

可持续的盈利成长前景带来上涨动能

——2018 年港股市场投资策略



研究结论

● 我们对于香港市场的信心更多来自于中国结构转型带来的强健发展动能，虽然 2018 年外围市场不确定的经济及政治有可能带来港股的向下风险，但从盈利及估值两方面来看，长期港股投资价值仍然显著。

1) 可持续的盈利成长前景：虽然港股市场的估值较过去两年有所提升，但支撑香港市场过去显著优于全球主要指数的表现为——持续上调的一致预期以及 2017 年上半年明显复苏的盈利预期。展望 2018，金融、科技、地产、消费、公用事业等主要板块在中国经济转型深化的过程中，盈利复苏将得以继续；

2) 估值仍处于较低水平：根据彭博一致预期数据，恒生指数 2018 年 PE 预计为 12 倍，与 2016 年估值水平接近，更多代表中国传统经济的恒生国企指数 2018 年 PE 预计为 8 倍，仍处于偏低水平。和国际主要资本市场横向比较，香港股市估值仍处于偏低水平，PE、PB 低于 A 股及日本市场，显著低于其他新兴市场以及美股市场。另一方面，随着陆港通南下的资金越来越多地参与到香港市场，我们预计长期来看两地的估值水平将趋于收敛，即香港市场有望进入估值稳步上升周期。

● 从盈利确定性及估值水平两条主线梳理投资机会，建议配置行业：受益于温和通胀的消费+代表中国高端制造的汽车+估值有优势的公用事业

1) 温和通胀、解决发展中不平衡、不充分问题的政策预期等仍将利好消费类行业。我们看好消费品涨价预期下，行业的盈利成长前景。我们认为消费增长的驱动力主要来自于两大方面：相较于城镇尤其是一二线城市，乡村市场的消费增速更高；随着 80 后一代逐渐成为消费主力，他们强势的消费购买力也是消费增长的关键。在这两个驱动力的支撑下，我们认为中国新一轮的消费复苏，为更长期的趋势，而非短期反弹。在消费品板块中，我们更看好必选消费这一子板块的向上空间，主要源于：必选消费市场基本为本地公司所垄断，而本地可选消费公司在消费升级中较易受到国际品牌冲击。

2) 代表中国核心竞争力的高端制造，看好汽车行业的结构性机会。我们预计未来乘用车行业将在较长时间内保持低速增长的态势，在行业低速增长背景下，只有竞争实力强的乘用车车企盈利增长才能超越平均水平，而其它公司市场份额、盈利能力将逐步下降。

3) 能源结构升级带来新能源的确定发展，看好估值处于历史低位的风电运营商。十三五期间，受益于能源改革的深化以及环境保护要求，作为重要的非水可再生能源，风电的弃风限电痼疾将得到显著改善，限电率有望至 2020 年控制在 5% 以下，风电运营商的开工小时数以及现金流状况将持续恢复。同时，我们认为风电有望在 2020 年后实现上网平价，不再受制于电价补贴政策的风电行业将进入更为健康的发展阶段。

风险提示

● 宏观经济下行压力增大，上市公司业绩承压；美股市场风险可能传导到港股。

报告发布日期

2017 年 12 月 13 日

证券分析师

陈舒薇

021-63325888-6071

chenshuwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517070001

相关报告

买入中国——2018 年 A 股市场投资策略 2017-11-29

目录

1 2017 年港股市场：盈利预期上调+新增南下资金助推全年上涨行情	4
1.1 香港市场领涨全球	4
1.2 盈利预期的不断上调是此轮港股上涨的核心驱动力	7
1.3 陆股通对于港股行情有明显助推作用	9
2 2018 年港股投资策略：谨慎乐观	10
2.1 外围市场可能带来向下风险	10
2.2 ...但可持续的盈利成长前景+偏低的估值带来上涨动能	13
3 行业推荐：受益于温和通胀的消费+代表中国高端制造的汽车+估值有优势的公用事业	17
3.1 必选消费——CPI 温和向上时的首选板块	19
3.2 体育服饰——健康生活趋势下的确定成长板块	21
3.3 汽车——成长中的中国高端制造行业	23
3.4 风电运营——估值处于历史低位，业绩受益于限电改善确定向上	25
风险提示	27

图表目录

图 1：2012 年至今香港市场股指表现	4
图 2：2012 年至今香港市场估值表现	4
图 3：全球主要指数走势	5
图 4：全球主要市场指数 PE(TTM)	5
图 5：全球主要市场指数 PB(LF)	5
图 6：2017 年至今 MSCI 中国大盘股显著跑赢小盘股指数	6
图 7：盈利预期是推动香港市场 2017 年股价攀升的重要因素	8
图 8：2017 年至今港股市场分行业表现	8
图 9：2017 年初至今南向净买入金额	9
图 10：2017 年初至今北向净买入	9
图 11：美国 GDP 细分项同比增长（单位：%）	11
图 12：汽车生产（单位：X）	11
图 13：伯南克讲话导致恐慌指数大幅上涨	11
图 14：伯南克讲话造成的外汇反应	11
图 15：利率与潜在增速	12
图 16：美国政策利率与美元指数	12

图 17: 国际资本流动与利率 (10 亿美元)	12
图 18: 各国资产负债表规模 (10 亿美元)	12
图 19: 投资增长来自: 适度的房地产投资增速叠加可能的制造业资本开支上升	13
图 20: 制造业 PMI 指数自 2016 年中稳步上行, 预示着强健的国内需求	13
图 21: 工业行业进入库存周期将对制造业投资增速起到正向拉动作用	14
图 22: 代表旧经济部门的制造业已经发生了显著的结构性的改变	14
图 23: 2016 年工业企业数量变动 (较 2010 年峰值)	14
图 24: 工业企业利润增长, 资本开支意愿上升	15
图 25: 全球主要市场指数 PE(TTM)	16
图 26: 全球主要市场指数 PB(LF)	16
图 27: 中国消费者信心指数快速回升	18
图 28: 乡村消费品零售总额增速快于城镇	18
图 29: 城镇居民人均可支配收入累计同比	18
图 30: 一二三线城市新建住宅价格指数情况	18
图 31: 2017 年中国 CPI 与 PPI 趋势背离	18
图 32: 细分行业 2018PEG、股价涨跌幅对比图	19
图 33: 纸浆价格走势与恒安国际纸巾利润率	20
图 34: 中国猪肉大宗价格与万洲国际国内业务毛利率	20
图 35: 2017H1 蒙牛乳制品分产品销量增速	20
图 36: 2013-2017H1 蒙牛 EBIT 比率	20
图 37: 2007-2020E 中国体育服装市场规模	22
图 38: 体育服饰品牌市场份额	22
图 39: 20 岁以上体育人口比例低于 1/5	23
图 40: 中国人均体育服饰消费: 美国的 1/16, 日本韩国的 1/6, 台湾的 1/3	23
图 41: 2011-2016 马拉松参赛人数增长 600%	23
图 42: 2017 贵阳国际马拉松赛	23
图 43: 主要乘用车公司前 3 季度净利润增速比较	24
图 44: 自主品牌销量 VS 合资品牌销量	24
图 45: 自主品牌销量增速 VS 合资品牌销量增速	24
图 46: 自主品牌销量比重 VS 合资品牌销量比重	25
图 47: 乘用车分国别销量比重	25
图 48: 2010-2016 年中国新增风电并网装机及平均弃风电率	26

1 2017 年港股市场：盈利预期上调+新增南下资金助推全年上涨行情

1.1 香港市场领涨全球

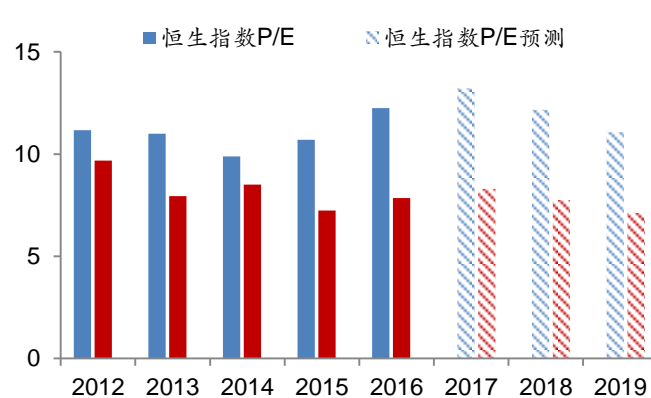
今年年初以来，受益于中国经济见底企稳中国企业盈利预期改善，海内外资金恢复流入港股市场，年初至今，恒生指数累计上涨 32.6%，恒生国企指数上涨 23.4%，完成 2015 年最高点的 78%。代表大中型 H 股的恒生国企指数的表现稍弱，主要是其成分股中金融股和工业股权重合计达 68%，占比较大，成分中不包含表现亮眼的新信息技术和房地产股。相比之下，恒生指数中地产板块及信息技术板块权重达 30%，板块向指数的传导效应更显著。估值方面，根据彭博一致预期数据，恒生指数 2018 年 PE 预计为 12 倍，与 2016 年估值水平接近，更多代表中国传统经济的恒生国企指数 2018 年 PE 预计为 8 倍，仍处于偏低水平。

图 1：2012 年至今香港市场股指表现



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 2：2012 年至今香港市场估值表现



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2017 年世界经济温和复苏，全球权益市场迎来普涨。今年全球宏观经济复苏势头良好，各主要经济体呈现出同步扩张态势，全球市场主要指数纷纷走高，恒生指数涨幅领先全球各主要市场。

欧盟近期发布三季度国内生产总值，环比增长 0.6%，同比增长 2.5%，增幅超市场预期，欧盟将本年度欧元区经济增长率由 1.7%调升至 2.2%，为十年最高，欧元区经济复苏整体加快。德国作为欧元区最大的经济体增长势头强劲，三季度国内生产总值环比增长 0.8%。受经济影响股票市场也有积极表现，德国 DAX 涨幅达 13.9%，较去年同期-0.46%有大幅提升。

亚太方面，受全球经济复苏带动出口增长影响，日本经济连续 7 个季度保持正增长。日本权益市场方面，日经 225 创 1992 年 1 月以来高位，年初以来累计涨幅达 17%。

美国经济同样呈现增长趋势，9 月失业率 4.2%创 16 年新低，三季度私人投资环比折年率为 6%增速较二季度加快 2.1个百分点，成为拉动经济增长的主要驱动力量。美联储三月、六月两度加息对股市影响不明显，美股攀升强劲，三大指数刷新纪录最高位，科技股表现强势涨幅居前。

