光銀國際
CEB International

光银国际研究

2018 年
市场及投资展望

目录

2018 年全球经济展望 2
2018 年中国经济展望：进入经济高质量增长新时代 10
2018 年中国政策展望 14
2018 年香港经济展望：经济稳步复苏 17
2018 投资策略及投资主题 20
行业展望 — 中国银行业 24
行业展望 — 中国保险业 30
行业展望 — 券商 35
行业展望 — 中国房地产 39
行业展望 — 香港房地产 44
行业展望 — 互联网 48
行业展望 — 环保 51
行业展望 — 汽车 54
重要披露及免责声明 59

分析师

林樵基	丘文孚
研究部主管	高级分析师
banny.lam@cebi.com.hk	marco.yau@cebi.com.hk
(852)2916-9630	(852)2916-9631

2017 年 12 月 14 日

2018 年全球经济展望：全球经济增长势头增强

全球经济正逐步增强。生产力加快增长，通胀改善，复苏势头增强。投资、贸易和工业生产不断增长，商业和消费信心不断增强，都为经济复苏提供了强大的支持。此外，2017 年以来大宗商品价格上升也是另一大推动因素。随着全球经济周期不断演变，全球经济活动稳步增长，发达国家和新兴经济体的经济状况均有明显改善，令各大央行开始转而关注全球流动性状况和通胀压力。主要经济体的货币政策逐渐明朗：美联储继续进行货币正常化；欧洲央行开始退出超宽松货币政策，从 2018 年 1 月起缩减每月资产购买规模；但日本方面仍然维持宽松货币政策不变。总体而言，维持经济活动增长的根本在于稳步收紧全球流动性以抑制通胀上升、金融市场状况的持续改善以及市场信心的逐步恢复。我们预期，2018 年全球经济复苏的势头将更加强劲。

2017 年，经济复苏更加强劲，全球经济加快增长，尽管政治风险加剧，但增长前景好于预期。主要经济体的就业市场持续紧俏，主要失业率保持在历史低位以下。大部分发达经济体的失业率都接近其自然失业率，产出缺口继续缩小，且价格通胀仍维持在较低水平，低于各大央行的目标值。许多国家的整体通胀率已开始下降，而核心通胀率仍然较低。总体而言，在经济环境利好，金融市场活跃，外贸周期性复苏，大宗商品价格回升，令全球经济增长势头增强。进入 2018 年，全球经济增长仍将保持强劲，中期内将回到健康增长的轨迹。然而政治不确定因素或将不时对增长势头造成压力。在稳定的政治环境下，企业和消费者信心不断提升是全球经济持续增长的关键。在美国，私人需求继续保持强劲，但政治方面，美国参议院通过特朗普税改法案，财政调整取得进展。尽管如此，美联储明确表示将退出非常规量化宽松政策，货币政策逐步迈向正常化，表明了在房地产市场回暖和家庭净资产增加等因素的支持下，美国经济正温和增长，复苏势头也不断增强。欧洲方面，大部分欧元区国家经济都显现复苏迹象，经济前景的下行风险有所收窄。欧洲央行多年以来一直维持低利率水平并大规模买债以推动经济活动增长，如今货币政策开始逐步收紧，意味着 2018 年欧元区经济发展的积极态势将更加稳固。然而，欧洲目前仍面临金融市场分散、银行资产负债表薄弱、英国脱欧、政治不确定因素增加、政府财政疲弱等主要挑战。日本方面，在公共投资回升和亚洲市场增长强劲的支持下，货币扩张带动了经济增长。净出口大幅增长、公共基础设施支出高于预期以及家庭支出增加继续驱动经济活动增长。2018 年，预期企业利润增加将有助于增强商业投资，日本经济有望实现温和增长。此外，大多数新兴亚洲经济体也显现强劲的复苏势头，消费和区域内贸易强劲。2018 年，发达经济体逐步持续加速增长，将令全球贸易和投资回升，从而推动亚洲新兴经济体的发展，有助于亚洲新兴经济体保持经济复苏步伐。

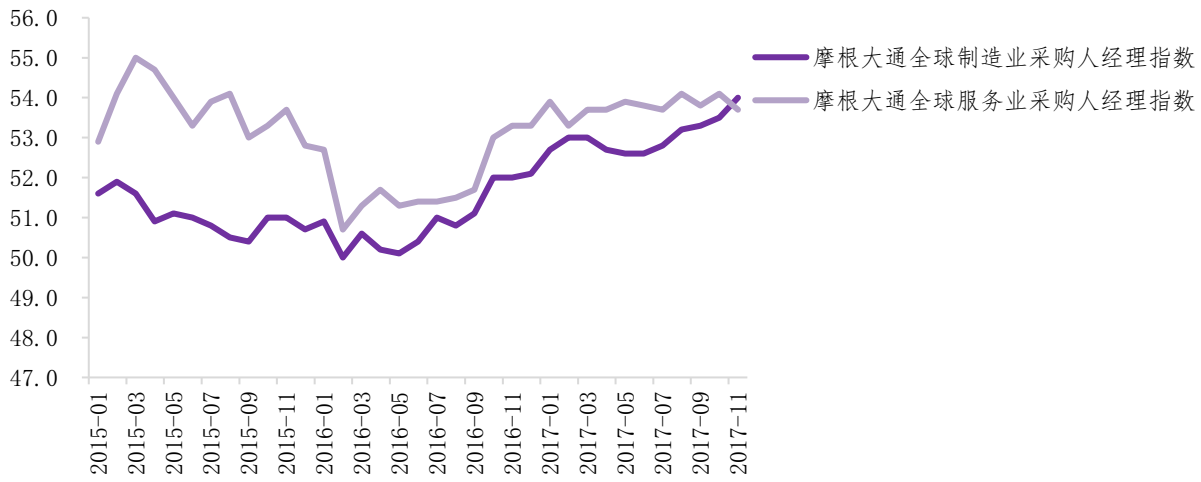
2017 年，中国经济增长保持稳中向好的态势，中国共产党第十九次全国代表大会上，习近平主席在政府报告中提出了将中国建设成为富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国的愿景。中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，有利于现代化经济体系的建立。报告还指出要完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。总体而言，我们预期，随着中国持续推进工业去产能和金融去杠杆，深化供给侧结构性改革，大力提高发展质量和效益，2017 全年 GDP 增长率可望达到 6.8%，2018 年 GDP 仍将保持中高速增长，预计增速将达 6.6%。

表 1：全球经济增长预测

YoY%	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
美国	1.7	2.6	2.9	1.5	2.3	2.4
欧元区	(0.2)	1.3	2.0	1.8	2.3	2.4
德国	0.6	1.9	1.5	1.9	2.1	2.0
法国	0.6	0.9	1.1	1.2	1.8	1.8
意大利	(1.7)	0.1	0.8	0.9	1.5	1.1
西班牙	(1.7)	1.4	3.2	3.2	3.2	2.9
荷兰	(0.2)	1.4	2.3	2.2	3.1	3.2
希腊	(3.2)	0.4	(0.2)	0.0	2.0	2.8
葡萄牙	(1.1)	0.9	1.6	1.4	2.5	2.6
爱尔兰	1.6	8.3	25.5	5.1	4.3	3.6
英国	1.9	3.1	2.2	1.8	1.4	1.4
日本	2.0	0.3	1.1	1.0	1.5	1.8
加拿大	2.5	2.6	0.9	1.5	3.2	2.8
澳大利亚	2.1	2.8	2.4	2.5	2.2	2.5
新西兰	2.1	2.8	3.2	3.6	3.3	3.0
中国	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6
香港	3.1	2.8	2.4	2.0	3.8	3.2
印度	6.4	7.5	8.0	7.1	6.3	7.7
新加坡	5.0	3.6	1.9	2.0	2.5	2.6
韩国	2.9	3.3	2.8	2.8	3.0	3.3
台湾	2.2	4.0	0.7	1.5	2.0	2.3

资料来源：国际货币基金组织、光银国际预测

图表 1：摩根大通全球采购人经理指数



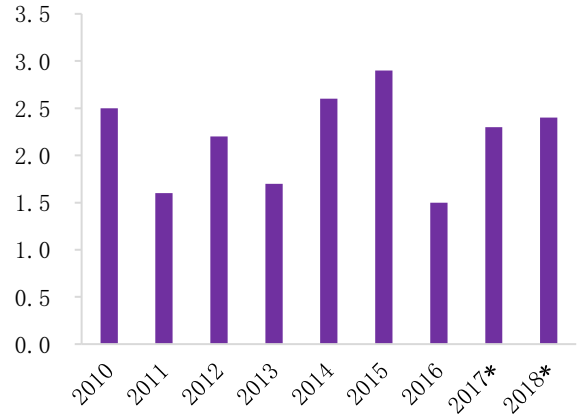
来源：彭博，万得及光银国际

美国：特朗普政府政策充满变数，仍为经济增长主要障碍

2017 年，美国经济复苏步伐加快，基本面均有不同程度好转。受个人消费开支及非住宅固定投资大幅增长带动，2017 年二季度和三季度美国实际 GDP 按年率计算分别增长 3.1%和 3.3%，显示经济复苏势头良好。房地产市场继续回暖，拉动了家庭资产净值，也提振了市场信心。11 月份失业率进一步下降至 4.1%，更接近自然失业率水平，而整体通胀率升至 2.2%。我们预测 2017 年全年美国 GDP 将同比增长 2.3%。展望未来，随着美联储逐步加息和缩减资产负债表，美国经济将继续稳

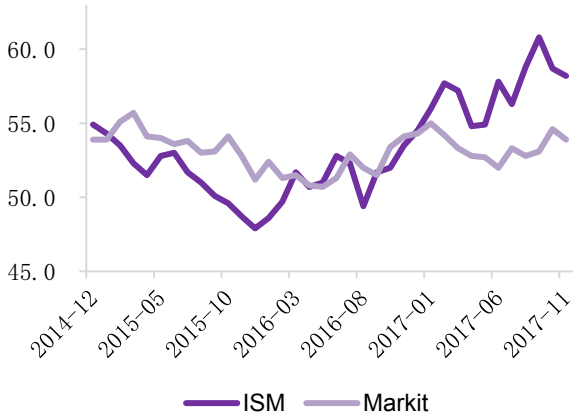
步复苏。但特朗普政府政策充满变数，仍然是未来经济进一步回升的主要障碍。因此，在经济增长温和、财政状况趋紧以及政府反应迟缓的形势下，市场、消费者及投资者对美国经济增长的高预期将不得不相应调整。我们预期，2018 年在美联储逐步缩表的同时，还将迎来四次 25 个基点的加息，美国经济将继续温和复苏，预计 2018 年 GDP 将同比增长 2.4%。

图表 2：美 GDP 增长（年化季率）(%)



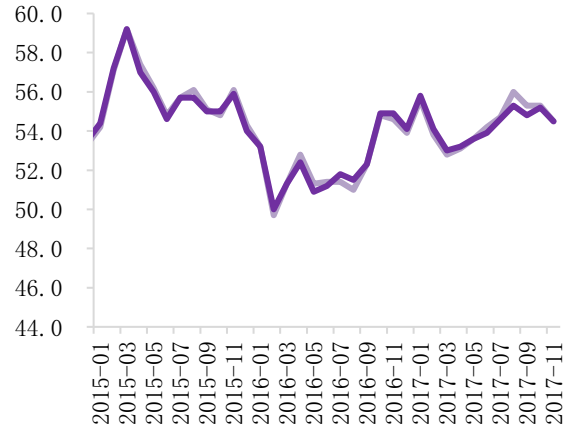
* 预测　来源：彭博，万得及光银国际

图表 3:美国制造业 PMI(ISM 和 Markit)



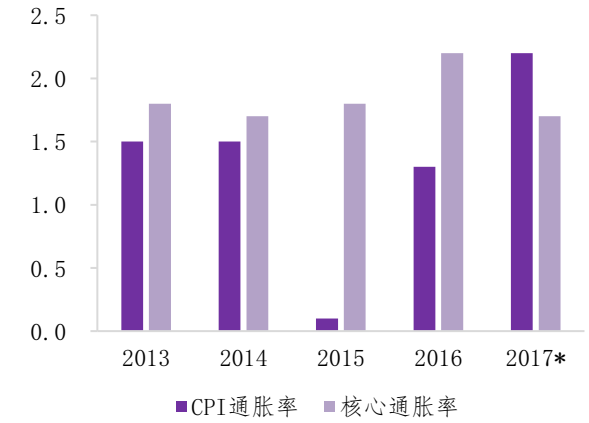
来源：彭博，万得及光银国际

图表 4：美国服务业和综合 PMI(Markit)



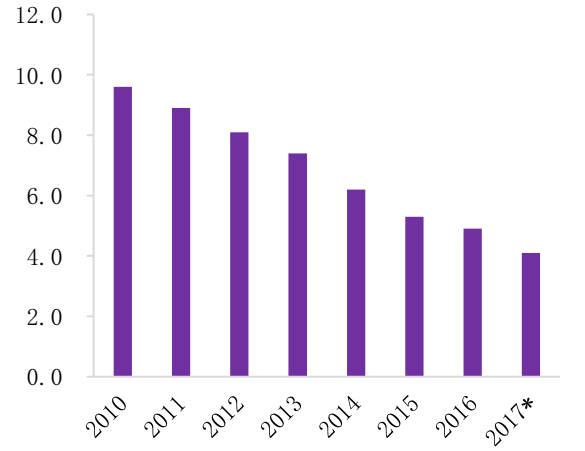
来源：彭博，万得及光银国际

图表 5：美国整体通胀率及核心通胀率(%)



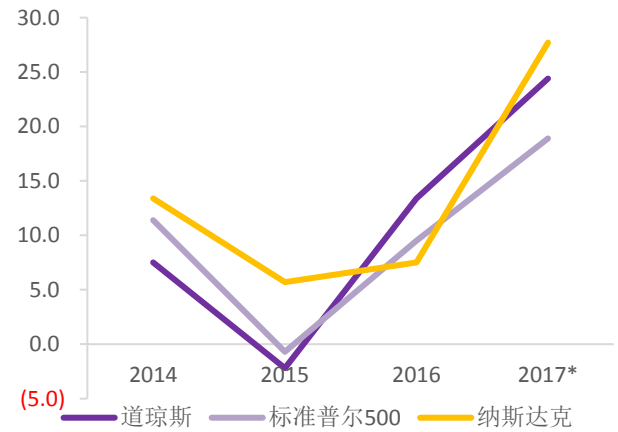
* 2017 年 11 月
来源：彭博，万得及光银国际

图表 6:美国失业率（%）



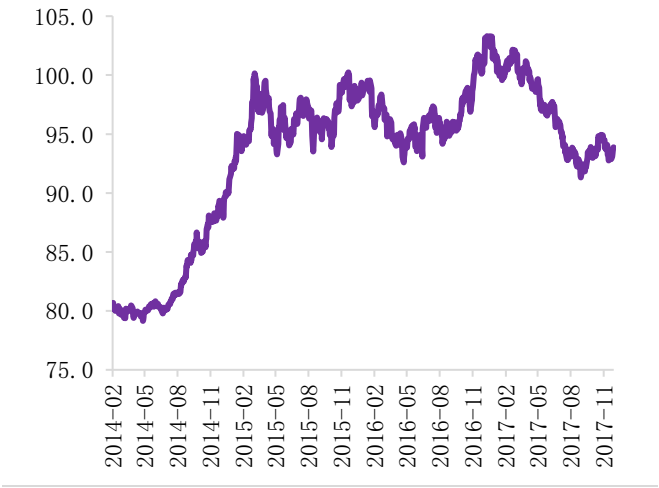
* 2017 年 11 月
来源：彭博，万得及光银国际

图表 7:美国股市表现（同比%）



* 2017 年 12 月 13 日
来源：彭博，万得及光银国际

图表 8：美元指数

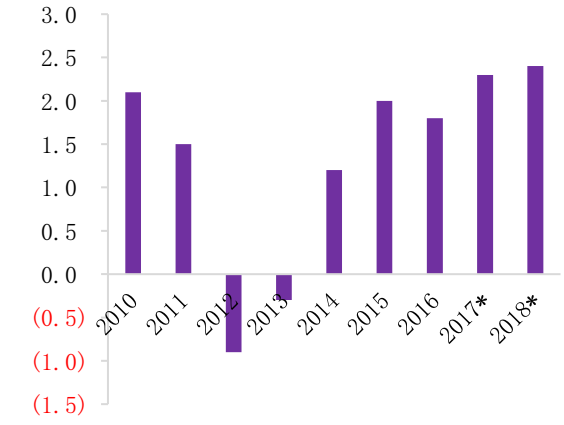


来源：彭博，万得及光银国际

欧元区：强劲的经济增长在望

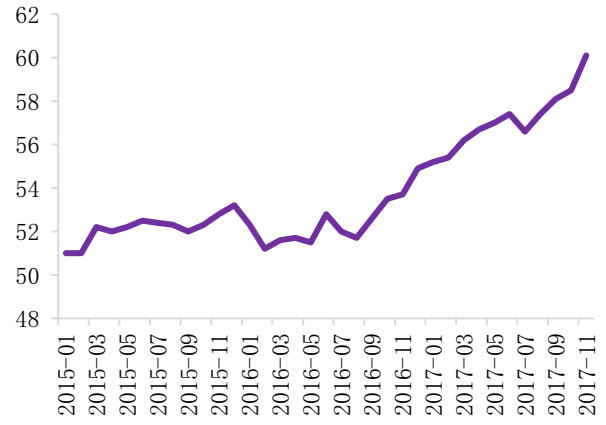
2017 年，欧元区经济蓬勃发展，二季度和三季度 GDP 分别同比增长 2.3%和 2.5%，远胜其 1.2%的长期趋势增长水平。自 2017 年伊始，欧元区所有国家的经济显著提升。10 月份失业率降至低位 8.8%，就业市场情况大幅改善，而利率仍维持在较低水平，借贷环境宽松，私营部门情绪和消费者信心也持续提振，拉动了内需增长。欧元区通胀维持低位水平，11 月份整体通胀率及核心通胀率分别为 1.5%和 0.9%，为各国政府推行更为宽松的经济政策提供空间，从而推动经济增长。我们预期，2017 年全年欧元区经济将同比增长 2.3%。展望未来，由于欧洲央行缩减买债规模、英国脱欧、西班牙加泰罗尼亚政治危机、欧洲银行不良贷款以及德国组阁危机等问题，欧元区短期内风险仍存。尽管如此，其经济增长似乎正逐渐重拾动力。虽然缩减买债规模会导致欧元区的流动性收紧，但由于通胀上升以及经济活动增加将推动欧元区经济的实际增长，逐步收紧流动性并不会对该区经济复苏产生不利影响。就英国脱欧而言，欧盟与英国正就脱欧条件进行谈判，但随着越来越多的跨国金融机构将总部从英国迁至欧元区国家，目前形势似乎更加利好欧元区经济发展。总体而言，2018 年欧元区经济将延续复苏势头，预期经济增长率有望达到 2.4%。

图表 9：欧元区 GDP 同比增长(%)



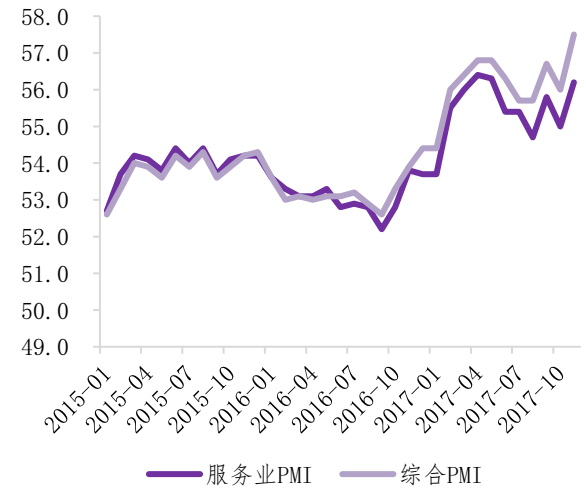
来源：彭博，万得及光银国际

图表 10：欧元区制造业 PMI（Markit）



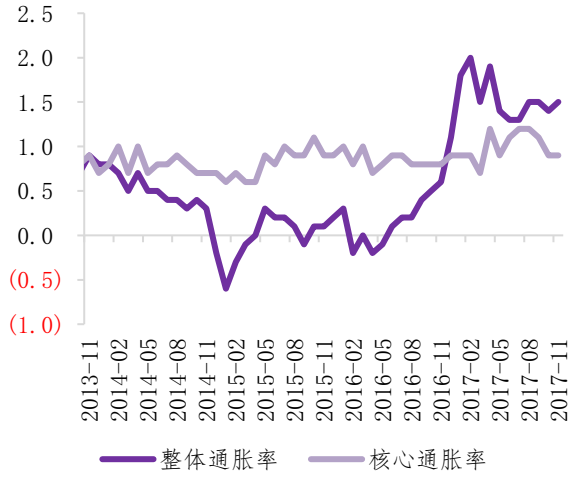
来源：彭博，万得及光银国际

图表 11：欧元区服务业及综合 PMI（Markit）



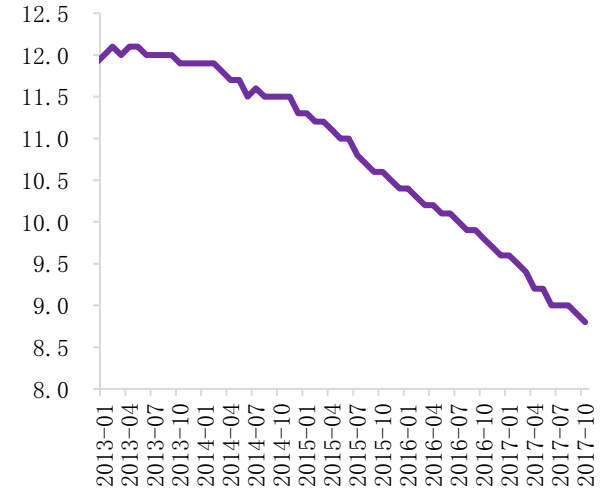
来源：彭博，万得及光银国际

图表 12：欧元区整体通胀率及核心通胀率（同比%）



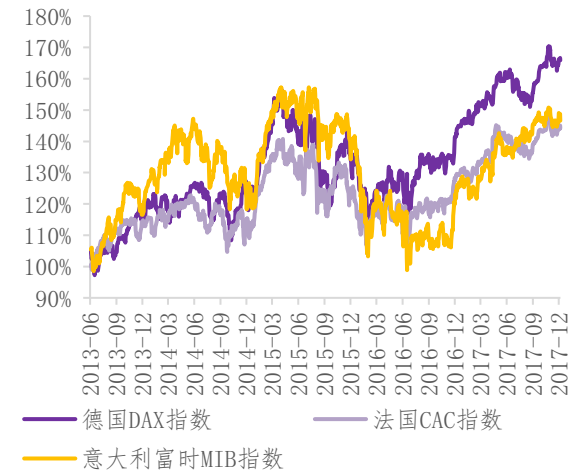
来源：彭博，万得及光银国际

图表 13:欧元区失业率（%）



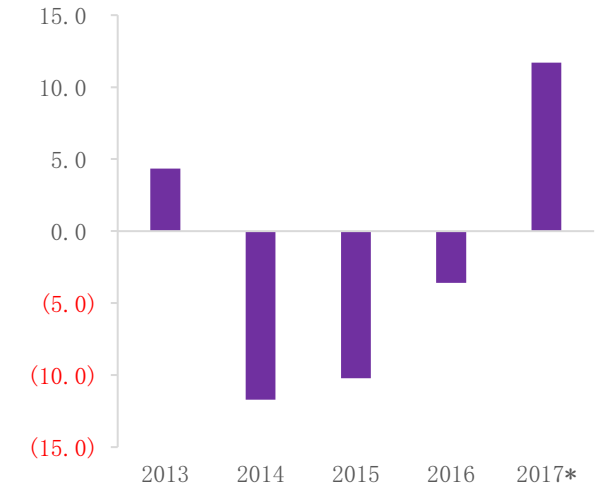
来源：彭博，万得及光银国际

图表 14：欧元区股市表现（同比%）



来源：彭博，万得及光银国际

图表 15：欧元区兑美元汇率

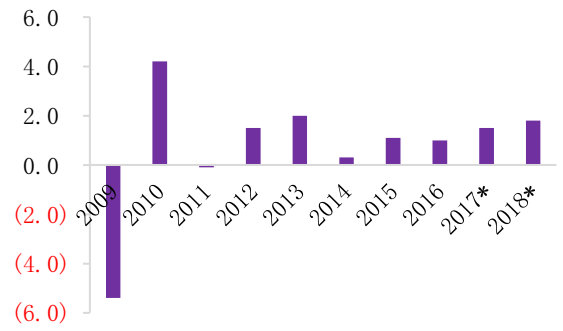


来源：彭博，万得及光银国际

日本：经济有条不紊地温和扩张

得益于高度宽松政策持续释放红利，政府大规模实行经济刺激政策以及对外贸易增长可观，日本经济增长强劲。受个人消费和商业投资增长的驱动，日本经济实现持续六季度增长，2017 年三季度 GDP 同比增长 2.5%。10 月份，失业率仍保持在 2.8%的历史新低水平，就业紧俏，但薪资的上行压力尚未到来，10 月份通胀率及核心通胀率虽分别升至 0.2%及 0.8%，但仍未走出低迷。我们预期，2017 年全年日本经济增长有望达到 1.5%。展望未来，安倍晋三在 10 月份大选中以压倒性优势成功连任首相，使“安倍经济学”执政逻辑继续得到有力支撑。日本维持宽松货币政策不变，新经济刺激方案已开始筹备，计划从新增税收中拨款用于育儿及教育，同时鼓励企业投资以提高生产力。随着国内外需求均衡增长，我们预期，2018 年日本经济将继续温和复苏，GDP 同比增长有望达 1.8%。

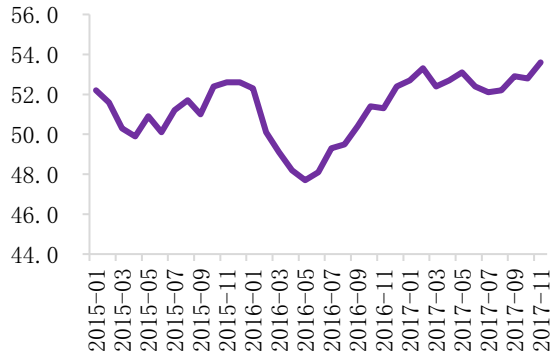
图表 16：日本 GDP 同比增长(%)



