营利润率(%)   | 37.7  | 39.2  | 39.1  | 39.7  | 40.4  |
| 纯利率(%)     | 23.8  | 24.3  | 25.0  | 25.2  | 25.2  |
| 平均资产回报率(%) | 5.4   | 6.0   | 6.5   | 6.5   | 6.4   |
| 股东资金回报率(%) | 10.6  | 11.9  | 13.2  | 13.6  | 13.7  |
| 净利息覆盖率(倍)  | 18.7  | 32.4  | 40.9  | 43.8  | 37.1  |
| 流动比率(倍)    | 1.4   | 1.4   | 1.6   | 1.6   | 1.7   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

## 业绩增长缓慢，但估值仍吸引

分析员：周一帆 Ivan Zhou

安徽皖通(00995 HK)

评级：收集

股价：HK\$5.220

目标价：HK\$5.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(RMB m) | Net Profit<br>(RMB m) | EPS<br>(RMB) | EPS<br>(Δ %)                   | PER<br>(x) | BPS<br>(RMB) | PBR<br>(x)      | DPS<br>(RMB) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------|--------------------------------|------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|------------|
| 2012A                                         | 3,048               | 752                   | 0.453        | (12.6)                         | 9.3        | 4.006        | 1.0             | 0.200        | 4.8          | 11.5       |
| 2013A                                         | 3,327               | 810                   | 0.488        | 7.7                            | 8.3        | 4.294        | 0.9             | 0.220        | 5.4          | 11.8       |
| 2014F                                         | 3,511               | 768                   | 0.463        | (5.2)                          | 8.9        | 4.537        | 0.9             | 0.220        | 5.3          | 10.5       |
| 2015F                                         | 3,450               | 763                   | 0.460        | (0.6)                          | 9.0        | 4.777        | 0.9             | 0.220        | 5.3          | 9.9        |
| 2016F                                         | 3,708               | 841                   | 0.507        | 10.2                           | 8.1        | 5.064        | 0.8             | 0.220        | 5.3          | 10.3       |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                     |                       | 1,658.6      | 大股东 Major shareholder          |            |              | 安徽高速总公司 31.6%   |              |              |            |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                     |                       | 8,657.9      | 流通比例 Free float (%)            |            |              | 57.3            |              |              |            |
| 3个月平均成交额 3 month average vol. ('000)          |                     |                       | 1,730.6      | 15年净负债/股东资金 15 Net gearing (%) |            |              | 32.1            |              |              |            |
| 52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                     |                       | 5.630/3.720  | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |            |              | 5.0             |              |              |            |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |                                |            |              | (1.5)/10.1/29.3 |              |              |            |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                     |                       |              |                                |            |              | 0.1/7.2/28.0    |              |              |            |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

公司2014年1-3季度收入同比增2.3%至17.61亿元人民币，纯利同比增3.7%至6.70亿元人民币，与预期一致。期内路费收入增速缓慢，而由于受宏观经济下行、信贷政策定向微调、银行流动性趋紧、房地产行业步入困局等综合因素影响，典当项目风险逐渐凸显，公司控股的小型贷款公司合肥皖通的收入更同比大跌50%至21.72百万元人民币，并出现44百万元人民币的贷款资产减值亏损，导致19百万元人民币亏损。另外，公司完成出售新安金融股份股权，作价为3亿元人民币，与原本投资作价一致。期内，新安金融贡献39百万元人民币的股息收入。但我们认为公司金融业务的风险已基本体现，预计未来损失进一步扩大的可能性不大。

虽然公司路费经营收入增长缓慢，前景一般；出售利润丰厚的新安金融而保留经营不济的合肥皖通令人难以理解。但公司较同业估值具有近30%折让，有一定的安全边际。维持「收集」评级及5.00港元的目标价，对应8.5、8.6和7.8倍的2014、2015和2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 派息比率预计能维持在50%左右。
- 公司受惠于中西部地区加快发展。
- 宁宣杭高速一期刚开通。