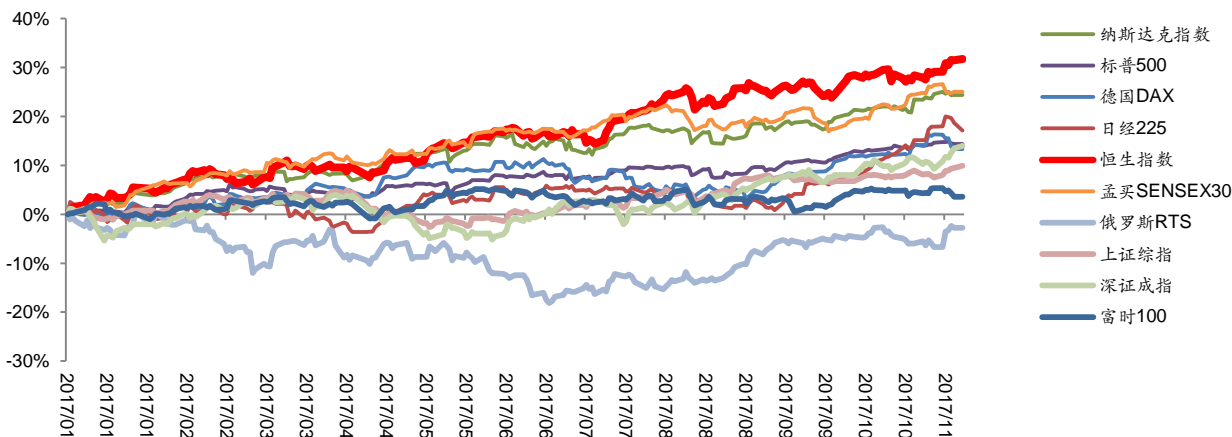
中国宏观经济增速超预期，中企盈利提升吸引投资者目光。今年前三季度国内生产总值同比增速达 6.9%，连续四季度保持在 6.8%至 6.9%区间。9 月制造业 PMI 达 52.4%，为 2012 年 5 月以

来最高点，实体经济发展态势良好。消费升级趋势下经济结构不断优化，最终消费支出对经济增长贡献率达 64.5%，同比提高 2.8%，内需消费继续成为拉动经济增长的主要力量。

与此同时，宏观经济预期不断提升。IMF 今年第四次上调中国经济增长预期，预测 2017、18 年中国经济增速分别为 6.8%和 6.5%。随着宏观经济的复苏，企业盈利快速增长，成为股价上涨的有力支撑。在“供给侧改革”改革的推动下，去产能、去库存、去杠杆效果显著，前三季度全国工业企业产能利用率同比增长 3.5%，8 月末规模以上工业企业资产负债率 55.7%同比下降 0.7%。前三季度香港市场净资产回报率同比增长 12%，其中原材料行业净资产收益率暴增 164%。

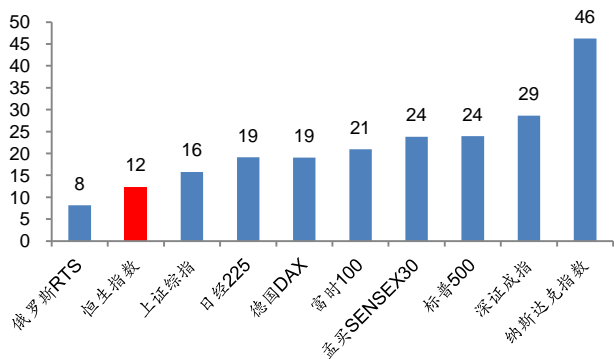
尽管近年来港股估值有所提升，但在世界各主要市场中依旧处于偏低水平，仍属价值洼地。港股估值水平与经济发展增速不匹配主要受投资者的风险偏好影响。中国宏观经济的运行状况、市场规则对投资者权益保护的完善程度、政府干预金融市场的风险、企业公司治理的水平等诸多因素共同影响投资者风险偏好，导致市场估值存在一定折价且具有波动性。随着中国经济转型后软着陆预期逐步落地，资本市场进一步对外开放，公司治理水平继续提升，我们预计容纳众多红筹股的香港市场估值水平将有进一步向上的潜力。

图 3：全球主要指数走势



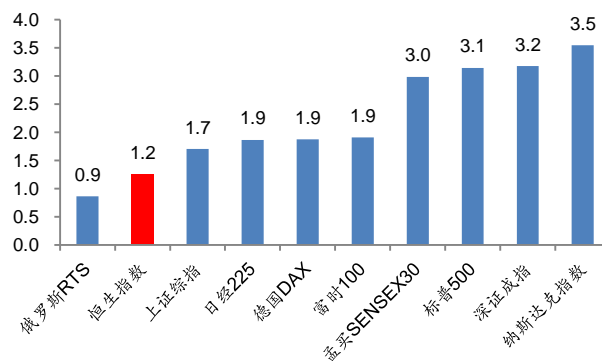
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：全球主要市场指数 PE(TTM)



数据来源：Wind，东方证券研究所

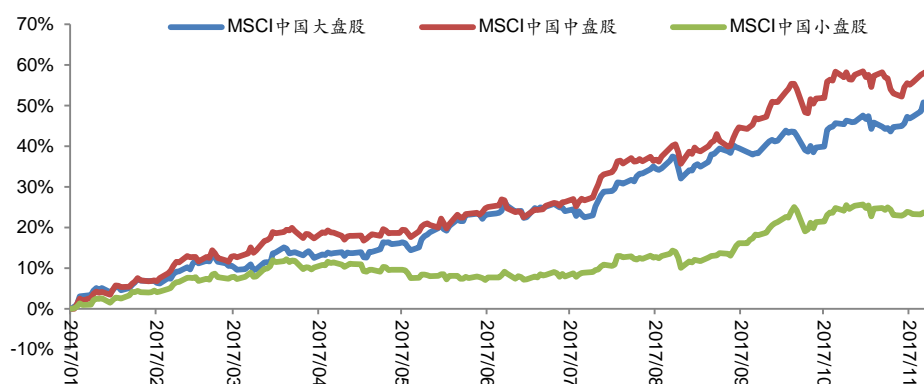
图 5：全球主要市场指数 PB(LF)



数据来源：Wind，东方证券研究所

投资风格方面，投资者明显偏爱大中型股，大中盘股表现明显强于小盘股。大盘股更受追捧可能与欧美投资者一贯的投资偏好以及大盘股未来盈利确定性更高有关。另一个原因是相对于大盘股，小盘股未来现金流中很大一部分依靠投资而不是自身资产的盈利能力，因此具有更多不确定性，且流动性较差，导致其股价存在折价。我们预期，即使在陆港通后，南下资金对港股市场的影响日益显著，这一趋势仍将会持续。

图 6：2017 年至今 MSCI 中国大盘股显著跑赢小盘股指数



数据来源：Wind，东方证券研究所

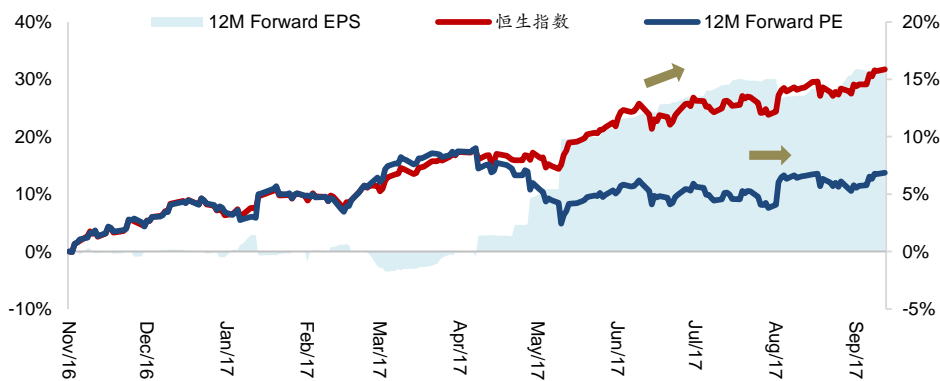
港股的低估值、高分红、和美元挂钩的港币计价、拥有内地市场所稀缺的行业龙头标的，其投资价值越来越为内地投资所重视。2014 年以来随着沪港通的开启，港股通南下资金持续流入，随着港股通取消总配额约束后，内地南下配置港股资金也确实实现了快速增长，港股估值也呈现出上升趋势。我们认为，长期来看，两地的估值水平将有望逐步趋于一致；虽然年初至今，香港市场的突出表现已提升 2017 年恒生指数动态 PE 至 13.2 倍，我们坚定认为港股市场仍然是具有长期投资价值市场之一。

1.2 盈利预期的不断上调是此轮港股上涨的核心驱动力

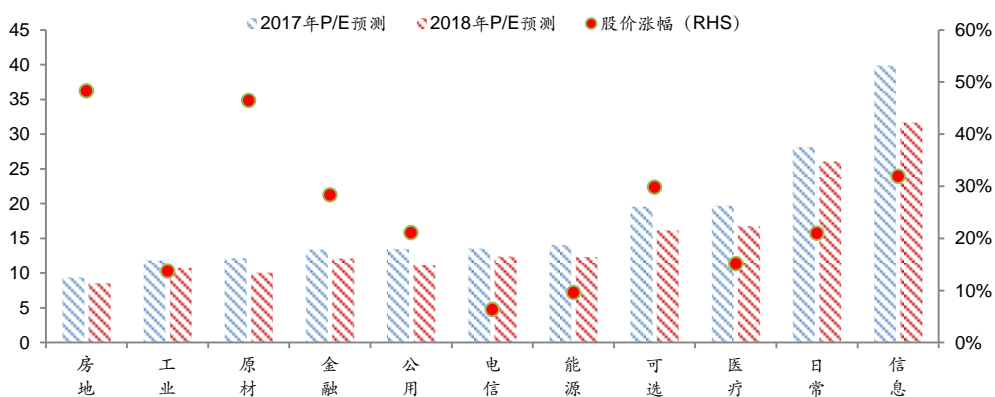
盈利预期的不断上调是此轮港股上涨的核心驱动力，年初至今，未来 12 个月滚动 EPS 累计上调 16%，估值水平（动态 PE）扩张 14%，我们认为估值的提升主要也是来自于市场对于盈利预期的不断上调。

具体分板块来看，各板块表现不均衡，涨幅前三的板块分别为房地产（48%）、原材料（46%）以及信息技术（32%），是推动市场走高的主要力量，而电信业务板块（6%）及能源板块（10%）涨幅垫底：

- 1) 房地产板块中，房地产开发商（75.53%）子板块一枝独秀。一到九月全国商品房销售面积同比增长 10.3%，上半年销售额同比增长 30%，2017 年土地供应有所增加，企业库存水平处于低位，全国房地产开发企业土地购置面积同比增长 12.2%；投资端全国房屋新开工面积同比增长 6.8%。根据半年报财报数据（港股不强制披露季报业绩），房地产开发龙头融创中国（1918.HK，未评级）以及中国恒大（3333.HK，未评级）上半年归母净利润同比分别增 1682%、834%，业绩是股价大幅上涨的主要驱动力。
- 2) 原材料板块中走势较好的有纸质品行业（68.61%），建筑材料（62.72%）、铝（51.75%）、和钢铁（46.16%），我们认为均受益于供给侧改革推动的供需格局改善。
 - a) 纸：环保检查推高纸价，今年造纸企业收入保持两位数增长，企业经营效率改善，造纸龙头玖龙纸业（2689.HK，未评级），晨鸣纸业（1812.HK，未评级）以及理文造纸（2314.HK，未评级）今年至今股价实现 60-80% 的上涨，上半年归母净利润同比增长则分别达到 514%、86%、53%。
 - b) 建筑材料：受下游房地产行业 and 制造业景气的影响，建筑材料需求稳健，加之供给收缩，材料价格有所上升。三季度建材板块 ROE 同比增速分别达 102%、96%、63%，资产周转率和利润率同步提升，提示产能利用率和企业经营效率大幅改善。水泥、玻璃等上游材料盈利表现突出，三季度合计净利润同比大幅增长 102%。
 - c) 铝：供给侧改革叠加环保督查，去产能效果显著，需求端消费旺盛。中国电解铝出口份额占世界的 60% 以上，海外目前仍存在供需缺口。供求关系变化推动铝价震荡上扬，铝企营收高速增长对股价形成支撑。
 - d) 钢铁：前三季度全国生铁和粗钢产量均保持增长，优质产能释放加快，下游需求稳定，行业 PPI 高位震荡，钢企盈利显著改善支撑股价。
- 3) 信息技术板块中，智能手机产业链相关标的舜宇光学科技（2382.HK，未评级），比亚迪电子（0285.HK，未评级），瑞声科技（2018.HK，未评级）以及互联网龙头腾讯控股（0700.HK，未评级）斩获 100% 以上的股价涨幅。根据半年报财报数据（港股不强制披露季报业绩），这四只股票上半年净利润增速分别为 149%、119%、57%、64%，显然，业绩是板块股价上涨的主要驱动因素。