* 预测

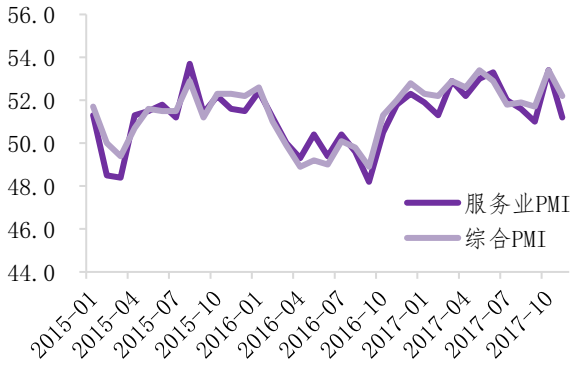
来源：彭博，万得及光银国际

图表 17：日本制造业 PMI（Markit）



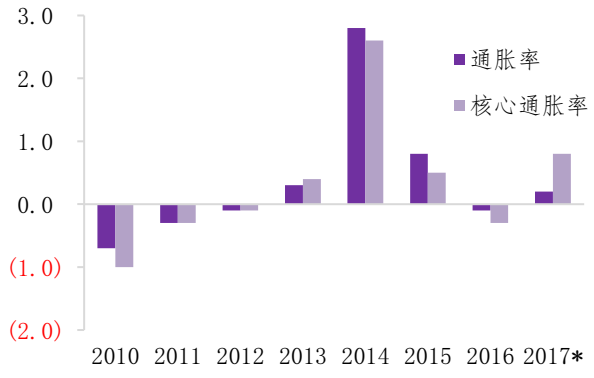
来源：彭博，万得及光银国际

图表 18：日本服务业及综合 PMI（Markit）



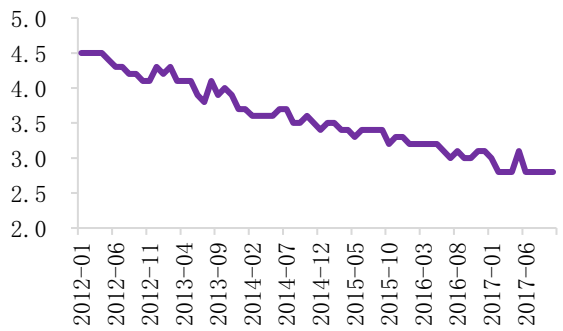
来源：彭博，万得及光银国际

图表 19：日本通胀率（同比%）



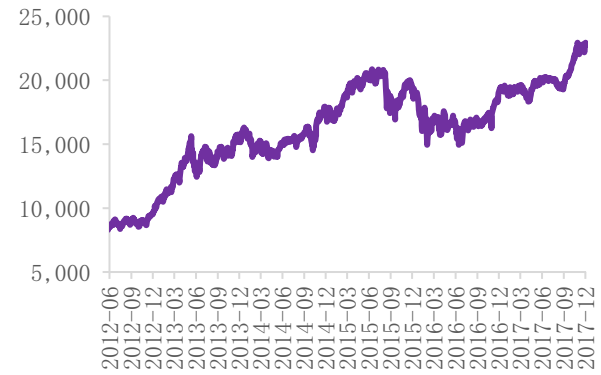
* 2017 年 11 月　　来源：彭博，万得及光银国际

图表 20：日本失业率（%）



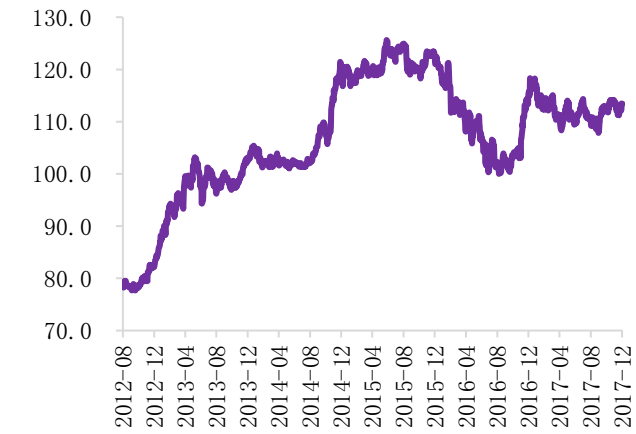
来源：彭博，万得及光银国际

图表 21：日本股市表现（同比%）



来源：彭博，万得及光银国际

图表 22：美元兑日元汇率



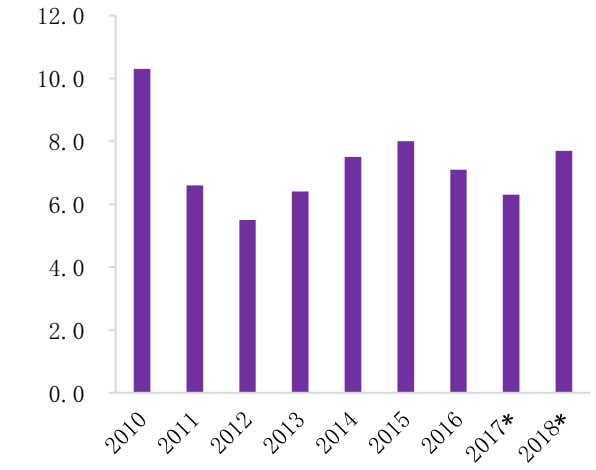
来源：彭博，万得及光银国际

新兴亚洲经济体：迎接可持续的复苏

2017 年新兴亚洲经济体（印度及东盟）经济温和增长。美国、欧元区和中国的稳健复苏继续提供了外部支持，外贸环境不断改善，带动了经济活动的增长，各经济体内部商品及服务需求也随之不断提升。

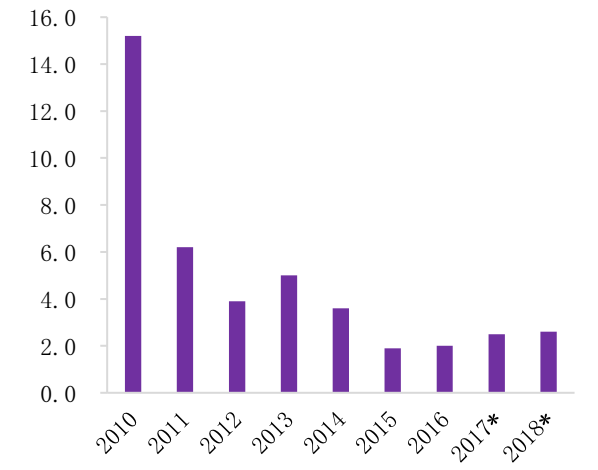
印度方面，2017 年经济增长似乎动能不足。最新经济活动数据显示，印度 4-6 月季度 GDP 增长放缓至 5.7%，商品服务税改革和“废钞令”则是放缓的重要原因。2017 年 7 月 1 日印度政府推出商品服务税改革，为避免该项税收，商家在此之前纷纷削减库存。而去年 11 月莫迪政府的一纸“废钞令”也令部分地区经济活动受到影响。尽管如此，我们认为 2017 年经济放缓只是暂时现象，预计 2018 年伴随着新兴经济体整体表现良好和全球经济持续复苏，印度经济有望再度回暖。东盟方面，由于外围贸易环境向好，2017 年东盟经济平稳增长。展望未来，美国和欧元区的货币政策正常化或将导致资本流动出现波动，一些经济体或将受此影响，资产负债表更加疲弱。但相对而言，东盟各国经济基本面依然强劲，似乎足以应对外来冲击。鉴于过去几年东盟经济有所好转，我们预期 2018 年东盟国家经济将继续保持稳健增长。

图表 23：印度 GDP 同比增长(%)



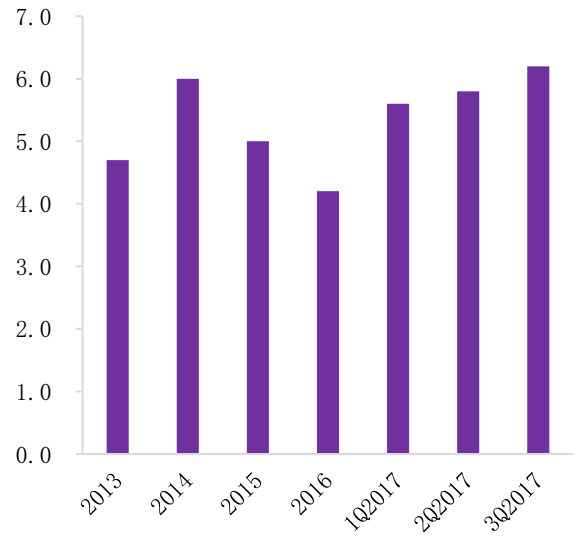
* 预测
来源：彭博，万得及光银国际

图表 24：新加坡 GDP 同比增长(%)



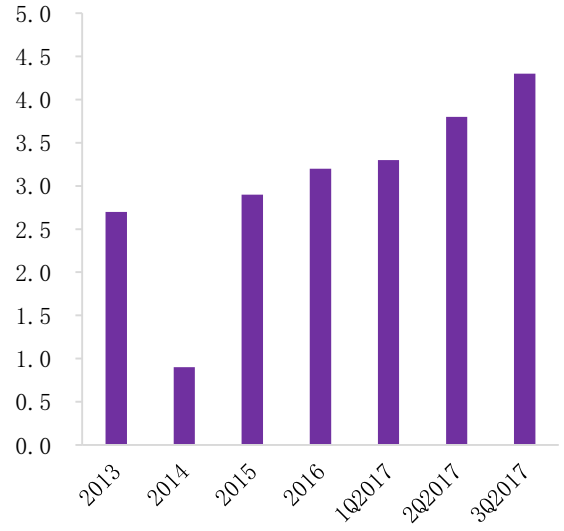
* 预测
来源：彭博，万得及光银国际

图表 25：马来西亚 GDP 同比增长(%)



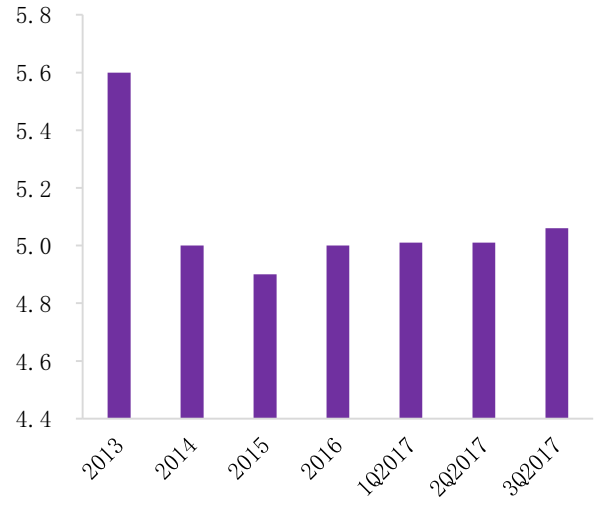
来源：彭博，万得及光银国际

图表 26：泰国 GDP 同比增长(%)



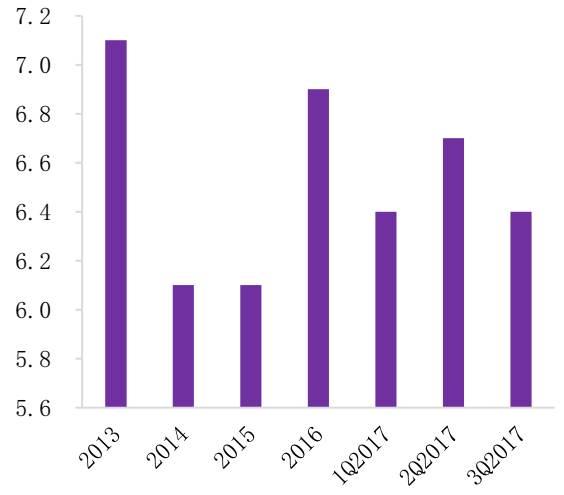
来源：彭博，万得及光银国际

图表 27：印度尼西亚 GDP 同比增长(%)



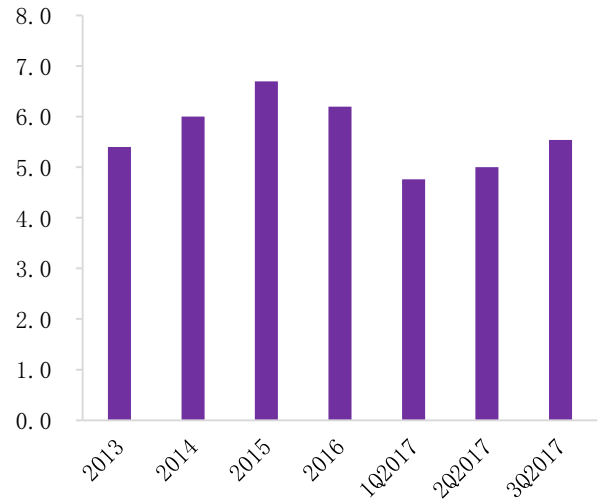
来源：彭博，万得及光银国际

图表 28：菲律宾 GDP 同比增长(%)



来源：彭博，万得及光银国际

图表 29：越南 GDP 同比增长(%)



来源：彭博，万得及光银国际

2018 年中国经济展望：进入经济高质量增长新时代

以习近平主席为核心的新一届中央领导集体号召实施全面改革，以巩固经济复苏势头，改善社会民生，但对未来 GDP 增长未设具体目标,表明政府包容短期经济增长适当放缓，着力提升长期优质经济利益。中国共产党第十九次全国代表大会上，习近平代表第十八届中央委员会向大会作报告，指出我国经济建设取得重大成就，并提出了将中国建设成为富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国的愿景。我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，有利于现代化经济体系的建立。报告还指出要完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。总体而言，我们预期随着中国持续推进工业去产能和金融去杠杆，深化供给侧结构性改革，大力提高发展质量和效益，经济活动仍将保持中高速增长。总体而言，中国宏观经济总体运行保持稳定，我们预期 2017 年全年 GDP 增速有望分别达到 6.8%。

最新公布的经济指标数据反映了中国经济增长呈稳中向好态势：

1-11 月份固定资产投资持续放缓，总体稳定。2017 年 1-11 月份，全国固定资产投资同比增长 7.2%，符合预期，但低于 1-10 月份的 7.3%以及上半年的 8.5%。固定资产投资增速放缓，主要是由于以及房地产投资回落（1-11 月份同比增长 7.5%，低于 1-10 月份的 7.8%）。总体而言，房地产调控政策持续发挥作用。固定资产投资增速或将持续放缓。在公共设施管理业及道路运输业投资的带动下，基础设施投资仍将保持强劲增长。我们重申，基础设施投资同比增长近 20%，将继续成为固定资产投资增长的主要驱动力。

11 月份规模以上工业增加值小幅回落，1-11 月份呈平稳增长态势。11 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，符合预期，但略低于 10 月份的 6.2%。环比数据方面，10 月份规模以上工业增加值环比增长 0.48%，略低于 10 月份的 0.5%。2017 年 1-11 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.6%，呈平稳增长态势。11 月份工业生产的驱动力主要来自以下行业：计算机、通信和其他电子设备制造业 11 月份同比增长 15.0%，1-11 月份同比增长 13.9%，汽车制造业 11 月份同比增长 9.4%，1-11 月份同比增长 12.6%；医药制造业 11 月份同比增长 13.6%，1-11 月份同比增长 12.3%；电气机械和器材制造业 11 月份同比增长 10.5%，1-11 月份同比增长 10.7%；专用设备制造业 11 月份同比增长 10.1%，1-11 月份同比增长 11.9%；食品制造业 11 月份同比增长 9.6%，1-11 月份同比增长 9.0%。我们认为，2017 年年内工业生产将保持平稳增长。

11 月份社会消费品零售增速加快，网上消费增长仍然强劲，1-11 月份保持平稳较快增长。11 月份社会消费品零售总额同比增长 10.2%，比 10 月份高出 0.2%，但略低于市场预期的 10.3%，环比来看，11 月社会消费品零售总额环比增长 0.83%，高于 10 月份的 0.77%。1-11 月份社会消费品零售额同比稳定增长 10.3%，而 1-11 月份全国网上零售额人民币 64,306 亿元，同比增长 32.4%，反映了网上消费的增长势头强劲。总体而言，社会消费品零售增长受多个类别商品零售大幅增长的驱动，其中：化妆品类 11 月份同比增长 21.4%，1-11 月份同比增长 13.5%；通讯器材类 11 月份同比增长 33.9%，1-11 月份同比增长 11.5%；家具类 11 月份同比增长 11.9%，1-11 月份同比增长 12.8%；中西药品类 11 月份同比增长 11.0%，1-11 月份同比增长 12.2%。随着政府不断推动中国经济转向消费、创新和服务驱

动的增长模式，市场销售将继续保持平稳较快增长。我们认为，2017 年政府大力推动消费增长，其中服务消费和电商行业将获重点支持。

11 月份中国外贸数据回升，1-11 月份整体表现强劲。从 11 月份数据来看，按人民币计，出口同比增长 10.3% （环比上涨 15.0%），远高于预期的 2.0%及 10 月份的 6.1%；进口同比增长 15.6%（环比上涨 17.8%），高于预期的 12.5%但低于 10 月份的 15.9%，中国外贸增长整体呈稳中趋涨态势。就 1-11 月份而言，按人民币计，进口较去年同期增长 20.9%，出口增长 11.6%，外贸仍然保持强劲增长。外贸增速回升主要由于美国及欧元区经济复苏推动海外需求回暖。我们认为，来自主要贸易伙伴的需求激增和中国政府的支持将继续推动中国外贸的增长，预期 2018 年中国外贸仍将保持平稳增长态势。

11 月份中国通胀同比回落，1-11 月份维持 1.5%。2017 年 11 月份，中国 CPI 通胀同比增幅回落至 1.7%，低于 10 月份的 1.9%和预期的 1.8%；而环比增幅持平（10 月份环比上涨 0.1%）。今年 1-11 月份，CPI 同比涨幅在 0.8%至 2.5%区间内波动。年初至今，CPI 通胀水平为 1.5%。11 月份 CPI 通胀水平回落，主要受食品价格下降影响。11 月份除个别寒冷地区外大部分地区气温变化温和，利于蔬菜生产和储运，市场供应相对充足，食品价格跌幅加快。11 月份 PPI 同比上涨 5.8%，与市场预期持平，但低于 10 月份的 6.9%，反映出翘尾因素影响，但经济稳步复苏、就业收紧以及去产能仍然能维持 PPI 在 5%以上。总而言之，CPI 和 PPI 的趋势表明了受内需向好和外需景气的支撑，中国经济增长势头仍然强劲。

11 月份全国信贷需求稳中有升。11 月份货币指标呈现稳中上升趋势，11 月份新增人民币贷款 1.120 万亿元，高于市场预期的 8,000 亿元及 10 月份的 6,632 亿元；广义货币（M2）同比增长 9.1%，高于市场预期的 8.9%和 10 月份的 8.8%。11 月份社会融资规模增量为 1.6 万亿人民币，高于市场预期的 1.25 万亿元人民币以及 10 月份的 1.04 万亿人民币。M2 和新增人民币贷款双双回升，反映了接近年末，商业机构年底前进行交易结算，带动资金需求上升。预期 2017 年年内中国人民银行仍将维持稳健的货币政策不变，以满足市场资金需求。

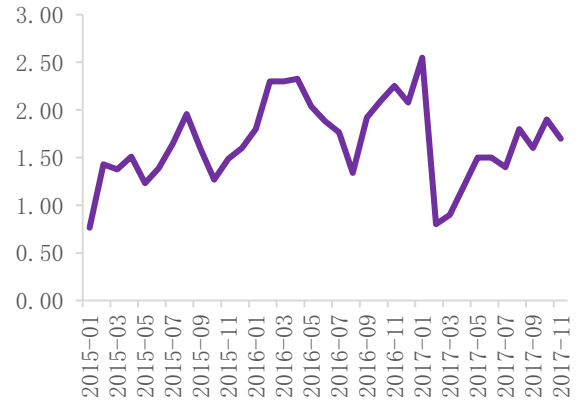
2018 年我国政府政策的主要目标是，在习近平主席在十九大报告中提出将中国建设成为富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国的愿景的指导下，努力取得保持经济增长、优化行业结构和管理通胀预期之间的平衡，与此同时不断深化改革。政府将大力推动经济转型，不断完善法律法规，使其更具针对性、灵活性和有效性。我们认为，随着中国经济增长动力逐步增强，政府将维持现有主要政策目标，以促进经济结构调整。过去三十年间，依赖出口和投资，中国经济实现强劲增长，预期未来中国将调整经济结构，以消费推动经济的可持续发展。经济政策立场方面，中国人民银行将保持稳健的货币政策，并从 2018 年 1 月起实施普惠金融定向降准政策，聚焦真小微、真普惠，使更多的银行支持经济发展中的较为脆弱的部门。公共财政政策方面，我们相信中国政府将继续实施积极的财政政策，对基础设施建设、新兴产业和服务业持续投资，更加注重加强关键政策领域改革和实现可持续经济增长。各项改革措施将发挥作用，刺激内需，提升效益，同时保持经济增速高于 6.5%。我们预测 2018 年中国经济有望实现同比增长 6.6%。

表 2：中国经济数据预测

（同比%，除非另有说明）	2014	2015	2016	1Q17	2Q17	3Q17	2017E	2018E
实际 GDP	7.3	6.9	6.7	6.9	6.9	6.8	6.8	6.6
固定资产投资（累计同比%）	15.7	10	8.1	9.2	8.6	7.5	7.0	6.8
零售销售	12	10.7	10.4	10.0	10.8	10.3	10.3	10.8
出口(人民币)	4.9	(1.8)	(2.0)	14.1	15.0	9.0	11.4	9.5
进口(人民币)	(0.5)	(13.2)	0.6	31.3	20.8	25.7	20.1	10.5
进出口总值(人民币)	2.4	(7)	(0.9)	21.8	17.5	12.1	15.1	9.9
CPI	2.0	1.4	2.0	1.4	1.4	1.6	1.6	2.0
PPI	(1.9)	(5.2)	(1.4)	7.4	5.8	6.2	6.4	6.0
M2	12.2	13.3	11.3	10.6	9.4	9.2	9.2	9.0
人民币汇率（美元/人民币）	6.204	6.4936	6.9467	6.8835	6.7816	6.6528	6.6341	6.5014