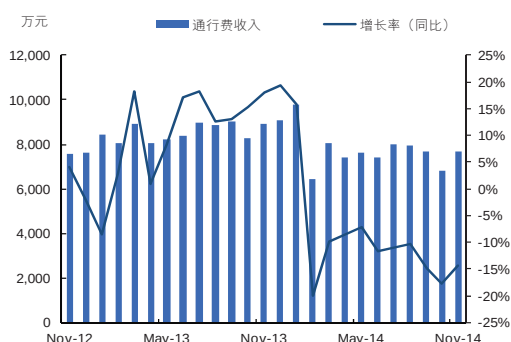
### 负面因素分析

- 出售了其所持有利润丰厚的新安金融的60%持股。
- 公司金融业务预计会录得亏损。
- 贡献公司路费收入超过40%的合宁车流量下跌。

### 风险分析

- 金融业务占比较大且有一定风险，公司业绩波动增大。
- 宁宣杭高速二三期的通车时间可能会延期。
- 宁宣杭高速二二期的建设工程可能会超支。

合宁高速月路费收入统计



资料来源：公司。

损益表

| 截至12月底(百万人民币) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额           | 3,048   | 3,327   | 3,511   | 3,450   | 3,708   |
| 经营成本          | (1,745) | (2,019) | (2,234) | (2,146) | (2,200) |
| 毛利            | 1,303   | 1,308   | 1,276   | 1,303   | 1,508   |
| 其它收入和开支净额     | 5       | 88      | 104     | 59      | 66      |
| 管理费用          | (82)    | (99)    | (144)   | (137)   | (157)   |
| 经营盈利          | 1,227   | 1,296   | 1,236   | 1,225   | 1,416   |
| 财务成本          | (136)   | (145)   | (173)   | (170)   | (199)   |
| 分占联营及合资公司收益   | 12      | 15      | 16      | 18      | 20      |
| 除税前盈利         | 1,103   | 1,167   | 1,079   | 1,073   | 1,237   |
| 税项            | (274)   | (288)   | (265)   | (265)   | (305)   |
| 除税后盈利         | 829     | 879     | 814     | 808     | 931     |
| 少数股东权益        | (77)    | (69)    | (46)    | (45)    | (90)    |
| 股东应占溢利        | 752     | 810     | 768     | 763     | 841     |
| 每股盈利(人民币)     | 0.453   | 0.488   | 0.463   | 0.460   | 0.507   |
| 增长/减少(%)      | (12.6)  | 7.7     | (5.2)   | (0.6)   | 10.2    |

重要财务比率

|              | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%)       | 41.7  | 38.4  | 35.6  | 37.0  | 39.8  |
| 经营利润率(%)     | 55.2  | 55.6  | 51.9  | 48.5  | 50.7  |
| 纯利率(%)       | 33.8  | 34.8  | 32.2  | 30.2  | 30.1  |
| 平均资产回报率(%)   | 6.8   | 6.8   | 6.1   | 5.7   | 6.0   |
| 股东资金回报率(%)   | 11.5  | 11.8  | 10.5  | 9.9   | 10.3  |
| 平均净资产负债比率(%) | 27.1  | 31.2  | 31.4  | 32.1  | 30.6  |
| 利息覆盖倍数(倍)    | 9.0   | 9.5   | 7.1   | 7.2   | 7.1   |

资料来源：公司、国泰君安国际。

其它行业

## 沪港通以及LME费率上调提升盈利前景

分析员：宋 然 Jason Song

港交所(00388 HK)

评级：收集

股价：HK\$171.700

目标价：HK\$195.00

| End 12/31                                     | Turnover<br>(HK\$ m) | Net Profit<br>(HK\$ m) | EPS<br>(HK\$) | EPS<br>(△ %)    | PER<br>(x)                     | BPS<br>(HK\$) | PBR<br>(x) | DPS<br>(HK\$) | Yield<br>(%) | ROE<br>(%)     |  |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------------------|---------------|-----------------|--------------------------------|---------------|------------|---------------|--------------|----------------|--|
| 2012A                                         | 7,211                | 4,084                  | 3.752         | (20.3)          | 45.8                           | 16.322        | 10.5       | 3.373         | 2.0          | 30.3           |  |
| 2013A                                         | 8,723                | 4,552                  | 3.951         | 5.3             | 43.5                           | 17.712        | 9.7        | 3.552         | 2.1          | 23.8           |  |
| 2014F                                         | 10,407               | 5,330                  | 4.575         | 15.8            | 37.5                           | 18.578        | 9.2        | 4.113         | 2.4          | 25.2           |  |
| 2015F                                         | 12,990               | 7,230                  | 6.194         | 35.4            | 27.7                           | 20.630        | 8.3        | 5.568         | 3.2          | 31.5           |  |
| 2016F                                         | 14,911               | 8,695                  | 7.434         | 20.0            | 23.1                           | 22.466        | 7.6        | 6.682         | 3.9          | 34.5           |  |
| 已发行股本 Shares in issue (m)                     |                      |                        |               | 1,168.1         | 大股东 Major shareholder          |               |            |               | 香港特区政府 5.7%  |                |  |
| 市值 Market cap. (HK\$ m)                       |                      |                        |               | 206,230         | 流通比例 Free float (%)            |               |            |               | 94.3         |                |  |
| 3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)         |                      |                        |               | 8,652.2         | 15年净负债／股东资金 15 Net gearing (%) |               |            |               | 2.6          |                |  |
| 52周高／低 52 Weeks high/low (HK\$)               |                      |                        |               | 189.000/112.800 | 15年每股估值 15 NAV (HK\$)          |               |            |               | 212.6        |                |  |
| 股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |                 |                                |               |            |               |              | 1.7/2.8/32.8   |  |
| 股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr) |                      |                        |               |                 |                                |               |            |               |              | 3.3/(0.2)/31.5 |  |