图 7：盈利预期是推动香港市场 2017 年股价攀升的重要因素


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

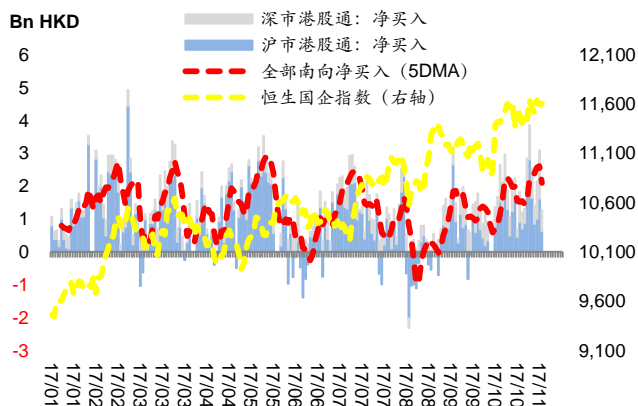
图 8：2017 年至今港股市场分行业表现


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3 陆股通对于港股行情有明显助推作用

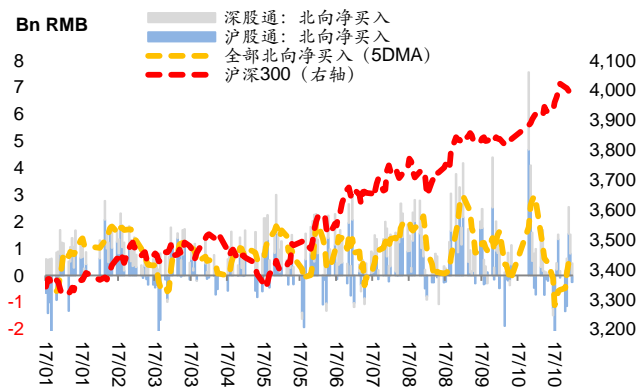
资金方面，内地资金加速流入港股市场，成为重要参与者。年初以来南向资金仅在 5 月和 8 月录得短暂的净流出，资金流入的趋势明显。截至 2017 年 11 月，港股通资金在港存量已达 6800 亿，每日贡献成交额已跃升至 10%，内地资金对香港市场的关注日渐升温。造成这一现象的原因在于三个方面：首先是人民币贬值压力下，内地机构和高净值个人的全球资产配置需求提升；其次是香港市场具备估值低、基本面好的特征，属于优良的投资标的；最后是政策面的利好显示国家打造香港与内地互联互通市场的决心。2014 年 11 月沪港通开通之际，财政部、税务总局、证监会联合下发《关于沪港股票市场交易互联互通机制试点有关税收政策的通知》和《关于 QFII 和 RQFII 取得中国境内的股票等权益性投资资产转让所得暂免征收企业所得税问题的通知》，对沪港通转让价差所得免除个人所得税。其后政策红利不断，两地市场加速互联：2015 年 7 月 1 日起内地与香港开展公募基金互认，2016 年 12 月 5 日深港通开通。今年 11 月 13 日，三部委发布公告称继续执行沪港通个人所得税暂免政策，当日恒生指数收涨 0.21% 创十年新高，成交额连续 6 日破千亿，显示香港市场投资情绪高涨。

图 9：2017 年初至今南向净买入金额



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：2017 年初至今北向净买入



数据来源：Wind，东方证券研究所

2 2018 年港股投资策略：谨慎乐观

我们对于 2018 年，尤其是上半年的港股投资机会持谨慎乐观的观点。谨慎来自于外围市场可能带来的港股向下风险：1) 美国市场确定进入加息缩表阶段；2) 不确定的地缘政治因素等。但考虑到目前中国经济继续深化转型带来的龙头公司确定成长，以及相较于国际成熟资本市场，港股估值仍然偏低的机遇，我们认为 2018 年仍然是港股市场表现年。

2.1 外围市场可能带来向下风险...

经济方面：**美国市场确定进入加息缩表阶段。**

根据东方证券策略组的观点，随着美国加息缩表的进程，影响全球经济的核心因素正在发生变化，边际效应正在显现。基于对历史现状的认识，这些因素所引发的变化将会是缓慢的，可以说 2018 年是趋势发生变化的过渡之年。这在这个过程中，对关键变量的不同理解将会做成不同的投资决策。

(1) 温和通胀。在全球经济没有明显增长点的情形下，本轮复苏低增长、低通胀的趋势难以改变，同时，美联储缩表、税改等政策的不确定性、欧央行跟进的时间表，超级宽松终结对新兴市场可能的冲击，都使未来预期不甚明朗，限制了需求的扩张和价格水平的提高，预计 2018 年全球 CPI 小幅上行。

(2) 全球流动性快速收紧的风险较低。我们预计 2018 年美国继续加息，但频次是否达到市场所预期的 3 次，尚取决于实际数据，存在低于预期的可能性。首先，美国复苏的基础并不牢固，从 GDP 构成来看，私人投资和净出口拉动了本轮回升，但与此同时消费增长低迷，短期来看无法对投资起到支撑作用，可能出现周期性回落。考虑到缩表主要作用于资产价格，对实体经济的冲击较加息小，我们认为美联储退出宽松将以缩表为主，在下行风险加大时延缓加息。

其二，对于快速加息给全球金融市场带来的震荡，美联储有着充分预期和前车之鉴。2013 年，伯南克在 5 月 22 日的新闻发布会上称美联储可能出台收紧货币政策的实质性动作，直接引发市场剧烈动荡，恐慌指数急剧上升，新兴市场和发展中国家汇率相对美元大幅贬值。6 月 19 日，伯南克转而表示，上调短期利率为时尚早，即使开始上调利率，也将是逐步的，受此言论影响，恐慌指数之后快速回落。从美联储人选来看，明年 2 月即将上任的鲍威尔属鸽派，对经济的稳定发展较为看重，对可能形成的冲击将抱以谨慎，况且目前实际利率和 GDP 潜在增速较为接近，并不存在利率过低的问题。

同时，我们认为即使加息，也不会立即导致美元快速升值。历史数据表明，美联储加息后美元不一定升值，甚至有可能出现美元指数的下行。

国际资本不会大幅流入美国，甚至会回流新兴国家。除历史经验证据外，主要在于，市场对美国退出量化宽松已有充分预期，美国从 2015 年年末开始加息，过渡到明年边缩表边加息，已留出了较充分的缓冲；此外，从美元的供需来看，欧洲、中国的景气复苏，以及中国始终较为严格的资本管制，有利于抬升欧元和人民币，而美国内部税改、医改政策的不确定性，正在限制美元的升值空间。2018 年美元大概率会是一个缓慢升值的过程，甚至不排除阶段性的贬值。

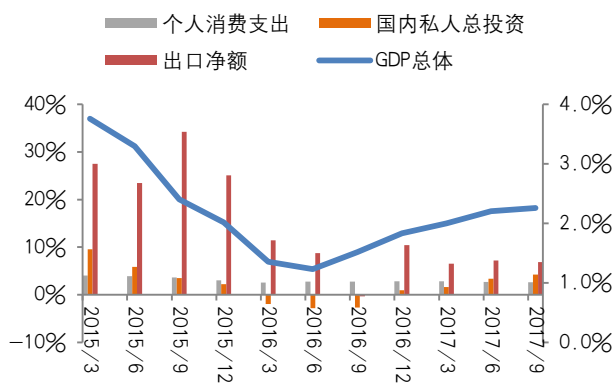
从其他国家的角度来看，欧洲央行 10 月宣布资产购买计划将在今年 12 月到期后再延长 9 个月，从 2018 年 1 月起，缩减每月 600 亿欧元的资产购买规模，这已是欧洲央行第三次延长量化宽

松实施期限，意味着维护经济复苏是欧央行更重要的目标；日本央行没有缩减量化宽松的计划，仍将延续资产负债表规模的扩大；与此同时，新兴市场与发展中国家为了增长动力的维持，利率不升反降，整体流动性充裕的特征，2018年或不会逆转。

政治方面：不确定的地缘政治。

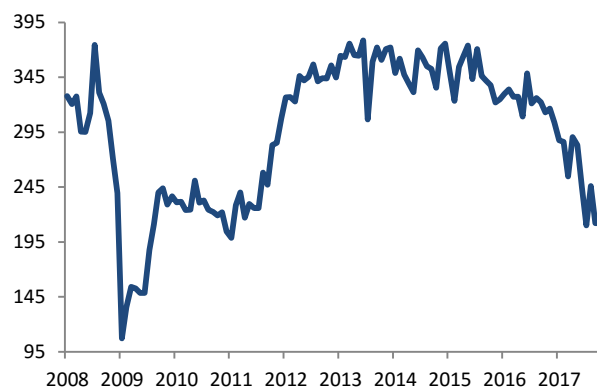
尽管马克龙在法国大选中获胜，法国脱欧的危机暂时解除。但其他欧洲国家的问题还远未结束。马克龙与默克尔的观点和政策在许多关键问题上存在分歧，11月德国总理默克尔组建新政府的谈判遭遇挫折，已经持续萎靡10年的意大利经济也是欧元区接下来亟待解决的最大问题之一以及东亚地区的朝核问题，这些都有可能向下扰动港股市场（更多相关内容，请参阅东方证券战略组的极简政经史）。

图 11：美国 GDP 细分项同比增长（单位：%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 12：汽车生产（单位：X）



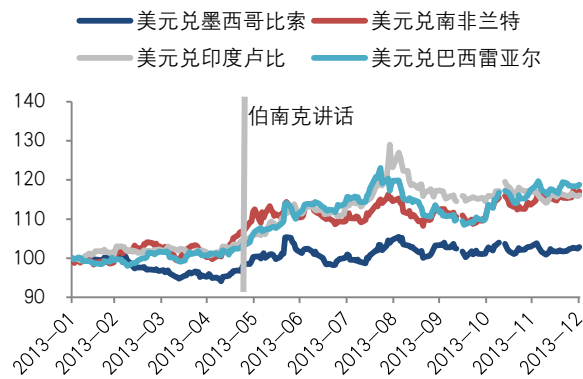
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 13：伯南克讲话导致恐慌指数大幅上涨