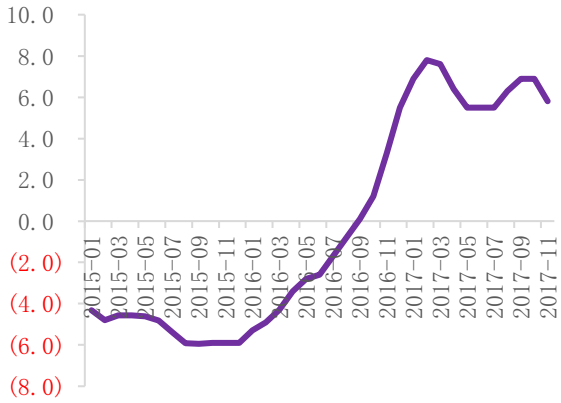
来源：国家统计局、彭博、光银国际预测

图表 30：中国 CPI 走势（同比%）



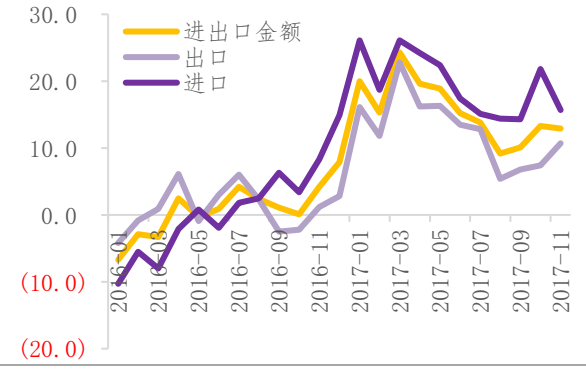
来源： 万得，彭博和光银国际

图表 31：中国 PPI 走势（同比%）



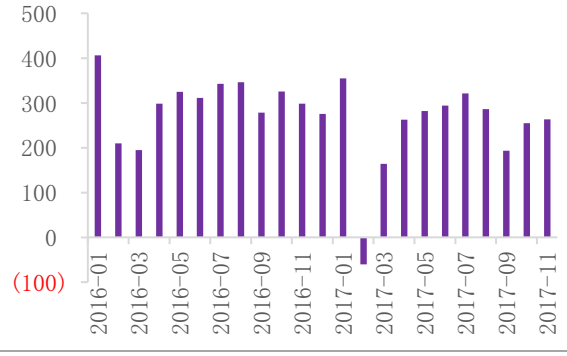
来源： 万得，彭博和光银国际

图表 32：进出口同比（按人民币）



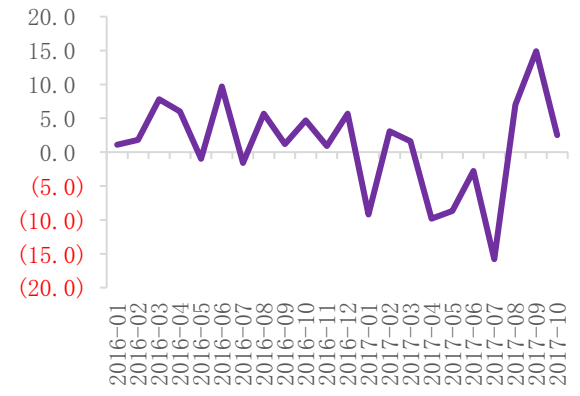
来源： 万得，彭博和光银国际

图表 33：贸易差额（人民币十亿）



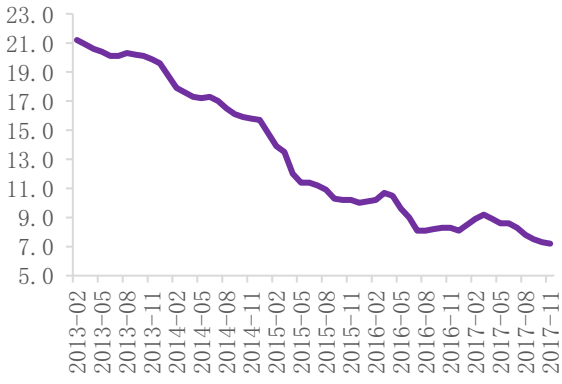
来源： 万得，彭博和光银国际

图表 34：外商直接投资（同比%）



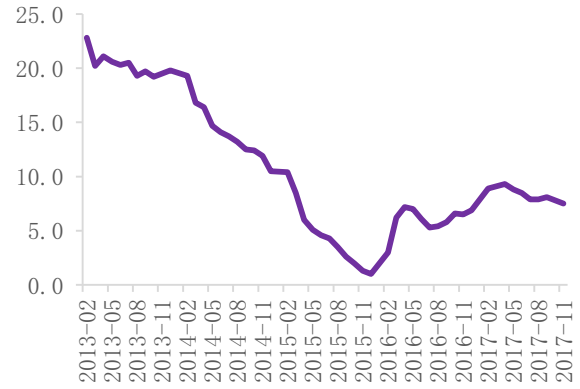
来源： 万得，彭博和光银国际

图表 35：固定资产投资（累计同比）



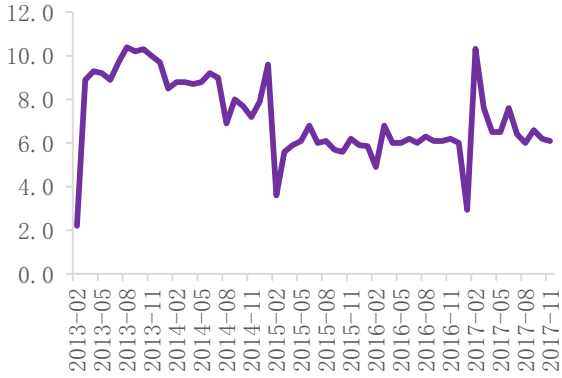
来源： 万得，彭博和光银国际

图表 36:房地产开发投资（累计同比%）



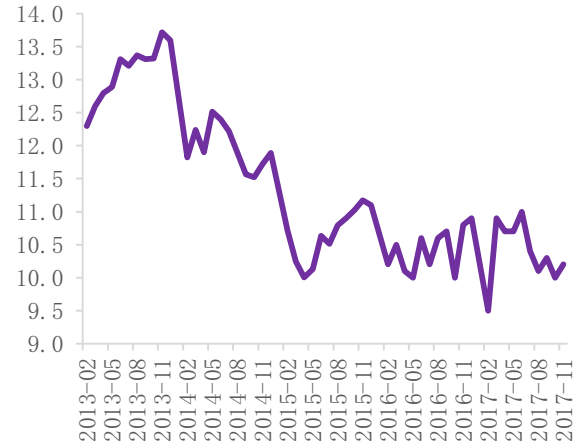
来源： 万得，彭博和光银国际

图表 37：工业增加值（同比%）



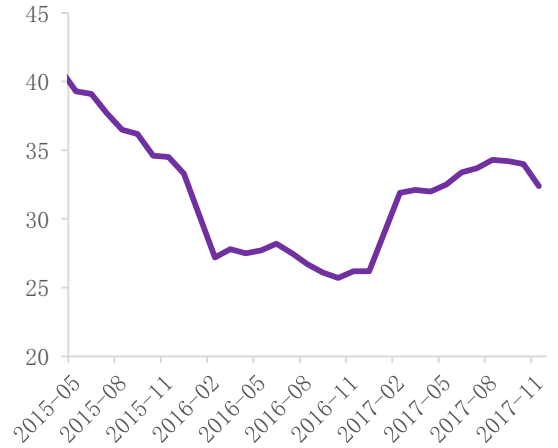
来源： 万得，彭博和光银国际

图表 38:社会消费品零售总额（同比%）



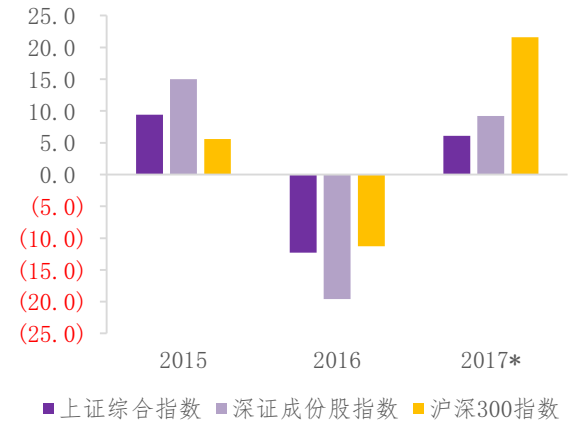
来源： 万得，彭博和光银国际

图表 39：网上商品和服务零售额（同比%）



来源： 万得，彭博和光银国际

图表 40:中国股市表现



*2017 年 12 月 14 日
来源： 万得，彭博和光银国际

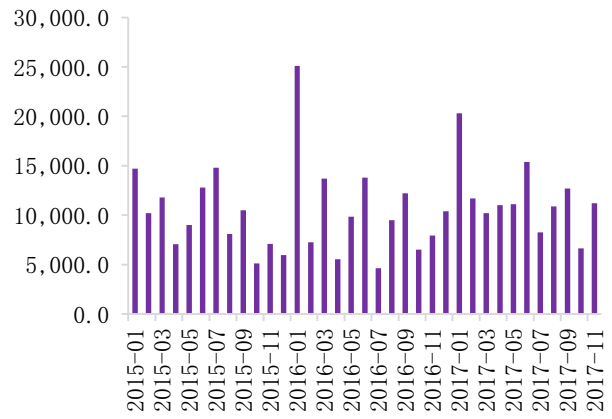
2018 年中国政策展望

根据中国经济增长和结构性调整目标，我们预计 2018 年中央政府将保持稳健中性的流动性管理和积极的财政措施不变。中国人民银行将通过一系列具有针对性的货币政策工具来保持宽松的货币政策，从而支持经济复苏，并通过降低主要系统性风险来加强金融风险管控。同时，中央及地方政府将出台更多的支持性财政政策，刺激投资并促进基础设施和战略性新兴产业发展。政府拨款和银行借贷将继续支持区域及农村基础设施建设、公共事业投资和廉租住房建设。总体而言，政府将继续适当调整现有宏观经济政策，保持 2018 年经济稳健增长。

1. 货币政策：稳健中性的流动性管理

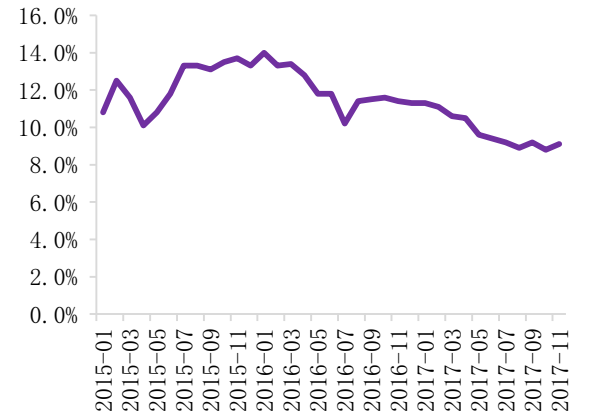
随着中国人民银行大力防控金融风险，进一步去杠杆以防止发生系统性风险，重拾增长势头以及提高金融市场效率，2018 年的货币政策将重点维持稳健中性的流动性管理。除优化融资及信贷结构外，中国人民银行另一主要任务是维持货币合理增长，从而推动经济增长。随着美国和欧洲央行进行进一步货币政策正常化，全球市场流动性更加错综复杂。对此，2018 年中国将继续实施稳健中性的流动性管理，保持金融体系稳定。该货币政策下，我们预期央行将实施一系列具有针对性的货币政策工具，包括普惠金融定向降准、回购、常备借贷便利（SLF）、公开市场短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL），从而更加灵活的应对 2018 年的资本需求。

图表 41：新增人民币贷款(人民币十亿元)



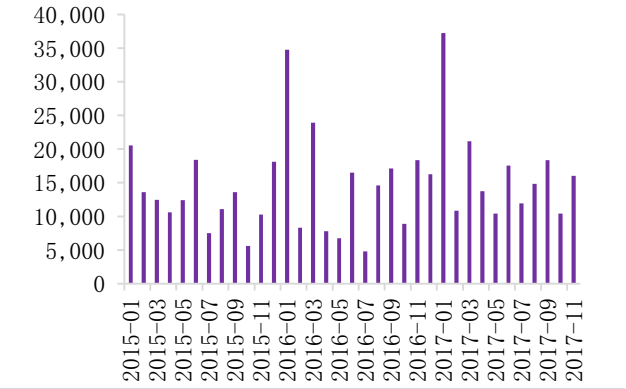
来源：彭博，万得及光银国际

图表 42：广义货币(M2)同比增长



来源：彭博，万得及光银国际

图表 43：社会融资规模增量(人民币十亿元)

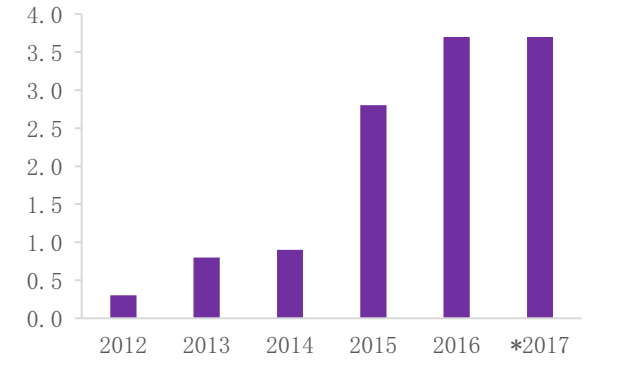


来源：彭博，万得及光银国际

2. 财政政策：深化积极的财政政策，刺激经济增长

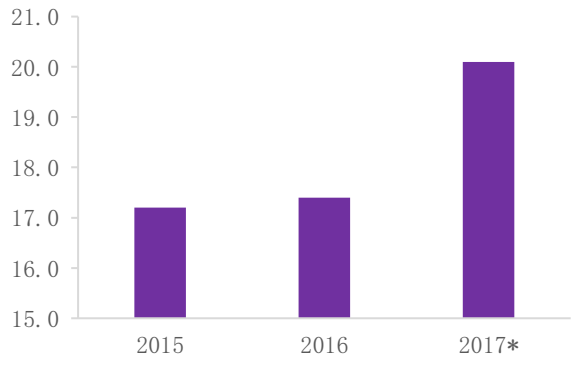
为配合优化经济结构和稳健的货币政策，中国政府旨在实施积极高效的财政政策，以确保经济活动稳步增长。扩大财政方面的政策行动对于 2018 年保持经济稳健增长而言至关重要。为加快调整经济结构，政府将出台政策刺激消费增长，以消费推动经济的可持续发展。我们认为未来在减轻税负、社会保障性住房、中小企业、民生问题以及环境保护等方面将得到更多政策的支持。此外，由于基础设施财政支出是保持中国经济整体增长的关键，深化积极的财政政策将继续促进固定资产投资增长。中西部地区高速公路和高铁建设、电网升级以及资源开发等基建投资将得到政府大力支持。与此同时，深化税制改革也是一项减轻企业和市民财务负担的重要财政措施。提高税收效益和税务减免将促进服务业和消费行业发展。最后，随着“一带一路”战略的实施和自由贸易区的建立，政府将更加关注大型投资项目。“一带一路”战略将通过增加海外需求，刺激服务出口，并有助于吸收部分国内产能；而自贸区建设将给海内外投资者创造更多的投资机遇。未来政府和社会资本合作（PPP）项目还将全面覆盖市政、环保、交通、旅游及土地开发等各个领域。

图表 44：财政赤字占 GDP 比重(%)



*预测
来源：彭博，万得及光银国际

图表 45：基础设施投资(同比%)



*2017 年 11 月
来源：彭博，万得及光银国际

3. 中国经济稳中向好，人民币前景乐观

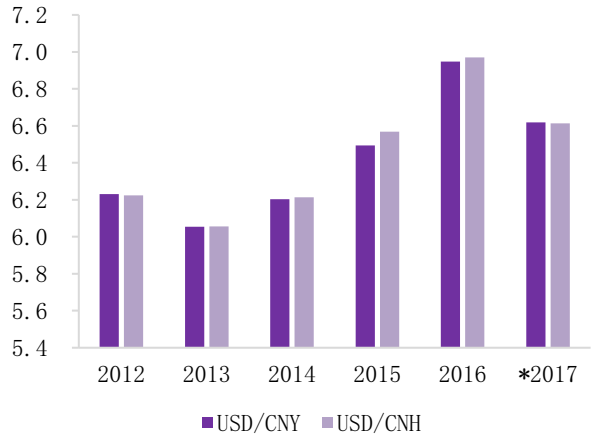
2017 年以来，中国人民银行采取措施遏制资本外流，各项经济活动表现均胜预期，带动人民币温和回升超过 4%。特朗普政府政策仍不明朗，导致美元疲软，对人民币的正面溢出效应不断加强。

人民币兑美元汇率不断走强，主要是由于中国人民银行加大力度遏制资本外逃以及中国经济增长前景向好。一方面，中国人民银行为防止资本出逃采取的各项措施卓有成效，使中国外汇储备回升，从 1 月份 2.99 万亿美元的近 6 年新低增至 10 月份 3.1 万亿美元；另一方面，GDP 增长超过预期和外贸数据不断改善也刺激了人民币升值。总而言之，中国经济增长势头不断加强，有力支撑了人民币逐步升值。

2017 年 1-11 月份各项经济数据表现强劲，进一步证明中国经济正处于上升周期，因此，政府的工作重点转向保持经济良性增长及开展供给侧结构性改革。展望 2018 年，中国政府将积极加强人民币的国际地位，进一步接轨国际金融市场，融入全球经济体系。我们预期，政府将加快促进汇率改革，促进人民币国际化，中

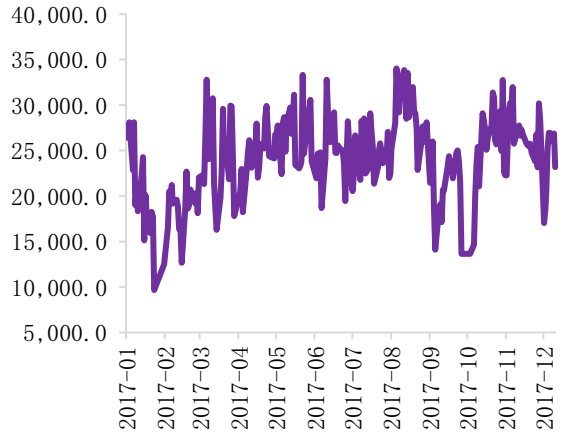
国宏观经济总体运行保持稳定将有助于人民币稳步走强。预期到 2018 年年底，美元兑人民币中间价有望达到 6.5 至 6.6。

图表 46：在岸与离岸人民币企稳



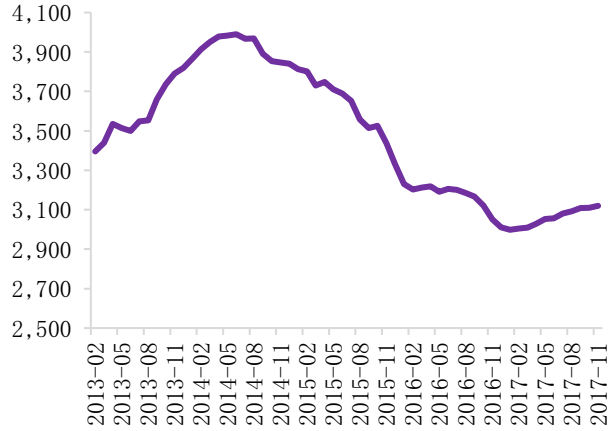
*2017 年 12 月 13 日
来源: 彭博，万得及光银国际

图表 47：人民币交易量（百万美元）



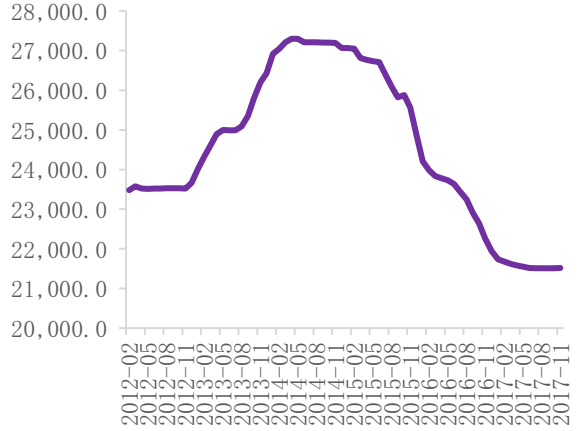
来源: 彭博，万得及光银国际

图表 48：中国外汇储备回升（十亿美元）



来源: 彭博，万得及光银国际

图表 49：人行口径外汇占款（人民币十亿元）



来源: 彭博，万得及光银国际

2018 年香港经济展望

2018 年香港经济展望：经济稳步复苏

2017 年香港经济增长势头强劲，前三季度，受超预期的强劲消费、投资及出口驱动，香港经济活动同比增长达 3.9%。2017 年 1-10 月份综合消费物价指数从上半年的 4.0%进一步跌至 1.4%，劳动力市场仍然紧俏，8-10 月份经季节性调整失业率维持 3.0%。随着香港经济稳步复苏，预期今年四季度经济增长仍然强劲，2017 年四季度及 2017 年全年香港 GDP 预计将分别达到 3.4%和 3.8%。展望 2018 年，尽管美国通过加息和缩表逐步收紧货币政策，或将令香港过热的房地产市场降温，并给经济带来一定的下行压力，但随着香港引入两级制利得税，减轻中小企业负担，访港旅客人次增加以及“一带一路”倡议、“粤港澳大湾区”倡议等一系列利好政策出台，香港经济基本面依然强劲，将支持香港经济活动的良好回升。我们对香港经济形势保持乐观，预期 2018 年 GDP 增长将达 3.2%。

随着访港旅客人次增多，消费支出带动了零售额增加，内需增加，香港经济显现复苏迹象。2016 年内地访港旅客增长按年下跌 6.7%，而 2017 年 1-10 月份则攀升了 3.1%。2017 年 1-10 月份零售总额止跌回升，同比增长 1.2%，表明旅游业消费呈扩大趋势。此外，劳动力市场企稳和股市繁荣，有助于家庭收入增加和保持消费支出进一步增长。总而言之，近期内零售业前景将受到持续攀升的访港旅客人次、消费信心的恢复和美国加息周期的综合影响。我们预期 2018 年零售业将实现温和增长。

但过热的房地产市场仍是香港经济面临的主要威胁。尽管政府已新出台收紧措施调控房地产市场，但住宅物业楼价仍继续上涨，2017 年首 10 个月整体房价累升 11.4%。房地产市场与一手房市场发展不均衡，抬升了一手房价格，但利率水平及一手房供应仍然维持低位。我们认为，2018 年流动性将随美国加息而收缩，房地产市场增长将有所缓和,预期 2018 年房价增幅将减缓至个位数的低增长水平。

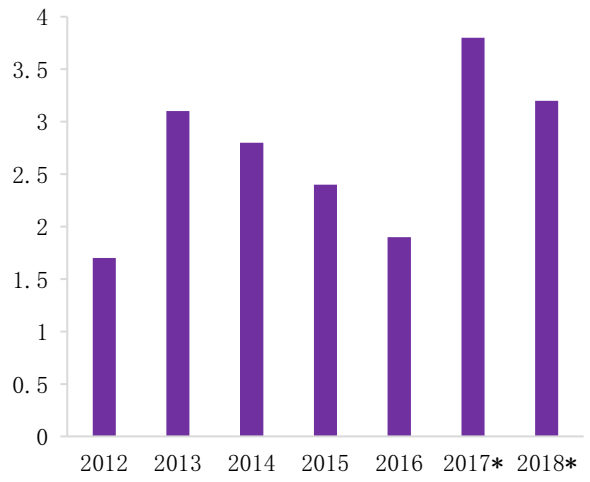
尽管阻力仍在，但我们认为香港将在“一带一路”倡议及“粤港澳大湾区”建设中发挥更关键的作用，凭借人才、金融优势和遍布全球的经贸联系网，香港可协助内地企业开拓该等倡议下的海外市场。国际金融中心地位稳固，加上丰富经验、专业人才和全球经贸网，使香港有充分实力在“一带一路”各大项目中作为融资中心发挥关键作用。此外，作为完善的人民币离岸中心，香港也将为“一带一路”融资提供有力支持。简言之，香港将积极建立现代化监管框架，加大力度保障投资者权益，推动服务及产品多元化发展，不断提升经济竞争力。

表 3：香港经济预测

同比%（除非另有说明）	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
实际 GDP	3.1	2.8	2.4	1.9	3.8	3.2
消费	4.6	3.3	4.8	1.8	5.1	3.2
投资	2.6	(0.1)	(3.2)	(0.3)	4.0	0.5
政府开支	2.7	3.1	3.4	3.4	3.6	3.1
出口	(2.1)	(2.2)	5.0	2.0	5.7	4.5
进口	8.3	1.0	(1.8)	1.2	6.3	4.3
失业率	3.4	3.3	3.3	3.3	3.0	2.7
通胀率	4.3	4.4	3.0	2.4	1.5	2.1

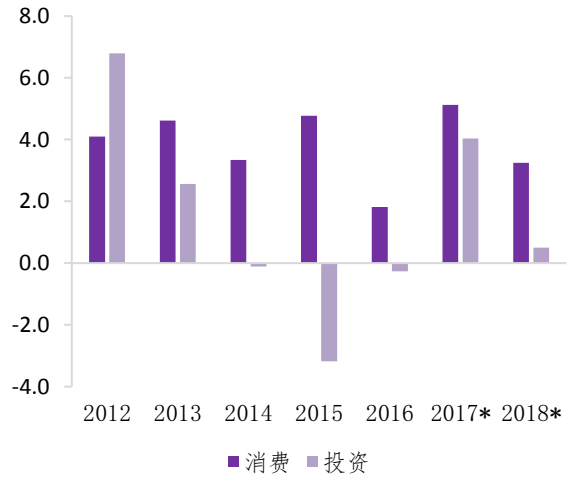
来源：香港政府统计处、光银国际预测

图表 50：香港经济重拾增长动力



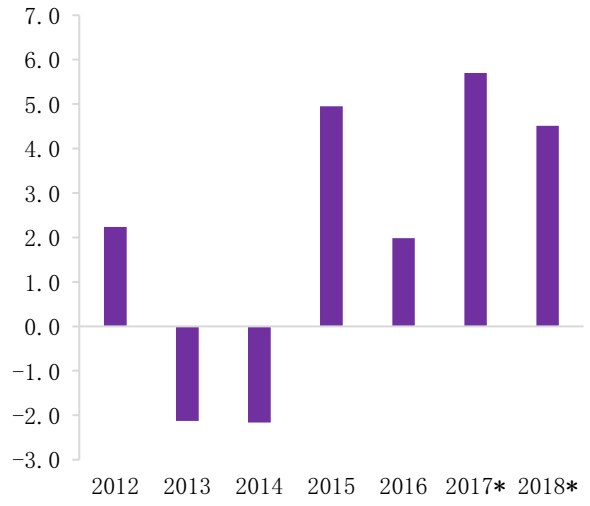
*预测
来源：彭博，万得及光银国际

图表 51：强劲消费和投资胜过预期，带动香港经济增长



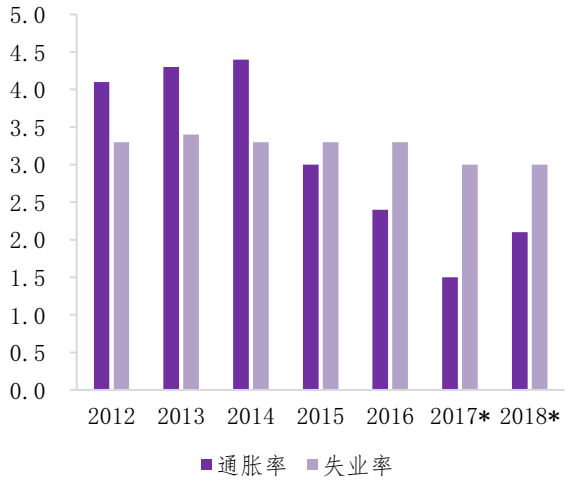
*预测
来源：彭博，万得及光银国际

图表 52：2017 年和 2018 年出口(商品和服務)增加



*预测
来源：彭博，万得及光银国际

图表 53：通胀温和，就业市场紧俏

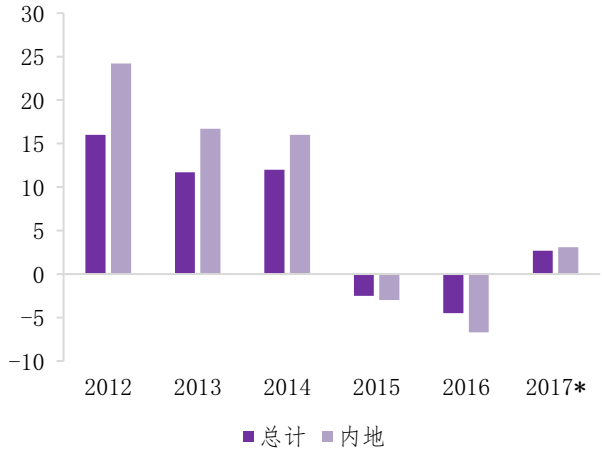


*预测
来源：彭博，万得及光银国际

图表 54：房地产市场持续过热

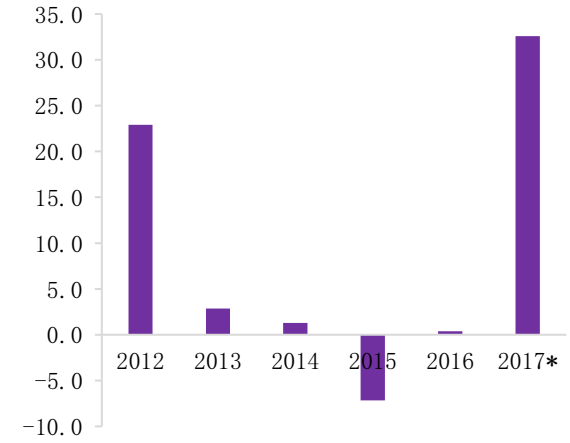
*2017 年 1-10 月
来源: 彭博，万得及光银国际

图表 55：访港旅客同比增长（%）



*2017 年 1-10 月
来源: 彭博，万得及光银国际

图表 56：年初迄今，香港股市持续上涨



*2017 年 12 月 14 日
来源: 彭博，万得及光银国际

2018 年投资策略及投资主题展望

2018 年经济及投资策略展望

全球经济广泛复苏，继续推动全球产量及收入增长。2017 年全球股市普遍上涨，主要受惠于经济前景乐观、流动性充足以及股票风险溢价下降。尽管特朗普政府充满变数、朝鲜半岛局势紧张以及伊斯兰国恐怖袭击愈演愈烈，但股市波动依然不大。在经济复苏和企业盈利强劲的带动下，美国、英国和欧元区等发达经济体股市繁荣，带动了全球股市反弹，新兴市场股市也保持回升势头。估值角度而言，发达经济体（尤其是美国）的市盈率略超历史平均水平。其股票估值水涨船高，令新兴经济体股市的吸引力不断增加，2018 年，投资者或将目光转向这些经济体股市，预期从这些市场中估值偏低的股票获得更高回报。