资料来源：公司、国泰君安国际。

### 公司近况简评和估值

2014年，香港现货市场日均成交额为688亿港元，同比上升10.5%；衍生品市场日均成交量577千张，同比上升8.2%，成交数据基本符合预期。12月单月来看，现货和衍生品的日均成交分别同比增长72.6%和38.6%，显示市场成交活动的整体改善。沪港通正式启动、中国持续实行定向宽松政策、欧日流动性注入以及美国经济复苏支撑美股等因素对港股整体市场氛围有利，因此成交活跃度有提升空间。2014年香港IPO集资额为2,214.7亿港元，同比增长34.3%。新股上市数量同比增长4.2%至100家，继续显示新股市场的强劲动能。预计在整体向好的市场氛围下动能还将维持，预测2015全年新股集资额1,800-2,000亿港元。LME总成交略低于预期，由于商品价格3季度以来受中国为主的全球经济复苏放缓以及美元走强等影响持续低迷。2014年9月22日起，LME Clear已成为结算业务新的增长点。2015年起，LME上调包含交易和结算费在内的总体费率34%，这将显著降低LME对港交所利润率的拖累。预测LME在2014和2015年分别贡献港交所收入的17.1%和24.6%。

估值高于同业平均，虽不算便宜，但互通互联深化和LME商业化开启的背景下，随着人民币国际化的推进和投资者对沪港通理解的进一步加深，2015年香港市场交易量有望继续逐渐提升，公司估值仍有上升动能。维持评级「收集」，目标价195.00港元，相当于31.5倍和26.5倍2015和2016年市盈率。

### 正面因素分析

- 沪港通正式推出，未来更多两地互通互联的政策值得期待，利于香港市场成交活动改善。
- LME Clear自2014年起成为结算业务收入的新动能。
- LME于2015年起费率大幅上调，将显著改善商品业务低利润率。

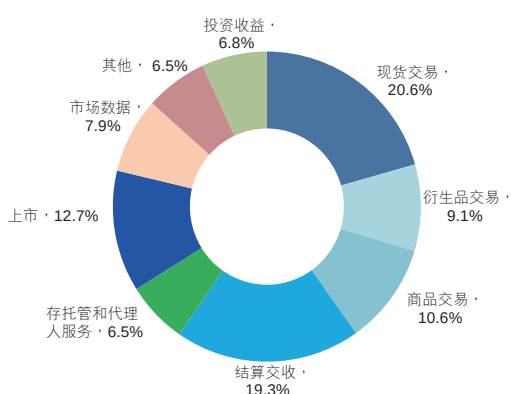
### 负面因素分析

- 商品价格低迷，LME成交增长动能放缓。
- 估值不算便宜。

### 风险分析

- 沪港通政策对市场成交的提振力度不达预期。
- 市场宏观环境转弱，令香港市场氛围受压。

港交所2014年预期分项收入贡献



资料来源：国泰君安国际。

损益表

| 截至12月底(百万港元) | 2012A   | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额          | 6,445   | 8,142   | 9,699   | 12,170  | 14,017  |
| 投资收益净额       | 766     | 581     | 708     | 820     | 894     |
| 收入及其它收益      | 7,211   | 8,723   | 10,407  | 12,990  | 14,911  |
| 员工支出         | (1,178) | (1,495) | (1,847) | (1,990) | (2,108) |
| 折旧和摊销        | (158)   | (507)   | (579)   | (653)   | (663)   |
| 其它经营开支       | (779)   | (1,282) | (1,532) | (1,691) | (1,797) |
| 财务成本         | (55)    | (183)   | (208)   | (201)   | (203)   |
| 占合营公司损益      | (3)     | (10)    | (13)    | (15)    | (13)    |
| 非经常性费用       | (193)   | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 税前收益         | 4,845   | 5,246   | 6,228   | 8,440   | 10,127  |
| 税项           | (761)   | (700)   | (934)   | (1,241) | (1,458) |
| 股东应占利润       | 4,084   | 4,552   | 5,330   | 7,230   | 8,695   |
| 基本每股盈利(港元)   | 3.752   | 3.951   | 4.575   | 6.194   | 7.434   |
| 每股股息(港元)     | 3.373   | 3.552   | 4.113   | 5.568   | 6.682   |

重要财务比率

|            | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率(%)   | 0.6   | 62.2  | 61.8  | 66.5  | 69.3  |
| EBITDA率(%) | 72.9  | 68.2  | 67.5  | 71.7  | 73.8  |
| 净利率(%)     | 56.6  | 52.2  | 51.2  | 55.7  | 58.3  |
| 成本收入比(%)   | 29.3  | 37.6  | 38.0  | 33.4  | 30.6  |
| 净负债率(%)    | 15.0  | 2.0   | 1.4   | 2.6   | 2.2   |
| 股东资金回报率(%) | 30.3  | 23.8  | 25.2  | 31.5  | 34.5  |