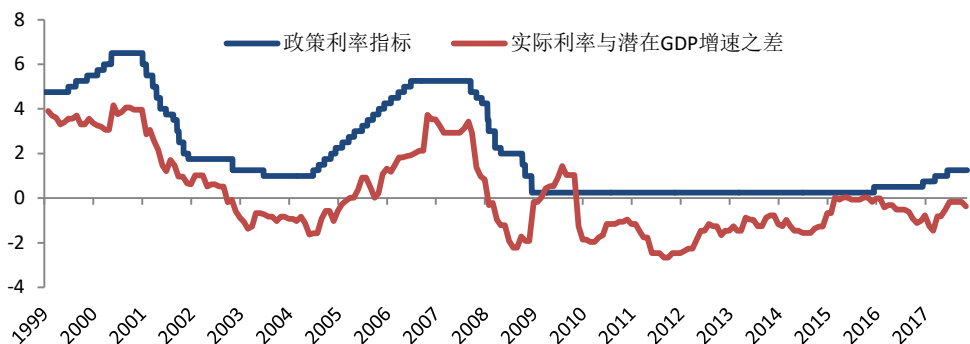
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 14：伯南克讲话造成的外汇反应



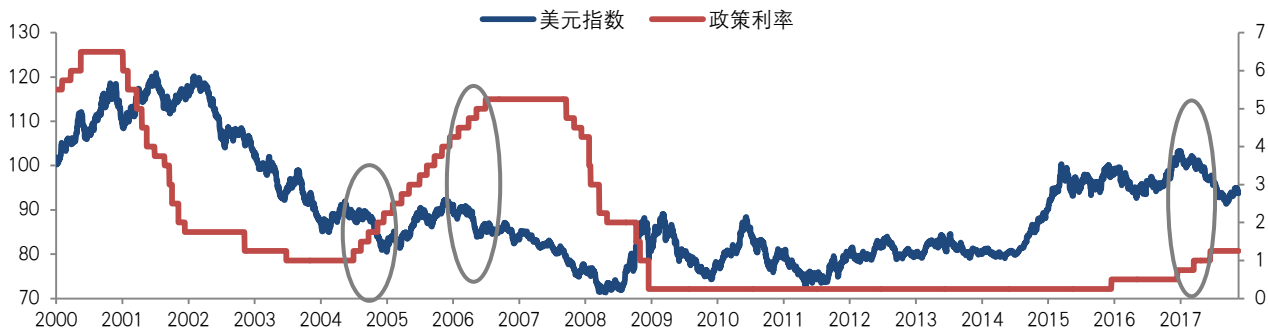
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 15：利率与潜在增速



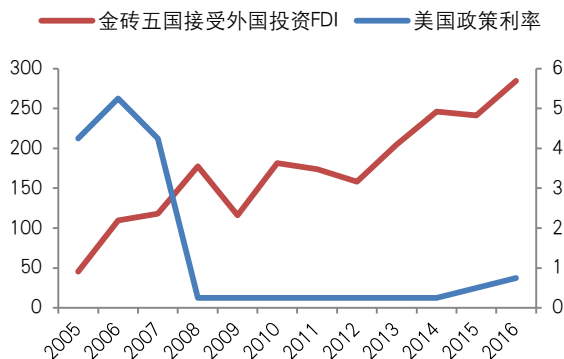
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 16：美国政策利率与美元指数



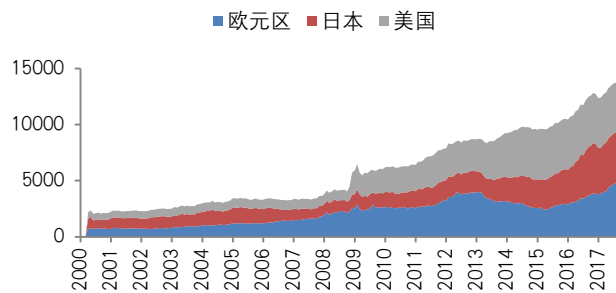
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 17：国际资本流动与利率（10 亿美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 18：各国资产负债表规模（10 亿美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2.2 ...但可持续的盈利成长前景+偏低的估值带来上涨动能

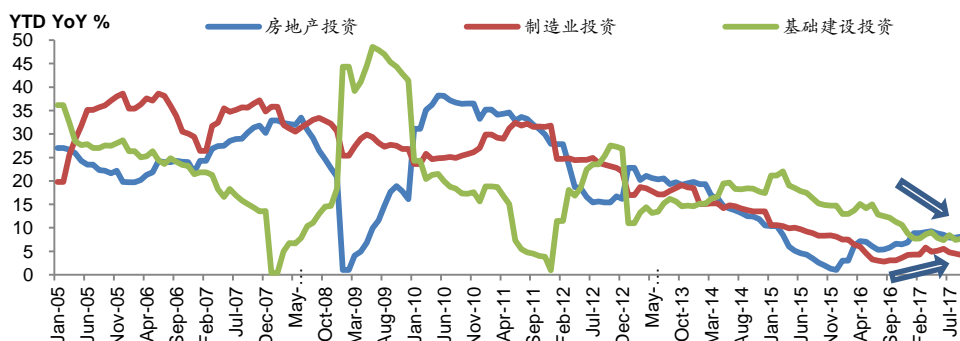
我们对于香港更多信心来自于中国结构转型带来的强健发展动能，从宏观、盈利及估值三方面来看，长期港股投资价值仍然显著：

1) 中国经济复苏正在进行中：

2017年下半年中国的宏观形势显示出其稳健的发展势头，经济增速也超过了市场一致预期，往前看，虽然房地产销售减速、金融监管以及去杠杆都为经济运行带来一定的挑战，但我们预期，受益于强劲的消费、还不错的房地产投资以及可能的制造业资本开支重拾成长，中国宏观形势将维持其稳健的发展势头。

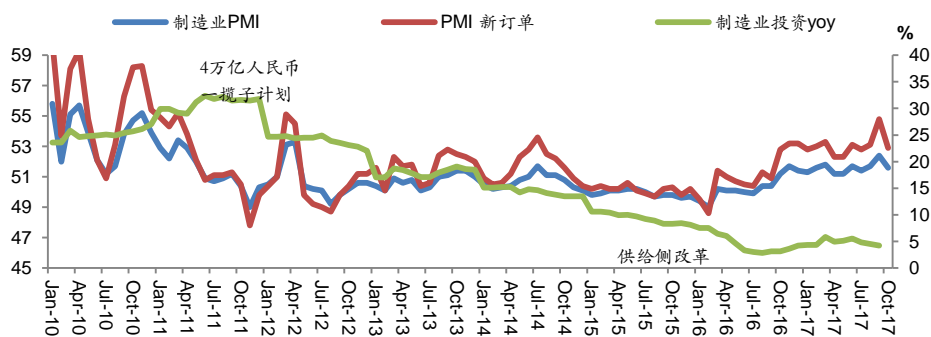
市场对于制造业投资的复苏趋势存在争议，我们认为制造业投资可能正处于上行周期源于：a. 制造业 PMI 指数自 2016 年中稳步上行，预示着强健的国内需求，可能将拉动制造业投资；b. 工业库存周期多跟投资周期重合；c. 在历经多年的调整以及供给侧改革，代表旧经济的制造业已经发生了明显的结构性改变，从公司数量、银行借款变化趋势可见一斑，大部分上游行业公司数量快速下降，表明了行业集中度的显著提升，未来产能重置或产能升级需求可期；d. 上游原材料价格快速上涨带来上游企业的收入、利润快速上升，这使得上游行业有资金能力也可能有意愿进行资本开支来应对更高的环保要求。

图 19：投资增长来自：适度的房地产投资增速叠加可能的制造业资本开支上升

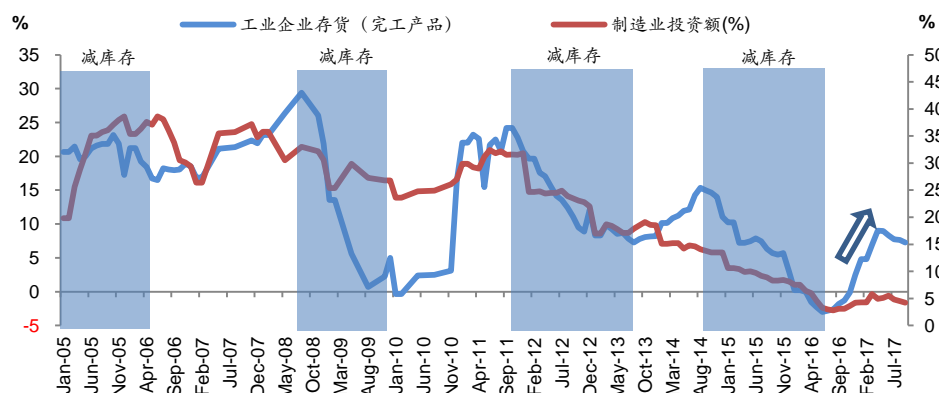


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

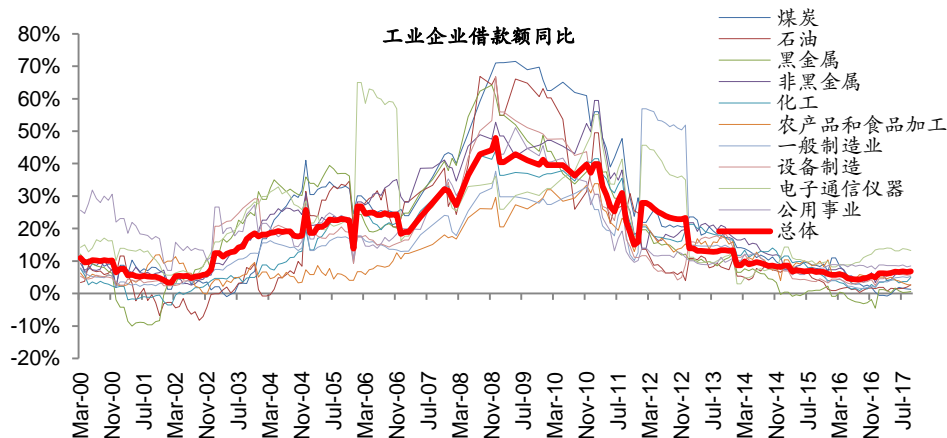
图 20：制造业 PMI 指数自 2016 年中稳步上行，预示着强健的国内需求



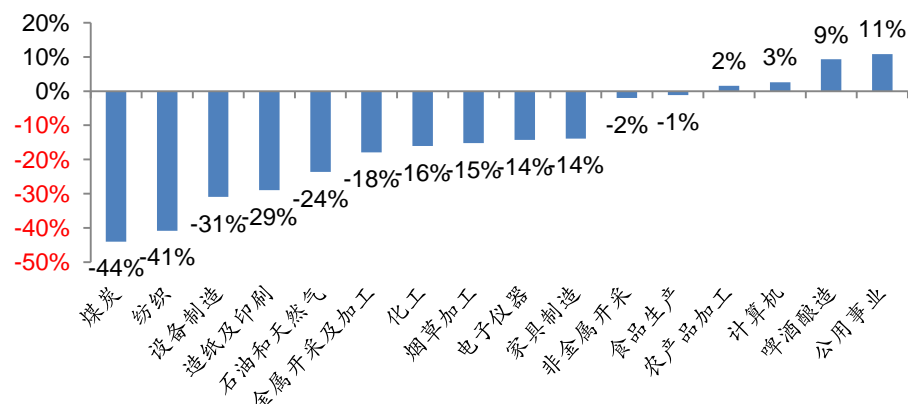
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 21：工业行业进入库存周期将对制造业投资增速起到正向拉动作用