全球主要经济体的经济继续同步回暖，大部分发达经济体目前正处于经济周期中更成熟的阶段，而中国则处于上升周期，经济活动回升至几年以来的高位，为推动新兴市场经济增长，并促进全球制造业、贸易及大宗商品行业的复苏作出了贡献。中国共产党第十九次全国代表大会提出中国经济可持续发展愿景，经济及政治稳定和持续的结构性改革增强了投资者对中国中长期经济的信心。2017 年，中国外贸和内需增长超预期，为投资者带来惊喜，因此，对 2018 年经济持续回升的信心也不断增强。随着中国经济活动不断扩大，盈利水平持续企稳向好，但面对产能持续过剩，企业杠杆过高等问题，政府政策开始逐渐收紧。

尽管 2017 年香港股市上涨势头强劲，但仍然被视为潜在落后，在全球主要股票市场中仍是估值洼地。恒生指数 2017 年市盈率为 13—13.5 倍，仅高出 12 年平均水平 8%—11%，相比之下，道琼工业平均指数和标准普尔 500 指数 2017 年市盈率分别为 20.65 倍和 22.43 倍，均高出 12 年均值 31%。考虑到投资者证券投资方向或将有所转变，香港股市正重获市场青睐。港股具有吸引力的回报率可吸引更多资金流入和投资兴趣。外围因素方面，美国联储局收紧货币政策、欧洲央行缩减买债规模、朝鲜半岛局势不稳、英国脱欧谈判、恐怖袭击威胁以及中国去杠杆政策等带来不确定因素，据此作出估值折让后，我们预期，到 2018 年年底，恒生指数和恒生国企指数将分别达 32,500 点和 14,800 点，市盈率分别为 13.0 倍和 10.5 倍。

2018 年八大投资主题

1. 培养中高端消费新增长点、形成新动能

中国共产党第十九次全国代表大会报告指出，要完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。通过鼓励中高端消费，中国大力发展消费主导型经济。保持中高速经济增长和扩大消费对经济增长的贡献对于社会繁荣至关重要。消费大幅增长，汽车等可选消费行业将因此受益。我们看好**吉利汽车（HK 175）**、**广汽集团（2238 HK）**及**华晨中国（1114 HK）**。此外，电子商务、医疗健康、保险、旅游业和娱乐产业等消费服务业将受益于多项政策变化，表现将优于中国经济总体增长。我们认为，**腾讯控股（700 HK）**、**复星医药（2196 HK）**、**中国平安（2318 HK）**、**锦江酒店（2006 HK）**、**海昌海洋公园（2255 HK）**、**阿里影业（1060 HK）**以及 **IMAX CHINA（1970 HK）**将从中受益。

2. “新经济”产业提升中国全球竞争力

“新经济”产业促进我国迈向全球价值链中高端，培育若干世界级先进制造业集群。中国将进一步实施“互联网+”行动计划，推动互联网、自动化技术与制造业深度融合发展，实现制造业产能升级及持续推进服务业发展。该行动计划将移动网络、云计算、大数据、物联网、自动化技术等与现代制造业融合，催生新业态，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展。该行动计划的实施，将利好**腾讯控股（700 HK）**、**中芯国际（981 HK）**、**瑞声科技（2018 HK）**、**中兴通讯（763 HK）**、**舜宇光学科技（2382 HK）**、**金山软件（3888 HK）**、**众安在线财产保险（6060 HK）**、**阅文集团（772 HK）**以及**雷蛇（1337 HK）**。

3. 加快推进共建“一带一路”倡议，大力建设粤港澳大湾区和雄安新区

“一带一路”倡议是中国拓展全球经济联系的重大基建和投资计划，未来几年内，铁路、公路、能源、信息技术和工业园等重大基建项目将陆续启动，受益公司包括**中国交通建设（1800 HK）**、**中国中车（1766 HK）**、**中国铁建（1186 HK）**、**中国中铁（390 HK）**以及**中国机械工程（1829 HK）**。另外，粤港澳大湾区对全国 GDP 贡献约 12%，是中国最富饶和最密集的地区，大湾区建设可通过开展产能合作发展城市群。由于发展潜力巨大，大湾区建设将成为中国经济改革过程中的一大里程碑。主要受益者包括**腾讯控股（700 HK）**等科技股；**粤海投资（270 HK）**和**深圳高速公路股份（548 HK）**等基建股；**龙光地产（3380 HK）**及**深圳控股（604 HK）**等地产股；**周大福（1929 HK）**等可选消费股。此外，河北省雄安新区是继深圳特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，是推进京津冀协同发展战略的一部分。国家致力于将雄安新区建设成为绿色生态宜居新城区、创新驱动发展引领区和协调发展示范区，主要受益者包括建材股如**北京金隅（2009 HK）**等；水务、环保股如**天津创业环保（1065 HK）**；能源股如**新奥能源(2688 HK)**；港口股如**天津港发展（3382 HK）**以及基建股如**中国中冶（1618 HK）**。

4. 加强环境保护措施

中国政府坚定走绿色发展道路，确保实现可持续发展。预期未来几年，中国将加快发展可再生能源、水污染治理和固体废弃物处理，进一步实施更高效的环保体系。可再生能源行业中，我们看好**中广核电力（1816 HK）**、**兴业太阳能（750 HK）**、**华能新能源（958 HK）**以及**龙源电力（916 HK）**；水务及固废处理板块中，我们看好**北控水务（371 HK）**、**中国光大国际（257 HK）**及**中国光大绿色环保（1257 HK）**；新能源汽车行业中，我们看好**比亚迪（1211 HK）**。

5. 去杠杆降低系统性风险，确保长期金融稳定

中国致力于经济去杠杆化，以减少信贷违约相关的系统性风险。尽管降低债务杠杆已取得初步成效，债务风险得到有效控制，但政府仍将继续推进去杠杆，争取在减少企业过度借贷方面取得更大的成效。去杠杆化增强了资产质量，降低了债务风险，银行业将获重估，预期盈利向好，增长前景改善。大型银行包括**建设银行（939 HK）**、**中国银行（3988 HK）和农业银行（1288 HK）**预期将从改革中受益。

6. 持续推进工业去产能，深化供给侧结构性改革

产业结构调整对提升中国经济意义重大。在中国，许多行业都面临结构调整，以提升价值链、化解过剩产能和治理污染。随着工业去产能持续推进，市场状况明显改善，供给侧结构性改革的积极作用日益凸显。大力推进钢铁、煤炭去产能，将促进行业持续稳定健康发展，令钢铁和煤炭公司的业务状况得以改善，**中国神华（1088 HK）**、**兖州煤业股份（1171 HK）**、**鞍钢股份（347 HK）**和**马鞍山钢铁（323 HK）**等企业将受益。

7. 国有企业改革提升企业效益，增强竞争力

“新常态”下，中国经济稳中有进，于合理区间运行，预示着中央政府已开始将经济可持续发展、环保以及社会稳定提高至更重要的位置。政府继续推行经济再平衡措施，而深化国有企业改革是实施供给侧结构性改革的关键。重大改革内容包括鼓励社会资本进入传统国企主导行业；放松政府对特定产业的管控；通过并购对国企进行重组以及从国企内部着手进行改革，从而提升本地企业的效益和竞争力。**中国联通（762 HK）**、**海螺水泥（914 HK）**、**中国粮油（606 HK）**、**中国建材（3323 HK）**和**国药控股（1099 HK）**等国有企业将从改革中受益。

8. 中国房地产调控政策持续见效

随着限购力度加大和房贷政策趋紧，“因城施策”房地产市场调控政策不断深入，中国房地产业显现趋稳迹象。10 月份 70 个大中城市新建住宅销售价格指数按年升 5.4%，低于 9 月份的 6.3%。房价涨幅的回落一定程度上反映了供需矛盾。随着住宅物业销售增长放缓、房地产库存增加以及在岸流动性持续收紧，房价调控持续见效，房地产板块的下行风险也有所增加。我们预期，2018 年国家将继续实施现行房地产行业的收紧措施，以实现房地产市场平稳健康发展，并推出更多措施防止大城市房价飙升和小城市房地产库存增多。

预期侧重一线城市的中小型内房股及商业/豪华地产开发商或将成为赢家。经历过整体行业上涨，一些侧重于一二线城市的地产商估值仍具吸引力。预期 2018 年经济环境向好，房地产成交量将有所上升，一些侧重开发一二线城市的地产商和商业/豪华地产开发商将从中获益，包括**中国海外（688 HK）**、**华润置地（1109 HK）**、**旭辉控股集团（884 HK）**、**深圳控股（604 HK）**及**富力地产（2777 HK）**。

2018 年
行业展望

大分流

看好大型银行，建议买入建行、中行及农行

- 因金融去杠杆和新会计准则生效，预期银行业 2018 年仍面临挑战
- 小型银行资产增长或会受限，部分甚至需要缩减资产负债表以符合新规
- 但大型银行将继续受益于银行间同业拆借利率上行以及资产质量恢复
- 看好大型银行，因为其基本面改善，以及港股通南向交易增长
- 建议买入建设银行（939 HK）、中国银行（3988 HK）和农业银行（1288 HK）

2017 年受政府监管影响较大：去杠杆和防范系统性风险是 2017 年的关键主题，监管从严造成运营环境和投资者偏好都发生了变化。今年大型银行由于资产负债表表现更为强劲，银行间同业拆借风险较小以及表外业务涉及较少，优于板块整体表现。尽管股价增长了 18%，但仍不及指数超过 50%的反弹。

2018 年仍面临挑战：2017 年银行业重拾增长势头之前，银行业在 2015 至 16 年经历了显著的盈利下行周期。目前行业内一致认为银行资产质量得到改善，利润有所回升，但我们仍保持谨慎，因为今年宣布的紧缩政策于 2018 年 1 月 1 日起生效后，各银行或将感受到更大的压力。此外，针对银行类双重上市公司实行国际财务报告准则第 9 号或将对银行拨备和资本构成压力。

预计大型和小型银行之间将持续分流：我们预测本研究所覆盖的银行将在 2018 年实现 7%的利润增长，而 2017 年预测利润增长 5%。但小型银行或会受到银行同业拆借利率上升和融资成本上升的影响。我们预计，在新的监管要求下，民生银行（1988 HK）和中信银行（998 HK）将减少可转让定期存单和应收款项类投资，继续缩减资产负债表规模。

建议买入建行、中行和农行：经过一年的指数反弹后，本研究的覆盖银行仍保持 0.84 倍 2017E 市净率以及近 5%的股息收益率。大型银行估值偏低和基本面改善，因此景观近期市场有所波动，但其股价表现仍然强劲。交易方面，2018 年由于港股通南向资金潜在增长，多倍扩张也可能出现。建设银行仍为我们的行业首选，因为该行资金状况良好，股本回报率更高。我们还看好中国银行，因为其估值便宜，净息差前景更好。此外，我们上调农行至“买入”评级，由于其拨备覆盖率较高，且资产质量恢复状况良好。

丘文孚
高级分析师
marco.yau@cebi.com.hk
(852)2916-9631

2017 年 12 月 14 日

主要数据	
17E 平均市盈率 (x)	6.3
17E 平均市净率(x)	0.84
17E 平均股息收益率(%)	4.6

资料来源： 彭博，光银国际

板块表现 (%)	
1 个月	0.5
3 个月	0.7
6 个月	5.4

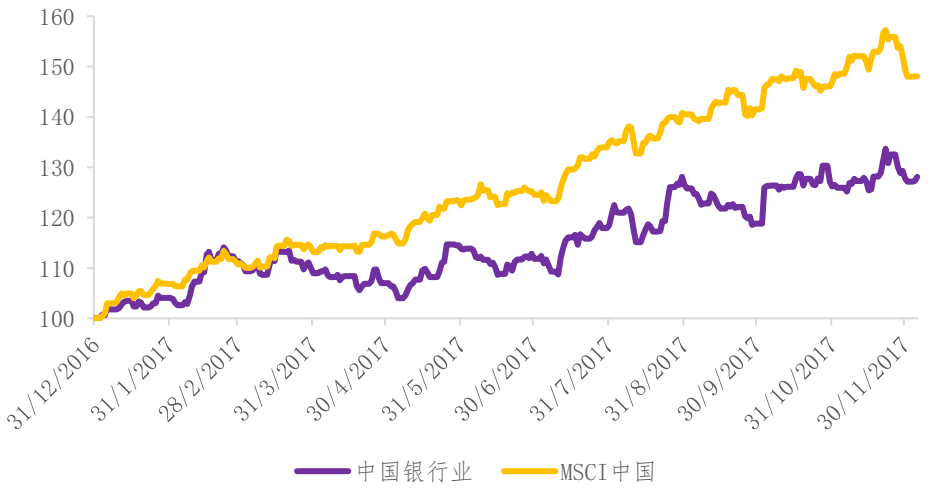
资料来源：彭博

推荐名单
建设银行（939 HK）
中国银行（3988 HK）
农业银行（1288 HK）

2017 年政府监管政策影响较大

去杠杆和防范系统性风险是 2017 年的关键主题，监管从严造成运营环境和投资者偏好都发生了变化。今年大型银行由于资产负债表表现更为强劲，银行间同业拆借风险较小以及涉及表外业务较少，优于板块整体表现。尽管股价增长了 18%，但仍不及 MSCI 指数超过 50%的反弹。

图表 1:股价表现（%）



来源：彭博、光银国际

图表 2：2017 年生效的主要监管措施

日期	监管措施	目的/影响
2017 年 1 月	宏观审慎评估（MPA）	限制银行广义信贷增长，包括资产负债表外的理财产品
2017 年 2 月	上调公开市场操作利率	抑制过快信贷增长
2017 年 4 月	银监会发布《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》（“三三四”检查）	打击银行的不当行为和监管套利
2017 年 5 月	要求银行每周提供委外管理报告	清除银行投资组合隐患
2017 年 11 月	人民银行发布资产管理业务指导意见	打击隐性担保和不当行为
2017 年 12 月	银监会就《商业银行流动性风险管理办法》征求意见	加强银行主要资产与负债的期限配置结构

来源：人民银行、银监会、光银国际

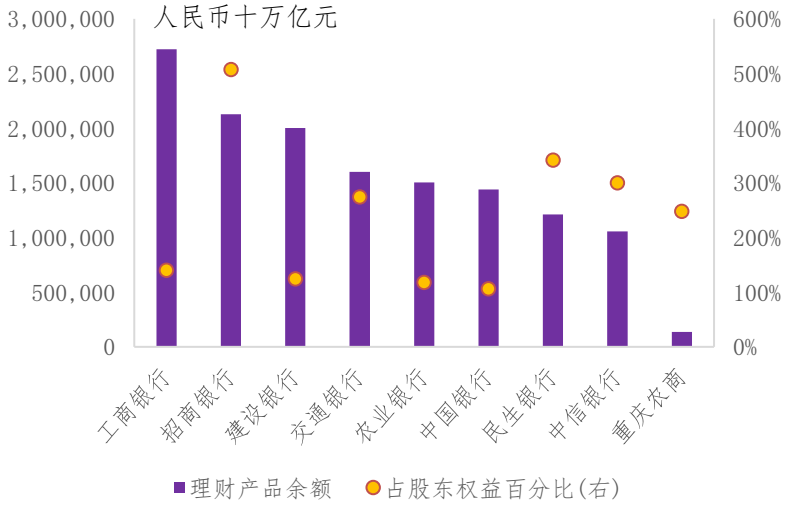
2018 年仍面临挑战

2017 年银行业重拾增长势头之前，银行业在 2015 至 16 年经历了显著的盈利下行周期。目前行业内一致认为银行资产质量得到改善，利润有所回升，但我们仍保持谨慎，因为今年宣布的紧缩政策于 2018 年 1 月 1 日起生效后，各银行或将感受到更大的压力。此外，针对银行类双重上市公司实行国际财务报告准则第 9 号或将对银行拨备和资本构成压力。

银行业面临的部分监管挑战

- 保本理财产品增值税将于 2018 年 1 月起实施
- 2018 年起，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核。同业负债不得超过银行负债总额的三分之一
- 到 2018 年底，流动性覆盖率至少要达到 90%，到 2019 年底要达到 100%
- 所有发行的理财产品必须符合 2019 年 6 月发布的新规。预计这将会进一步放慢理财产品的发行

图表 3：2017 年上半年覆盖银行理财产品发行

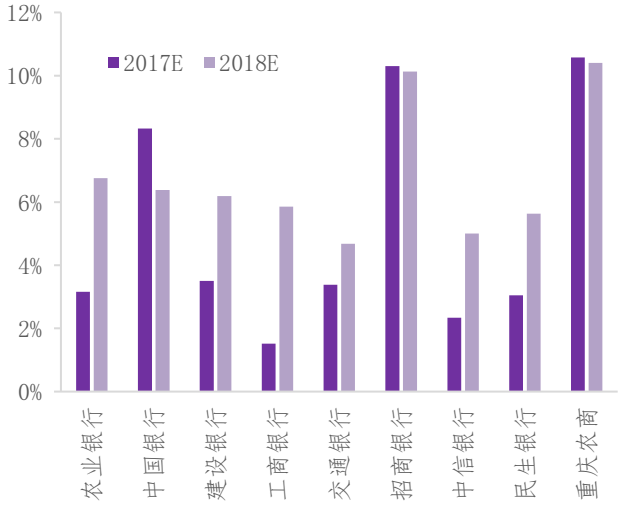


来源：公司资料、光银国际

预计大型和小型银行之间将持续分流：

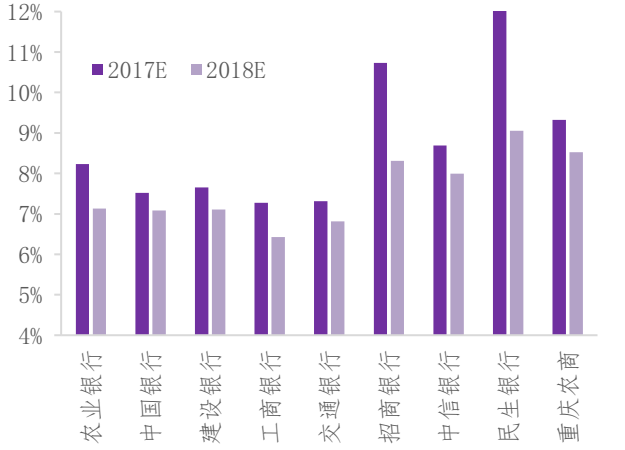
我们预测本研究所覆盖的银行将在 2018 年实现 7%的利润增长，而 2017 年预测利润增长 5%。但小型银行或会受到银行同业拆借利率上升和融资成本上升的影响。我们预计，在新的监管要求下，民生银行（1988 HK）和中信银行（998 HK）将减少可转让定期存单和应收款项类投资，继续缩减资产负债表规模。

图表 4：净利润增长（%）



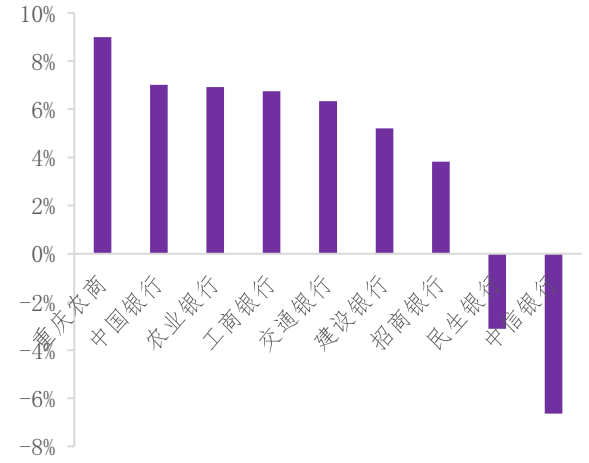
来源：光银国际

图表 5：贷款增长（%）



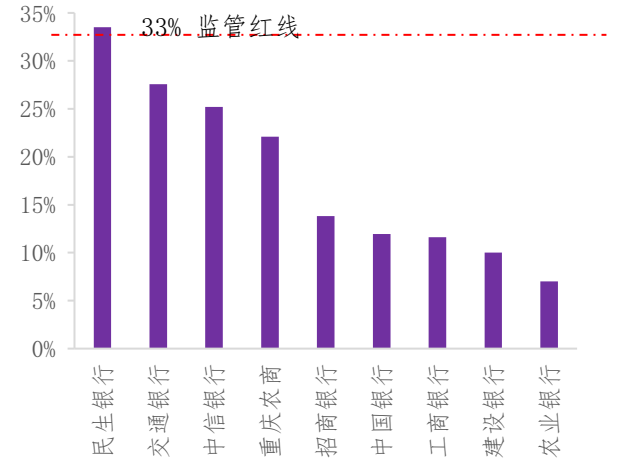
来源：光银国际

图表 6：2017 年 1-9 月份总资产增长（%）



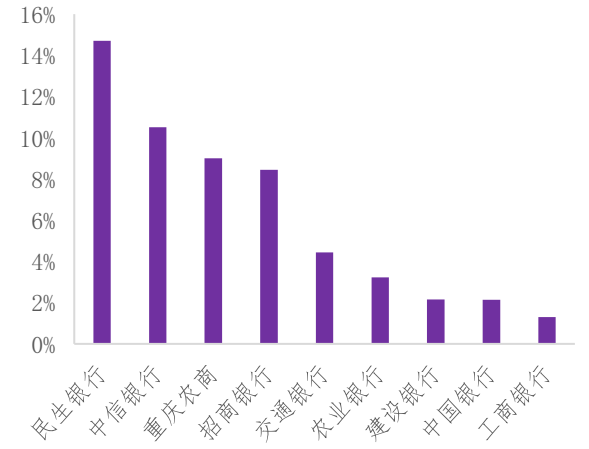
来源：公司资料、光银国际

图表 7：同业负债占负债总额比(%)



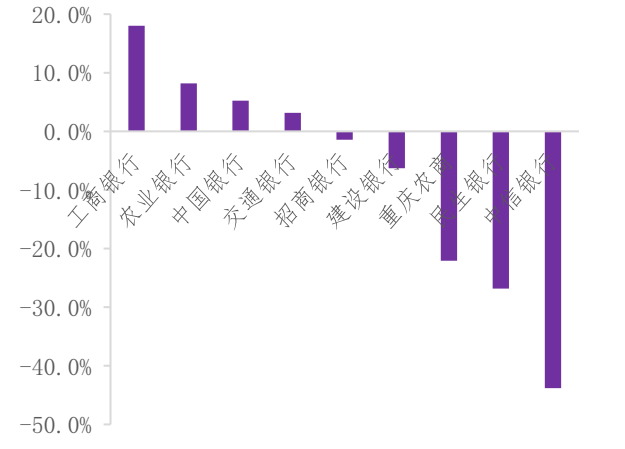
来源：公司资料、光银国际

图表 8：2017 年三季度应收款项类投资占总资产百分比



来源：公司资料、光银国际

图表 9：2017 年 1-9 月份应收款项类投资变动(%)

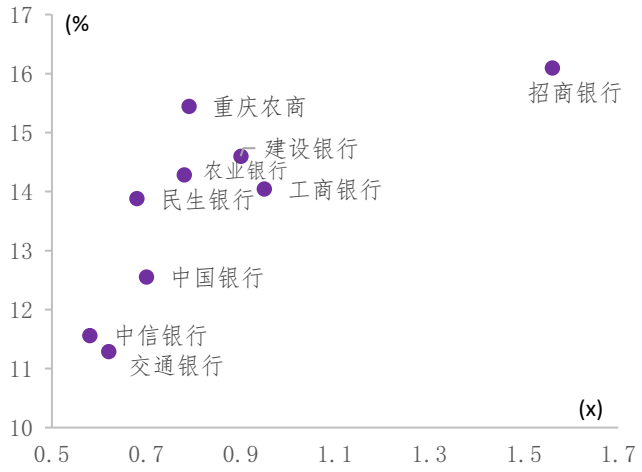


来源：公司资料、光银国际

建议买入建行、中行和农行

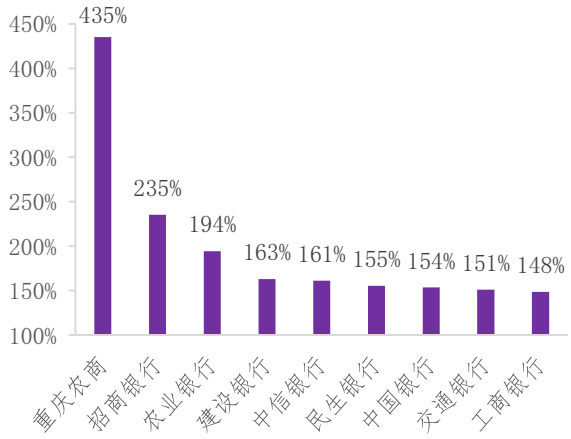
经过一年的指数反弹后，本研究的覆盖银行仍保持 0.84 倍 2017E 市净率以及近 5%的股息收益率。大型银行估值偏低和基本面改善，因此景观近期市场有所波动，但其股价表现仍然强劲。交易方面，2018 年由于港股通南向资金潜在增长，多倍扩张也可能出现。建设银行仍为我们的行业首选，因为该行资金状况良好，股本回报率更高。我们还看好中国银行，因为其估值便宜，净息差前景更好。此外，我们上调农行至“买入”评级，由于其拨备覆盖率较高，且资产质量恢复状况良好。