资料来源：公司、国泰君安国际。



### 利益披露事項

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除山东晨鸣纸业集团股份有限公司—H股(01812 HK)、中国全通(00633 HK)、广深铁路股份—H股(00525 HK)、国泰君安国际(01788 HK)及滨海投资(02886 HK)外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究所评论的中国疏浚环保(00871 HK)、华能国际电力—H股(00902 HK)、中集集团—H股(02039 HK)、中海集运—H股(02866 HK)、美丽家园(01237 HK)、协众国际(03663 HK)、中国全通(00633 HK)、中国优通(06168 HK)、兖州煤业—H股(01171 HK)、当代置业(01107 HK)、小南国(03666 HK)、华能新能源—H股(00958 HK)、中国创意家居(01678 HK)、江苏宁沪高速公路—H股(00177 HK)、彩生活(01778 HK)、中广核美亚(01811 HK)、畅捷通—H股(01588 HK)、碧瑶绿色集团(01397 HK)、中国优材(08099 HK)、力高地产(01622 HK)、宝龙地产(01238 HK)和上海电气—H股(02727 HK)存在投资银行业务的关系。

### 免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(「国泰君安」)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如：配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2015 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有，不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话(852)2509-9118 传真(852)2509-7793

网址：www.gtja.com.hk

## 国泰君安国际 — 国泰君安的國際旗舰

### 中国焦点 全球视野

#### 快速、高效的执行能力 — 证券、期货及外汇交易

在我们提供的众多服务当中，最令我们引以为傲的是我们先进的网上交易平台，为世界各地的客户提供高效、可靠及具规模的网上交易服务，使我们得以建立地域上多元化的收入来源。

##### 证券交易

我们的证券产品包括港股、中国B股、债券、基金及其它海外市场的证券。

##### 期货交易

我们满足全球各大市场的客户需求，提供一系列的产品，包括外汇期货、商品期货（包括金属、农业、能源）、利率期货及财经指数期货等，覆盖超过全球20个交易市场。

##### 外汇交易

全资附属公司国泰君安外汇为客户提供杠杆式外汇买卖服务。

#### 最佳合作伙伴 — 企业融资及资本市场服务

##### 企业融资咨询

我们的企业融资公司国泰君安融资为国际性的客户提供通过股份发售筹集资金的服务，包括为主板及创业板上市担任保荐人、财务及合规顾问服务以及其它筹募资金的解决方案服务等。

##### 资本市场

我们的投资银行业务通过国泰君安（香港）证券经营，为客户提供一系列全面的服务，包括在一级及二级市场筹募资金，同时也提供债券发行或包销及配售证券等服务。

#### 屡获殊荣的证券研究团队

我们国泰君安国际还拥有一支实力雄厚、屡获殊荣的证券研究团队，以一贯独立、客观的方法进行研究，以其独到的视野为客户提供及时的企业证券分析、行业研究及投资策略建议。研究覆盖范围主要包括国有企业、红筹股、优质民企以及大型香港蓝筹等160多只股份。

#### 资本收益最大化 — 资产管理

我们的投资服务包括：股票、债券的公募、私募基金，投资移民计划，专户管理。

#### 审慎的风险管理

审慎的风险管理是我们稳步增长的根源；我们优先关注产品、客户、市场和我们财务承受能力的风险级别后，透过我们专业的金融知识和协调一致的资源，实现最大限度的商机和对突发性的不幸事件所带来的影响降到最低。在这居安思危的管理态度下所产生的协同努力不仅前移我们的风控能力，拉阔与竞争对手的差异，同时亦强化了我们在融资融券服务上的配套能力，及时迎合客户多方面的需要。

#### 度身订做理财方案 — 理财业务

为客户提供专业及中立的理财策划及财富管理服务，服务范围包括：保险、退休计划、子女教育计划、财富承传、置业储蓄计划、资产离岸安排等，以助客户达成重要目标及攀越人生的里程碑。

#### 环球市场

环球市场部帮助客户在快速发展的债券及金融产品市场中迅速有效地掌握商机。

### 展望前景辉煌 — 您的成功 我的承诺

[www.gtja.com.hk](http://www.gtja.com.hk)

电话：(852) 2509 9118

声明：

上述内容仅供参考之用，不得视为买卖任何投资产品的邀约或邀请。投资涉及风险。投资的价值及来自投资的收益（如有）可能有波动性及会在短时间内大幅波动。投资者可能无法取回所投资的款项。本文件由国泰君安国际控股有限公司发出，并未经证券及期货事务监察委员会审阅。