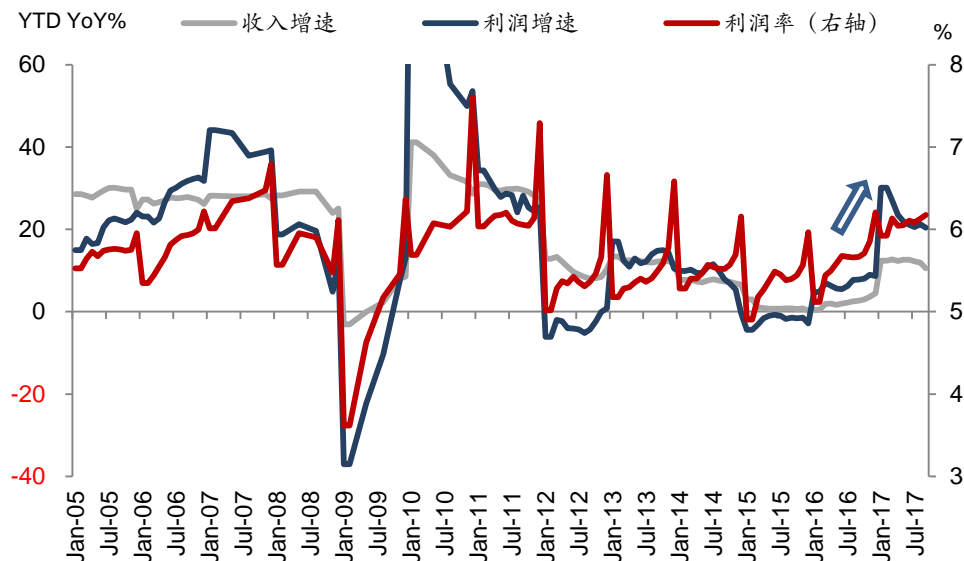
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 22：代表旧经济部门的制造业已经发生了显著的结构性的改变


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 23：2016 年工业企业数量变动（较 2010 年峰值）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：工业企业利润增长，资本开支意愿上升


数据来源：Wind，东方证券研究所

2) 重点行业 2018 年盈利展望：

虽然港股市场的估值较过去两年有所提升，但支撑香港市场过去显著优于全球主要指数的表现为：持续上调的一致预期以及 2017 年上半年明显复苏的盈利预期。展望 2018，根据 Wind 对港股市场分行业的盈利预测数字，现阶段的盈利复苏将继续得以持续，以下为恒生指数中主要板块的景气前景分析：

金融板块：银行方面，我们预计，行业净息差有望继续保持企稳微升态势，主要来自于 1) 金融市场业务利差大概率触底回升；2) 2018 年金融市场利率继续传导至存贷款市场。同时，随着供给侧改革和经济双轮驱动，银行资产质量改善继续深化，不良周期迎来反转。我们预计，2018 年银行业绩将延续改善趋势。证券方面：传统业务正在变革，经纪业务随着行业佣金率进一步下降，最终将是成本的比拼；投行业务正向优势券商集中；主动管理能力正在形成资管业务的品牌拉力，根据 wind 一致预期，2018 年证券行业利润将呈现小幅增长。

科技板块：受益于中国智能手机的快速增长，智能手机产业链实现快速增长，根据 IDC 的预测，2017-2018 年中国智能手机出货增长放缓；截止 2017 年第三季度的最新数字，中国前 3 市场份额的智能手机厂商市占率达到 55% (vs. 2016 三季度 50%)，这 3 家厂商三季度出货量同比增 9.4%。我们预计中国智能手机的集中度将进一步提升；于此同时，行业也在不断技术革新，双摄镜头的 3D 感应技术，声学器件防水技术、适应 5G 趋势的玻璃陶瓷手机背板等等，我们认为主要服务于中国智能手机龙头、以及具有较高技术研发能力的零部件制造商将继续获得超越行业增速。互联网方面，受益于手游以及网络广告市场的快速增长，龙头互联网公司将通过持续攫取市场份额继续获得超越行业的高速成长。

房地产板块：根据东方证券 a 股地产组观点，楼市过快上涨趋势在 2017 年下半年以来得到抑制，楼市进入收缩期，我们认为 2018 年尽管楼市面临调整，但调整幅度有限，市场表现将好于

2014年，长效机制建设与市场温和调整并存，房地产行业集中度进一步提升，存量运营也成为行业创新方向，收益型地产发展方向值得关注。

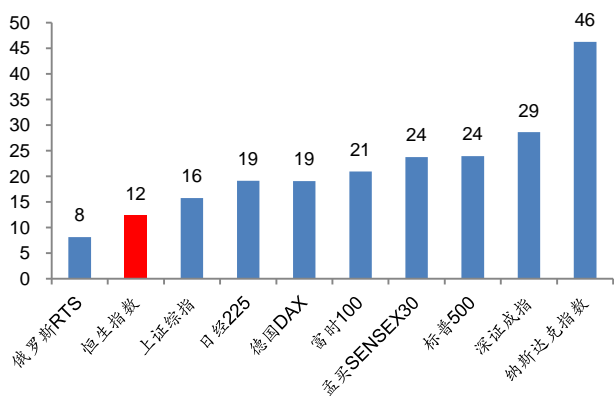
消费板块：汽车及零部件行业内呈现结构性成长机会，从供给端来看，自主品牌的生产制造能力不断提升，我们预计将有望实现市场份额上的突破。我们认为自主品牌中的龙头整车厂在中国高端制造的政策扶持下，有望获得持续增长动力。随着人均收入水平提升带来的消费升级这一大背景趋势下，我们认为，必选及其他可选消费行业将迎来一波终端产品价格上涨潮，消费品公司将通过价格上涨、产品结构优化以及经营杠杆，实现净利润的双位数增长(具体见下文重点行业推荐分析)。

公用事业板块：我们重点覆盖的城市燃气分销行业将在2018年继续实现15%以上的业绩增长，主要来自于1)能源结构调整，天然气在一次能源占比逐年提升；2)煤改气的稳步推进；风电运营行业在发改委能源局接连下发保障风电上网以及全面解决弃风问题的政策下，利用小时将确定回升，带来主要运营商2018年15-25%的业绩恢复。

3) 估值仍处于较低水平

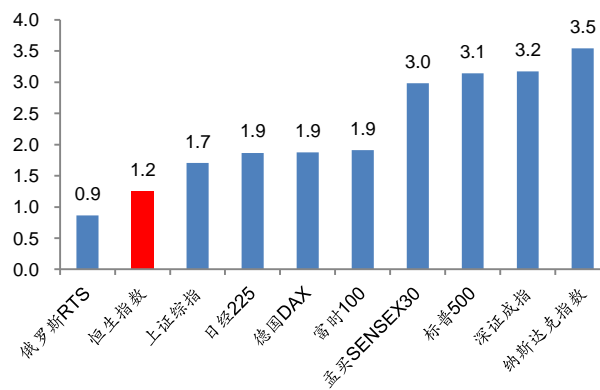
估值方面，根据wind一致预期数据，恒生指数2018年PE预计为12倍，与2016年估值水平接近，更多代表中国传统经济的恒生国企指数2018年PE预计为8倍，仍处于偏低水平。和国际主要资本市场横向比较，香港股市估值仍处于偏低水平，PE、PB低于A股及日本市场，显著低于其他新兴市场以及美股市场。

图 25：全球主要市场指数 PE(TTM)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：全球主要市场指数 PB(LF)



数据来源：Wind，东方证券研究所

根据以上恒生指数的重点板块盈利分析，我们认为，2018年港股继续上行具备业绩+估值两个方面的有力支撑，虽然可能面临来自外围市场的经济政治不确定的扰动，但我们保持谨慎乐观的态度，在外围事件发生后，港股市场可能会出现向下调整，但我们认为，调整后即是买入机会。

3 行业推荐：受益于温和通胀的消费+代表中国高端制造的汽车+估值有优势的公用事业

我们围绕着业绩确定度高以及估值有优势这两条主线来挑选明年的重点推荐行业。

1) 业绩确定度高

我们认为行业盈利的确定性主要来自于 a. 是否受益于宏观形势变动趋势；b. 行业内是否有能充分受益于并抓住这一变动趋势的龙头企业；c. 是否受益于政策扶持方向。我们按照这三个维度进行分行业打分，首选消费板块。

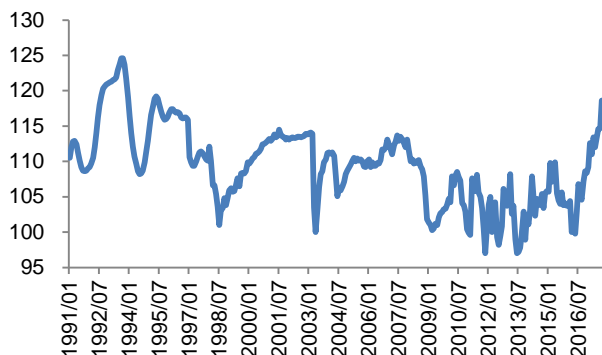
根据东方证券策略团队的观点，2018 年中国 CPI 将维持温和向上的趋势，我们看好消费品涨价预期下，行业的盈利成长前景。在消费品板块中，我们更看好必选消费这一子板块的向上空间。虽然可选消费更加受益于消费市场的复苏，但我们偏好必选消费主要源于：必选消费市场基本为本地公司所垄断，可以免疫于外来品牌的竞争，而本地可选消费公司在消费升级中较易受到国际品牌冲击。

我们认为消费增长的驱动力主要来自于两大方面：相较于城镇尤其是一二线城市，乡村市场的消费增速更高；随着 80 后一代逐渐成为消费主力，他们强势的消费购买力也是消费增长的关键。在这两个驱动力的支撑下，我们认为中国新一轮的消费复苏，为更长期的趋势，而非短期反弹。

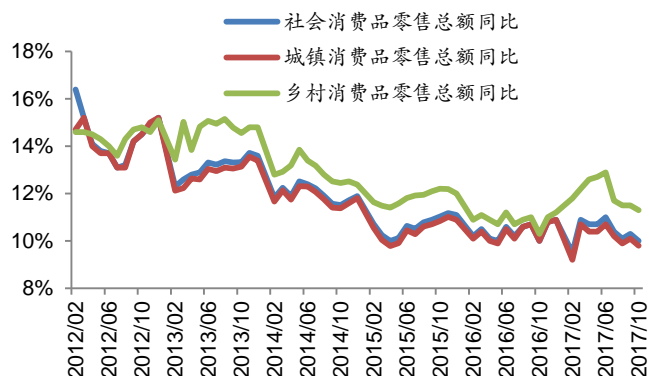
表 1：2018 年分行业打分

	宏观趋势变动	行业内竞争格局	政策	综合得分
必选消费	+++	+++	+	7
可选消费	++	+++	++	7
公用事业	++	+	+++	6
科技		++	+++	5
房地产	+	+++		4
原材料	+	++	+	4
工业	+	+	++	4
医药		++	+	3
金融	+	++		3
电信		+	+	2
能源	+	+		2