图表 10：市净率 vs 股权收益率



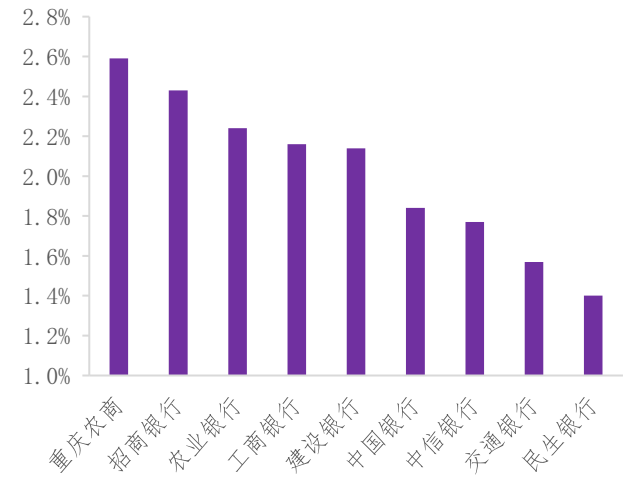
来源：公司资料、光银国际

图表 11：拨备覆盖率（%）



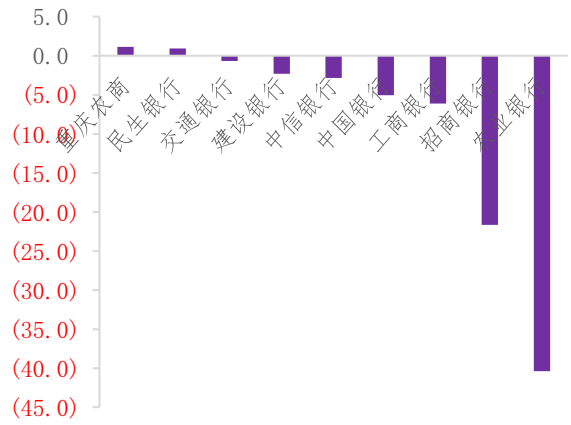
来源：公司资料、光银国际

图表 12：2017 年上半年净息差



来源：公司资料、光银国际

图表 13：不良资产率变动(bps)



来源：公司资料、光银国际

图表 14：目标价

	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	重庆农商
股权收益率	11.0%	12.0%	11.0%	11.0%	9.0%	16.0%	10.0%	11.0%	13.0%
股本成本率	11.5%	11.3%	10.6%	11.3%	11.3%	12.1%	11.4%	11.5%	12.6%
股息年增长率（g）	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
合理市净率	0.94	1.10	1.06	0.96	0.68	1.48	0.82	0.93	1.05
2017 年每股净资产(BPS)	5.79	6.84	4.17	4.83	8.27	17.79	7.56	10.16	6.12
公平值(人民币元)	4.90	6.74	3.52	3.70	4.53	23.72	4.32	6.61	5.13
折让	10%	10%	20%	20%	20%	10%	30%	30%	20%
汇率(人民币/港元)	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
目标价(港元)	**5.80**	**8.00**	**4.20**	**4.40**	**5.30**	**28.00**	**5.10**	**7.80**	**4.80**
隐含市净率	0.85	0.99	0.85	0.77	0.54	1.33	0.57	0.65	0.66
上涨空间	-6%	15%	15%	15%	-9%	-11%	3%	-1%	-12%
股息收益率	4.3%	4.7%	5.4%	5.4%	5.4%	2.9%	2.9%	4.2%	4.2%
潜在总回报	-2%	20%	20%	21%	-3%	-8%	6%	3%	-8%
评级	持有	买入	买入	买入	卖出	持有	持有	持有	持有

来源:光银国际

图表 15:行业估值概要

公司	代码	目标价(HKD)	评级	市盈率（x）		市净率（x）		每股盈利增长（%）		股权收益率（%）		股息收益率(%)	
				2017E	2018E	2017E	2018E	2017E			(HKD)		2017E
工商银行	1398 HK	5.8	持有	7.0	6.6	0.95	0.86	1.4	6.0	14.0	13.6	4.3	4.6
建设银行	939 HK	8.0	买入	6.4	6.1	0.90	0.81	3.5	6.2	14.6	14.1	4.7	5.0
农业银行	1288 HK	4.2	买入	5.7	5.3	0.78	0.70	3.2	6.9	14.3	13.9	5.4	5.8
中国银行	3988 HK	4.4	买入	5.8	5.4	0.70	0.64	8.7	6.6	12.6	12.3	5.4	5.7
交通银行	3328 HK	5.3	卖出	5.7	5.5	0.62	0.58	0.7	4.9	11.3	11.0	5.4	5.7
招商银行	3968 HK	28.0	持有	10.2	9.3	1.56	1.39	10.3	10.1	16.1	15.8	2.9	3.2
中信银行	3618 HK	5.1	持有	5.2	4.9	0.58	0.53	-0.9	5.2	11.6	11.2	5.0	5.2
民生银行	1988 HK	7.8	持有	5.2	4.9	0.68	0.62	2.0	5.7	13.9	13.2	4.2	4.4
重庆农商	998 HK	4.8	持有	5.3	5.0	0.79	0.68	6.6	6.5	15.4	14.7	4.2	4.6

资料来源：光银国际

人寿保险基本面强劲

金融业中的超配行业

- 自 2016 年四季度以来，债券收益率持续上升，利好保险公司的新增资产收益率和隐含价值增长
- 750 日平均移动国债收益率曲线上行利好寿险公司
- 保监会对短期产品监管从严，或将有助于上市险企发展
- 2018 年汽车销售或将放缓，影响财险公司保费增长
- 强劲的业绩表现或将带动 2018 年一季度股价反弹
- 我们首选平安保险（2318 HK），其次看好中国太保（2601 HK）和新华保险（1336 HK）

债券收益率上升，保险业受益：2017 年，中国境内债券的收益率已攀升至 3 年新高，且由于去杠杆持续进行，预期收益率仍将保持高企，债券收益率上升有利于保险公司的新增资产收益率和隐含价值增长，支持其投资回报及盈利增长。此外，750 日平均移动国债收益率曲线上行可另寿险公司减少准备金提取，释放利润空间，预计 2018 年准备金计提减少将促使四大寿险公司净利润增长 14-76%不等。

保监会监管从严，可利好上市险企发展：今年 10 月 1 日起，中国保险监督管理委员会（保监会）134 号文正式实施，严格监管和控制短期现金返还型产品，并禁止以附加险形式设计万能型保险产品，因此，市场担忧监管政策会令明年保费增长下滑。但我们认为监管措施更多是影响激进的私人险企，实施监管措施后，行业重心将重归高利润保障性产品，上市险企在该领域优势显著，反而可以从中获益。

寿险仍优于财险：由于汽车市场竞争缓和，财险公司的承保利润或将有所改善，但随着汽车购置税优惠政策到期，政策逐步收紧，2018 年汽车销售或将有所放缓，或将直接影响车险保费的增长，因此，与人寿保险稳固的账目净值增长（2017 年上半年四大寿险公司同比增长 41%）相比，财险的不确定性仍然很高。

近期盘整带来新机遇：我们认为，近期因获利回吐而进行的股价盘整差不多结束，而受强劲的业绩和基本面带动，2018 年一季度股价或将迎来回升。行业内我们首选平安保险（2318 HK），因为该公司重点发展保障性产品，且潜在分拆可成股价催化剂。其次我们看好中国太保，因为该公司寿险业务质量高，增长强劲，但相对落后于市场表现，估值偏低。此外，由于新华保险的业务转型计划和 AH 股巨大差价，我们同样看好该股。

丘文孚
高级分析师
marco.yau@cebi.com.hk
(852)2916-9631

2017 年 12 月 14 日

主要数据	
17E 平均市盈率 (x)	16.2
17E 平均市净率(x)	1.81
17E 平均股息收益率(%)	1.6

资料来源： 彭博，光银国际

板块表现 (%)	
1 个月	2.1
3 个月	12.2
6 个月	28.9

资料来源：彭博

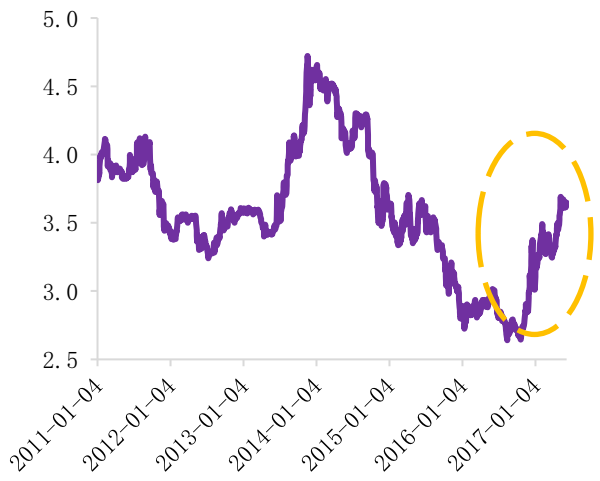
推荐名单
平安保险 （2318 HK）
中国太保 （2601 HK）
新华保险 （1336 HK）

债券收益率上升，保险业受益

受金融去杠杆影响，自 2016 年四季度起中国境内债券的收益率不断攀升，其中，中国 10 年期债券收益率从 3.01%升至接近 4%，5 年期 AA 级公司债更是增加逾 1 个百分点至 5.84%。

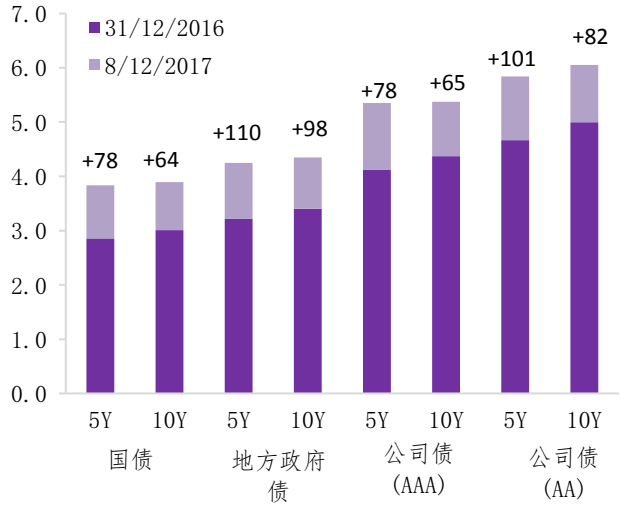
2017 年中国境内债券的收益率已攀升至 3 年新高，且由于去杠杆持续进行，预期收益率仍将保持高企，债券收益率上升有利于保险公司的新增资产收益率和隐含价值增长，支持其投资回报及盈利增长。

图表 1：中国 10 年期债券收益率（%）



资料来源：万得、光银国际

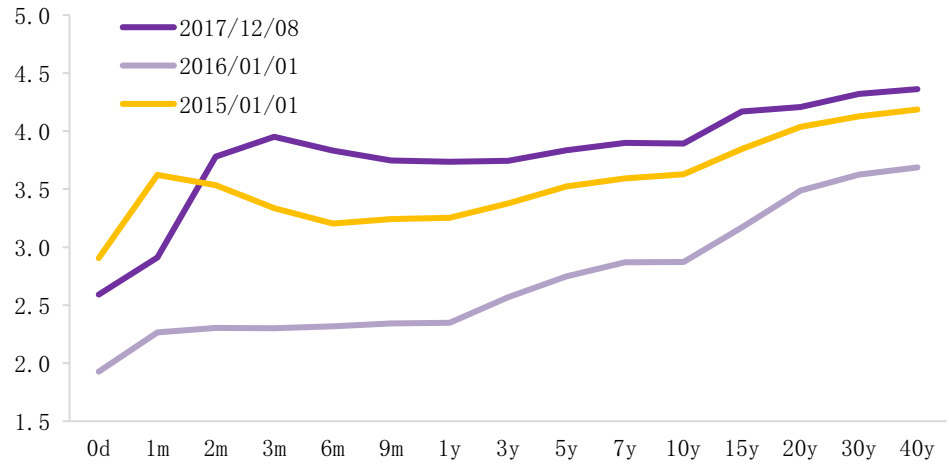
图表 2：债券收益率（%）



资料来源：万得、光银国际

此外，750 日平均移动国债收益率曲线上行可另寿险公司减少准备金提取，释放利润空间，我们预期 2018 年准备金计提减少将促使四大寿险公司利润大幅增长。

图表 3：国债收益率（%）



资料来源：中国债券信息网、光银国际

假设 2018 年国债收益率维持现行水平，将令准备金折现率增加逾 10 个基点。我们发现，若我们采用四大寿险公司 2016 年年报中披露的敏感性分析作为衡量标准，则预计释放准备金将促使四大寿险公司净利润增长 14-76%不等，对财务净收入影响巨大。

图表 4：折现率增加 10 个基点对净利润的影响（2016 年）

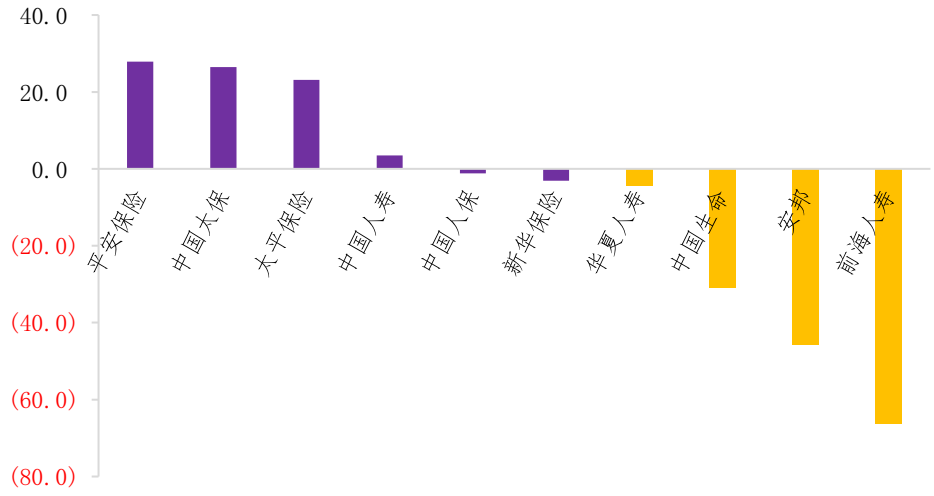
人民币百万元	归属于母公司股东的净利润	对净利润的影响	净利润变动幅度
平安保险	62,394	8,910	14%
中国太保	12,057	4,999	41%
中国人寿	19,127	13,085	68%
新华保险	4,942	3,751	76%

资料来源：公司年报、光银国际

保监会监管从严，可利好上市险企发展

0 月 1 日起，保监会下发的《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》(下称 134 号文)正式实施，严格监管和控制短期现金返还型产品，并禁止以附加险形式设计万能型保险产品，因此，市场担忧监管政策会令明年保费增长下滑。但我们认为监管措施更多是影响激进的私人险企，实施监管措施后，行业重心将重归高利润保障性产品，上市险企在该领域优势显著，反而可以从中获益。

图表 5：2017 年前三季度总保费增长（%）

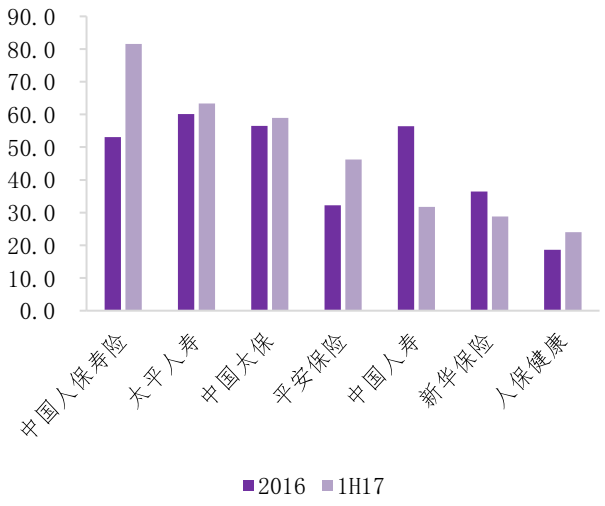


资料来源：保监会、光银国际

寿险仍优于财险

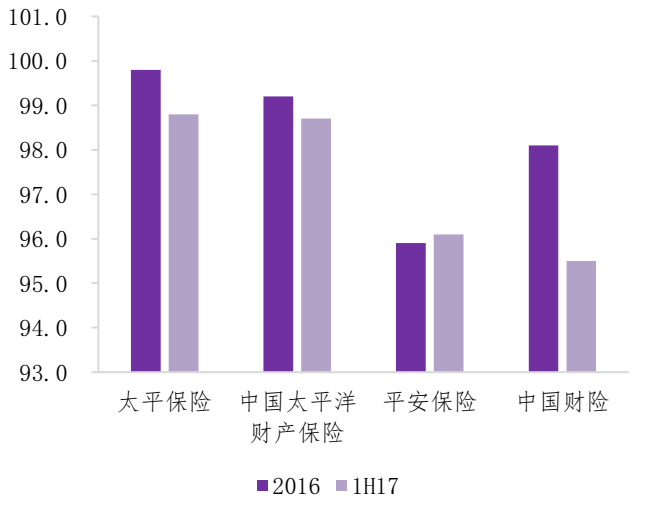
由于汽车市场竞争缓和，财险公司的承保利润或将有所改善，但随着汽车购置税优惠政策到期，政策逐步收紧，2018 年汽车销售或将有所放缓，或将直接影响车险保费的增长，因此，与人寿保险稳固的账目净值增长（2017 年上半年四大寿险公司同比增长 41%）相比，财险的不确定性仍然很高。

图表 6：寿险公司账目净值增长（%）



资料来源：万得、光银国际

图表 7：财险综合比率（%）

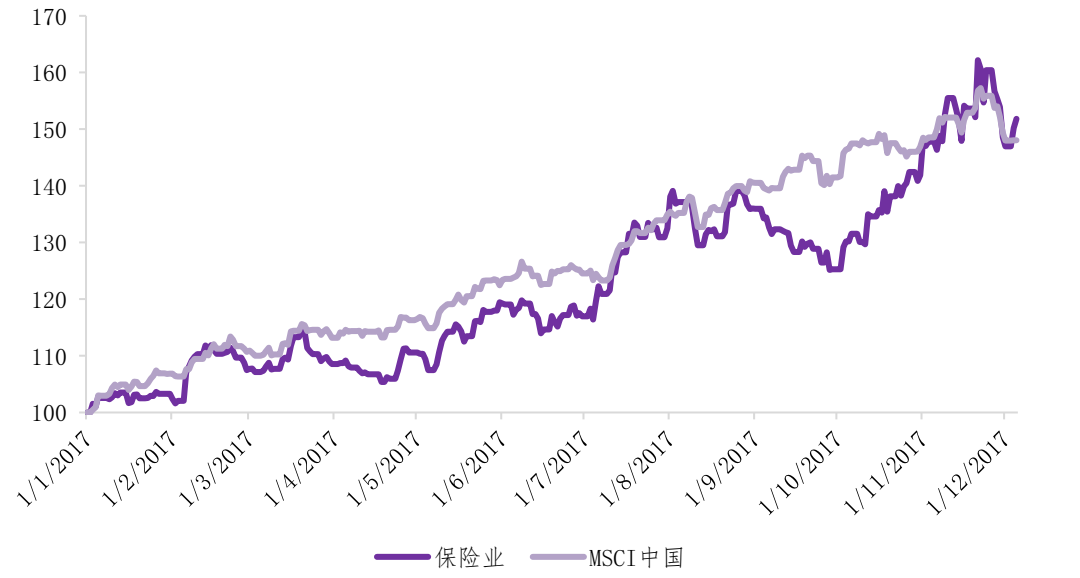


资料来源：万得、光银国际

近期盘整带来新机遇

我们认为，近期因获利回吐而进行的股价盘整差不多结束，而受强劲的业绩和基本面带动，2018 年一季度股价或将迎来回升。按啄食顺序原则，行业内我们首选平安保险（2318 HK），因为该公司重点发展保障性产品，且潜在分拆可成股价催化剂。其次我们看好中国太保，因为该公司寿险业务质量高，增长强劲，但相对落后于市场表现，估值偏低。此外，由于新华保险的业务转型计划和 AH 股巨大差价，我们同样看好该股。

图表 8：年初至今保险业股价表现 vs MSCI 中国指数（%）



资料来源：彭博、光银国际

图表 9：行业估值概要（根据 2017 年 12 月 13 日数据）

公司	股票代码	市值（百万美元）	市盈率(x)		市净率(x)		平均资产回报率		股息率(%)	
			2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
平安保险	2318 HK	193,958	16.4	13.9	2.69	2.35	17.8	18.4	1.5	1.8
中国人寿	2628 HK	121,368	19.4	16.6	1.82	1.67	9.1	10.2	1.8	2.1
中国太保	2601 HK	53,466	19.8	15.5	2.05	1.86	10.7	12.8	2.6	3.1
新华保险	1336 HK	26,924	21.6	15.9	2.10	1.90	9.9	12.0	1.3	1.7
中国财险	2328 HK	21,089	8.1	7.7	0.96	0.86	12.8	12.0	0.9	0.9
中国人保	1339 HK	29,030	8.7	8.1	1.40	1.23	17.0	15.8	2.8	3.1
中国太平	966 HK	13,123	19.8	15.3	1.64	1.46	9.1	10.5	0.4	0.5

资料来源：彭博

居于下风

估值便宜，仍缺催化因素

- 相比 MSCI 中国指数逾 50%的升幅，年初至今中国券商仅升 5%
- 板块整体表现疲弱，是由于基本面较弱，如成交量下跌和承销业务减少
- 受监管审查影响，券商的资产管理业务增长将不可避免地放缓，令本就羸弱的财务状况再蒙阴影
- 目前主要券商的估值低于历史平均水平一个标准差
- 行业首选：华泰证券（6886 HK），因该公司的经纪业务市场份额占行业第一，且拥有庞大的分销网络

丘文孚
高级分析师
marco.yau@cebi.com.hk
(852) 2916-9631

2017 年 12 月 14 日

成交量疲弱：相比股市整体强劲的表现，中国券商板块显然跑输大市。今年 MSCI 中国指数升幅超过 50%，而本研究所覆盖的七大券商的股价仅升 5%，若剔除中金（年初至今大升 51%），股价则下跌 2%。板块表现相当疲弱，成交量疲弱是主要因素。2017 年 1-11 月份日均成交量较去年跌 12%。即使券商能逆转佣金率下行趋势，但占总营收超过三成的经纪业务仍然受到冲击。

资产管理业务放缓：11 月 17 日，五部委联合发布监管文件，全面叫停通道业务，资金池等业务明确受限。由于券商对通道业务资产仅收取几个基点的费用，截至 2016 年年底，该类资产占券商资管业务的 70%（2017 年上半年资管业务占券商总营收的 10%），而资金池业务所占资产比重也不大，预期底线影响有限，尽管如此，短期内还是会令券商本就羸弱的财务状况再蒙一层阴影。

承销及投行业务仍面临挑战：今年 1-9 月份，尽管 A 股 IPO 同比增长 60%，但债券承销下跌近五成，抵消了 IPO 提速所增加的承销费部分。此外，因 2016 年下半年投行业务表现强劲造成基数较高，2017 年下半年券商在盈利方面压力不减。

催化因素仍缺：鉴于该行业仍处于逆境，最早在 H 股上市的中信证券（6030 HK）和海通证券（6837 HK）这两大券商，其估值与上市起平均市净率相比低一个标准差。尽管如此，我们仍倾向持审慎态度，相较之下，更看好华泰证券（6886 HK），因为该公司的经纪业务市场份额占行业第一，且拥有庞大的分销网络，或将有利于公司资管业务的长期发展。该行业的上行风险将会带来股市反弹，或将带动整体交投氛围并提高成交量。

主要数据	
17E 平均市盈率 (x)	13.0
17E 平均市净率(x)	1.08
17E 平均股息收益率(%)	2.6

资料来源：彭博

板块表现 (%)	
1 个月	-5.1
3 个月	-3.9
6 个月	5.1

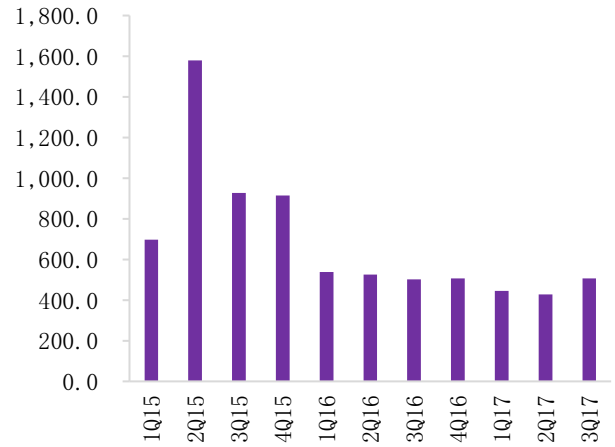
资料来源：彭博

推荐名单
华泰证券（6886 HK）

成交量疲弱

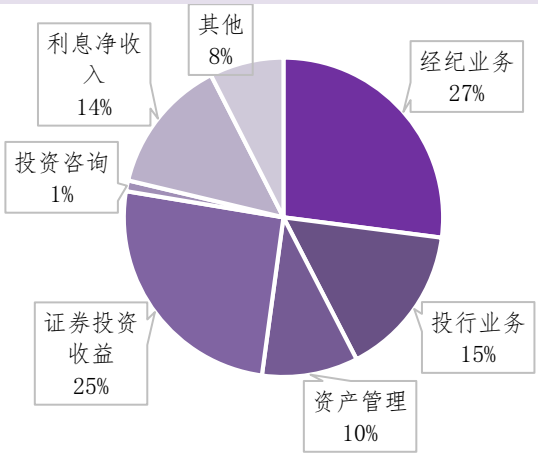
相比股市整体强劲的表现，中国券商板块显然跑输大市。今年 MSCI 中国指数升幅超过 50%，而本研究所覆盖的七大券商的股价仅升 5%，若剔除中金（年初至今大升 51%），股价则下跌 2%。板块表现相当疲弱，成交量疲弱是主要因素。2017 年 1-11 月份日均成交量较去年跌 12%。即使券商能逆转佣金率下行趋势，但占总营收超过三成的经纪业务仍然受到冲击。

图表 1：日均股票成交额（人民币十亿元）



资料来源：万得、光银国际

图表 2：2016 年行业收入细分(%)

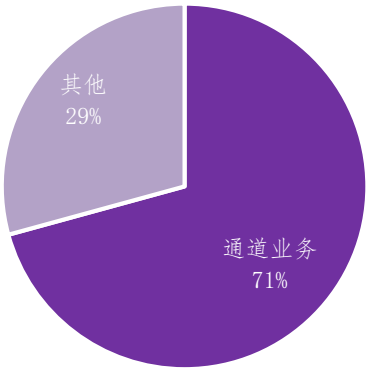


资料来源：万得、光银国际

资产管理业务放缓

2017 年 11 月 17 日，五部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务指导意见（征求意见稿）》，全面叫停通道业务，资金池等业务明确受限。由于券商对通道业务资产仅收取几个基点的费用，截至 2016 年年底，该类资产占券商资管业务的 70%（2017 年上半年资管业务占券商总营收的 10%），而资金池业务所占资产比重也不大，预期底线影响有限，尽管如此，短期内还是会令券商本就羸弱的财务状况再蒙一层阴影。

图表 3：券商资产管理规模分析（%）

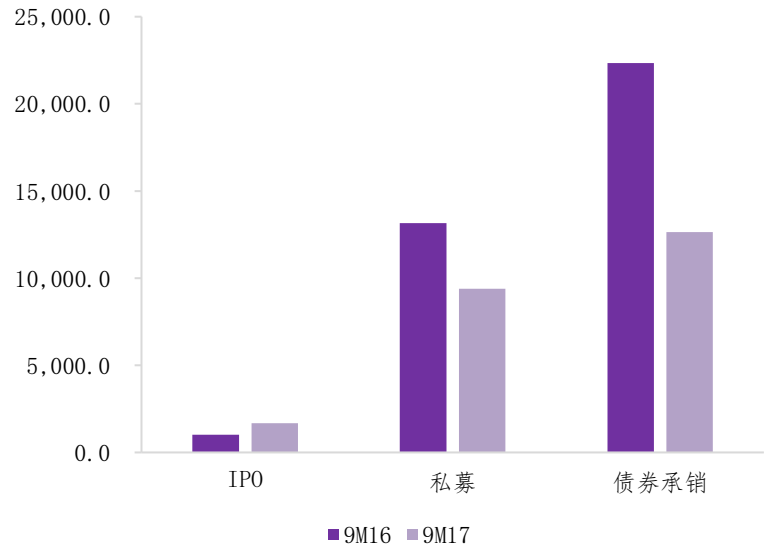


资料来源：中国证券投资基金业协会、光银国际

承销及投行业务仍面临挑战

今年 1-9 月份，尽管 A 股市场 IPO 同比增长 60%，但债券承销下跌近五成，抵消了 IPO 提速所增加的承销费部分。因此，投行业务作为券商第二大收入来源也面临不小的挑战。

图表 4：不同渠道筹资额（人民币十亿元）



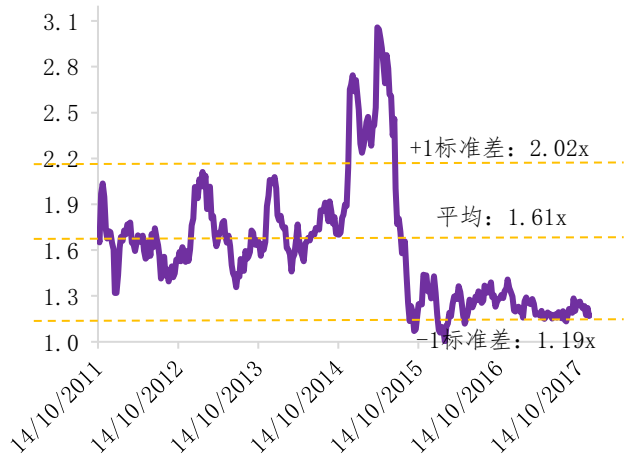
资料来源：国家统计局、光银国际

此外，2016 年下半年投行业务表现强劲导致基数较高，券商 2017 年下半年的盈利也压力不减。

催化因素仍缺

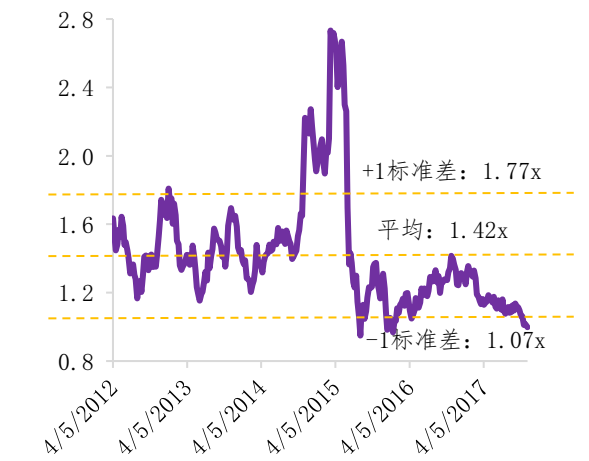
由于该行业仍处于逆境，最早在 H 股上市的中信证券（6030 HK）和海通证券（6837 HK）这两大券商，其估值与上市起平均市净率相比低一个标准差。

图表 5：中信证券市净率（x）



资料来源：彭博、光银国际

图表 6：海通证券市净率（x）



资料来源：彭博、光银国际

但我们仍倾向持审慎态度，相较而言我们更看好华泰证券（6886 HK），因为该公司的经纪业务市场份额占行业第一，且拥有庞大的分销网络，或将有利于公司资管业务的长期发展。该行业的上行风险将会带来股市反弹，或将带动整体交投氛围并提高成交量。

图表 7：行业估值概要（根据 2017 年 12 月 13 日数据）

公司	股票代码	市值（百万美元）	市盈率(x)		市净率(x)		平均资产回报率		股息率(%)	
			2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
中信	6030 HK	32,101	15.2	13.2	1.11	1.05	7.7	8.4	2.2	2.5
海通	6837 HK	22,104	12.9	11.2	0.94	0.89	7.7	8.5	2.5	2.9
广发	1776 HK	18,863	11.5	10.0	1.19	1.11	10.5	11.4	2.9	3.3
华泰	6886 HK	19,022	14.0	12.0	1.08	1.01	7.9	8.8	3.1	3.5
招商	6099 HK	17,127	12.5	10.9	1.09	1.01	9.0	10.0	2.9	3.2
银河	6881 HK	13,707	9.4	8.3	0.75	0.70	8.6	9.0	3.2	3.6
中金	3908 HK	8,088	15.2	13.6	1.43	1.31	11.6	10.8	1.6	2.0

资料来源:彭博

仍处于盈利上升周期

预期 2018 年住宅销售走弱但房价仍稳定

- 2017 年该板块升幅超过一倍
- 尽管全国合同销售增长停滞不前，但上市房企仍录得强劲增长
- 现行抑制需求增长的房地产管控措施或将继续实行，
- 预期 2018 年销量下降，但房价仍稳定
- 内房股仍处于盈利上升周期，利好该行业估值
- 看好中国海外（688 HK），风险回报佳

市场调控政策难松：在中国共产党第十九次全国代表大会上，习近平主席重申房子是用来住的，不是用来炒的定位。再次强调这一定位，意味着尽管目前国家统计局和中国人民银行数据都显示房价和新增房地产信贷增长似乎都得到了有效的控制，但现行房地产调控措施放宽的可能性仍微乎其微。因此，我们预期明年全国房地产销售将走弱。

上市房企将市场份额有望继续扩大：虽然近几个月全国合同销售增长停滞不前（按销售额 9 月份和 10 月份分别同比跌 2.4%和 3.4%），但由于新推出楼盘增加，上市房企仍然录得强劲增长，10 月份销售同比增长 40%。由于可售资源增加以及地域多样化（即依赖市场调控不那么严格的城市维持销售增长），我们预期 2018 年上市和非上市房企销售将继续呈两极分化态势。房价方面，随着去库存不断深化和新屋开工率增长放缓，我们认为，即使全国销售量可能有所下降，房价仍将保持稳定。

仍处于盈利上升周期：尽管近几个月股价盘整，但年初迄今恒生中国内地地产指数仍然翻倍，可能是今年表现最佳的行业。除了去杠杆的影响，销售强劲和盈利上升周期均是支撑反弹的关键。展望未来，我们认为盈利强劲（2017/18 年每股盈利预测 27%）和防御性低估值（2018 年 8x 市盈率和股息 5%收益率）将会给该板块带来足够的下行保护。

推荐中国海外，风险回报佳：本轮房地产反弹中，中国海外落后大市，年初至今仅上升 21%。但众多上市房企中，中国海外在一二线城市土地储备比例最高（超过 70%），随着新增供应越发稀缺，该公司应会从持续城镇化进程中获益。此外，2017 年上半年年底中国海外的净负债/股东资金仅为 16%，而其他同行平均超过 100%，因此，我们认为中国海外是一支优质落后股，或将带来更好的风险回报。

丘文孚
高级分析师
marco.yau@cebi.com.hk
(852)2916-9631

2017 年 12 月 14 日

主要数据	
17E 平均市盈率 (x)	17.8
17E 平均市净率(x)	2.63
17E 平均股息收益率(%)	1.8

资料来源：彭博、光银国际

板块表现 (%)	
1 个月	-1.2
3 个月	7.4
6 个月	42.1

资料来源：彭博

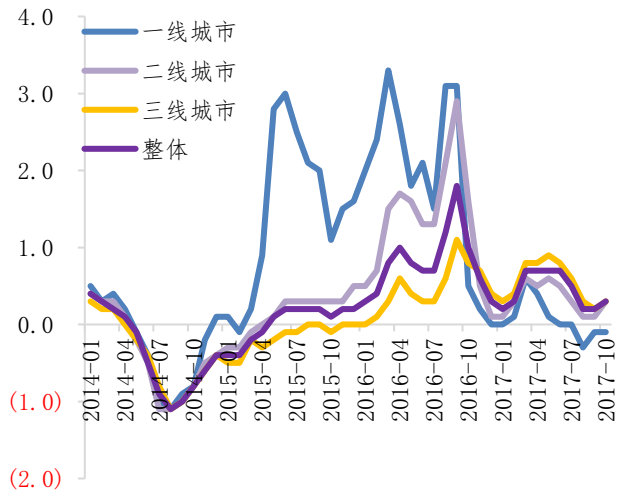
推荐名单
中国海外（688 HK）

市场调控政策难松

根据国家统计局 70 个大中城市住宅销售价格变动的近期数据，一线城市整体房价环比几乎持平（10 月份增加 0.28%，9 月份增加 0.19%）甚至略有下降。

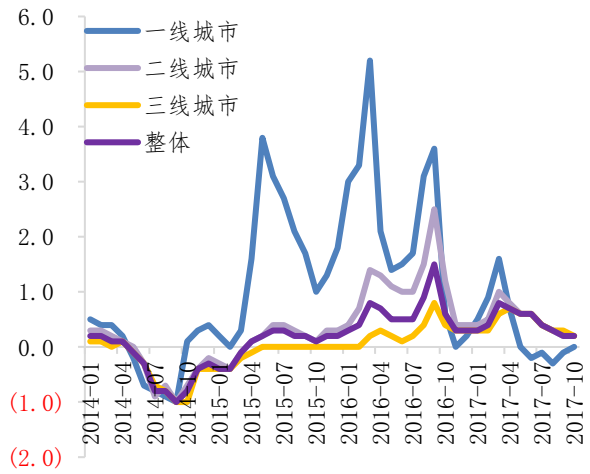
至于信贷方面，从中国人民银行 2017 年三季度货币政策执行报告中可以看出，房地产信贷（建筑贷款和按揭）进一步收紧。三季度新增按揭贷款增加了人民币 1.04 万亿元，同比下降 27%，季环比下降 20%。以上数据显示房价和新增房地产信贷增长似乎都得到了有效的控制。

图表 1：70 个大中城市新建住宅价格环比指数



资料来源：国统局、光银国际

图表 2：70 个大中城市二手住宅价格环比指数



资料来源：国统局、光银国际

但在中国共产党第十九次全国代表大会上，习近平主席重申房子是用来住的，不是用来炒的定位。再次强调这一定位，意味着现行房地产调控措施放宽的可能性微乎其微。

图表 3： 房地产调控政策 （部分城市）

		限购令	首套房首付比例	二套房首付比例	最低持有年限
一线城市					
北京	本市户籍：i）单身限购 1 套；ii）家庭限购 2 套		35%（普住房）；40%（非普住房）	60%（普住房）；80%（非普住房）	企业：3 年
	非本市户籍：限购 1 套（需 5 年纳税/社保记录）				
上海	本市户籍：i）单身限购 1 套；ii）家庭限购 2 套		35%	50%（普住房）；70%（非普住房）	不适用
	非本市户籍：限购 1 套（需已婚、5 年纳税/社保记录）				
广州	本市户籍：i）单身限购 1 套；ii）家庭限购 2 套		30%（无房无贷）	30%（已结清房贷）	个人及家庭：2 年；企业：3 年
	非本市户籍：限购 1 套(需 5 年连续 3 年纳税/社保记录)		40%（普住房）&70%（非普住房）（无房有贷）	70%（未结清房贷）	
深圳	本市户籍：i）单身限购 1 套；ii）家庭限购 2 套		30%（无房无贷）；	70%	不适用
	非本市户籍：限购 1 套（需 5 年纳税/社保记录）		50%（无房有贷）		

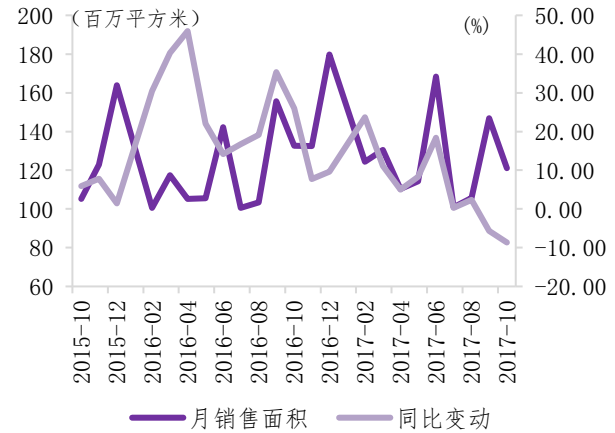
二线城市				
南京	本市户籍：单身限购 1 套	30%（无房无贷）；	50%（已结清房贷）；	3 年
	非本市户籍：限购 1 套（需 2 年社保/纳税记录）	50%（无房有贷）	80%（未结清房贷）	
杭州	本市户籍：限购 2 套	30%	30%（已结清房贷）；	不适用
	非本市户籍：限购 1 套（须 2 年社保/纳税记录）		60%（未结清房贷）	
武汉	本市户籍：2 套	30%	50%（普住房）； 70%（非普住房）	不适用
	非本市户籍：限购 1 套（需 2 年社保/纳税记录）			
三线城市				
佛山	本市户籍：2 套	30%	40%	不适用
	非本市户籍：限购 1 套（需 12 个月社保/纳税记录）			
东莞	本市户籍：2 套	30%	30%（已结清房贷）；	不适用
	非本市户籍：限购 1 套（需过去两年内有 12 个月社保/纳税记录（倘非本市户籍受过高等教育则为 6 个月））		40%（未结清房贷）	
珠海	非本市户籍：需 5 年社保/纳税记录方可购房（市政府规定之人才可豁免）	30%	40%（普住房）； 60%（非普住房）	3 年

资料来源：媒体、光银国际

上市房企将市场份额有望继续扩大

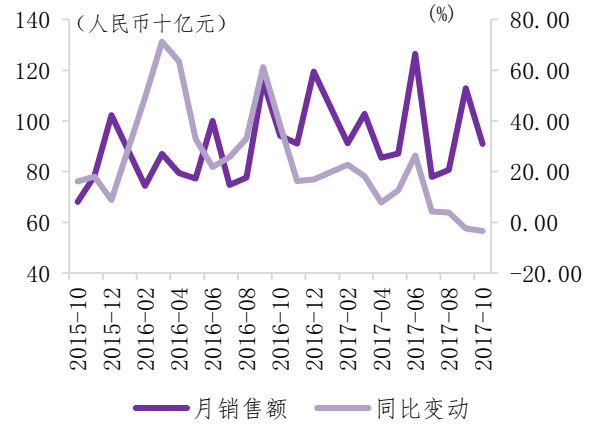
虽然近几个月全国合同销售增长停滞不前（按销售额 9 月份和 10 月份分别同比跌 2.4%和 3.4%），但由于新推出楼盘增加，上市房企仍然录得强劲增长，10 月份销售同比增长 40%。由于可售资源增加以及地域多样化（即依赖市场调控不那么严格的城市维持销售增长），我们预期 2018 年上市和非上市房企销售将继续呈两极分化态势。

图表 4：住房销售面积



资料来源：国统局、光银国际

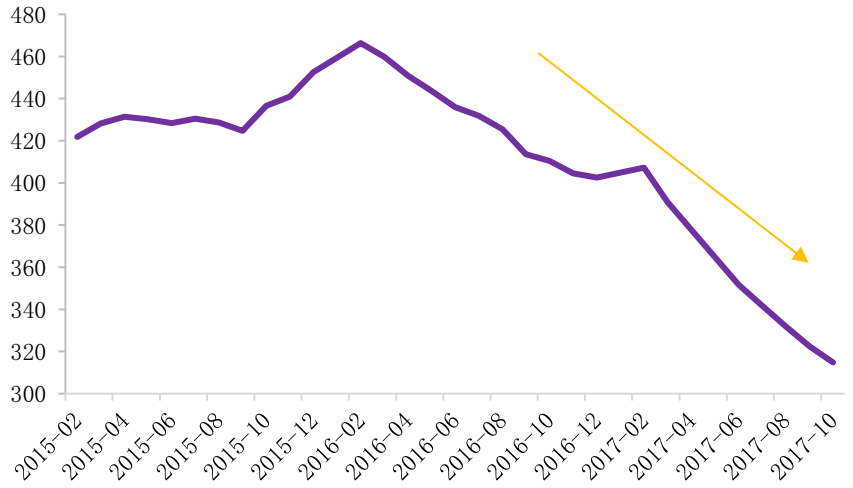
图表 5：住房销售额



资料来源：国统局、光银国际

房价方面，随着去库存不断深化和新屋开工率增长放缓，我们认为，即使全国销售量可能有所下降，房价仍将保持稳定。

图表 6：落成及待售住房面积（百万平方米）



资料来源：国统局、光银国际

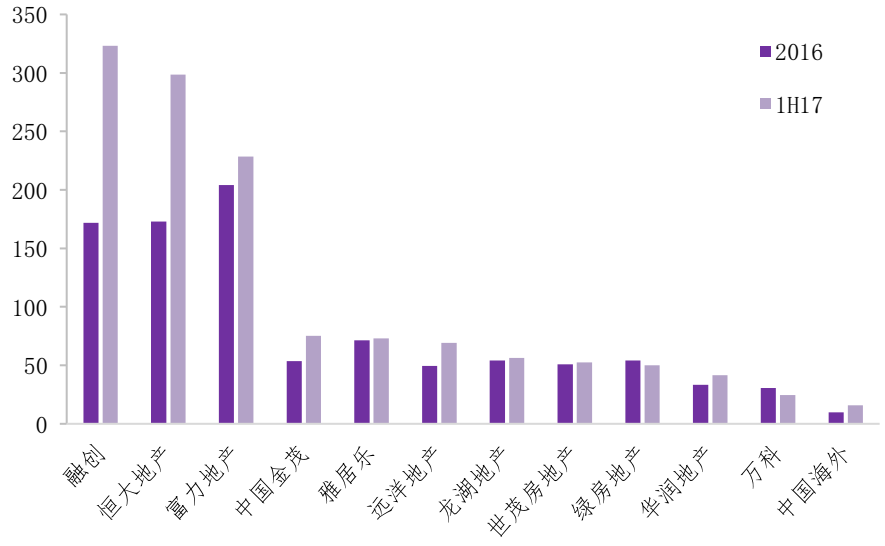
仍处于盈利上升周期

尽管近几个月股价盘整，但年初迄今恒生中国内地地产指数仍然翻倍，可能是今年表现最佳的行业。除了去杠杆的影响，销售强劲和盈利上升周期均是支撑反弹的关键。展望未来，我们认为盈利强劲（2017/18 年每股盈利预测 27%）和防御性低估值（2018 年 8x 市盈率和股息 5%收益率）将会给该板块带来足够的下行保护。

推荐中国海外，风险回报佳

本轮房地产反弹中，中国海外落后大市，年初至今仅上升 21%。但众多上市房企中，中国海外在一二线城市土地储备比例最高（超过 70%），随着新增供应越发稀缺，该公司应会从持续城镇化进程中获益。此外，2017 年上半年年底中国海外的净负债/股东资金仅为 16%，而其他同行平均超过 100%，因此，我们认为中国海外是一支优质落后股，或将带来更好的风险回报。

图表 6：净负债/股东资金（%）



资料来源：彭博、光银国际

图表 7：行业估值概要（根据 2017 年 12 月 13 日数据）

公司	股票代码	市值（百万美元）	市盈率		市净率		平均资产回报率		股息率	
			2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
万科	2202 HK	48,779	9.9	8.1	2.01	1.73	21.47	22.34	4.2	5.1
中国海外	688 HK	33,619	6.2	5.4	0.88	0.79	15.36	15.47	4.3	4.8
华润地产	1109 HK	19,181	6.7	5.7	0.97	0.86	15.58	16.11	4.3	5.0
碧桂园	2007 HK	34,865	12.9	9.2	2.79	2.27	22.79	25.32	2.5	3.4
恒大地产	3333 HK	43,004	9.2	7.4	3.06	2.45	41.54	41.28	2.8	8.4
龙湖地产	960 HK	14,315	9.6	7.8	1.36	1.20	15.10	16.72	3.8	4.7
世茂房地产	813 HK	6,822	6.3	5.2	0.76	0.69	12.51	13.49	5.6	6.4
富力地产	2777 HK	6,870	5.6	4.6	0.87	0.77	16.73	17.62	7.5	8.5
远洋地产	3377 HK	5,095	8.6	7.0	0.72	0.67	8.46	9.73	5.0	6.2
融创	1918 HK	17,895	27.8	12.1	4.08	3.05	15.52	23.63	1.1	2.3
中国金茂	817 HK	4,609	8.4	6.8	0.92	0.84	11.64	13.14	6.1	5.8
雅居乐	3383 HK	5,711	8.3	6.9	0.93	0.86	11.41	12.86	5.2	6.1

资料来源:彭博、光银国际

供应仍紧绌，资金仍便宜

未来一年房价或涨 5%或以上

- 2017 年香港房价涨幅已达 12%
- 新一届香港政府并未实施进一步收紧措施以抑制需求，而房地产开放商和银行出手大方，纷纷推出优惠房贷计划，市场需求热度不减。
- 新建项目不断增加，但相较于潜在买家数量的大幅上升，实际完工项目仍然不算多
- 看好拥有大量农地储备的开发商
- 写字楼租金大幅增长，利好商用物业收租股

新一届香港政府暂未进一步收紧房地产政策：2017 年，香港房价涨幅已达 12%，高于 2016 年 8%的涨幅。但与往届政府不同，目前新任行政长官还未有进一步动作抑制需求上升给楼市降温。事实上，政府拟在 2018 年将位于沙田火炭的 4,000 多个新公屋单位转为“绿置居”单位出售与公屋住户的绿表人士，让其由租客变为业主，此计划将提升分间单位（劏房）的租金盈利，或将带动私人楼宇的需求。

房价或将再次迎来上涨：尽管建筑中的单位数目大幅增加，但由于实际新单位落成量仍然低于内地居民申请香港永久性居民身份的人数，住房供应仍然紧张。此外，资金充裕的地产开发商出手阔绰，推出的房贷计划最高可达新买入单位售价的 120%。加之虽然近日香港银行同业拆息（HIBOR）整体告升，令供楼负担提高，但银行打响按揭利息战，纷纷推出低息按揭吸引客户，因此，除非未来流动性不再大量涌入，2018 年香港房价大有可能上涨 5%或以上。

看好拥有大量耕地储备的开发商：一系列购房刺激有望带动销售增长，但也利润也有可能随之降低，我们倾向于看好部分开发商。我们认为，未来几年政府将加快开发农地（详见研究报告：《施政报告》分析），因此看好拥有大量农地储备资源的开发商，包括恒基地产（12 HK）、新鸿基地产（16 HK）和新世界发展（17 HK），其资产净值有望增加。

写字楼租金大幅增长，利好收租股：香港房地产板块中，收租股是更加保险的选择，因为对于住宅市场可能实施的有关政策对其影响甚微。此外，租金大幅上升预计将利好写字楼收租股，尤其有利于那些在中心商贸区拥有大量物业的公司。我们看好冠军产业信托，因为该公司拥有大量物业可提升租赁率。该公司有意出售旺角朗豪坊办公大楼物业，一旦出售成功，股东便有机会获派特别股息。