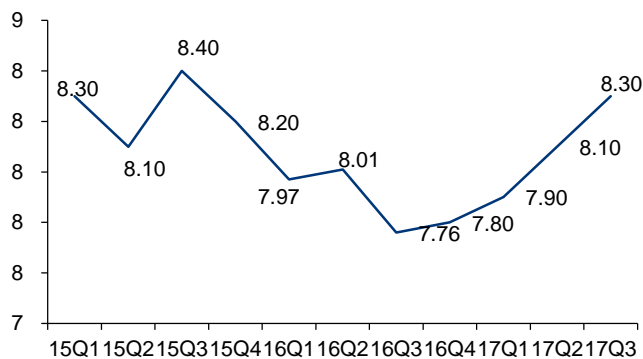
数据来源：东方证券研究所

图 27：中国消费者信心指数快速回升


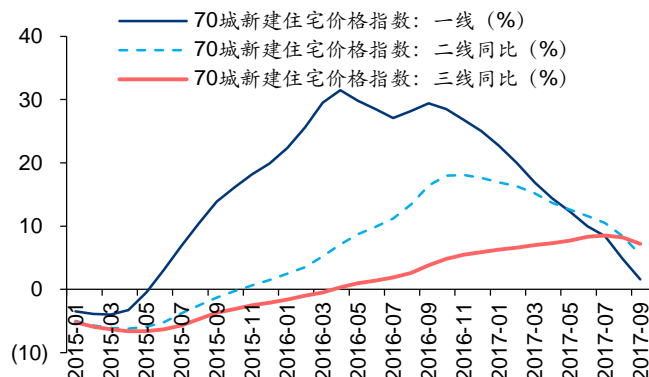
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 28：乡村消费品零售总额增速快于城镇


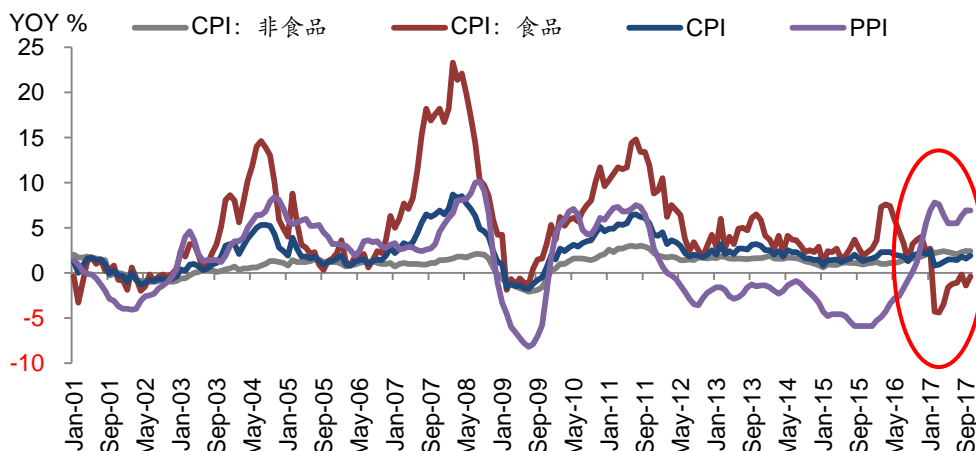
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 29：城镇居民人均可支配收入累计同比


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 30：一二三线城市新建住宅价格指数情况


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：2017 年中国 CPI 与 PPI 趋势背离


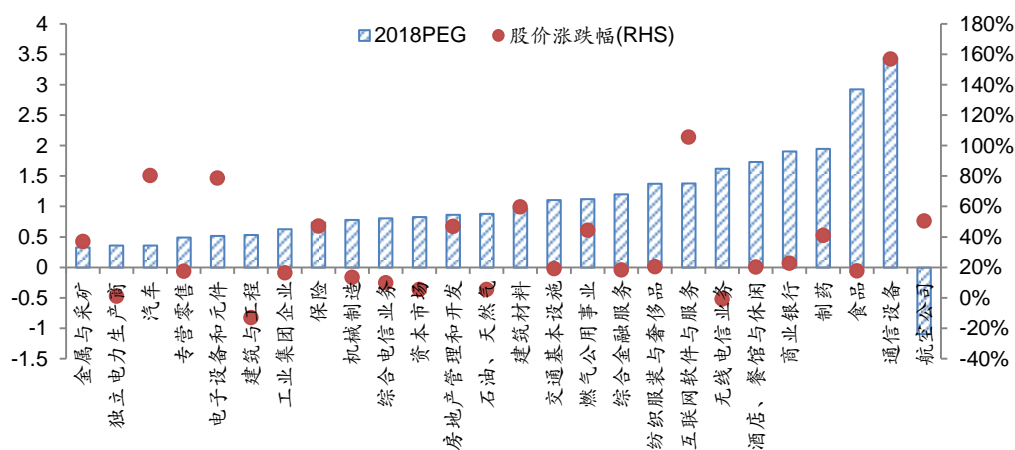
数据来源：Wind，东方证券研究所

2) 估值有优势

综合考虑行业 2018 动态估值 (wind 一致预期)、业绩增速以及 2017 年已实现涨幅 (获得了结压力), 我们首选独立发电商, 2018 年 PEG 仅为 0.36, 而 2017 年股价基本没有涨幅。

独立发电商在港股主要包括火电、风电、核电以及光伏运营商。我们更偏好风电, 主要源于政府对于新能源发电的坚定推广态度, 到 2020 年非水可再生能源在电量消纳比例要达到 9% 以上, 而风电相较于光伏运营, 因为补贴电价幅度小于光伏, 经营性现金流更优。

图 32: 细分行业 2018 PEG、股价涨跌幅对比图



数据来源: Wind, 东方证券研究所

综合以上分析, 我们重点推荐行业: 受益于温和通胀的消费, 代表中国高端制造的汽车以及估值有优势的公用事业。

3.1 必选消费——CPI 温和向上时的首选板块

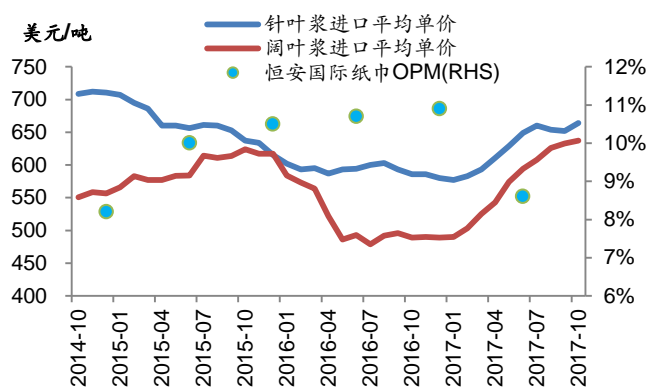
我们预计, 随着消费升级以及中国消费人口结构的年轻化, 消费品市场将维持复苏态势。我们认为, 随着 a. 市场集中度提升; b. 消费品公司过去几年一直以来的内部改革, 牛奶、啤酒以及家装将在这一波消费升级浪潮中最为受益。我们预计, 龙头消费品公司未来两年 ASP 每年增长中到高单位数, 带来净利润双位数的成长。板块龙头企业有个人卫生用品公司恒安国际(1044.HK, 未评级)、猪肉制品公司万洲国际(0288.HK, 未评级)、牛奶企业蒙牛乳业(2319.HK, 未评级)等。以下为分子行业分析:

- 1) 个人卫生用品行业: 我们对于明年个人卫生用品市场乐观, 尤其是品牌忠诚度高的产品, 比如卫生巾。在今年上半财年, 个人卫生用品公司整体收入增长源自产品升级以及市场份额的提升, 其中拥有一定品牌忠诚度的卫生巾业务增速达到中单位数, 主要受益于产品结构升级带来的 ASP 提升; 纸尿裤的消费升级趋势更为明显, 初生婴儿的父母更愿意在孩子身上提升消费水平, 因而在这一细分市场, 我们看到国际高端品牌如日本大王、美国金佰利好奇、宝洁的帮宝适在不断的获取本地市场份额; 纸巾方面, 由于纸浆涨价带来的成本上涨, 且因纸巾产品差异化有限, 品牌忠诚度低, 我们预计各纸巾品牌商的毛利率水平

将有压力,但一些品牌商如恒安国际有能力通过内部改革以及经营费用控制来应对成本上涨的压力,有望实现净利率水平的稳定。

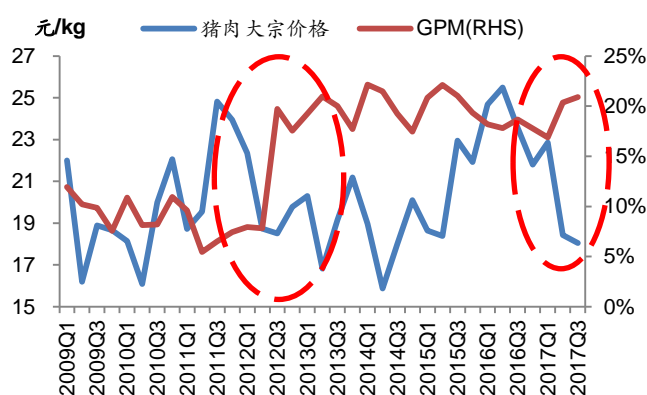
- 2) 猪肉: 虽然中国的猪肉消费增速已经趋于平稳,但长期来看,我们仍然对中国猪肉市场保持乐观。猪肉消费中猪肉制品占比不足 20%,我们认为毛利显著高于鲜猪肉的猪肉制品将是一个持续发展的子市场。随着消费升级,我们相信中国消费者的消费习惯将从鲜猪肉向猪肉制品转移,因而行业毛利水平将随着这一产品结构升级得到提升。短期来看,目前维持在低位的猪肉价格将刺激终端消费量以及提升猪肉制品的毛利水平。
- 3) 乳业: 2013-2015 年原奶和进口奶粉价格的快速下降,奶企恐慌性地持续采购原材料,在此之后,行业花费了数年来消化渠道堆积的奶粉以及奶制品;但与此同时,盈利水平低的小规模奶企也因为剧烈变化的原材料价格被挤出市场,行业在过去几年的时间里加速整合。蒙牛在 2016 年财报中一次性计提巨额奶粉库存减值并在今年年初增持现代乳业股权至 60%成为其第一大股东,我们相信中国牛奶市场正在进入一个供需更加均衡,市场集中度更高的时代。奶企开始进行产品升级,利用 ASP 的提升来加强自身盈利水平。

图 33: 纸浆价格走势与恒安国际纸巾利润率



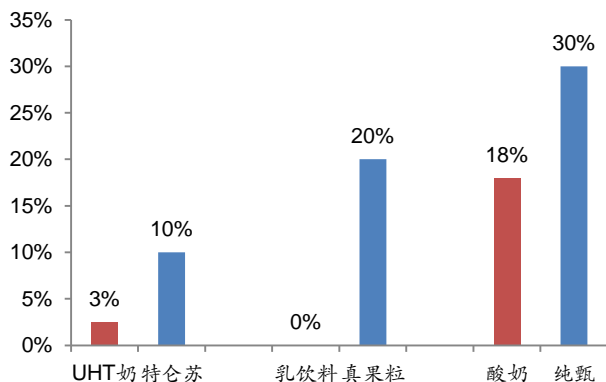
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 34: 中国猪肉大宗价格与万洲国际国内业务毛利率