丘文孚
高级分析师
marco.yau@cebi.com.hk
(852)2916-9631

2017 年 12 月 14 日

主要数据	
17E 平均市盈率 (x)	16.5
17E 平均市净率(x)	0.68
17E 平均股息收益率(%)	3.5

资料来源：彭博、光银国际

板块表现 (%)	
1 个月	-1.3
3 个月	1.0
6 个月	4.4

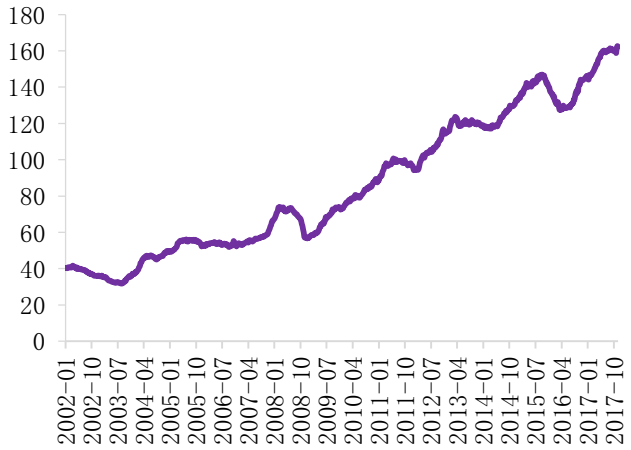
资料来源：彭博

推荐名单
冠军产业信托（2778 HK）
恒基地产（12 HK）
新鸿基地产（16 HK）
新世界发展（17 HK）

新一届香港政府暂未进一步收紧房地产政策

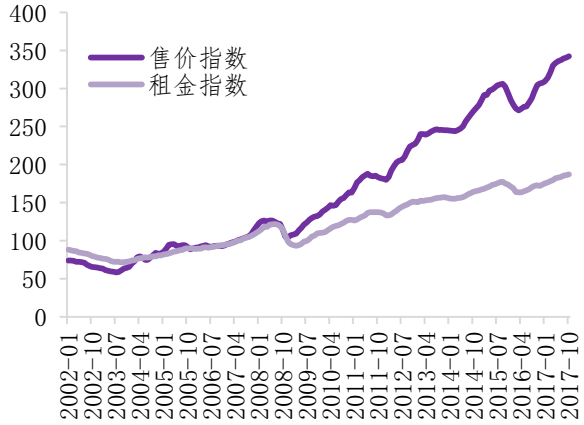
2017 年 1-11 月份，根据中原城市领先指数（“中原指数”），香港房价涨幅已达 12%，高于 2016 年 8%的涨幅。此外，差饷物业估价署的官方数据也显示，今年 1-10 月份，香港住宅物业的均价和租金分别上涨了 11%和 8%。

图表 1：中原城市领先指数 （以 1997 年 7 月为 100 点）



资料来源：彭博、光银国际

图表 2：平均售价及租金指数



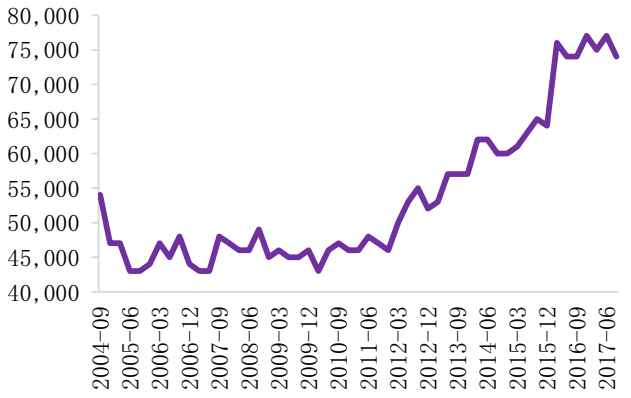
资料来源：彭博、光银国际

但与往届政府不同，新任行政长官目前并未宣布任何措施抑制需求上升给楼市降温。事实上，政府拟在 2018 年将位于沙田火炭的 4,000 多个新公屋单位转为“绿置居”单位出售与公屋住户的绿表人士，让其由租客变为业主，此计划将提升分间单位（劏房）的租金盈利，或将带动私人楼宇的需求。

房价或将再次迎来上涨

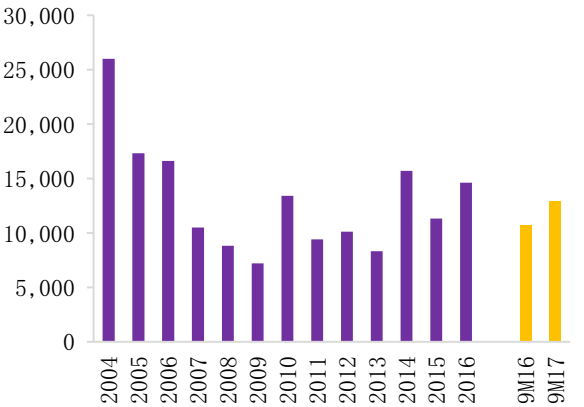
尽管私人住宅建筑中的单位数目从 2015 年前九个月的 65,000 个大幅增加至 2016 年前九月与 2017 年前九月的 74,000 个，而目前内地居民申请香港永久性居民身份的平均人数约为 20,000 人，申请通过以后，海外买家可豁免 30%的印花税。由于实际新单位落成量仍然低于上述群体增长人数，住房供应仍然紧张。

图表 3：建筑中的私人住宅单位数目



资料来源：运输及房屋局、光银国际

图表 4：实际私人住宅单位落成量

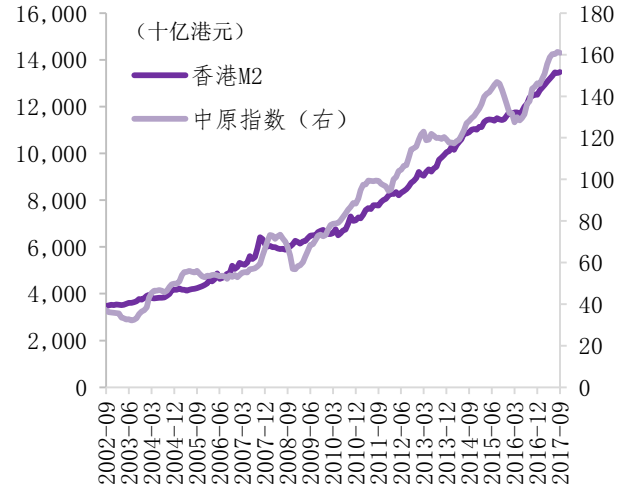


资料来源：运输及房屋局、光银国际

此外，资金充裕的地产开发商出手阔绰，推出各种房贷优惠计划，也带动了需求增长。近日，新鸿基地产针对一新物业项目，提供最多相当于房价 120%的按揭贷款。贷款渠道便利保证了近期新住宅项目的强劲销量，买家排长队登记买房的盛况反映出房地产市场仍然火热，需求仍盛。

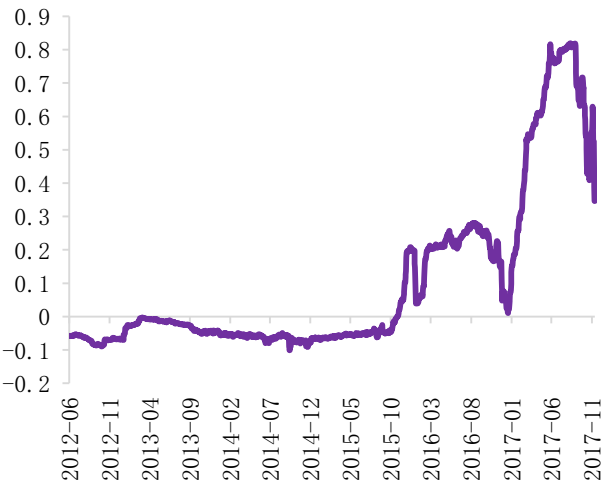
今年年中，HIBOR（1 个月 HIBOR）仅为 0.3%，到 11 月底已飙升至 1.0%，但仍在意料之中，因为在港元与美元挂钩的联系汇率制度下，HIBOR 与伦敦银行同业拆息（LIBOR）的悬殊不会一直持续。同业拆息仍然告升令供楼负担加重，尽管如此，银行按揭利息战愈演愈烈，纷纷推出低息按揭吸引客户。据媒体报道，本港按揭贷款规模最大的两家银行——汇丰银行和中国银行相继批出利率低至 H+1.28 厘的按揭计划，如此一来，优惠利率略高于 2%，但仍低于本港平均租金收益率。

图表 2：货币供应 vs. 房价



资料来源：彭博、光银国际

图表 3：HIBOR 与 LIBOR 差距（1 个月）



资料来源：彭博、光银国际

货币基础升高形成流动性充裕和低利率的环境，支撑房价上涨。因此，只要系统内仍充斥大量流动性，房价就难以得到有效修正。我们认为 2018 年香港房价涨幅大有可能达到 5%。

看好拥有大量农地储备的开发商

至于个股推荐，考虑到一系列购房刺激有望带动销售增长，但利润也可能随之降低，我们倾向看好部分开发商。我们认为，未来几年政府将加快开发农地（详见研究报告：《施政报告》分析），因此看好拥有大量农地储备资源的开发商，包括恒基地产（12 HK）、新鸿基地产（16 HK）和新世界发展（17 HK），其资产净值有望增加。

图表 7：本地主要开发商农地储备

开发商	农地储备（百万平方尺）
恒基地产	44.9
新鸿基地产	>28
新世界发展	17.5
长实集团	13.0

资料来源：公司资料、光银国际

写字楼租金大幅增长，利好收租股

香港房地产板块中，收租股是更加保险的选择，因为对于住宅市场可能实施的有关政策对其影响甚微。此外，租金大幅上升预计将利好写字楼收租股，尤其有利于那些在中心商贸区拥有大量物业的公司。

我们看好冠军产业信托，认为该公司可受惠于中环核心区租金不断攀升，凭借其拥有的大量物业有效推高租金收益。2017 年 6 月底该公司在中环的写字楼物业的现时租金仅为 83 港元每平方尺，但今年 5 月份时，新订租金已高达 110 港元每尺。此外，该公司有意出售旺角朗豪坊办公大楼物业，一旦出售成功，股东便有机会获派特别股息。

图表 5：行业估值概要（根据 2017 年 12 月 13 日数据）

		市值	市盈率		市净率		平均资产回报率		股息率	
公司	股票代码	（百万美元）	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
开发商										
新鸿基地产	16 HK	45,835	13.9	12.2	0.74	0.69	5.50	5.78	3.3	3.6
长实地产	1113 HK	31,290	12.2	11.3	0.89	0.83	7.43	8.96	2.6	2.9
恒基地产	12 HK	25,298	13.8	15.6	0.72	0.71	5.36	4.76	3.4	3.4
会德丰	20 HK	14,139	9.5	8.8	0.51	0.49	5.31	5.70	2.5	2.6
新世界	17 HK	14,168	14.8	14.7	0.59	0.48	4.02	3.81	3.9	4.1
信和置业	83 HK	11,254	16.3	12.9	0.67	0.63	4.18	5.28	3.8	3.9
嘉里建设	683 HK	6,087	8.4	10.1	0.55	0.53	6.60	5.43	4.2	4.3
收租股										
九龙仓	4 HK	10,270	10.8	12.0	0.61	0.58	3.88	4.55	2.6	2.2
太古地产	1972 HK	19,262	18.8	18.9	0.66	0.64	3.72	3.73	3.0	3.0
香港置地	HKL SP	16,940	17.9	16.9	0.52	0.52	2.98	3.07	2.8	2.9
恒隆地产	101 HK	10,753	15.2	17.3	0.65	0.64	4.29	3.79	4.0	4.0
希慎兴业	14 HK	5,493	17.9	17.5	0.63	0.61	3.56	3.58	3.3	3.5
房地产信托										
领展房产基金	823 HK	19,687	31.2	28.3	1.20	1.04	4.11	3.86	3.2	3.6
冠君产业信托	2778 HK	4,290	21.9	21.5	0.65	0.64	2.69	2.79	4.2	4.2
置富产业信托	778 HK	2,336	20.0	19.6	0.72	0.70	3.80	3.90	5.4	5.5
阳光房地产基金	435 HK	1,117	22.1	21.2	0.63	0.62	2.90	2.95	4.6	5.3

资料来源：彭博、光银国际

预期并购加速

看好腾讯 盈利增长可见度高

- 我们认为互联网巨头明年将加速扩张本地及海外市场
- 随着本地市场日趋成熟，竞争愈发激烈，海外扩张是必然规律
- 由于整合线上线下销售可改善购物体验，线下零售市场也是互联网巨头的并购目标
- 随着版权保护不断强化以及移动设备快速增长，娱乐市场货币化更加容易
- 我们看好腾讯控股（700 HK），因为其社交网络用户粘性大，盈利增长可见度高

加快扩张的一年：我们认为2018年中国互联网企业将加快全球扩张，同时通过利用线下消费拓宽国内市场。随着收费订阅不断增长以及人工智能等新技术日新月异，用户货币化将进一步深化。

并购加速：随着本地市场日趋成熟，竞争也愈发激烈，海外扩张成必然规律。我们认为，目前亚洲市场渗透率仍然较低，下一步开发此市场合乎逻辑。至于线下扩张，明年互联网巨头也将加快并购实体零售资产的步伐，腾讯近日重金入股生鲜超市品牌“超级物种”，力抗其对手阿里巴巴的盒马鲜生。

娱乐市场规模庞大：由于版权保护不断加强，移动设备快速增加，收费订阅越来越便捷，数字内容货币化也越发容易。如今，年轻一代也更愿意为线上内容付费。官方数据显示，截至2017年6月，线上新闻在互联网用户中的渗透率已达到 83%，而视频、音乐和文学的渗透率分别为 75%、70%和 47%。

腾讯盈利增长可见度高：腾讯控股为我们行业首选，因为我们认为腾讯在社交网络中占主导位置，将有力的支撑其强劲销售及利润增长。手机游戏仍然是其利润增长驱动力，且由于拥有微信 9 亿活跃用户，参与度高和广告总库存利用率低，广告收入也将迎头赶上。腾讯已具备实力通过一系列线上产品（包括视频、音乐、支付及云计算）来实现用户货币化。

丘文孚
高级分析师
marco.yau@cebi.com.hk
(852)2916-9631

2017 年 12 月 14 日

主要数据	
17E 平均市盈率 (x)	22.8
17E 平均市净率(x)	12.62
17E 平均股息收益率(%)	0.7

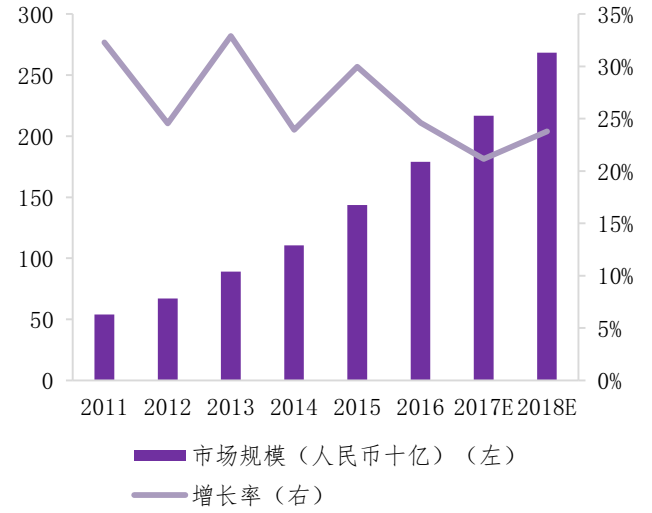
资料来源：彭博

板块表现 (%)	
1 个月	-1.9
3 个月	3.8
6 个月	23.9

资料来源：彭博

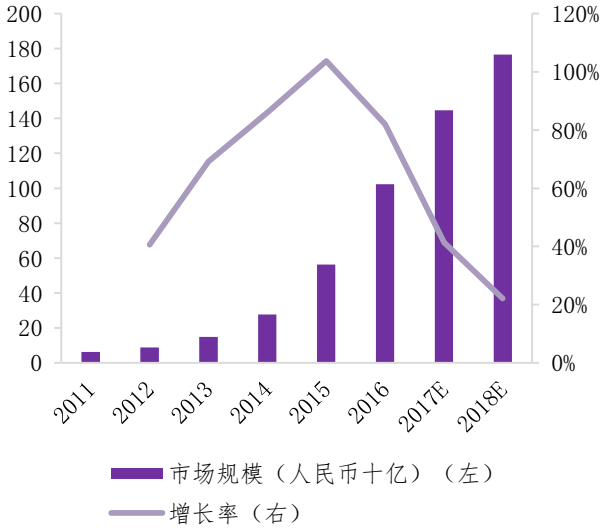
推荐名单
腾讯控股 (700 HK)

图表 1：2011-2018E 中国游戏市场规模



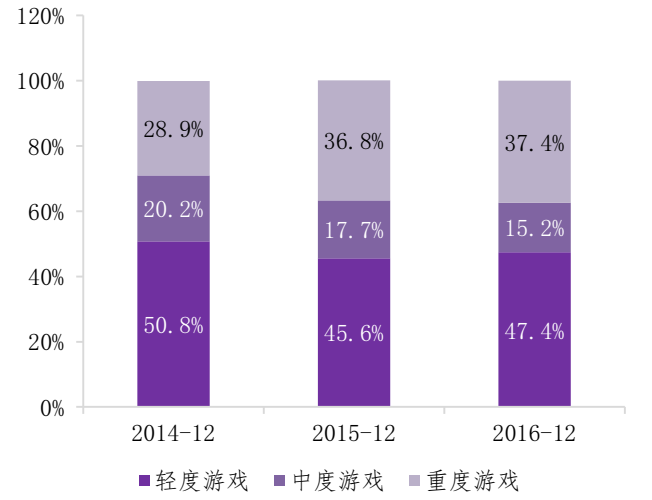
来源：艾瑞、光银国际

图表 2：2011-2018E 中国手机游戏市场规模



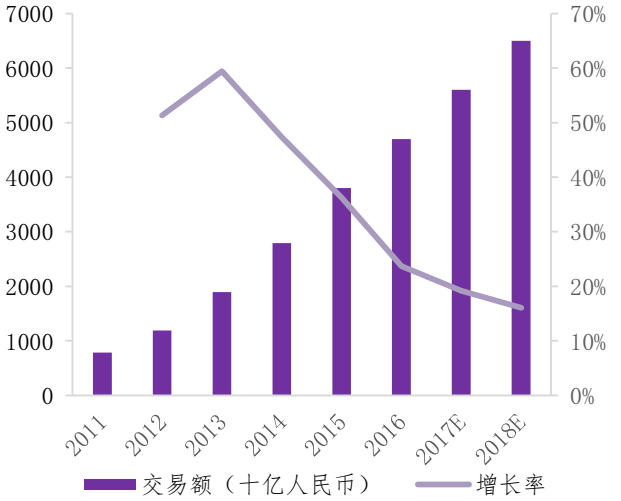
来源：艾瑞、光银国际

图表 3： 按游戏类型细分月活跃用户比例



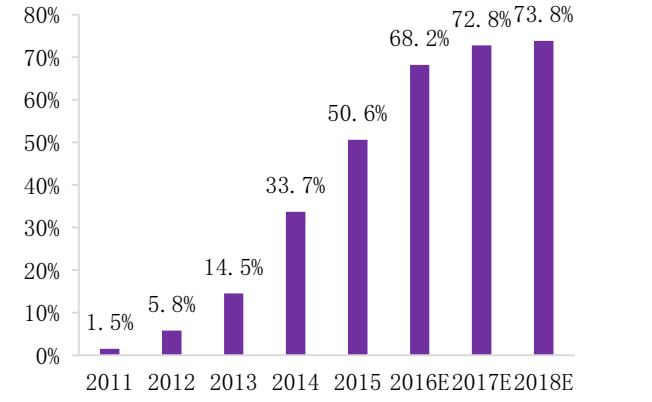
来源：Talking Data、光银国际

图表 4：2011-2018E 中国电商市场交易额



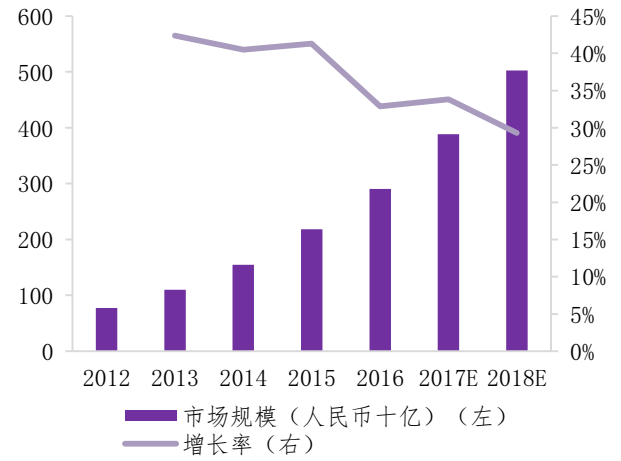
来源：艾瑞、光银国际

图表 5：2011-2018E 移动端交易所占份额



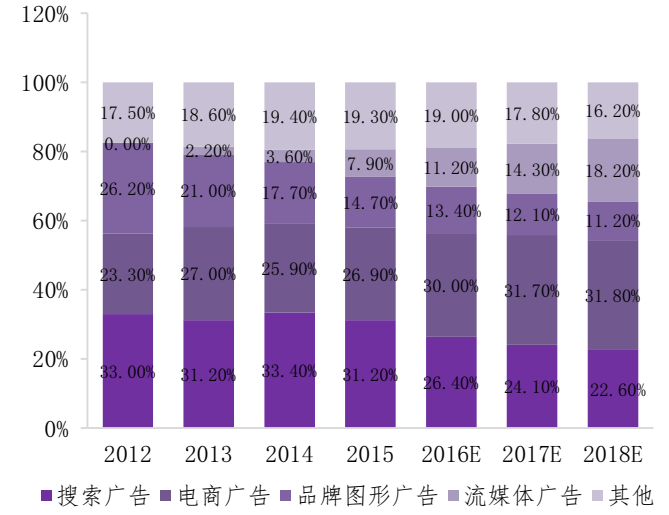
来源：艾瑞、光银国际

图表 6：2011-2018E 中国网络广告市场规模



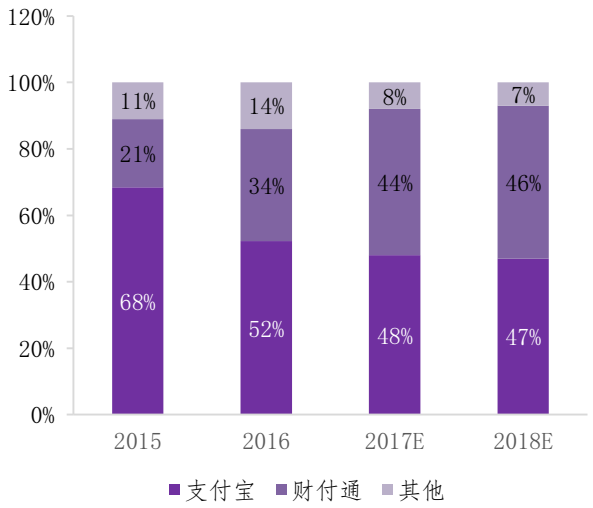
来源：艾瑞、光银国际

图表 7：2012-2018E 中国网络广告市场细分



来源：艾瑞、光银国际

图表 8：2015-2018E 第三方移动支付市场份额



来源：比达咨询、光银国际

图表 9：行业估值概要（根据 2017 年 12 月 13 日数据）

公司	代码	市值	市盈率			股权回报率			股息率(%)
		（百万美元）	TTM	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2017E
港股									
腾讯控股	700 HK	331,211	51.49	48.40	37.25	30.87	31.08	30.08	0.23
网龙	777 HK	1,357	#N/A N/A	131.05	38.63	-1.47	2.12	4.80	0.74
中国软件国际	354 HK	1,278	21.59	18.97	15.03	10.82	11.84	13.40	0.21
博雅互动	434 HK	349	8.49	6.56	6.20	10.71	12.15	11.30	N/A
IGG INC	799 HK	1,999	11.25	8.19	6.66	59.77	64.61	58.56	5.36
天鸽互动	1980 HK	1,013	22.98	18.10	14.09	11.96	12.20	13.50	N/A
慧聪网	2280 HK	713	56.21	15.06	11.19	2.90	8.90	10.64	0.00
科通芯城	400 HK	883	8.84	2.56	1.90	19.55	12.50	13.63	0.00
金山软件	3888 HK	3,431	32.43	21.61	15.46	11.97	12.80	14.67	0.70
美股									
阿里巴巴	BABA US	44,280	54.44	4.46	3.42	21.40	19.94	21.89	0.00
百度	BIDU US	7,746	33.16	3.55	3.25	18.52	17.26	16.14	0.00
京东	JD US	6,989	4018.05	10.19	6.15	-2.23	1.13	9.76	0.00
新浪微博	WB US	1,993	82.20	7.83	4.87	30.37	36.97	39.78	0.00
平均			366.76	22.81	12.62	20.80	18.73	19.86	0.66

资料来源：彭博、光银国际

增长空间充足

维持光大绿色环保“买入”评级

- 中央政府释放明确信号支持清洁能源
- 燃料组合中清洁能源比重正加快上升，并将持续增长
- 但我们对于不同的清洁能源选择性看好
- 我们维持光大绿色环保（1257 HK）“买入”评级，因为该公司拥有强大的新项目后备库，且生物质和危废处理板块增长潜力巨大
- 将估值基础调到 2018 年后，予光大绿色环保新目标价 8.00 港元

中央政府释放明确信号：在中国共产党第十九次全国代表大会上，习近平主席强调环保政策，明确指出加快生态文明体制改革，建立美丽中国，这意味着到2025年，十三五规划仍将大力支持发展清洁能源。政府释放的明确信号将有助于环保行业获得政府补贴，规划长远投资。

清洁能源在燃料组合中比重不断上升：从 2007 年到现在短短十年，清洁能源发展从无到有，正步入快速发展的轨道。我们认为，未来十年风能、太阳能等清洁能源在燃料组合中的比重将继续上升，占据主导地位。例如，2016 年全国风力发电装机容量超过 150,000 兆瓦，而 2016 年年底仅为 10 兆瓦；另外，太阳能也迅速发展，2009 年至 2016 年，发电装机容量从仅 30 兆瓦增长至 42,400 兆瓦。

绿色证书对风能和太阳能增长的促进作用有限：我国首批绿色电力证书于今年 7 月 1 日期试行认购交易，并将于 2018 年全面推行。预期该项目将推动发电装机容量增长，并有助于清洁能源企业优化现金流，减少现金收款延迟。但我们认为推行绿色证书交易机制作用有限，因为目前该机制尚处于试验阶段，且现阶段实行自愿认购，并不强制电网企业购买太阳能或风能等绿色电力。此外，绿色证书的推行也可能加快上网电价下调。

维持光大绿色环保“买入”评级。2017 年上半年，由于来自项目运营的收入改善，建设收入增加，光大绿色环保净利润同比增长 57%。此外其新项目亦录得稳步增长（2017 年上半年新增 10 个项目），预示着未来收入的稳定增长。此外,我们认为目前生物质和危废处理产业仍处于起步和发展阶段，在政府的大力支持下，增长潜力巨大。我们在估值更新后，予以光大绿色环保新目标价 8.00 港元。

丘文孚
高级分析师
marco.yau@cebi.com.hk
(852)2916-9631

2017 年 12 月 14 日

主要数据	
17E 平均市盈率 (x)	13.07
17E 平均市净率(x)	9.96
17E 平均股息收益率(%)	2.2

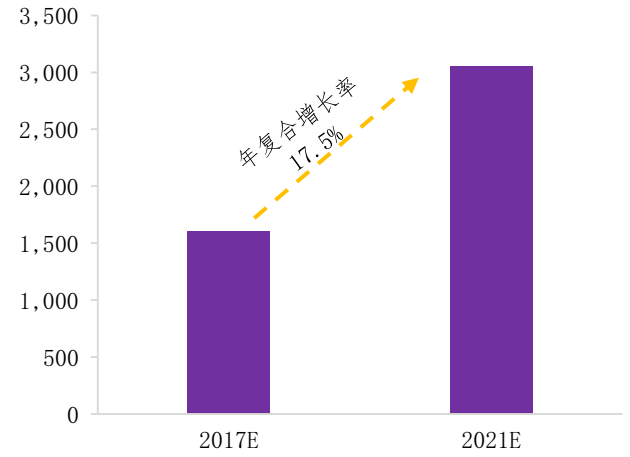
资料来源： 彭博

板块表现 (%)	
1 个月	-2.1
3 个月	4.1
6 个月	4.4

资料来源：彭博

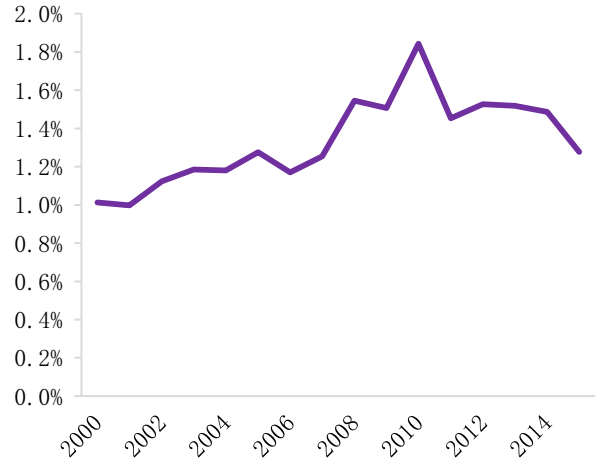
推荐名单
中国光大绿色环保（1257 HK）

图表 1：中国环保行业投资额（人民币十亿元）



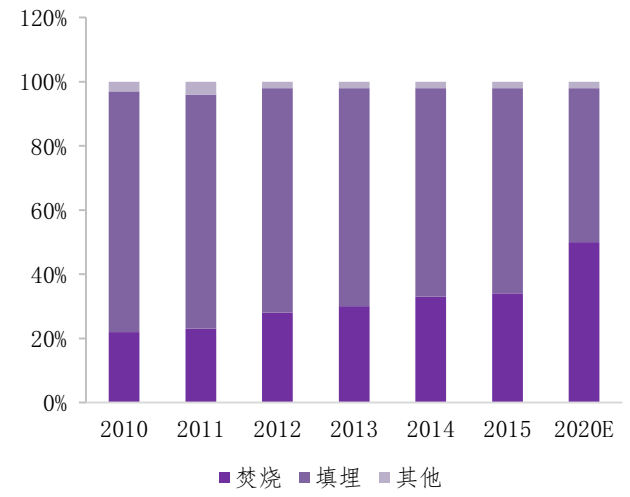
来源：弗若斯特沙利文

图表 2：环境污染治理投资占 GDP 比重



来源：万得、光银国际

图表 3：各固废处理方式所占比例

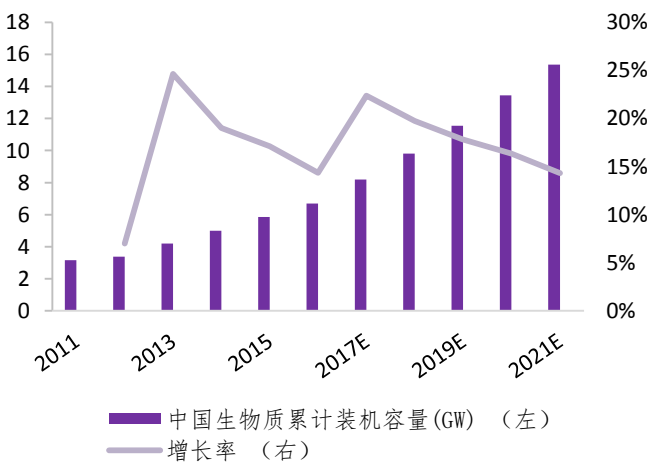


来源：发改委、光银国际

图表 4：水十条规划城市污水处理率

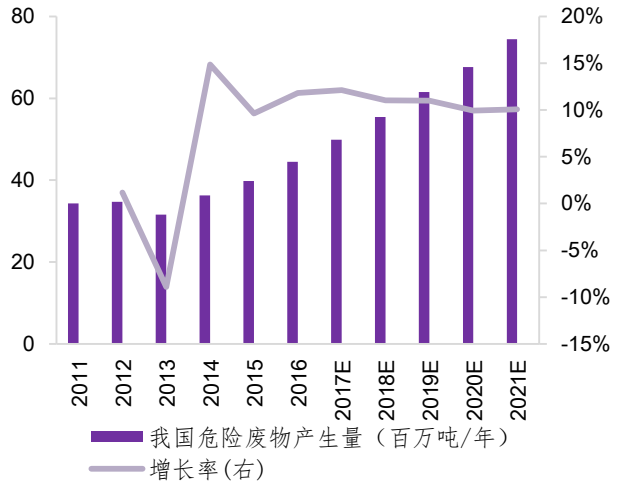
来源：发改委、光银国际

图表 5：2011-2021（估计）我国生物质发电累计装机容量（GW）和增速情况



来源：弗若斯特沙利文

图表 6：2011-2021（估计）我国危险废物产生量（百万吨/年）



来源：弗若斯特沙利文

图表 7：行业估值概要（根据 2017 年 12 月 13 日数据）

公司	代码	市值	市盈率			股权回报率			股息率（%）
		（百万港元）	TTM	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2017E
东江环保	895 HK	1,938	16.63	17.29	13.79	14.43	12.78	13.42	1.19
新宇环保	436 HK	194	29.14	16.67	11.63	7.01	11.80	14.50	1.70
北控水务	371 HK	6,759	14.69	12.88	10.33	20.91	21.94	23.03	2.58
粤海投资	270 HK	8,944	11.83	13.71	13.98	16.34	14.78	12.97	4.50
桑德国际	967 HK	575	8.35	5.11	4.41	10.17	13.85	13.95	N/A
中国水务	855 HK	1,456	11.23	11.20	9.10	16.48	15.75	15.70	2.50
中滔环保	1363 HK	1,084	13.50	12.07	10.31	16.77	17.32	17.38	1.71
天津创业环保	1065 HK	2,298	10.76	10.56	10.00	10.04	10.10	9.90	1.91
中国水业集团	1129 HK	352	NA	NA	NA	-0.35	NA	N/A	N/A
康达环保	6136 HK	415	8.22	6.36	5.08	9.92	11.13	12.27	1.73
云南水务	6839 HK	468	7.74	6.78	5.60	9.81	10.00	10.35	3.96
首创环境	3989 HK	568	29.17	28.18	10.00	5.45	5.65	9.85	N/A
中国光大国际	257 HK	6,202	14.36	13.52	11.24	17.87	18.79	19.61	2.43
中国光大绿色环保	1257 HK	1,879	NA	14.46	11.85	17.74	13.79	13.63	1.20
绿色动力环保	1330 HK	547	9.56	7.76	6.61	14.17	15.22	15.64	2.29
粤丰环保	1381 HK	1,431	20.50	19.53	15.42	13.37	15.65	15.71	0.69
平均			14.69	13.07	9.96	13.37	13.90	14.53	2.19

资料来源：彭博、光银国际

整体销量增长放缓

但 SUV 需求仍旺

- 随着购置税优惠政策到期，政策逐步收紧，2018 年乘用车销售或将有所放缓
- SUV 仍是汽车销售增长的驱动力
- 在政府大力支持下，新能源汽车将获更多市场份额
- 汽车正朝大型化趋势发展，更换需求也不断增长，在此背景下，吉利汽车（175 HK）和广汽集团（2238 HK）大力布局 SUV 市场，销售前景更好，为我们的行业首选。

2018 年乘用车销售增长将有所放缓：随着小排量车购置税优惠力度减小，从减半至 5%提至 7.5%，乘用车销量增长从 2016 年的 15%骤降至 2017 年 1-10 月份的 2%。而自 2018 年 1 月 1 日起，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车将恢复 10%的法定税率征收车辆购置税，受此影响，2018 年汽车销售或将放缓。此外，为缓解交通拥堵和空气污染问题，各大城市限购政策力度加大，亦会令汽车销售增长放慢脚步。

SUV 需求仍旺：2017 年 1-10 月份，乘用车整体销量同比增长仅为 2%，但 SUV 市场仍然表现突出，累计同比增长了 16%，目前 SUV 销量占到乘用车总销量约 40%。随着各大自主品牌陆续推出新车型，我们预期 SUV 销量增长仍然可观。因此，大力布局 SUV 的汽车厂商如吉利汽车和广汽集团或将保持其销售增长的势头。

中国大力推动新能源汽车发展，或将改写行业格局：中国是全球最大的新能源汽车市场，按销量计算，尽管中国仅占全球乘用车市场的 1.4%，但其新能源汽车的全球市场份额已达到 45%。此外，政府还加快新能源汽车推广应用，并启动研究制定燃油车禁售时间表。新能源汽车份额正不断扩大，我们认为比亚迪股份（1211 HK）和北京汽车（1958 HK）凭借其先入者优势，可更好地把握长期需求的发展机遇。然而业内广泛预期明年新能源补贴将提前退坡 20%，对该板块而言是一大不确定因素，短期内销售增长或将受此影响。

吉利汽车及广汽集团为行业首选：考虑到销售增长放缓和新能源汽车补贴政策不明朗，对于整体乘用车市场，我们持审慎态度。此外，随着购置税提高，产量下降，可能还需要增加购买激励，盈利方面可能也将面临阻力。但我们仍然看好吉利汽车和广汽集团，在汽车向大型化趋势发展，更换需求也不断增长的背景之下，这两家龙头企业能更好的抓住发展机遇。

丘文孚
高级分析师
marco.yau@cebi.com.hk
(852)2916-9631

2017 年 12 月 14 日

主要数据	
17E 平均市盈率 (x)	16.4
18E 平均市盈率(x)	11.4
17E 平均股息收益率(%)	1.9

资料来源：彭博

板块表现 (%)	
1 个月	-8.7
3 个月	10.4
6 个月	25.4

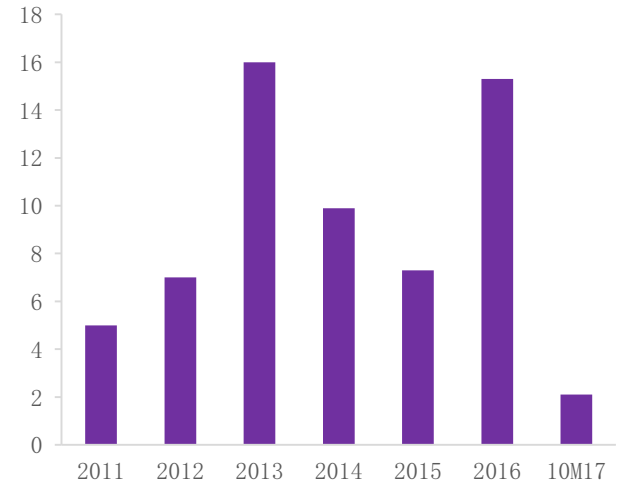
资料来源：彭博

推荐名单
吉利汽车（175 HK）
广汽集团（2238 HK）

2018 年乘用车销售增长将有所放缓

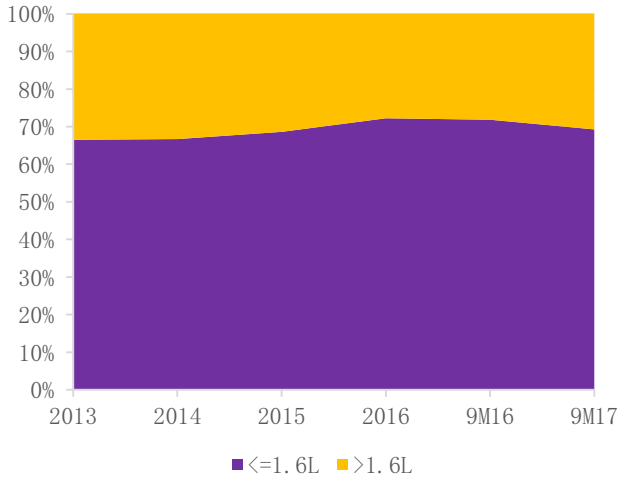
在中国，1.6 升及以下的小排量汽车销量占乘用车市场近 70%。但随着 2017 年小排量车购置税优惠力度减小，从减半至 5%提至 7.5%，乘用车销量增长从 2016 年的 15%骤降至 2017 年 1-10 月份的 2%。自 2018 年 1 月 1 日起，对购置小排量汽车将恢复 10%的法定税率征收车辆购置税，受此影响，2018 年汽车销售或将放缓。

图表 1：中国乘用车销量同比增长（%）



来源：万得、光银国际

图表 2：按排量分乘用车销量分布



来源：万得、光银国际

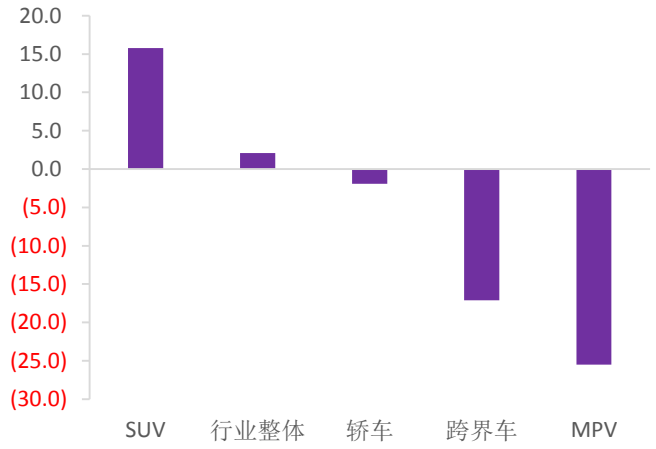
此外，为缓解交通拥堵和空气污染问题，各大城市限购政策力度加大，亦会令汽车销售增长放慢脚步。例如：北京地区空气污染严重，对此政府实行了按车牌尾号限行制度。该交通管理措施可以有效减少路面上私家车的数量，但不可避免地会给车主带来诸多不便。

此外，北京市还实施了车辆数量调控和配额管理制度，办理车辆牌照须通过“摇号”获得配置指标，对牌照的争夺十分激烈。从媒体引用的官方数据来看，今年 6 月份，车牌申请数达 270 万，其中只有 275 人中签。在中国，买车不仅要看个人经济条件，还需要靠运气。

SUV 需求仍旺

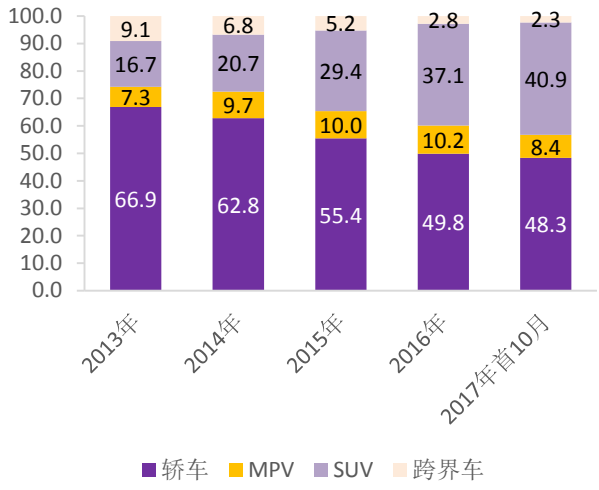
汽车正朝大型化趋势发展，更换需求也不断增长，在此背景下，尽管 2017 年 1-10 月份乘用车整体销量同比增长仅为 2%，但 SUV 市场表现仍然突出，累计同比增长了 16%。目前 SUV 销量占全国乘用车市场约 40%。

图表 3：2017 年 1-10 月份乘用车销量同比增长（%）



来源：万得、光银国际

图表 4：按车辆类型分乘用车销量分布



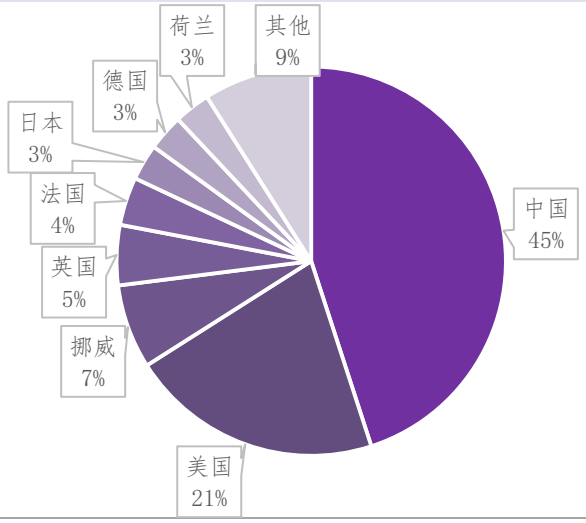
来源：万得、光银国际

近来各大自主品牌陆续推出新车型，我们预期，2018 年 SUV 销量增长仍然可观。因此，大力布局 SUV 市场的汽车厂商如吉利汽车和广汽集团或将保持其销售增长的势头。

中国大力推动新能源汽车发展 或将改写行业格局

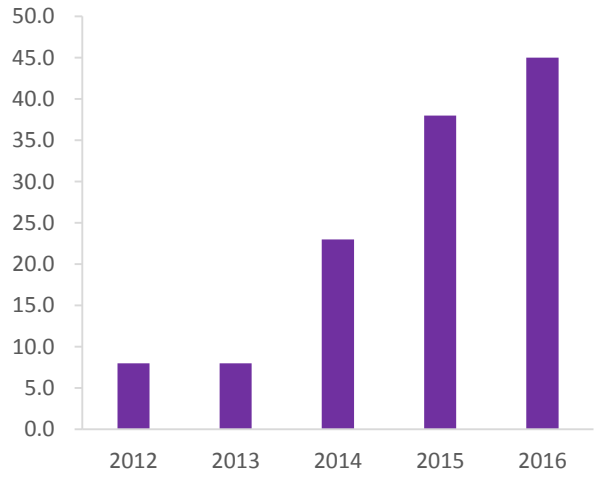
中国是全球最大的新能源汽车市场，按销量计算，尽管中国仅占全球乘用车市场的 1.4%，但其新能源汽车的全球市场份额已达到 45%。此外，政府还加大力度进行新能源汽车推广应用，工信部近日也启动研究制定燃油车禁售时间表。

图表 5：按国家分全球新能源汽车市占率分布



来源：万得、光银国际

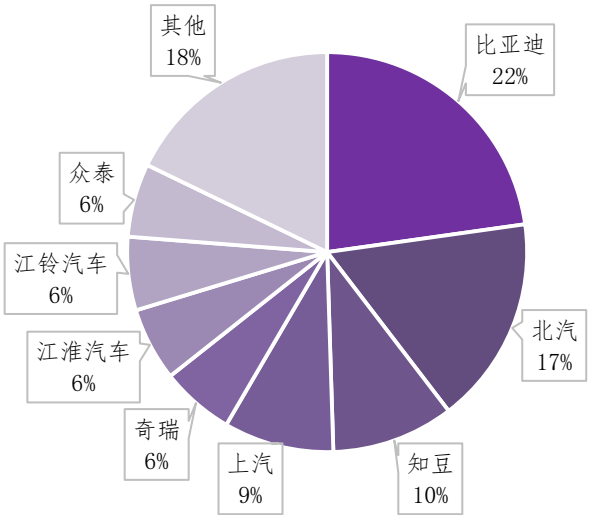
图表 6：中国占全球新能源汽车市场份额（%）



来源：万得、光银国际

新能源汽车份额正不断扩大，我们认为比亚迪股份（1211 HK）和北京汽车（1958 HK）凭借其先入者优势，可更好地把握长期需求的发展机遇。然而业内广泛预期明年新能源补贴将提前退坡 20%，对该板块而言是一大不确定因素，短期内销售增长或将受此影响。

图表 7:2017 年 1-9 月份新能源汽车市场市占率分布



资料来源：中国汽车工业协会、光银国际

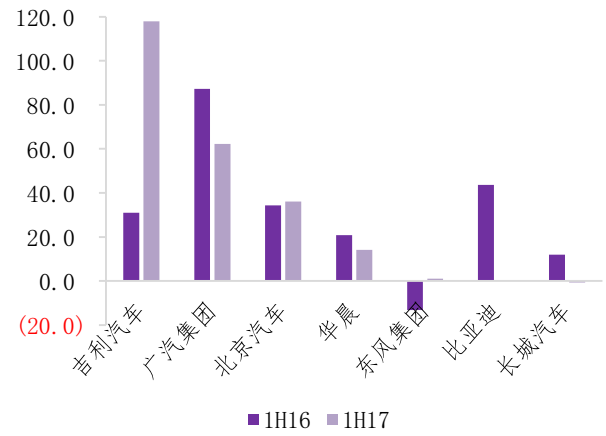
新能源汽车补贴退坡仍是新能源汽车销售面临的主要不确定因素。2009 年起中国政府开始对新能源汽车行业大力补贴，补贴金额高达车价的一半。

但是，政府正逐步提高补贴的门槛，须满足电池尺寸、能量密度、全电动范围等方面的各类要求。此外，政府还将逐步退出针对新能源汽车的补贴政策。根据 2016 年发布的政府通知，2019 年相关补贴将减少 25%，2021 年补贴政策完全退出。但根据媒体报道，新能源汽车补贴 2018 年或将提前退坡 20%。若消息属实，对于新能源汽车销售将是一场不小的挑战。

首选吉利汽车和广汽集团

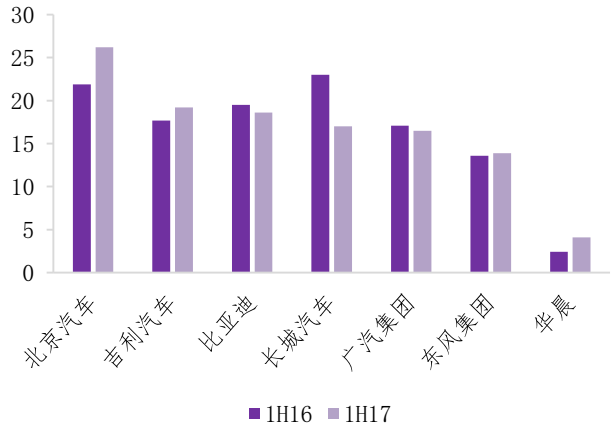
鉴于销售增长放缓和新能源汽车补贴政策不明朗等情况，对于整体乘用车市场，我们持审慎态度。此外，随着购置税提高，产量下降，可能还需要增加购买激励，盈利方面可能也将面临阻力。但我们仍然看好吉利汽车和广汽集团，在汽车向大型化趋势发展，更换需求也不断增长的背景之下，这两家龙头企业能更好的抓住发展机遇。

图表 7：年收入增长



来源：万得、光银国际

图表 8：毛利率



来源：万得、光银国际

图表 10：行业估值概要（根据 2017 年 12 月 13 日数据）

公司	代码	市值	市盈率			股权回报率			股息率 (%)
		（百万美元）	TTM	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2017E
吉利汽车	715 HK	29,307	25.42	20.50	15.08	30.71	32.00	33.36	1.08
比亚迪股份	1211 HK	14,420	38.94	34.71	23.13	8.35	8.46	11.55	0.55
广汽集团	2238 HK	10,178	11.32	9.37	7.80	18.73	21.15	21.42	2.97
长城汽车	2333 HK	25,022	8.41	12.31	8.30	18.26	11.40	15.30	2.52
华晨中国	1114 HK	12,786	20.16	16.75	11.08	16.92	19.38	24.11	0.67
东风集团股份	489 HK	23,636	4.94	4.96	4.77	14.18	13.08	12.07	3.13
北京汽车	1958 HK	9,157	20.16	16.75	11.08	16.92	19.38	24.11	0.67

资料来源：彭博、光银国际

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司撰写生产和分发，并由香港证监会会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，光银国际资本和其附属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告的内容不代表光银国际的建议，也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约，也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。 购买和出售证券可能会产生损失，而不是利润。

研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员，交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法，这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致，并得出不同的结论。光银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本报告仅向特定客户传送，未经光银国际书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户，不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

特殊披露

分析师，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)及丘文孚(香港证监会中央编号:BCA258)，作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	**未来十二个月预期回报高于 10%**
持有	**未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间**
卖出	**未来十二个月预期回报低于-10%**

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有:股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%;(ii) 中性:行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间;(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%及(iv)未评级 ：光银国际并未给予行业投资评级

报告作者为香港证监会持牌人士，分析师本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

于过去 12 个月内，光银国际资本已向中国光大绿色环保有限公司（1257 HK）、中国农业银行股份有限公司（1288 HK）及北京汽车股份有限公司（1958 HK）寻求投资银行业务或其他业务关系（如配售代理，牵头经办人，保荐人，包销商或自营买卖证券），投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有 2016 年光银国际资本有限公司。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。