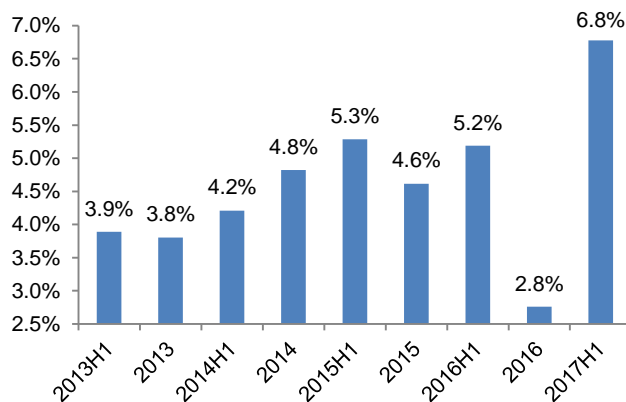
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 35: 2017H1 蒙牛乳制品分产品销量增速



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 36: 2013-2017H1 蒙牛 EBIT 比率



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

3.2 体育服饰——健康生活趋势下的确定成长板块

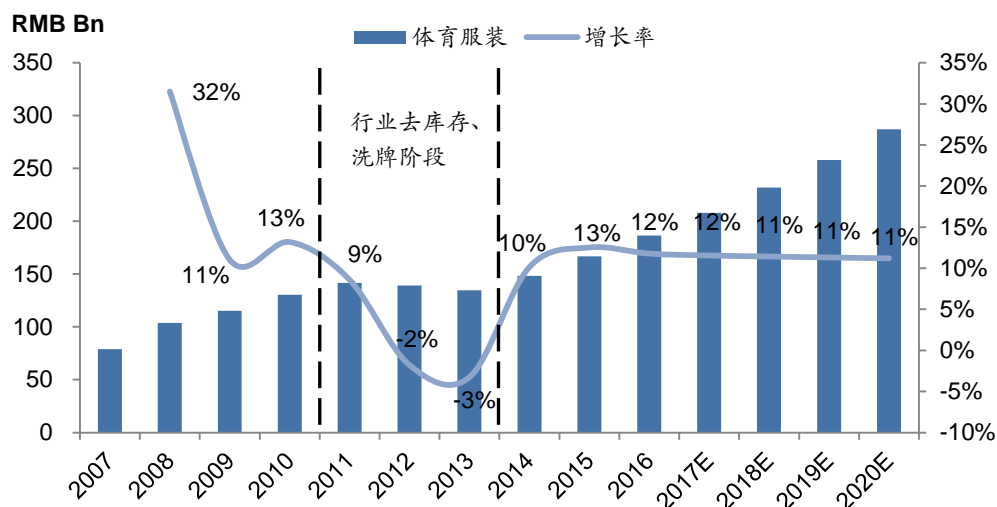
在可选消费中，我们最看好体育服饰行业的成长性：体育服饰行业在经历 2011-2013 年的行业去库存后（行业增速-3%），市场供需相对均衡，行业重拾成长，且新一轮成长更加坚实健康，我们预计 2017-2020 年体育服饰行业增速将达 11%以上。

更为坚实健康的长期成长前景：国家对体育产业的政策支持、中国目前正在萌芽的体育健身意识以及低水平的体育消费，将成为中国体育产业未来 5-10 年的发展基础。自 2014 年国务院 46 号文颁布，体育服饰行业进入快速复苏阶段。从体局产值规模结构来看，体育用品制造产值占 2/3，其中，根据 Euromonitor 数据，体育服饰占总产值 10%，其他体育用品制造包括球类、体育器材、体育游艺娱乐用品设备制造等。我们预计 2017-2025 年，体育服饰在整个体育产值结构中占比将维持在 9~10%的水平，至 2020 年体育服饰行业市场空间在 2800 亿左右。同时，我们预计随着国人（尤其中产阶级）对生命质量、生活质量不断提升的需求，体育人口比例至 2020 年将进一步提升至 1/3 以上，其中 20 岁以上体育人口比例提升将最为显著，我们预计将带来人均体育服饰消费年均 7%的增长。最后，我们认为，抓住运动时尚化趋势将为运动专业品牌打开仅占体育消费市场 10%的行业成长天花板，向 10 倍于体育服饰的休闲服饰市场渗透，将为体育服饰品牌商带来超越行业的成长机会。

更强势的品牌力+更有辨识度的产品：从全球来看，不论是发展中国家还是成熟市场，品牌力效应无一例外。过去十年，市场份额提升最快的仍然是已成立超过半个世纪之久的阿迪达斯和耐克，其凭借强势的品牌力与出众的产品设计水平在全球市场不断获得其他缺乏竞争力的国际品牌以及各国本土品牌的市场份额，其在全球的市场份额由 18.6%上升至 25.1%。但分国家来看，拥有优质本土品牌的国家也见证了本土品牌的崛起：在日本，亚瑟士和美津浓在过去十年的市场份额提升近 3 个百分点；在韩国，面对激烈的品牌竞争，可隆维持了其在本土 6%的前五市场份额水平；在中国，安踏和李宁等本土品牌由 12%上升至 15.6%。我们认为，在未来 3-5 年，中国体育服饰的竞争格局将呈现：市场份额继续向市场前五的品牌集中，耐克和阿迪达斯等国际一线品牌市场份额仍会上升，但随着大众理性消费意识提升，性价比更高的本土一线品牌也会在激烈竞争中找到自己的细分市场并站稳脚跟，其中采取差异化设计策略（vs 跟随策略）的本土品牌的市场份额集中趋势将更为显著，本土二线以下品牌将会因为有限的市场营销投入而带来的品牌不断边缘化逐渐为市场所淘汰。

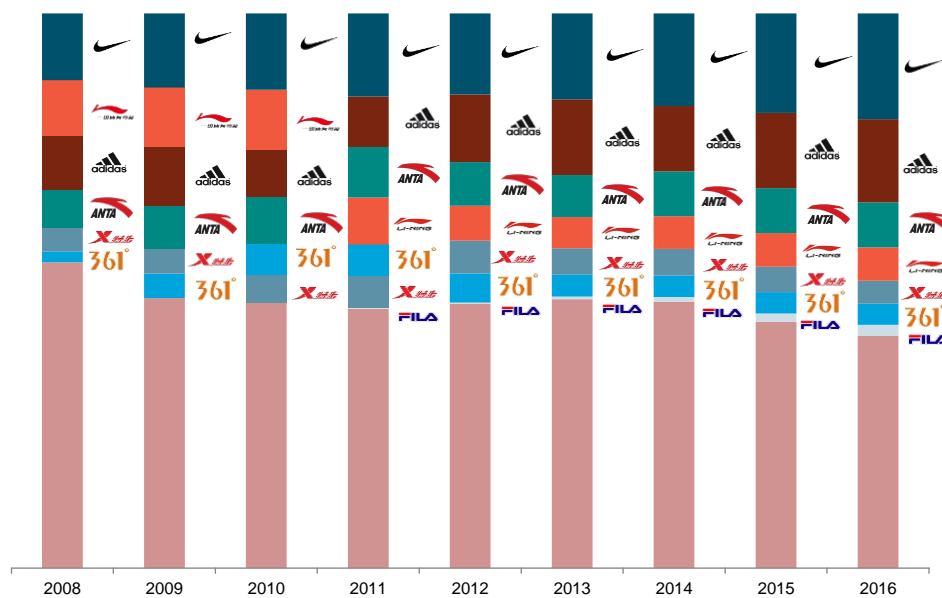
我们看好李宁(2331.HK，买入)确定的业绩复苏以及具有吸引力的估值；以及受益于体育服饰快速成长的优质代工龙头申洲国际(2313.HK，买入)。

图 37：2007-2020E 中国体育服装市场规模

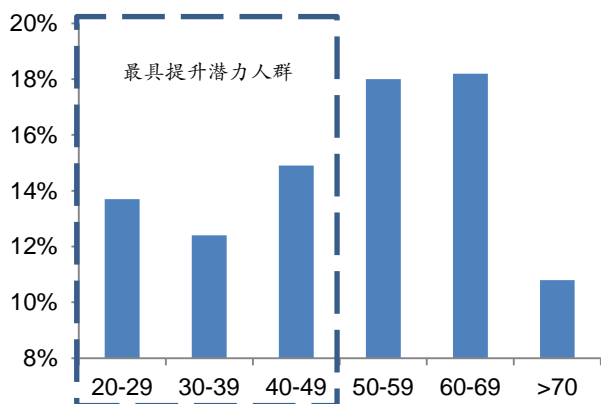


数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

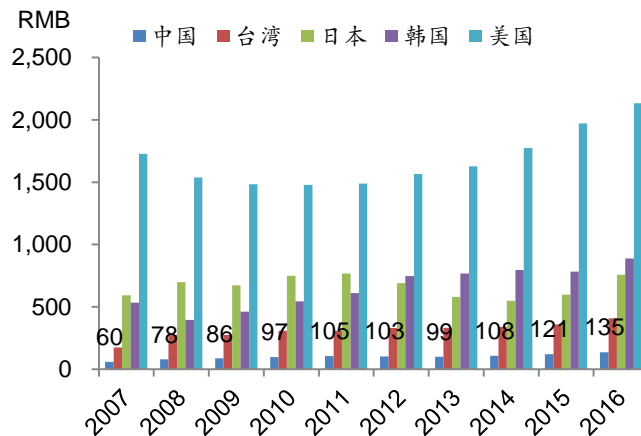
图 38：体育服饰品牌市场份额



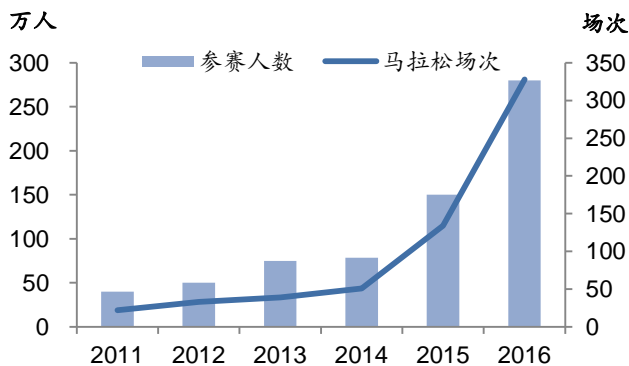
数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 39：20 岁以上体育人口比例低于 1/5


数据来源：国家体育总局，东方证券研究所

图 40：中国人均体育服饰消费：美国的 1/16，日本韩国的 1/6，台湾的 1/3


数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 41：2011-2016 马拉松参赛人数增长 600%


数据来源：国家体育总局，东方证券研究所

图 42：2017 贵阳国际马拉松赛


数据来源：贵阳体育局，东方证券研究所

3.3 汽车——成长中的中国高端制造行业

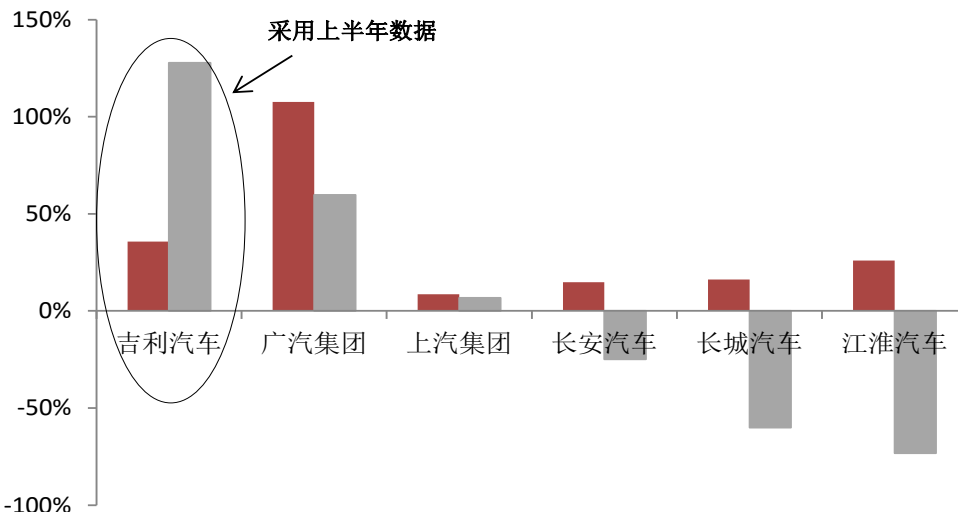
在今年乘用车行业销量个位数低增长下，乘用车公司呈现明显的分化趋势。吉利、广汽等盈利仍实现高速增长，因吉利未公告前 3 季度数据，按上半年数据分析，今年上半年吉利净利润同比增长 127.7%，前 3 季度广汽集团净利润同比增长 59.8%；上汽集团净利润稳定增长，前 3 季度净利润同比增长 6.7%；而其它乘用车公司，如长安、长城、江淮汽车等公司前 3 季度净利润均出现不同程度下降。

我们预计未来乘用车行业将在较长时间内保持低速增长的态势，在行业低速增长背景下，只有竞争实力强的乘用车车企盈利增长才能超越平均水平，而其它公司市场份额将逐渐下降、盈利能力逐步下降。

我国自主品牌乘用车经过多年的产品开发、技术积累，竞争实力逐步增强。在 2014 年前，自主车企销量增速基本低于合资车企整体销量增速，2015 年开始，自主车企在上汽、广汽、吉利自主品牌崛起下，整体销量增速超越合资品牌，也高于乘用车行业平均水平。2016 年乘用车行业整体增速 14.8%，自主和合资品牌销量增速分别为 20.5%和 10.8%；今年 1-9 月乘用车行业整体增速 2.3%，自主和合资品牌销量增速分别为 4%和 1%。

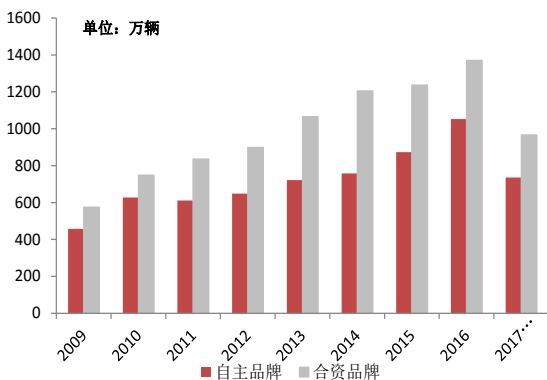
根据 2017 年的净利润增速情况来看，乘用车自主品牌中，吉利汽车(0175.HK, 未评级)、广汽集团(2238.HK, 未评级)增速最快。我们预计未来自主品牌市场份额仍将逐年提升，德系份额稳步向上，日系、美系稳定，韩系、法系因缺少有竞争力车型，市场份额仍将下降。我们认为，未来中国在发展高端制造的大趋势下，自主品牌汽车中将有一到两家成长为具有全球竞争力的整车制造厂商。

图 43：主要乘用车公司前 3 季度净利润增速比较



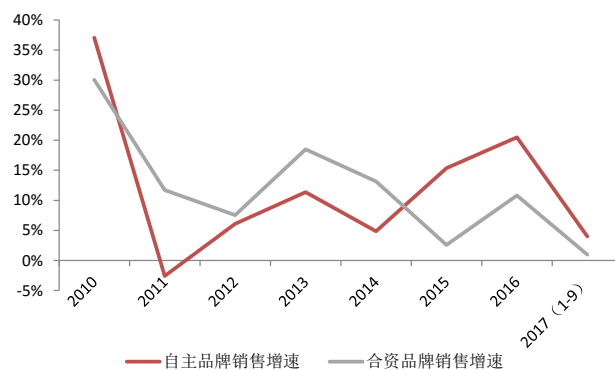
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 44：自主品牌销量 VS 合资品牌销量

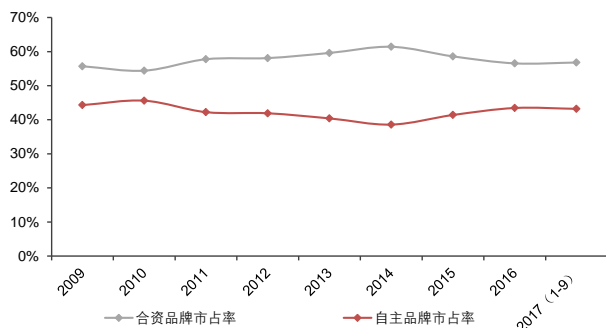


数据来源：中汽协，东方证券研究所

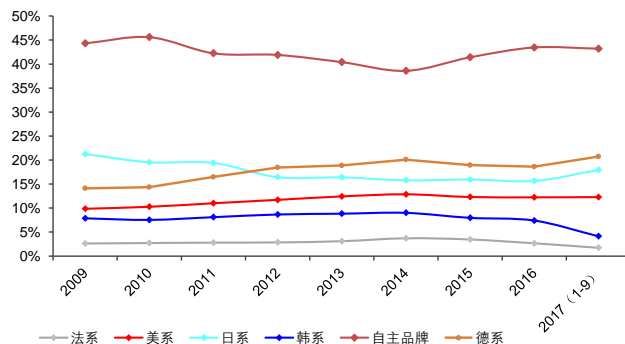
图 45：自主品牌销量增速 VS 合资品牌销量增速



数据来源：中汽协，东方证券研究所

图 46：自主品牌销量比重 VS 合资品牌销量比重


数据来源：中汽协、东方证券研究所

图 47：乘用车分国别销量比重


数据来源：中汽协、东方证券研究所

3.4 风电运营——估值处于历史低位，业绩受益于限电改善确定向上

十三五期间，受益于能源改革的深化以及环境保护要求，作为重要的非水可再生能源，风电的弃风限电痼疾将得到显著改善，风电运营商的开工小时数以及现金流状况同步反转，我们预计，2017-2020 年行业装机将实现年均+10%的增长，利用小时+3%，因补贴退坡以及市场风电上网电价每年下降 1-2%，主要风电运营商风电售电收入将实现年均 10-12%增长，净利润增速 15-20%。

装机增速放缓，但盈利前景更优：红色预警以及短期盈利前景促使风电装机难移。从政策以及经济性两个角度来看，风电运营商未来两到三年新增装机将向中东部和南方地区倾斜。我们认为，考虑到中东部和南方地区等四类风区相对有限的风电资源及较高的开发难度，我们保守预计，2017-2020 年，每年新增风电装机 15GW，行业 CAGR+10%，未来风电装机投运增速将有所放缓，但资产盈利质量因风机分布结构改善将明显提升。

利用小时持续回升：我们认为，风电场利用率上升，主要来自于两个更强有力的助力：1) 红色预警政策后的地区供需格局改善，2) 跨省跨区交易落实风电消纳。我们预计 2017-2020 年期间，风电弃风限电率将逐年稳步回落，全国风电平均利用小时尤其是三北地区风资源丰富地区利用小时将同步恢复，至 2020 年，弃风限电率将在 5%以下，利用小时达到 2000 小时以上 (vs 2016 年，弃风限电率 17%，利用小时 1742 小时)。

我们保守预计主要风电运营商 2017-2019 年装机增长 8% (更加关注资产盈利质量而非规模)，考虑补贴退坡以及更多参与市场化电量交易，风电上网电价每年下降 1-2%，风电售电年均收入实现 10-12%，但因为经营杠杆 (利用小时提升，更多开工率高的四类风区项目)，归母净利润复合增长率 15-20%，对应 2018 年业绩主要公司估值 PE7-9 倍，且公司 ROE 随着电厂负荷率上升逐年提升，在可再生能源电价附加款项收回加快的背景下，自由现金流开始转正，我们认为风电行业存在整体估值提升的可能。

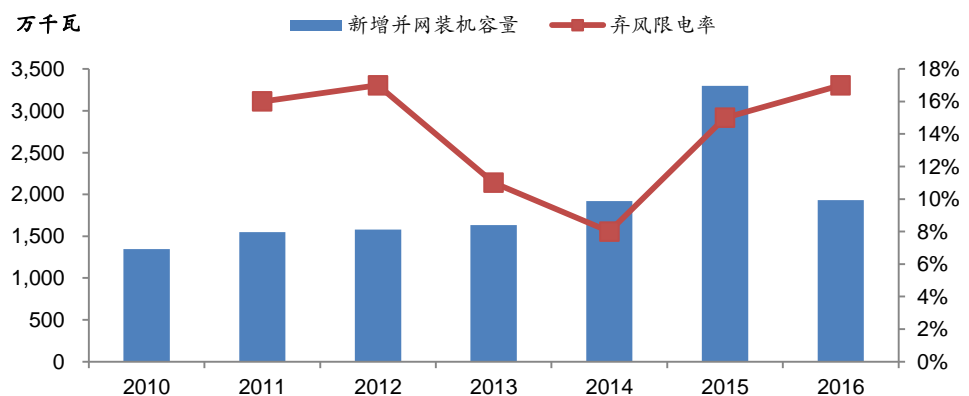
推荐标的：我们更看好风电运营龙头且相对更受益于三北地区限电改善的龙源电力(0916.HK, 买入)，同时也看好自由现金流开始转正且运营效率高的华能新能源(0958.HK, 买入)。

表 2：风电分资源区项目盈利测算

	一类	二类	三类	四类
利用小时	1560	1665	1386	1971
电价 (2017) (元/kwh)	0.47	0.50	0.54	0.60
IRR (2017)	1%	4%	0%	16%
电价 (2018) (元/kwh)	0.40	0.45	0.49	0.57
IRR (2018)	-5%	1%	-3%	14%

注：表中利用小时为 2016 年水平，每类风资源利用小时为各类风资源区内省区利用小时平均数字。

数据来源：国家能源局，东方证券研究所

图 48：2010–2016 年中国新增风电并网装机及平均弃风限电率


数据来源：国家能源局，东方证券研究所

表 3：蒙东风场对绿证价格的盈利敏感性分析

ROE	绿证价格 (元/Mwh)					
	0	29.3	58.6	87.9	117.2	146.5
1900	3%	5%	7%	9%	10%	12%
2000	4%	6%	8%	10%	12%	13%
2100	5%	7%	9%	11%	13%	14%
2200	6%	8%	10%	12%	14%	16%
2300	7%	9%	11%	13%	15%	17%

注：蒙东风电保障利用小时为 1900 小时；2018 年新风电补贴电价为 146.5 元/Mwh (=450-303.5)。

数据来源：东方证券研究所

风险提示

- 1.宏观经济下行压力增大，使得上市公司业绩承压：中国经济增速正处于 L 型走势，许多行业的经营可能发生剧烈波动，对应到相应的上市公司层面，业绩有可能会承压。
- 2.海外市场风险传导：美股已经处于历史高点，下跌回调风险依旧存在，随着资本市场开放程度加深，海外风险有可能加速传导到港股市场

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn