

长风破浪，以和为贵

跨国综合企业，五大业务板块并驾齐驱

长江和记实业有限公司是业务遍布全球的大型跨国综合企业。公司五项核心业务为港口及相关服务、零售、基建、能源及电讯，遍及全球超过 50 个国家，同时也进行资本运作。2018 年上半年，集团及联营企业实现营收 2245 亿元，同比增长 15.9%，归母净利润 180 亿元，同比增长 13.2%。

港口及相关服务：“一带一路”助推下的世界一流港口运营商

和记港口 2017 年吞吐量 8470 万 TEU，版图遍布 26 个国家、52 个港口，且拥有多达 290 个泊位的经营权。随着中国政府对“一带一路”计划的执行和亚欧国家的积极响应，和记港口的核心码头将迎来新一轮的发展机遇。预计港口及相关服务业务 2018 年实现收入 367 亿港元，同比增长 7.5%。

零售：屈臣氏深耕全球保健及美容市场

屈臣氏核心竞争力为：客户定位精准、门店选址合理、独家品牌提升利润率。集团对数字化新零售做了前瞻布局，先后搭建数据管理平台，引进机器学习等技术，加速 O+O 转型。预计零售业务 2018 年实现收入 1736 亿港元，同比增长 11.1%。

基建：布局海内外，盈利保持稳健

公司基建业务以长江基建集团为主，其中电力和公用事业业务贡献了主要的利润，包括火电、可再生能源、输配电、油气输配等业务，其他基建业务以路桥及建材居多。预计基建业务 2018 年实现收入 757 亿港元，同比增长 32.0%。

能源：背靠赫斯基能源，收入利润企稳回升

赫斯基能源的主要产品包括原油、沥青、液化天然气及天然气两大部分，截至 2017 年底，公司原油、沥青、液化天然气探明储量合计 995 百万桶，天然气探明储量合计 18360 亿立方英尺，资源总储量 2437 百万桶石油当量。

电讯：合并 Wind Tre 剩余 50% 股权，跻身欧洲一流运营商

公司电讯业务从盈利角度看业务以欧洲为主。欧洲 3 集团的英国分公司为当地第四大运营商，而在意大利则刚完成并购 Wind Tre 剩余 50% 股权。公司已跻身欧洲一流电信运营商，预计未来还会在欧洲持续并购，充分发挥规模协同效应。预计电讯业务 2018 年实现收入 947 亿元，同比增长 7.4%。

首次覆盖给予“增持”评级

公司在医药、媒体、电讯、化妆品等行业都有投资布局，并与新兴互联网企业合作，拥抱新生代消费群体。我们预计集团及联营企业 2018 - 2020 年分别实现营收 4792、5037 和 5595 亿港元，分别实现归母净利润 397、431 和 454 亿港元，看好公司五大业务的多元全球化布局，重点关注零售业务在中国的成长性、电讯业务的区域扩张以及新的投资计划，首次覆盖给予“增持”评级。

请参阅最后一页的重要声明

长和 (00001)

首次评级

增持

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号：S1440515080001

香港证监会中央编号：BMV926

发布日期：2018 年 10 月 26 日

当前股价：79.20 元

目标价格 12 个月：110.00 元

主要数据

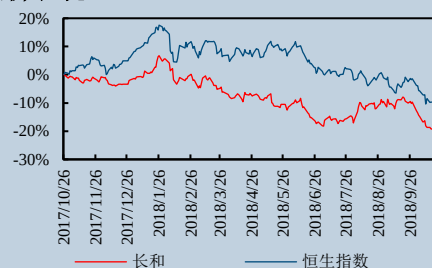
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.44/-2.29	-5.14 /8.02	-18.17/-6.80
12 月最高/最低价 (元)		103.33/79.20
总股本 (万股)		385624.05
流通 H 股 (万股)		385624.05
总市值 (亿元)		3054.14
流通市值 (亿元)		3054.14
近 3 月日均成交量 (万)		595.34

主要股东

Li Ka-Shing Unity Trustee Company Limited 等	30.17%
---	--------

股价表现



相关研究报告

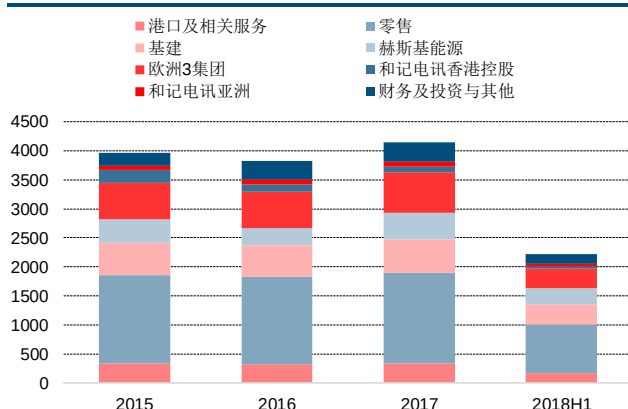
目录

长和：跨国综合企业，五大业务板块并驾齐驱	1
一、港口及相关服务：“一带一路”助推下的世界一流港口运营商	2
1.1 港口版图遍布全球五大洲，核心码头占半数	2
1.2 欧亚港口乘“一带一路”东风，中美贸易战影响有限	3
1.3 完善成熟港口版图，布局航运资产新业务	5
二、零售：屈臣氏深耕全球保健及美容市场	6
2.1 屈臣氏核心竞争力：客户定位精准+门店选址合理+独家品牌提升利润率	6
2.2 屈臣氏顺应新零售时代，推动数字化转型	8
2.3 屈臣氏盈利预测	12
三、基建：布局海内外，盈利保持稳健	14
3.1 电力公用：贡献基建板块主要利润	15
3.2 其他基建业务：路桥及建材占比为主	17
3.2.1 中国内地投资组合	17
3.2.2 基建相关业务投资组合	18
四、能源：背靠赫斯基能源，收入利润企稳回升	19
4.1 赫斯基能源，加拿大综合能源公司	19
4.2 资源储量丰富，预计 2018 年产量小幅增长	20
4.3 产品价格大幅回升，运营成本持续下降	20
4.4 多因素影响石油市场，预计未来油价中枢维持 65 美元以上	21
4.5 国际天然气市场化交易为主，价格与原油一致性渐弱	24
五、电讯：合并 Wind Tre 剩余 50% 股权，跻身欧洲一流运营商	27
5.1 长和电讯业务结构：以欧洲为主的移动通信运营商	27
5.2 当前欧洲业务布局中：以英国、意大利为根基	28
5.2.1 英国业务：为当地第四大运营商，格局相对较稳	28
5.2.2 意大利业务：并购 Wind Tre 剩余 50% 股权，晋升意大利主流运营商	29
5.3 用户增量放缓，ARPU 值下滑，倒逼并购将成为电信行业的主题	31
5.4 长和电信业务盈利预测与估值	32
六、财务及投资与其他：多元布局，合作互联网企业扩大用户群体	34
6.1 投资多元化，涉及高端制造、新媒体、消费等领域	34
6.2 与新兴互联网企业强强联手，拥抱新生代消费群体	35
七、盈利预测与估值	37
八、风险提示	39

长和：跨国综合企业，五大业务板块并驾齐驱

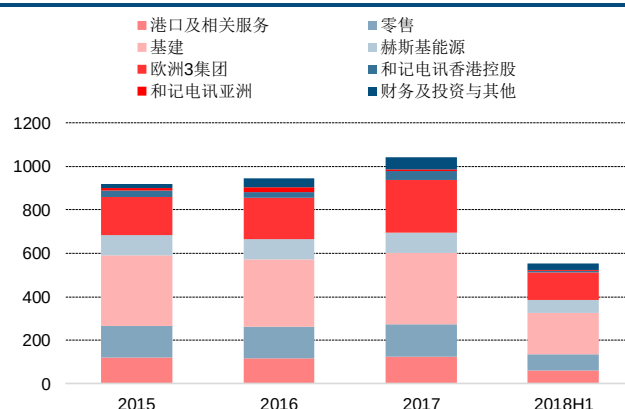
长江和记实业有限公司是业务遍布全球的大型跨国综合企业，是香港交易所主板其中一家最大的上市公司。公司经营五项核心业务，包括港口及相关服务、零售、基建、能源及电讯，遍及全球超过 50 个国家，同时也进行股权投资等资本运作。2017 年，集团及其联营企业（不考虑持股比例，下同）共实现营收 4148 亿港元，同比增长 8.5%，实现归母净利润 351 亿元，同比增长 6.3%。2018 年上半年，集团及其联营企业实现营收 2245 亿元，同比增长 15.9%，实现归母净利润 180 亿元，同比增长 13.2%。

图表1：长和收入按业务拆分（亿港元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

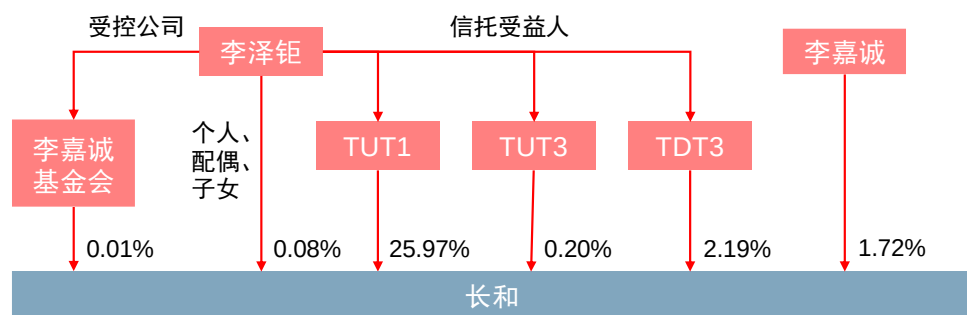
图表2：长和 EBITDA 按业务拆分（亿港元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司 1972 年在香港联交所主板上市，当前发行数量 38.56 亿股，其中实际控制人李泽钜为主席、集团联席董事总经理及执行董事，是著名香港企业家李嘉诚的长子，截至 2018 年 6 月 30 日，李家通过信托收益人、实际持股、受控制公司、配偶、子女等身份共持有公司 30.17% 的股权。股息

图表3：长和股权结构（截至 2018 年 6 月 30 日）



注：TUT1 为 Li Ka-Shing Unity Trustee Company Limited，TUT3 为 Li Ka-Shing Castle Trustee Company Limited，TDT3 为 Li Ka-Shing Castle Trustee Corporation Limited

资料来源：公司公告，Wind，中信建投证券研究发展部

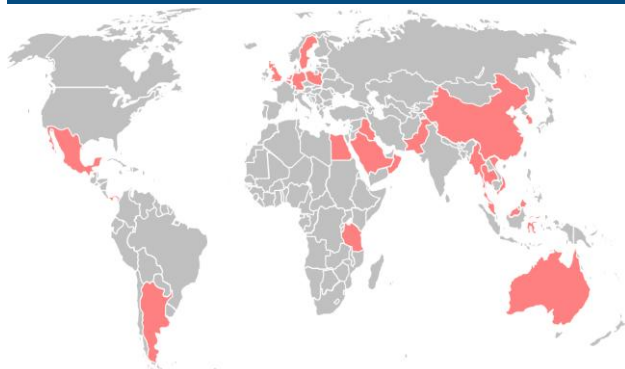
一、港口及相关服务：“一带一路”助推下的世界一流港口运营商

1.1 港口版图遍布全球五大洲，核心码头占半数

和记港口的前身是英国祈德尊家族控制的香港老牌洋行——和记黄埔下的黄埔船坞。祈德尊家族在 20 世纪 60 年代野心勃勃，看准了香港人多地少的机会，不停进行收购兼并，又把黄埔的大船厂都搬到了香港的青洲，腾出的大量土地进行房地产开发。只是因为把战线拉得太长，在 1973 年香港股灾和世界能源危机之后，和记黄埔陷入财务危机。即使汇丰银行出资援助 1.5 亿港元，重组后的和记黄埔依旧亏损连连。随后，李嘉诚通过“一石三鸟”的经典一战，成功上演“蛇吞象”，并将和记黄埔经营成全香港最好的公司之一。

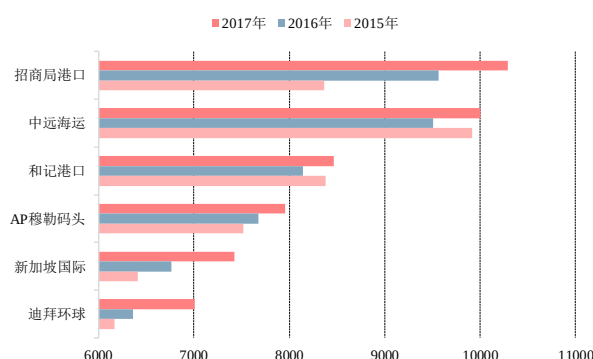
在中远和中海合并之前，和记港口曾经长期保持全球最大码头运营商的位置。如今，和记依然强势保持着世界前三的水平，港口生意遍布 26 个国家、52 个港口，且拥有多达 290 个泊位的经营权。2017 年和记全球总吞吐量增长 4% 至 8470 万 TEU，全球前六大港口运营商控制着 72% 的市场吞吐量。相对其他大型运营商多布局于局部地区，长和全球布局的港口版图保证了长和旗下港口风险分散、均衡发展，码头布局中包括全球十大最繁忙码头中的五个。近些年，吞吐量保持在稳定增长且二十年来都占据全球吞吐量的 12% 左右。

图表4：和记港口全球分布图



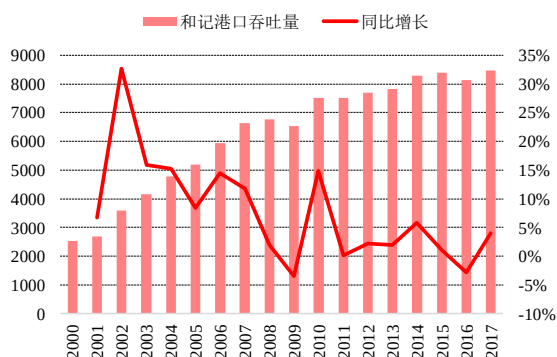
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表5：全球港口运营商近三年吞吐量（单位：万 TEU）



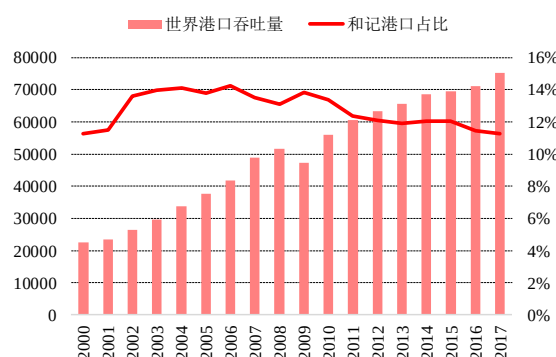
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表6：和记港口历年吞吐量（单位：万 TEU）



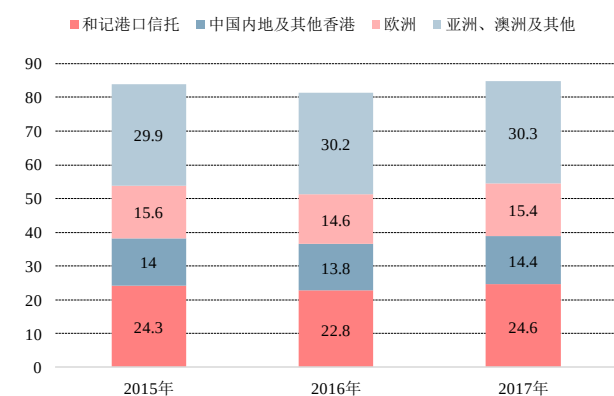
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表7：全球货柜总吞吐量及公司占比（单位：万 TEU）

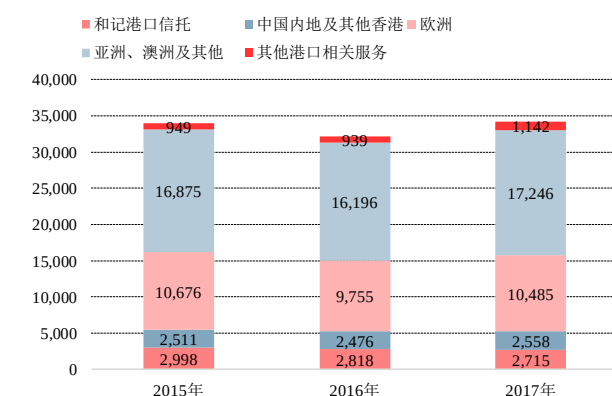


资料来源：公司公告，The World Bank，中信建投证券研究发展部

港口资产曾经是李嘉诚商业版图的重点之一，曾十年占据公司总营收近 50%。2018 年上半年，港口板块为公司贡献 7.8% 的营业收入，EBITDA 贡献占比 11.2%。

图表8： 近三年货柜吞吐量分布（单位：百万 TEU）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表9： 近三年港口营收地区分布（单位：百万港元）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

1.2 欧亚港口乘“一带一路”东风，中美贸易战影响有限

2017 年港口吞吐量同比增长 4.1%，主要由中国内地及香港、西班牙巴塞罗那、巴拿马的吞吐量稳定回升以及巴基斯坦卡拉奇的新深水港口贡献。但因马来西亚巴生、印尼雅加达、沙特以及巴哈马群岛自由港的吞吐量同比减少而部门抵消。近年长和的新增码头主要在中东地区，因为该地区的贸易增速最高。另一方面，随着中国政府对“一带一路”计划的执行和亚欧国家的积极响应，和记港口的核心码头将迎来新一轮的发展机遇。

图表10： 和记港口“一带一路”布局（中国大陆与香港之外地区）

序号	项目	所在地	和记港口实际权益	2017 年吞吐量 (百万 TEU)
1	欧洲货柜码头 / 鹿特丹河口码头 / 鹿特丹 Euromax 码头 / 阿姆斯特丹货柜码头 / TMA 物流	比利时、德国及荷兰	93.5% / 89.37% / 60.78% / 100% / 50%	8.9
2	巴塞南欧码头	西班牙	100%	1.8
3	格丁尼亚货柜码头	波兰	100%	0.3
4	马来西亚西港	马来西亚	23.55%	9.0
5	巴拿马港口公司	巴拿马	90%	4.2
6	和记韩国码头 / 韩国国际码头	南韩	100% / 88.9%	2.9
7	和记兰差彭码头 / 泰国兰差彭码头	泰国	80% / 87.5%	2.8
8	雅加达国际货柜码头 / 高珈货柜码头	印尼	49% / 45.09%	2.7
9	卡拉奇国际货柜码头 / 南亚巴基斯坦码头	巴基斯坦	100% / 90%	1.5
10	沙特阿拉伯达曼国际港口	沙特阿拉伯	51%	1.1
11	阿曼国际货柜码头	阿曼	65%	0.8
12	亚历山大国际货柜码头	埃及	80.33%	0.7
13	坦桑尼亚国际货柜码头	坦桑尼亚	66.5%	0.5

序号	项目	所在地	和记港口实际权益	2017 年吞吐量 (百万 TEU)
14	和记阿吉曼国际码头	阿联酋	100%	0.2
15	缅甸国际货柜码头	缅甸	100%	0.2
16	和记港口拉斯海玛	阿联酋	60%	—
17	和记港口欧姆古温	阿联酋	60%	—
18	和记港口巴士拉	伊拉克	51%	—
19	越南西贡国际码头	越南	70%	—
合计吞吐量				37.6
占和记港口 2017 年总吞吐量				44.4%

资料来源：公司公告，中国一带一路网，维基百科，中信建投证券研究发展部

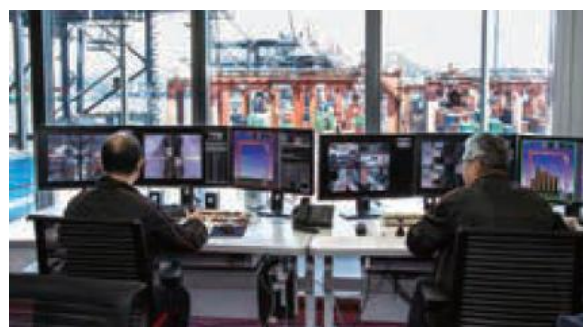
配备先进装卸和信息设备，公司港口作业效率行业顶尖。以和记港口旗下在香港母港的旗舰企业 HIT 为例，迄今 HIT 经营葵青港区 12 个泊位，集装箱吞吐量占整个港区的 70%。HIT 装卸效率极高，管理模式先进，计算机设备及内部信息系统一流。2012 年，HIT 引入路轨式龙门架吊机遥距操作系统，在堆场实行遥距操作。日前，葵青 9 号货柜码头的吊机遥距操作及货柜自动堆栈系统全面启用。这是首个在货柜堆场全面以遥距方式操作轮胎式龙门架吊机及实施货柜箱自动堆叠的码头，这项投资可提升 HIT 港口作业 20% 的操作效率。

图表11： HIT 路轨式龙门架吊机



资料来源：公开信息整理，中信建投证券研究发展部

图表12： 九号货运码头遥距操作系统



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

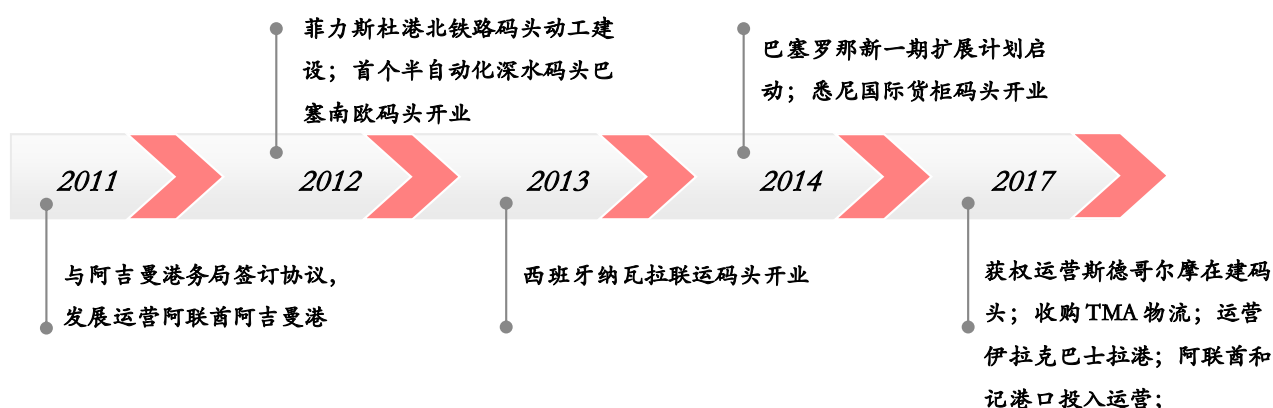
中国码头业务占比两成，贸易战负面影响有限。中美贸易战中，只有国内进口征税产品会有较大影响，整体对贸易市场的情绪影响稍小。中美贸易结构为互补型，中国进口低端“粗、大、笨”产品在吞吐量上会受关税影响较大；而高科技领域运输成本较小，受关税影响也较小。

与其他港口运营商相比，和记港口盈利更加多元化。与中美贸易相关的码头有和记港口信托旗下码头和其他中国地区码头，2017 年合计吞吐量约 3900 万 TEU，但由于长和对这些港口资产实际持股比例较小，大多为 30%，最高基本不超过 50%，合计盈利占码头业务约 20%，其中与中美贸易战有关的业务更是少数，所以整体影响不大。

1.3 完善成熟港口版图，布局航运资产新业务

和记港口近年来多投资于全球成熟的港口，既保证了稳定回报，也规避了部分政治、运营风险，同时也避开了与招商局港口和中远海运的直接竞争。这些成熟港口位于主要贸易中心，拥有腹地经济发达，基础设施完善，与和记先进的信息管理系统相结合，可以在长期保持竞争力。长和仍然有继续投资国际优质港口的能力，并且随着 DP World 6.6 亿欧元收购 Unifeeder 打开了全球港口运营商“反击”的序幕，长和也有潜力在航运资产上拓展新业务，进一步提高行业话语权。

图表13：近年长和港口业务海外投资历程



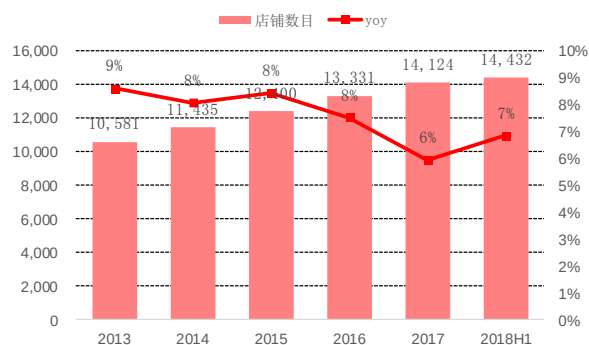
资料来源：航运交易公报，中信建投证券研究发展部

二、零售：屈臣氏深耕全球保健及美容市场

2.1 屈臣氏核心竞争力：客户定位精准+门店选址合理+独家品牌提升利润率

长和的零售部门由屈臣氏集团旗下公司组成。以店铺数目计算，屈臣氏集团是亚洲与欧洲最大的保健及美容产品零售商。屈臣氏的门店数量稳步增加，从 2013 年的 10581 个增长到 2018 上半年的 14432 个。其业务分部在全球 24 个市场，其中在 15 个市场排名第一。集团每年服务客户 40 亿人次，拥有会员超过 1.3 亿人，每小时卖出 310 万件商品。屈臣氏拥有超过 13 万名顾问和超过 3.8 万名健康专家，能给予客户专业的护理、美妆建议。屈臣氏的 App 在中国拥有 5000 万的粉丝。

图表14： 门店数量稳步增长



图表15： 屈臣氏概览

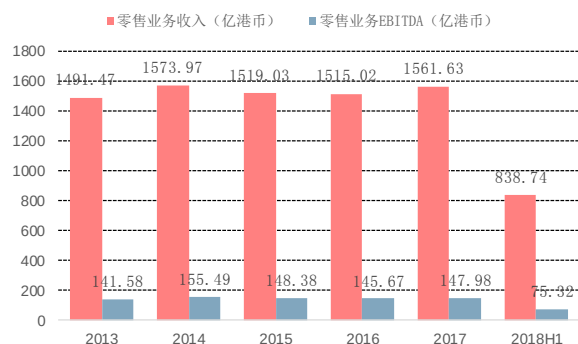


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

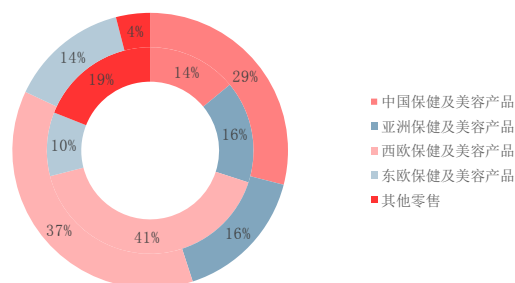
公司零售业务收入和 EBITDA 保持稳定。2017 年收入同比增长 3.1%，主要由于店铺数量同比增加 5.9%，以及同比店铺销售额（财年首日已运营超过 12 个月，且在 12 个月内店铺规模无重大变动的成熟门店，剔除新开店的影响）增加 0.9% 所带动。收入的区域分布方面，西欧保健及美容产品的收入占比最高，为 41%，EBITDA 的收入占比为 37%。中国保健及美容产品的收入占比为 14%，但是 EBITDA 的占比为 29%。中国保健及美容产品的 EBITDA 占比高于收入占比的原因是因为中国区的毛利率高于欧洲、亚洲。

图表16： 零售业务收入和 EBITDA 保持稳定



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

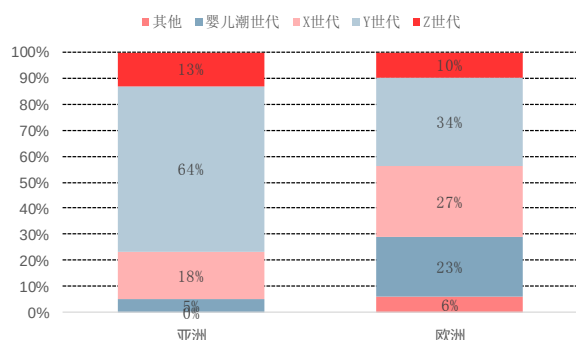
图表17： 2017 年零售营收区域分布



注：内环收入，外环 EBITDA

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

屈臣氏的目标客户为 35 岁以下女性，因为她们通常追求时尚，喜欢寻求新奇体验，愿意展示自我。按世代划分，1965 - 1979 年间出生的为 X 世代，1980 - 1994 年间出生的为 Y 世代，1995 - 2009 年间出生的为 Z 世代。屈臣氏亚洲客户中，Y 世代占比高达 64%，欧洲客户中 Y 世代占 34%。门店选址方面，屈臣氏拥有先进的地理信息管理系统，通过人流密度、社区人口、交通环境等指标选择合适的门店位置，保证门店的消费者流量。在成本方面，为了控制门店租金成本，门店一般位于地下一层或地上二层。门店内的陈列布局凸显专业个人护理，另外健康顾问会提供专业的咨询。

图表18： 目标客户 Y 时代，塑造个护专家形象


资料来源：屈臣氏，中信建投证券研究发展部

图表19： 合理的门店选址和店面商品陈列

选址	成本	陈列
- 先进的地理信息管理系统 - 繁华商圈，保障流量	位于地下一层或地上二层，控制租金成本	- 陈列布局凸显专业个人护理 - 健康顾问提供专业咨询

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

屈臣氏从 2000 年开始通过外延并购加速全球布局。2000 年拓展欧洲市场，收购英国保健及美容产品连锁店 Savers；2002 年收购荷兰 Kruidvat 集团，并加入更多著名欧洲品牌，包括保健美容零售商 Superdrug、Trekpleister、Rossmann 及高级香水及化妆品零售品牌 ICI Paris XL；2004 年收购波罗的海国家著名的保健及美容产品连锁店 Drogas，收购在德国拥有 786 家保健及美容产品连锁店 Dirk Rossmann GmbH 四成股权；2005 年收购土耳其 Cosmo 店，英国著名香水连锁店 Merchant Retail Group 及其主要业务 The Perfume Shop，俄罗斯保健及美容产品连锁店 Spektr。

通过外延并购，屈臣氏迅速将业务扩展到欧洲，并获得了很多优质的保健及美容产业品牌、研发和生产资源。近几年，彩妆市场的增速较高，屈臣氏顺应行业变化，在最新的第八代门店中增加彩妆比重和体验区，还开设了美妆概念店 Colorlab。

图表20： 外延并购，拓展全球市场

2000年	收购英国H&B连锁店 Savers
2002年	收购荷兰Kruidvat 集团
2004年	收购波罗的海国家H&B连锁店 Drogas；收购西药连锁店Apex Pharmacy Sdn Bhd；收购德国 Dirk Rossmann GmbH四成股权
2005年	收购土耳其Cosmo店；收购英国 Merchant Retail Group；收购俄罗斯Spektr

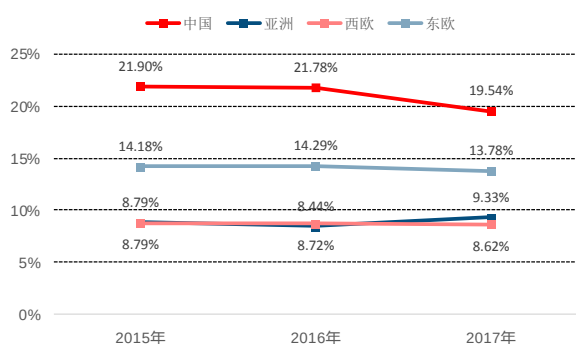
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表21： 屈臣氏新门店扩大体验区，提供 AR 试妆


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

独家品牌提升毛利率，中国区的 EBITA 毛利率高于其他地区。上文提到中国区的 EBITDA 的占比高于收入占比，主要原因是中国区的 EBITDA 毛利率高于其他地方。2017 年中国区的 EBITDA 毛利率为 19.54%，而亚洲其他地区为 9.33%，欧洲区为 9.58%。EBITDA 毛利率高的原因是独家品牌占比较高，独家品牌的毛利率要比非独家品牌的毛利率平均高 10 - 20 个百分点。独家品牌分为自有品牌和第三方独家品牌。我们梳理了屈臣氏天猫旗舰店中销量前 10 的面膜，其中自有品牌达 4 个。而且自有品牌的燕窝沁白臻颜面膜和天丝面膜的销量远高于森田药妆玻尿酸水润原液面膜。

图表22： 独家品牌占比超 50%，中国 EBITDA 毛利率最高



图表23： 独家代理联合利华新品“炫诗”



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：联合利华，中信建投证券研究发展部

图表24： 屈臣氏天猫旗舰店中销量前 10 的面膜中自有品牌达 4 个

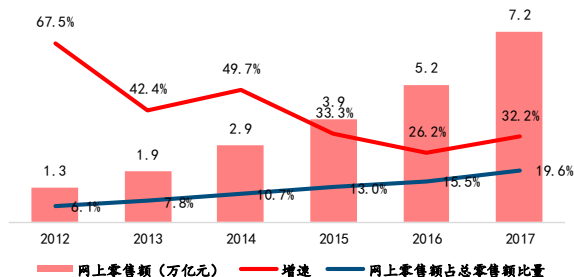
产品	总销量	是否自有品牌
燕窝沁白臻颜面膜 24 片	454,768	是
天丝面膜 30 片（纳豆芦荟蜗牛）	404,030	是
森田药妆玻尿酸水润原液面膜 12 片	137,970	否
燕窝沁白臻颜面膜 6 片	111,503	是
天丝面膜 30 片（芦荟 + 透明质酸 + 红石榴 + 纳豆 + 蜗牛 + 樱花）	66,706	是
DMC 多媚卡雅欣兰冻膜 225g 去粉刺黑头深层清洁毛孔面膜	61,077	否
美迪惠尔韩国可莱丝水库面膜 10 片	59,117	否
森田玻尿酸水润原液面膜 4 片×2	35,161	否
一叶子嫩蓝莲花舒缓补水面膜 10 片	28,345	否
一叶子嫩酪梨倍润补水面膜 10 片	24,852	否

资料来源：天猫，中信建投证券研究发展部

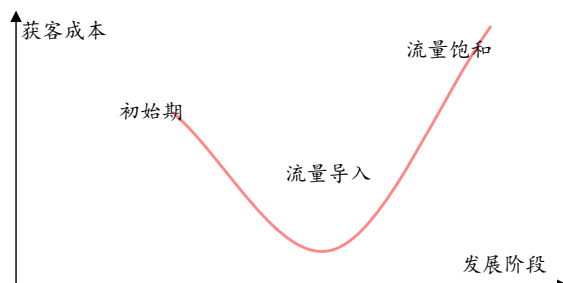
2.2 屈臣氏顺应新零售时代，推动数字化转型

海量消费依旧沉淀线下，新零售融合线上线下。国内的电商虽然经过十几年高速的发展，2017 年网上零售额达到 7.2 万亿，增速 32.2%，但是网上零售额占国内商品零售总额的占比仍然较低，2017 年为 19.6%，海量消费依旧沉淀在线下。在线上平台发展的初期，互联网的力量打破了地域限制，享受到一定的流量红利，获客成本相对于线下更低。但是随着线上竞争的激烈，流量呈现集中化的趋势，C2C 的份额快速下降，对于新进的线上商家来说，获客成本急剧提升。线上环节打破信息不对称的传统优势渐行渐远，线下实体环节接近消费者的优势重新体现出来，成为新的流量入口。

图表25： 网上零售额仅占国内商品零售总额的 1/5



图表26： 电商获客成本曲线



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

资料来源：中信建投证券研究发展部

在线上红利减弱，海量消费依旧沉淀在线下的背景下，巨头纷纷拓展线下。以阿里巴巴为例，阿里自 2015 年起投资了包括高鑫零售、三江购物、联华超市、新华都、银泰商业等多家传统零售业巨头，投资范围包括了大型超市和百货商场。阿里与银泰商业共同发展 O2O 业务，寻找新的商业机遇；阿里还与苏宁创新实践猫宁电商，提升商品与服务的用户体验；三江购物与阿里实现资源互补，借助阿里互联网运营经验拓展资源整合和全通道业务；联华超市、新华都和高鑫零售则希望通过携手阿里实现业务转型升级，全面建设新型终端模式，创新解决方案。阿里实现了传统零售业的多级覆盖，前景极为广阔。

图表27： 线上红利减弱，巨头纷纷拓展线下（以阿里巴巴为例）

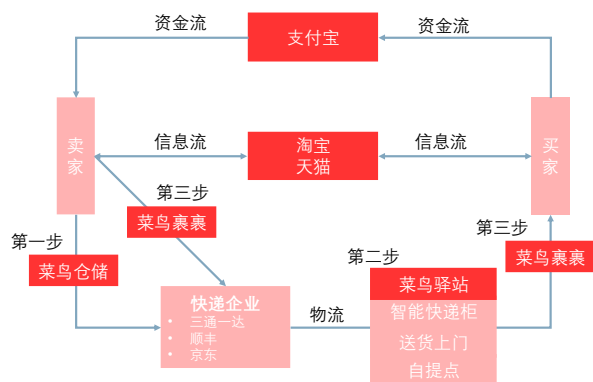
入股公司	时间	入股价格	股权比例	总金额
银泰商业	2014 年 3 月 31 日	7.5335 港元	9.9%	53.67 亿港元
	2016 年 6 月 29 日	7.1309 港元	27.8%	38.16 亿港元
	2017 年 1 月 10 日	10.00 港元	73.7%	198 亿港元
苏宁云商	2015 年 8 月 11 日	15.23 元	19.99%	283 亿元
三江购物	2016 年 11 月 19 日	11.44 元	32%	21.5 亿元
联华超市	2017 年 5 月 26 日		18%	
			易果生鲜股权转让	
新华都	2017 年 9 月 27 日		5%	约 5.55 亿元
石基零售	2017 年 11 月 2 日		38%	5 亿美金
高鑫零售	2017 年 11 月 20 日	6.5 港元	36.16%	224 亿港元
居然之家	2018 年 2 月 12 日		15%	54 亿元
汇通达	2018.04.17			45 亿元
饿了么	2018.04		100%	95 亿美金
美味不用等	2018.05			40 亿元

资料来源：中信建投证券研究发展部

与传统零售仅关注销售、市场、供应链三个问题不同，新零售将“人、货、场”三流融合，实现在线化、数据化。新零售颠覆传统产业环节，提升效率、降低运营成本。通过产业链的二次建构，零售业实现了采购权的逐步让渡，新零售运营商能够掌握较多的下游资源，市场呈现买方垄断的总体态势。采购权的转移使得企业能在源头上降低上游企业的拿货成本，从根源上扩增企业的毛利率。新开店融资时，拥有更多门店集合的新零售运营商也更容易受资本的青睐，因而能降低传统零售业的融资成本。新零售通过压缩后端供应链，减少中间

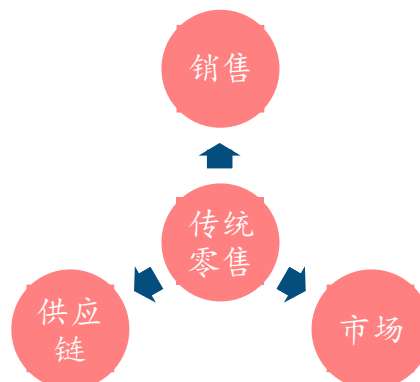
环节的渠道成本。零售业整体毛利率不如批发业的主要原因在于经销商占据了行业的相对上游，议价能力的相对弱势使得零售业被迫接受低边际利润的局面。因此，新零售对传统零售业产业结构的改造有助于行业的二次整合，增加传统零售业的生命力。

图表28：新零售将“人、货、场”三流融合



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表29：传统零售仅关注销售、市场、供应链三个问题

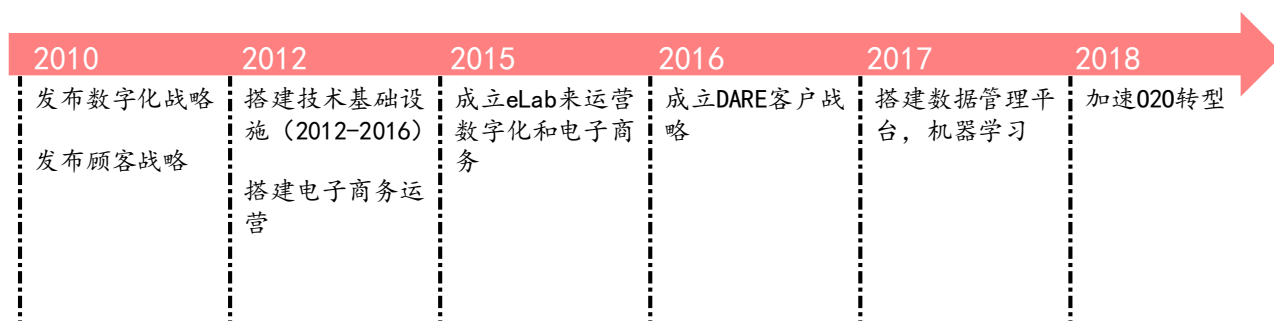


资料来源：中信建投证券研究发展部

屈臣氏前瞻布局，稳步推进数字化转型。屈臣氏在 2010 年就发布了数字化战略，2012 年搭建技术基础设施和电子商务运营体系。2015 年成立 eLab 来专门运营数字化和电子商务。2017 年搭建了数据管理平台，引进机器学习等技术，2018 年开始加速“线上+线下”（O+O）转型。具体来说，在 O+O 零售领域推出线上下单门店配送的闪电送业务，以及门店选购 APP 下单的移动支付方式。大数据决策方面，从 2011 年开始在大数据、人工智能领域投资 1.4 亿美元，利用摄像头等传感器，配合算法分析门店的人流等信息。

客户管理方面，2009 年推出尊享会员计划，目前在全世界拥有 1.3 亿会员，在中国，80% 的收入来源于 6500 万会员。屈臣氏已经在电子商务平台、客户管理+移动解决方案、人工智能+大数据、门店升级这 4 个方面布局，稳步推进新零售。屈臣氏的新店回本期只有一年左右（一年的 EBITDA），其中因为中国区的 EBITDA 毛利率较高，因此新店回本期为 11 个月。

图表30：屈臣氏前瞻布局，稳步推进数字化转型



资料来源：屈臣氏，中信建投证券研究发展部

图表31： 屈臣氏多方布局，稳步推进新零售



资料来源： 中信建投证券研究发展部

2018 年 8 月屈臣氏 HWB 展出了无人零售、智能货架等零售黑科技。以智能货架为例，智能货架是屈臣氏联合天猫新零售的最新成果，顾客只要拿起货架上的商品，就能从店里的屏幕上获取该商品的详细信息，包括评论、产品视频以及关联推荐的商品。如果想要购买，可以直接将商品添加到购物车并在线支付。屈臣氏还推出了屈臣氏小程序，屈臣氏小店等多款小程序，覆盖了传统移动电商和新兴的社交电商。比如屈臣氏小店的店主可以通过出售商品获得奖励，也可以邀请别人成为店主获得奖励，通过这种社交裂变，形成自发的传播。

图表32： 屈臣氏 HWB 展出无人零售、智能货架等黑科技



图表33： 屈臣氏推出多款小程序，覆盖传统及社交电商



资料来源： 屈臣氏， 中信建投证券研究发展部

资料来源： 屈臣氏， 中信建投证券研究发展部

2.3 屈臣氏盈利预测

我们对长和的零售业务进行盈利预测，核心假设如下：

1. **门店数量：**预计 2018/2019/2020 年中国区新增门店为 500/400/300 家，亚洲为 250/210/200 家，西欧为 150/135/120 家，东欧为 100/90/80 家；
2. **单店收入：**考虑到中国区新增门店开始朝低线城市下沉，因此门店的平均收入在今年提升之后逐渐降低。预计 2018/2019/2020 年中国区单店收入增速分别为 2.5%/-5.0%/-5.0%，亚洲为 2.5%/-2.0%/-2.0%。
3. **EBITDA 毛利率：**预计 2018/2019/2020 年中国区毛利率为 20.0%/20.0%/20.0%，亚洲为 9.3%/9.3%/9.3%，西欧为 9.0%/9.0%/9.0%，东欧为 14.0%/14.0%/14.0%
4. **EBIT 毛利率：**预计 2018/2019/2020 年中国区毛利率为 17.0%/17.0%/17.0%，亚洲为 8.0%/8.0%/8.0%，西欧为 7.0%/7.0%/7.0%，东欧为 12.0%/12.0%/12.0%

图表34： 屈臣氏盈利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
店铺数量（家）	12,400	13,331	14,124	15,124	15,959	16,659
中国	2,483	2,929	3,271	3,771	4,171	4,471
亚洲	2,361	2,603	2,830	3,080	3,290	3,490
西欧	5,056	5,190	5,345	5,495	5,630	5,750
东欧	2,006	2,138	2,222	2,322	2,412	2,492
其他零售	494	471	456	456	456	456
新增店铺数量（家）	965	931	793	1,000	835	700
中国	395	446	342	500	400	300
亚洲	263	242	227	250	210	200
西欧	188	134	155	150	135	120
东欧	137	132	84	100	90	80
其他零售	-18	-23	-15	0	0	0
单店收入（百万港元）	12.25	11.36	11.06	11.48	11.44	11.45
中国	8.74	7.14	6.66	6.83	6.48	6.16
亚洲	9.32	9.15	8.89	9.11	8.93	8.75
西欧	11.88	11.87	12.07	13.04	13.69	14.37
东欧	6.06	6.12	6.69	7.36	7.73	8.11
其他零售	72.82	68.18	65.43	68.05	66.69	65.35
营业收入（百万港元）	151,903	151,502	156,163	173,560	182,540	190,750
中国	21,713	20,914	21,783	25,741	27,047	27,543
亚洲	22,014	23,814	25,154	28,060	29,374	30,537
西欧	60,045	61,584	64,523	71,640	77,071	82,649
东欧	12,157	13,076	14,866	17,089	18,638	20,219
其他	35,974	32,114	29,837	31,030	30,410	29,802

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBITDA 毛利率	9.8%	9.6%	9.5%	9.9%	10.0%	10.1%
中国	21.9%	21.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
亚洲	8.8%	8.4%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
西欧	8.8%	8.7%	8.6%	9.0%	9.0%	9.0%
东欧	14.2%	14.3%	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
其他零售	3.2%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
EBITDA (百万港元)	14,838	14,567	14,798	17,226	18,303	19,222
中国	4,756	4,556	4,257	5,148	5,409	5,509
亚洲	1,936	2,009	2,346	2,617	2,740	2,848
西欧	5,277	5,372	5,561	6,448	6,936	7,438
东欧	1,724	1,869	2,048	2,392	2,609	2,831
其他零售	1,145	761	586	621	608	596
EBIT 毛利率	8.1%	8.0%	7.7%	8.1%	8.2%	8.2%
中国	19.7%	19.4%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%
亚洲	7.3%	6.9%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
西欧	7.2%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
东欧	12.2%	12.4%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
其他零售	1.8%	1.0%	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%
EBIT (百万港元)	12,327	12,060	12,088	13,996	14,884	15,635
中国	4,279	4,055	3,674	4,376	4,598	4,682
亚洲	1,601	1,643	1,955	2,245	2,350	2,443
西欧	4,300	4,428	4,543	5,015	5,395	5,785
东欧	1,482	1,623	1,785	2,051	2,237	2,426
其他零售	665	311	131	310	304	298

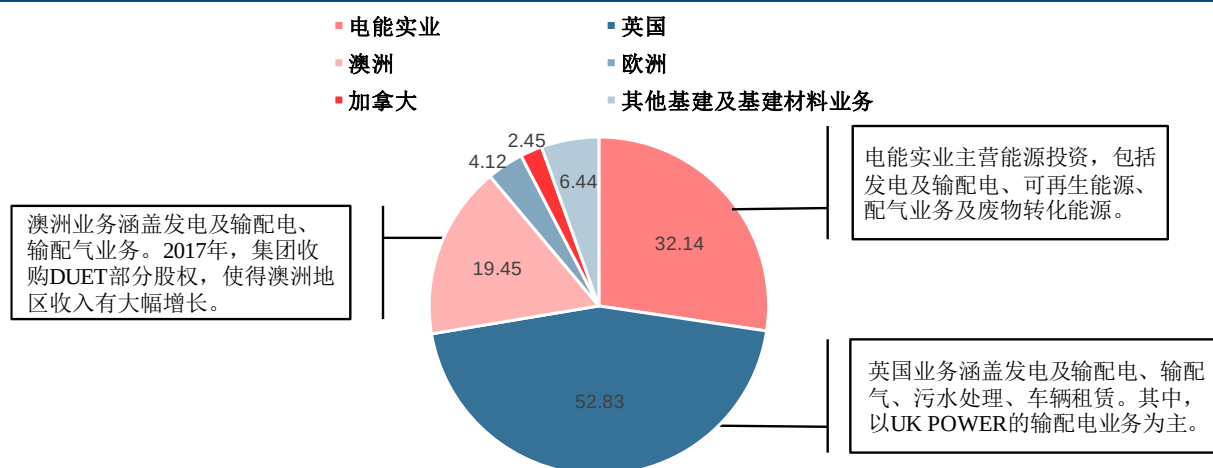
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

三、基建：布局海内外，盈利保持稳健

基建业务是长和五项核心业务之一，2017 年基建板块收益占公司总收益的 14%。2018 年 8 月，长和出售了与长江基建集团共同拥有的 6 项基建资产 90% 的经济利益，包括：加拿大最具规模的机场外围停车场设施公司 Park'N Fly、英国供水及污水处理公司 Northumbrian Water、澳洲最大的天然气配气商之一 Australian Gas Networks、威尔斯及英格兰西南部提供服务之配气网络 Wales & West Gas Networks、英国三大铁路车辆租赁公司之一 UK Rails，以及荷兰最大的转废为能公司 Dutch Enviro Energy。此后长和的基建业务主要集中于长江基建集团体内。

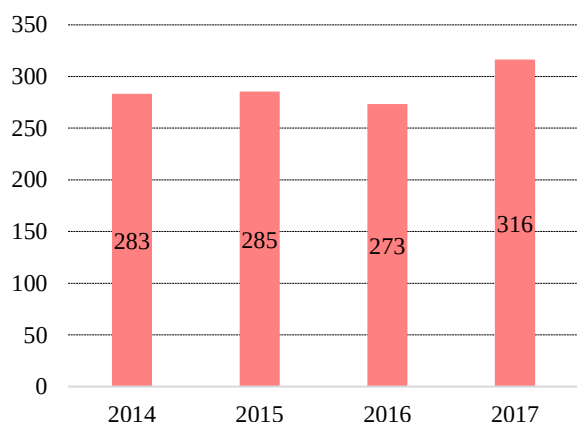
长江基建集团（1038.HK）是一家国际基建公司，业务涵盖能源基建、交通基建、水处理基建、废物管理、转废为能、屋宇服务基建及基建相关业务。其投资范围覆盖全球，包括香港、中国内地、英国、欧洲大陆、澳洲、新西兰、加拿大及美国。公司盈利来源以电能实业收益、英国和澳洲为主，2017 年三部类资产合计实现溢利 108.25 亿港元，占公司分部溢利之和的 89.6%（未考虑内部抵消）。

图表35： 长江基建集团分区域溢利及业务概况（单位：亿港元，未考虑内部抵消）

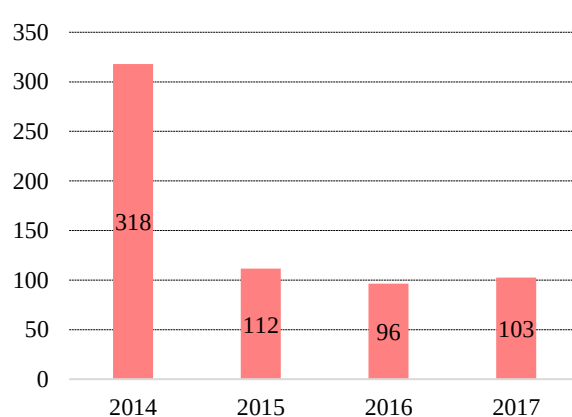


资料来源：长江基建集团公告（公司环球业务概览），中信建投证券研究发展部

长和的基建业务主要集中在长江基建集团中。2017 年长江基建集团总营业额为 316.4 亿港元，同比提高 15.7%。营业额提升主要由于 2017 年长江基建集团联同长江实业及电能实业收购澳洲上市公司 DUET，使得集团在澳洲地区营业额同比大幅增长 168.6%，达到 50.3 亿港元。2014 年，受电能实业分拆香港电力业务上市影响，长江基建集团实现一次性特殊收益 190 亿港元，使得公司溢利有较大提升。整体上看，公司基建业务经营较为稳健，历年营收及盈利保持相对稳定。伴随资产收购的推进和既有资产的整合，未来公司业绩有望稳健增长。

图表36： 长江基建集团营业额（单位：亿港元）


资料来源：长江基建集团公告，中信建投证券研究发展部

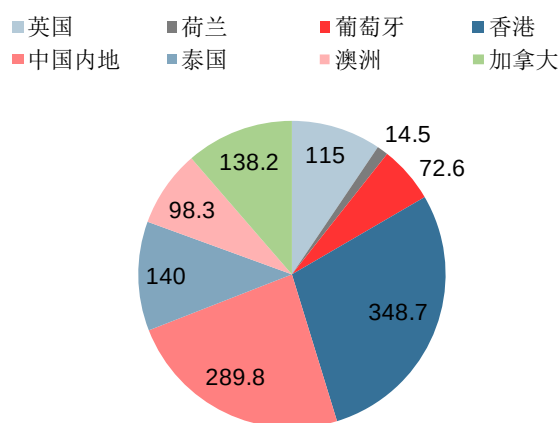
图表37： 长江基建集团溢利（单位：亿港元）


资料来源：长江基建集团公告，中信建投证券研究发展部

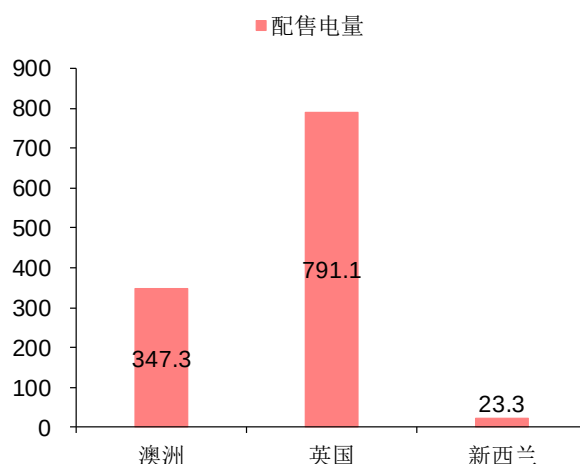
3.1 电力公用：贡献基建板块主要利润

长和的电力公用业务主要由长江基建集团及其持股的电能实业运营，主要包括火电、可再生能源、输配电、油气输配等业务。长江基建集团布局全球，为各个地区提供全方位的基础服务。电能实业投资以业务收购为主，主要投资对象为在政府监管下能提供稳定收入，或收益有长期购电协议保障的企业，投资风格较为稳健。

从配售电情况来看，公司在英国地区配售电量达 791.1 亿度电，占公司已披露的配售电量的 68.1%。从分区域情况来看，长和基建板块的利润主要来自于输配电业务，其中，又以英国的 UK Power Networks 为最主要的利润来源，2017 年其对公司业绩贡献受到英镑贬值而有所影响。

图表38： 长和参股电能实业发电资产分布（单位：万千瓦）


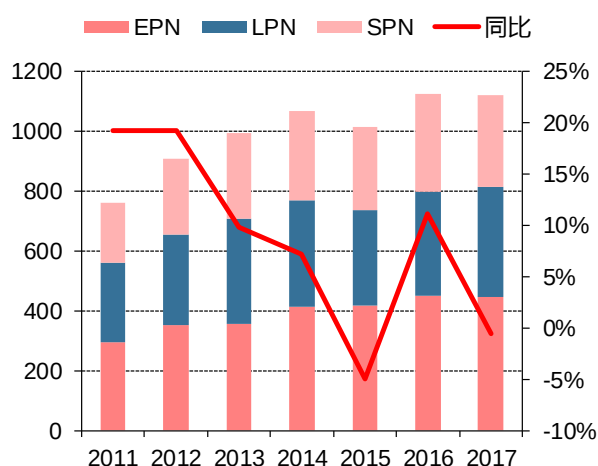
资料来源：电能实业公告，中信建投证券研究发展部

图表39： 已披露的配售电分布（单位：亿度）


资料来源：长和、电能实业公告，中信建投证券研究发展部

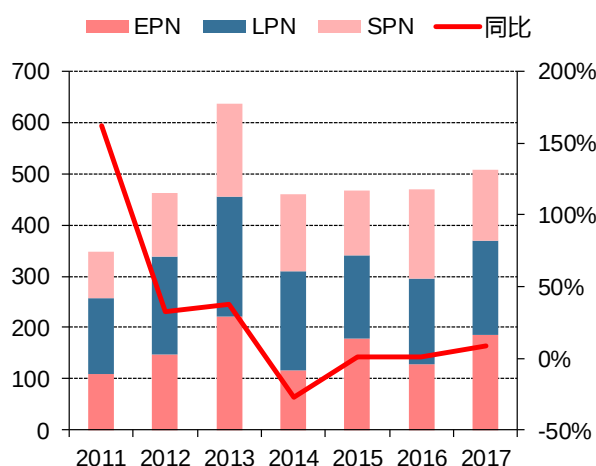
UK Power Networks 是英国最大的电力分销商,2017 年输配电量达到 791 亿千瓦时,输配电容量达到 9.07GW。公司通过三家子公司 EPN、LPN、SPN 分别运营英国东部、伦敦、东南部的输配电业务,电网覆盖范围约 3 万平方公里,服务人口占英国总人口的 28%。公司配售电业务在英国市场占据主导地位,同时积极开发智能电网,通过构建数字化的能源系统提升电网运行的稳定性,同时降低运营成本,提升公司经营效率。从公司近年经营数据来看,由于输配电业务资产回报率受监管机构调整控制,其配售电电价相对较为稳定,自 14 年来公司税后利润保持稳健增长态势。我们预期其未来盈利能力将保持稳定。

图表40: UKPN 分部门 EBITDA (单位: 百万英镑)



资料来源: UKPN 公告, 中信建投证券研究发展部

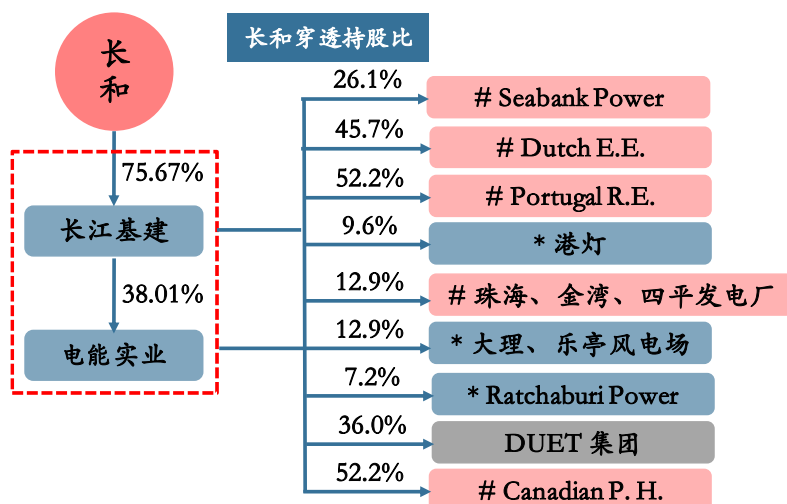
图表41: UKPN 分部门税后利润 (单位: 百万英镑)



资料来源: UKPN 公告, 中信建投证券研究发展部

长和参控股的发电业务覆盖全球, 涉及英国、澳大利亚、荷兰、中国内地及中国香港等多个国家和地区。根据已披露数据, 2017 年长和控股及参股公司发电装机容量为 1217.1 万千瓦, 共实现发电量 330.5 亿度。

图表42: 长和发电资产参控股布局概况



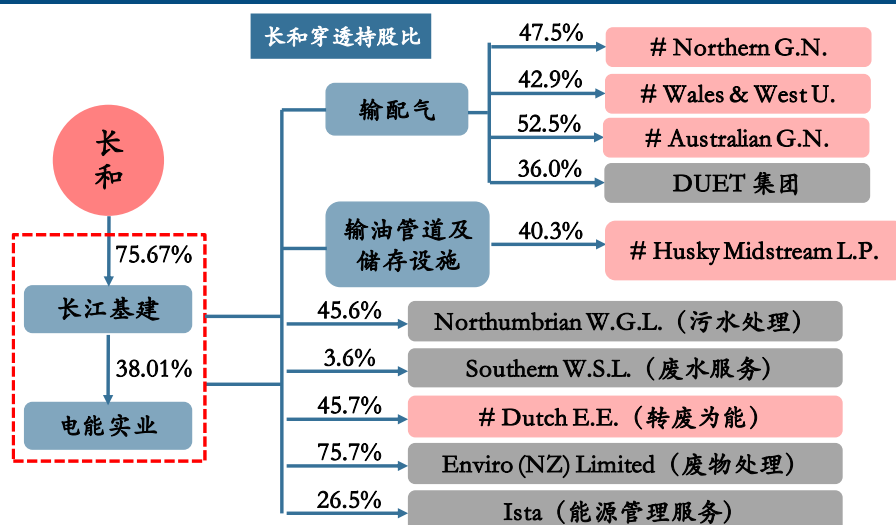
注: *为联营企业, #为合营企业

资料来源: 长和、长江基建集团、电能实业公告, 中信建投证券研究发展部

长和通过电能实业及长江基建集团参股其他公用事业资产，涵盖输配气、输油管道设施、污水处理、废物处理、能源管理等诸多领域，涉及 6 个国家和地区。

2017 年集团收购 DUET 部分股份，增强了公司位于澳洲地区的业务。DUET 集团是一家拥有成熟、新兴及可再生能源技术的优秀企业，业务涵盖发配售电及配售气等。DUET 集团旗下共有四家能源公司，四家公司在澳洲共计拥有 1.25 万公里输气管道，1.29 万公里输电网络，在澳洲及欧美合计拥有 98.3 万千瓦的发电容量。DUET 股权收购的完成能够使其与长和现有的澳洲业务相辅相成，发挥更大的协同效应。

图表43：长和其他公用事业资产参控股布局概况



注：*为联营企业，#为合营企业

资料来源：长和、长江基建集团、电能实业公告，中信建投证券研究发展部

3.2 其他基建业务：路桥及建材占比为主

3.2.1 中国内地投资组合

长江基建集团在中国内地的广东、湖南及河北三省拥有 6 个收费道路及桥梁项目，该投资组合全长约 260 公里，其中道路包括深汕高速公路（东段）和唐山唐乐公路，桥梁包括汕头海湾大桥、长沙湘江伍家岭桥及五一路桥、江门潮连桥和番禺北斗大桥。

整体而言，长江基建集团在中国内地的基建投资组合运营较为成熟、收益亦较为理想，每年为集团带来稳健的现金回报。其中，长沙和番禺桥梁取消收费后的补偿方案已经制定，同时江门潮连桥的经营期由原 30 年缩短至 20 年，项目管理公司正就补偿事宜进行跟进。

图表44： 长江基建集团在中国内地投资基建资产梳理

	深汕高速公路 (东段)	唐山唐乐公路	汕头海湾大桥	长沙湘江伍家岭 桥及五一路桥	江门潮连桥	番禺北斗大桥
类别	高速公路	二级公路	桥梁	桥梁	桥梁	桥梁
长度(公里)	140	100	6	5	2	3
行车线数目	双向两线	双向单线	双向三线	双向两线	双向两线	双向三线
合营合同日期	1993	1997	1993	1997	1997	1999
合营企业届满日期	2028	2019	2028	2022	2027	2024
项目总成本(亿港元)	26.19	1.87	6.65	4.65	1.30	1.64
长江基建集团投资金额(亿港元)	8.77	0.95	2.00	2.06	0.65	0.66
长江基建集团所占权益	33.5%	51%	30%	44.2%	50%	40%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

3.2.2 基建相关业务投资组合

长江基建集团在中国香港、中国广东及菲律宾投资建设 5 家建筑材料公司，业务范围涵盖水泥、混凝土及石料等建筑材料，一方面用于支持自身基建业务发展，降低工程原材料成本采购价格。另一方面亦可在当地建材市场获取市场份额与销售收益。

近年来，由于香港水泥需求持续下降以及中国内地环保法规趋严等多重因素的影响，导致集团建材业务有所下滑，预期未来将有望获得逐步改善，集团合营公司友盟建材已于 2018 年在香港青衣岛新建第二家混凝土厂及石料仓库，持续扩大生产规模。

图表45： 长江基建集团其他基建业务梳理

	友盟建筑材料 有限公司	青洲英坭有限公司	青洲水泥(云浮) 有限公司	广东广信青洲水泥 有限公司	Siquijor Limestone Quarry
所在地区	中国香港	中国香港	广东省云浮市	广东省云浮市	菲律宾锡基霍尔省
混凝土	400 万立方米/年 香港最大生产商	—	—	—	—
石料	600 万公吨/年	—	—	—	—
水泥熟料	—	150 万公吨/年	200 万公吨/年	100 万公吨/年	—
粉磨水泥	—	250 万公吨/年	150 万公吨/年	150 万公吨/年	—
石灰石矿开采	—	—	—	—	200 万公吨/年
长江基建集团所占权益	50%	100%	100%	67%	40%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

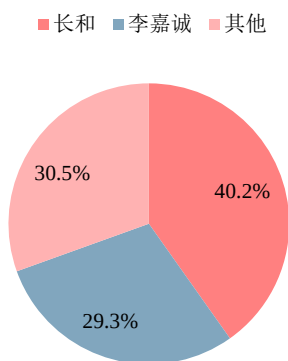
四、能源：背靠赫斯基能源，收入利润企稳回升

4.1 赫斯基能源，加拿大综合能源公司

长和能源业务板块经营主体为加拿大的综合能源公司——赫斯基能源公司（Husky Energy Inc.），总部设于阿尔伯特省的卡尔加里，其普通股于多伦多证券交易所上市。长和持有赫斯基能源 40.18% 的股权，是赫斯基能源的第一大股东。赫斯基主要经营两项核心业务：集成业务和离岸业务。集成业务产品主要包括资源、热力生产及其下游业务，离岸业务主要包括亚太和大西洋地区。

2015 年全球能源市场低迷，产品价格大幅下跌，赫斯基能源也难以幸免，2015 年公司营收大幅下滑并且当期出现亏损。自 2016 年以来有所企稳回升，净利率已回归至公司过去平均水平，保持在 5% 左右。

图表46：赫斯基能源股权结构图



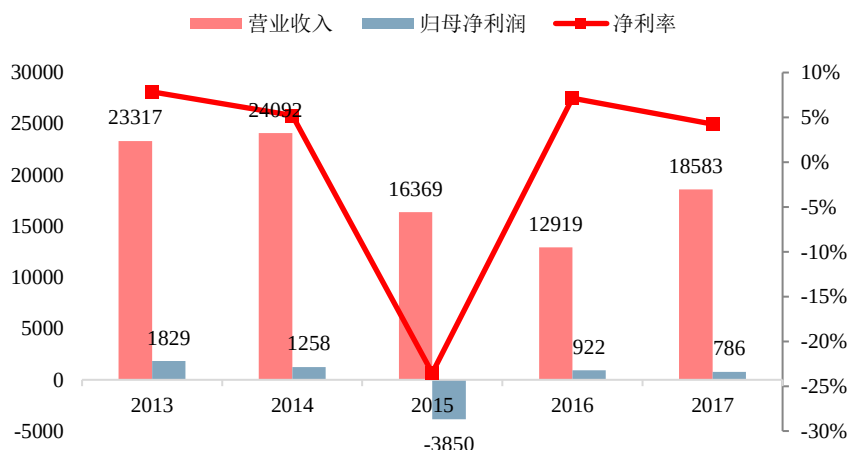
图表47：赫斯基能源主营业务



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表48：赫斯基能源近五年营收及净利润情况（单位：百万加拿大元）



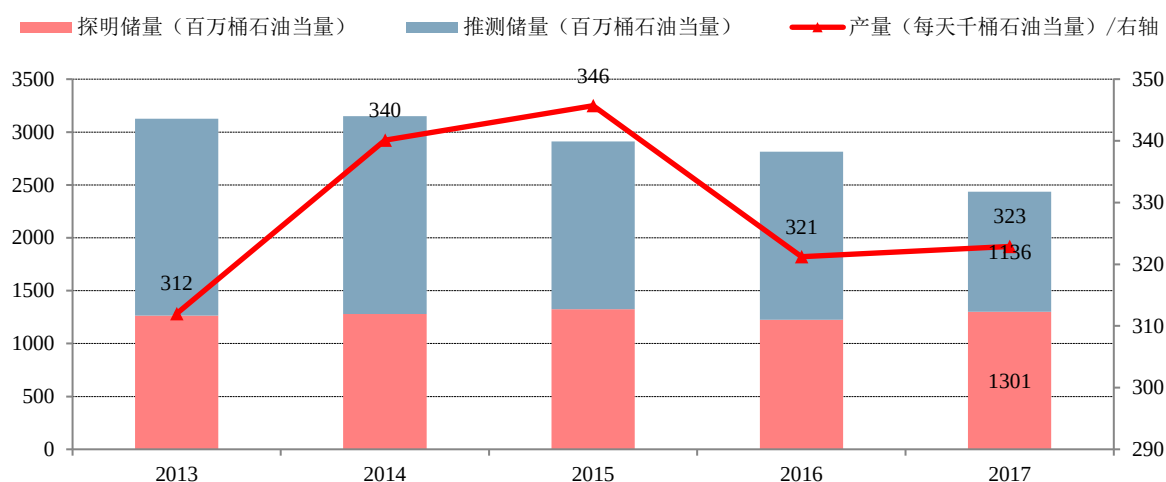
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

4.2 资源储量丰富，预计 2018 年产量小幅增长

按照产品类别，赫斯基能源的主要产品包括“原油、沥青、液化天然气”及“天然气”两大部分。截至 2017 年底，公司“原油、沥青、液化天然气”探明储量合计 995 百万桶，其中 974 百万桶储量（占比 97.9%）位于加拿大西部及大西洋地区，剩余 21 百万桶储量（占比 2.1%）位于其他海外地区；公司“天然气”探明储量合计 18360 亿立方英尺，其中 11740 亿立方英尺储量（占比 63.9%）位于加拿大西部，其他 6620 亿立方英尺储量（占比 36.1%）位于其他海外地区。折算成百万桶石油当量，截至 2017 年底，公司资源总储量 2437 百万桶石油当量，其中探明储量 1301 百万桶石油当量，推测储量 1136 百万桶石油当量。

生产方面，2017 年公司实现产量 323 千桶石油当量/天，同比 2016 年的 321 千桶石油当量/天略有提升，相对于 2015 年仍有一定幅度下降（2015 年产量 346 千桶石油当量/天）。产量下降的主要原因，在于公司对加拿大西部若干老化的油气资产进行出售。根据公司年报中披露的产量指引，预计 2018 年赫斯基产量将在 310 - 320 千桶石油当量/天之间，同比减少 0.4% - 0.9%。

图表49：赫斯基能源近年资源储量及产量对比



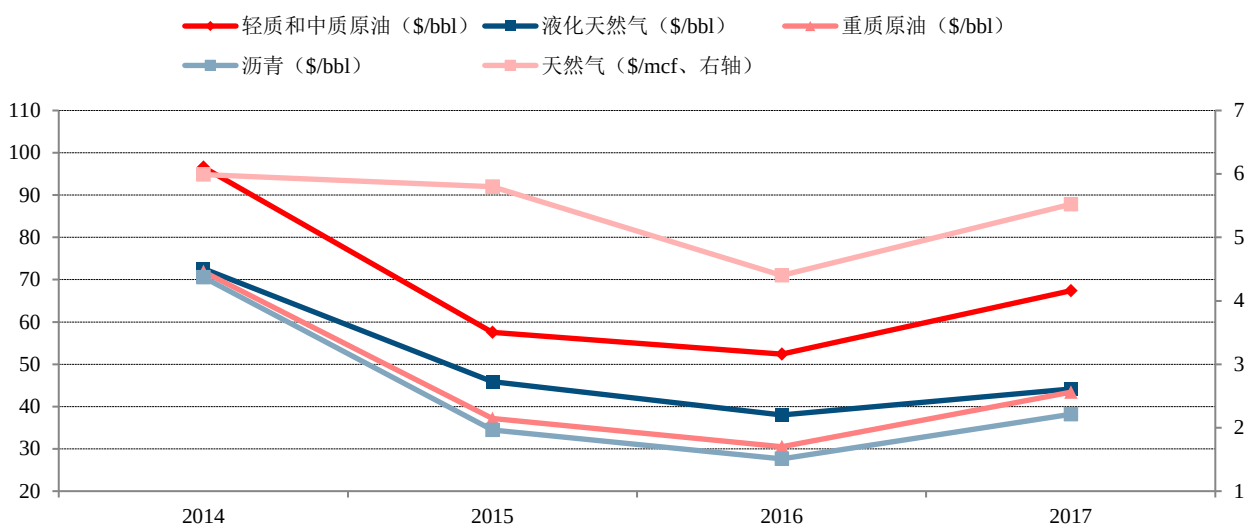
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

4.3 产品价格大幅回升，运营成本持续下降

产品价格方面，经过了 2015、2016 年连续两年的价格下行期后，受全球能源市场回暖影响，公司主营的石油及天然气产品价格均在 2017 年出现了明显回升。折合成桶石油当量计算，2017 年公司产品销售均价 42.47 加拿大元/桶石油当量，同比 2016 年的 33.08 增长 9.39 加拿大元/桶石油当量（+28.4%）。其中轻质及中质原油价格 67.46 加拿大元/桶石油当量（+28.5%）、液化天然气价格 44.18 加拿大元/桶石油当量（+16.2%）、重质原油 43.38 加拿大元/桶石油当量（+42.2%）、沥青 38.2 加拿大元/桶石油当量（+38.3%）、天然气 5.5 加拿大元/千立方英尺（+25.5%）。

成本方面，近年来公司单位运营成本持续下降，2017 年公司实现单位运营成本 13.93 加拿大元/桶石油当量，同比 2016 年的 14.04 加拿大元/桶石油当量，单位运营成本继续下降 0.11 加拿大元。

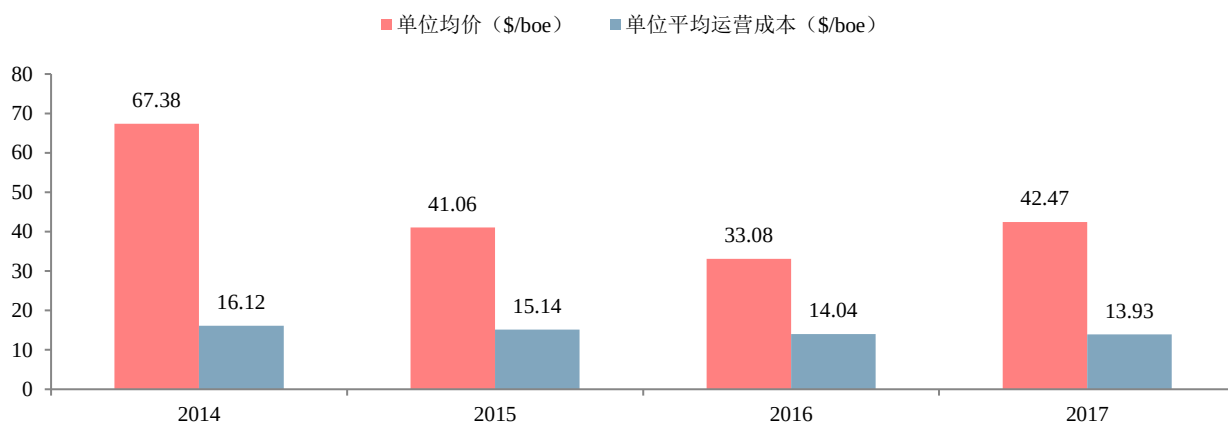
图表50： 公司主要产品近年均价走势



注：\$为加拿大元

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表51： 公司产品单位均价及运营成本对比



注：\$为加拿大元

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

4.4 多因素影响石油市场，预计未来油价中枢维持 65 美元以上

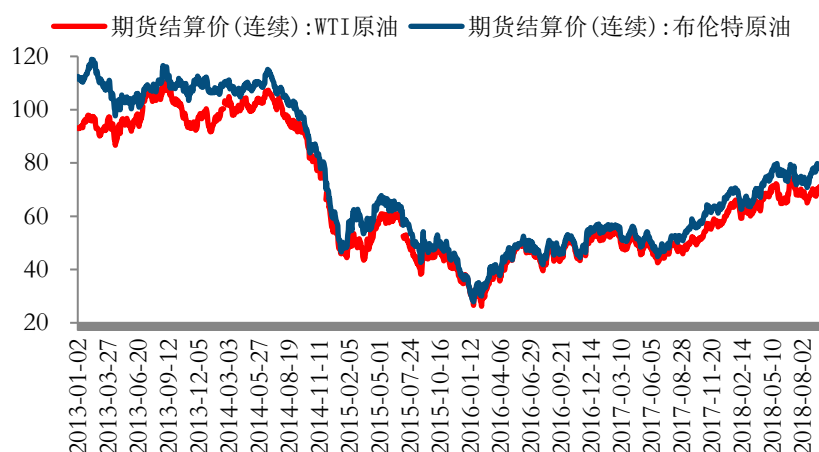
石油是一种稀缺资源，同时石油资源的分布也极其不均。全球石油资源主要分布在亚欧大陆北部、中东地区、欧洲北部、北美洲以及南美洲东部 5 个地区。2017 年，整个中东地区石油产量最高，达 3160 万桶/天，占全球总产量的 34%；全球前 15 大石油生产国合计贡献了 80% 的全球石油产量。

进入 2018 年以来，国际原油价格持续攀升。截至 2018 年 10 月 11 日，2018 年 WTI 均价 67.14 美元/桶，相比 2017 年均价上升 16.27 美元/桶（+31.99%），波动范围 59.19 - 76.41 美元/桶；2018 年布伦特均价 73.24 美元/桶，相比 2017 年均价上升 18.50 美元/桶（+33.81%），波动范围 62.59 - 86.29 美元/桶。

图表52： 前十五大石油生产国贡献 80%总产量

国家	石油产量 (千桶/天)	全球总产量占比
美国	13057	14.09%
沙特阿拉伯	11951	12.90%
俄罗斯	11257	12.15%
伊朗	4982	5.38%
加拿大	4831	5.21%
伊拉克	4520	4.88%
阿联酋	3935	4.25%
中国	3846	4.15%
科威特	3025	3.27%
巴西	2734	2.95%
墨西哥	2224	2.40%
委内瑞拉	2110	2.28%
尼日利亚	1988	2.15%
挪威	1969	2.13%
卡塔尔	1916	2.07%
合计	74345	80.24%

资料来源：BP，中信建投证券研究发展部

图表53： 国际原油价格走势（单位：美元/桶）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

后续影响全球原油市场的因素主要集中在以下几个方面，结合各大机构的一致性预期，我们判断**未来全球油价中枢大概率将长期维持在 65 美元以上**。主要原因有下：

1. 美国要求各国在今年 11 月 4 日前停止从伊朗进口原油。根据 HIS 数据，目前伊朗石油出口总量约 330 万桶/日，其中约 56%出口至亚太市场，26%出口至欧洲，出口至北美的约占 15.7%。如果全部 330 万桶/日石油出口停止，对全球石油市场的影响将十分巨大；

- 7月，委内瑞拉原油产量降至126万桶/日，比去年年均减少70万桶/日。按今年来平均每月5万桶/日产量下降速度估算，预计12月该国产量将降至101万桶/日。IEA认为年底委国产量可能降至100万桶/日以下，出口能力减弱；
- “减产联盟”调控油价的区间为50-80美元/桶。油价过低时，产油国启动减产模式，油价过高时，产油国释放产能。因此，联盟有弥补伊、委供应减量能力，但增产后剩余产能将降低，市场供应弹性下降；
- 受国内管道运输瓶颈限制，短期内美国原油产量延续缓慢增长态势。不过，三、四季度二叠纪地区约10万桶/日新管道运能上线，因此四季度美国原油产量增速有望略有提高；
- 美国汽油平均价格自年初以来上涨近20%，此前特朗普多次抨击欧佩克推高油价、并敦促沙特等国增产。从特朗普的角度看，为了应对11月的中期选举、争取更多选民支持，有压制油价上涨的动机。

图表54： 未来原油价格中枢大概率将维持在65美元以上

路透调查：7月31日	布伦特	WTI	布伦特	WTI	布伦特	WTI	布伦特	WTI
机构	2018年四季度		2019年一季度		2018年		2019年	
荷兰ABN Amro银行	73	68	78	72	73	67	78	72
澳新银行	80	71	78	70	80	71	74	69
巴克莱	74	67	75	70	72	66	71	65
伯恩斯坦研究机构	73	68	76	71	73	68	76	71
法国巴黎银行	82	76	79	74	78	72	82	78
中银国际	71.21	65.21	70.29	64.29	72.03	66.21	--	--
美林国际	69	64	--	--	70.3	65	75	69
西班牙Caixa银行	69.4	--	67.7	--	71.4	--	66.9	--
资本经济	68.5	63	63.8	58.8	70.3	65.5	60	55
花旗银行	79	73	--	--	75	69	70	62
瑞士信贷	77	70	--	--	73.5	67.25	75	67
克罗斯纳研究	70	67	68	65	70.5	67.5	65.5	62.5
大冢株式会社	74	68	73	66	72	67.5	70	65
经济情报社	75	69.35	75	69.79	73.61	68.48	72.5	67.32
道明国民银行	68	65	67.5	64.5	70.02	65.68	65.13	62.38
Global Risk	76.25	--	81.25	--	72	--	85	--
GMP Capital	80	74	79	74	75	68.8	78.75	74
Global Gas Analytics	70	--	72.2	--	71	--	72.6	--
意大利联合圣保罗银行	78	70	80	72.7	73.8	66.7	80	74
IBC能源	77.83	71.62	74.2	68.04	73.84	68.74	73.3	67.78
杰富瑞	85	75	82	72	77	70	75	66.75
JP摩根	63	56	59	52	69.3	62.2	63	58.25
瑞士宝盛	70	66	67.5	64	70	65	61	58
巴黎-野村里昂银行	75	73	78	76	73	69	80	77
摩根斯坦利	85	79	85	79	--	--	85.63	79.38
澳大利亚国家银行	74	68	72	66	73.4	67.8	69.3	63.3
法国外贸银行	74	68.5	74	69	73.4	68	79.8	74.8
意大利能源研究与咨询公司	77.87	72.87	79.24	73.24	73.83	69.83	80.94	75.94
德国北方银行	78	73	75	70	75	68	67	62
华侨银行	70	65	--	--	70.8	65.45	--	--
牛津经济研究院	82	74.73	81	73.82	74.58	68.46	77	70.18
雷蒙詹姆斯	85	70	85	70	77	68	80	65
法国兴业银行	78	73	73	68	75.4	70.4	72.8	67.8
渣打银行	70	67	73	70	71	68	75	71
Strauss Advisors	77.71	69.5	78.07	70.09	74.34	67.41	77.17	69.49
汤森路透	73.6	69.2	--	--	72.4	67.1	--	--
瑞德集团	75.65	71.65	75	71	73	68	74	70
意大利裕信银行	74	--	72	--	74	--	71	--
平均值	74.49	68.85	73.76	68.13	72.87	67.32	72.2	66.6
中值	74	69.1	74.2	70	73	67.65	72.8	67.16

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

4.5 国际天然气市场化交易为主，价格与原油一致性渐弱

全球天然气贸易定价方式多样，总体市场化程度较高。根据 IGU 的分类，全球天然气定价机制可分为 GOG（气对气竞争定价）、OPE（油价联动定价）、RSP（社会和政治因素定价）等多种，其中 GOG、OPE 模式市场化程度最高，定价过程少有监管力量参与，RCS、RSP、RBC 定价模式则以政府硬性定价为主。天然气在全球范围内以市场化交易为主，GOG、OPE 模式占比合计达 64%。分地区来看，北美、欧洲等地区天然气交易大部分采用 GOG 定价，亚洲地区（中、日、韩为主）则更多是 OPE 定价为主。

图表55： 定价机制分类方法（依市场化程度从高到低排序）

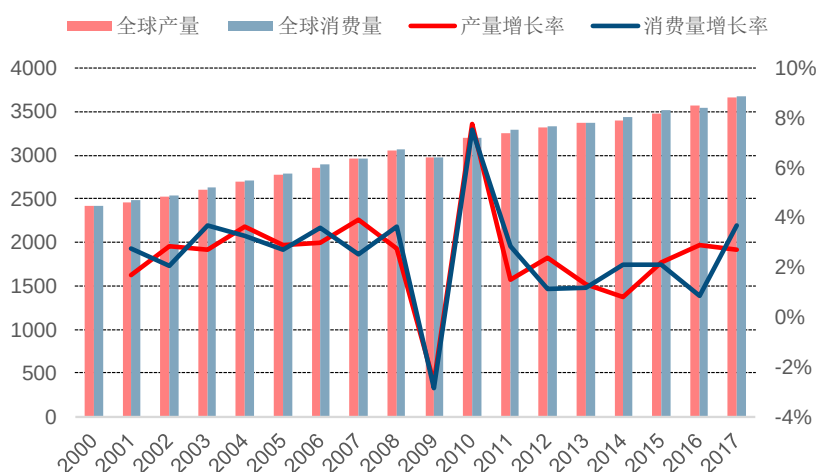
类型	描述
GOG（气对气竞争定价）	天然气价格由供需双方竞争性定价形成，是市场化程度最高的定价机制
OPE（油价联动定价）	供需双方参考当前油价价格为天然气交易定价，油价价格上升 1 美元时天然气上升的价格即为“斜率”，同样属于市场化较高的定价机制
BIM（双边垄断定价）	由有垄断地位的双方（如大型国有企业）、以长约等形式签订的大宗供气价格，市场化程度比 GOG 较低
NET（终端市场净回值定价）	天然气价格参照终端产品价格确定，定价通常既有政府监管、又有市场力量参与
RCS（服务成本定价）	政府监管部门硬性规定天然气价格，且价格可覆盖相关企业成本和固定资产投资，并允许一定的投资收益率，即“准许成本加合理收益”定价
RSP（社会和政治因素定价）	政府监管部门出于社会和政治因素考量硬性规定的天然气价格，且价格通常介于 RCS 和 RBC 之间
RBC（低于成本定价）	政府监管部门硬性规定的天然气价格，且价格低于相关企业成本，并以补贴的形式将亏损弥补给企业
NP（无价格）	即由于天然气生产企业内部消费等，不定价的情况

资料来源：中信建投证券研究发展部

多因素促进全球天然气消费量持续增长。近年来，受益于广泛的需求、供给的增长、以及 LNG 供应能力的扩张，全球范围内天然气消费增长势头强劲，具体来说新兴亚洲国家和非洲国家工业化程度提高以及电力需求增长、中国“煤改气”的持续推进，北美和中东地区低成本气源的开拓，都给天然气市场的持续增长带来了有力支撑。2017 年全球天然气消费量达到 36804 亿立方米，相对于 2007 年的 29645 亿立方米，增长 24%，在全球一次能源消费量中，占比约为 23%，低于石油和煤炭，位居第三位。

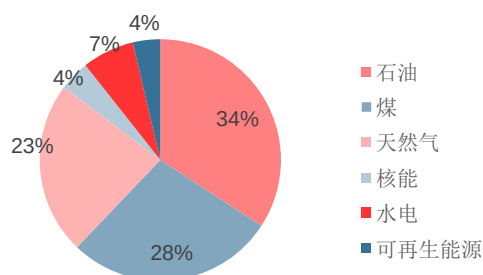
根据埃克森美孚石油公司预测，2030 年前全球天然气消费需求年均增长率将保持在 2.0%，而石油和煤炭需求的年均增长率仅为 0.7%。IEA 发布的天然气中长期需求预测显示，到 2035 年全球天然气需求总量将达到 5.1 万亿立方米，占全球总能源需求的 25%，占世界一次能源消费的比重有望超越石油和煤炭。

图表56： 历年全球天然气产量与消费量变化（单位：十亿立方米）



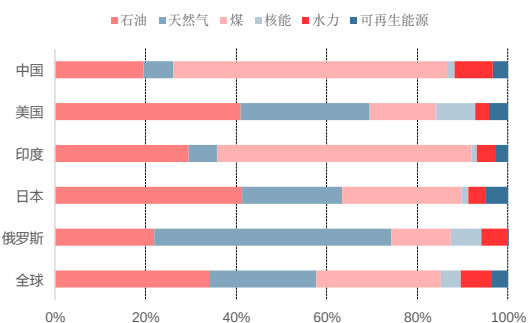
资料来源：BP，中信建投证券研究发展部

图表57： 2017 年世界一次能源消费结构占比



资料来源：BP，中信建投证券研究发展部

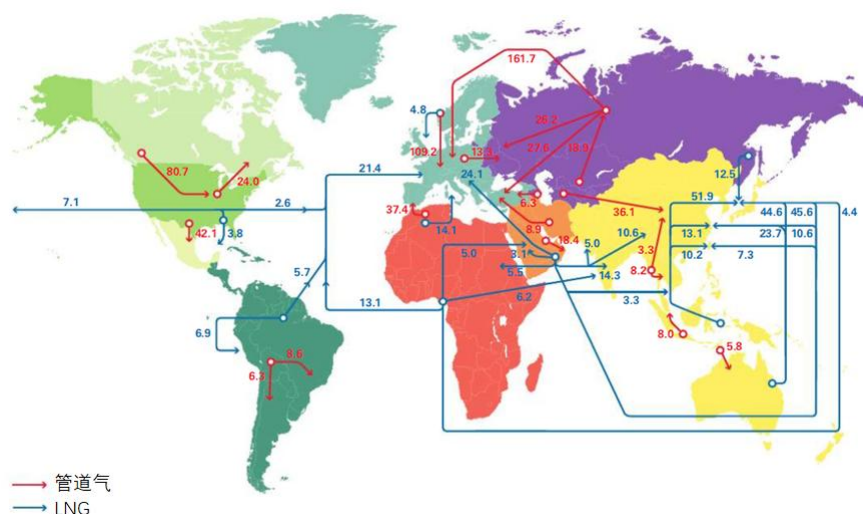
图表58： 2017 年全球及主要国家一次能源结构对比



资料来源：BP，中信建投证券研究发展部

全球范围内，天然气从北美、中东、东欧流向东亚、西欧，供需关系错配促成“亚洲溢价”。根据 BP 统计，2017 年国际天然气贸易（含管道气和 LNG）的主要净流出地域包括天然气储量丰富的东欧、中东及页岩气产量大增的美国，而东亚、西欧则因人口聚集成为净流入国。尤其是在东亚地区，中国、日本、韩国 2017 年进口天然气总计分别达 92.0、113.9、51.3 亿立方米，占全球天然气贸易的 22.7%。由于国际天然气贸易表现出较高度度的市场化，东亚地区紧张的供需关系促成了独特的“亚洲溢价”，即亚洲（主要是东亚）地区进口天然气的价格高于全球平均水平。如 2017 年，美国 Henry Hub，英国 NBP 及东北亚 LNG（管道气价格稍低）进口均价分别为 2.96、5.8、7.7 美元/百万英热单位，亚洲地区溢价明显。

图表59： 2017 年全球天然气贸易网络示意图（单位：十亿立方米）

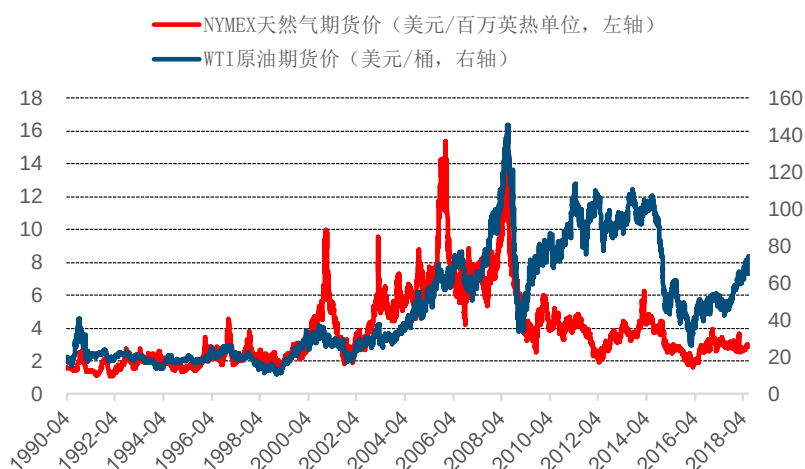


资料来源：BP，中信建投证券研究发展部

全球油价和天然气相关性较大，但近年来因页岩气等产量大增，二者价格一致性有所减弱。石油和天然气互为替代能源，且多互相伴生，常规天然气与石油在全球的资源分布高度相似。因此全球范围内市场化的石油和天然气价格表现出高度的相关性，以美国纽约天然气期货价和 WTI 原油期货价为例，自 1990 年以来，二者时间序列相关系数达到 0.5 以上，且高峰和低谷期基本吻合。

而自 2010 年左右以来，美国页岩气逐步实现大规模商业化，年页岩气产量从 2005 年的不足 200 亿立方米一路攀升至 2017 年的 4621 亿立方米，占全国天然气总产量的约一半、占全球天然气产量约 12.56%。美国对页岩气的大规模开发改变全球天然气开采量格局，并对世界天然气价格走势产生了深刻影响。自 2010 年至今，油价和天然气价格仍保持较高相关性，但价格变化一致性明显变弱，天然气价格波动趋向于缓和，且整体价格相对于石油大幅下降。

图表60： 近年全球天然气和原油价格走势对比



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

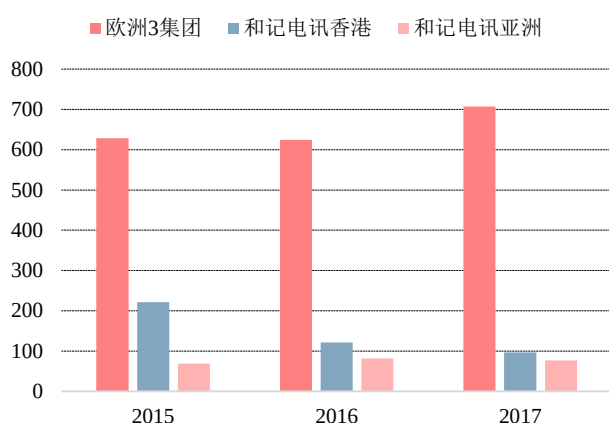
五、电讯：合并 Wind Tre 剩余 50% 股权，跻身欧洲一流运营商

5.1 长和电讯业务结构：以欧洲为主的移动通信运营商

长和电讯业务主要由三个子公司运营：欧洲 3 集团、和记电讯香港以及和记电讯亚洲。欧洲 3 集团在英国、爱尔兰、意大利、瑞典、丹麦、奥地利六地拥有分公司，其中 16 - 17% 为手机业务，其余为移动通信业务。和记电讯香港有 3 香港和 3 澳门两个分公司，长和拥有其 66% 权益，2017 年 10 月公司开始出售固网业务，但在香港、澳门地区仍保留移动电话业务。和记电讯亚洲在斯里兰卡、印尼和越南经营流动电讯网络。

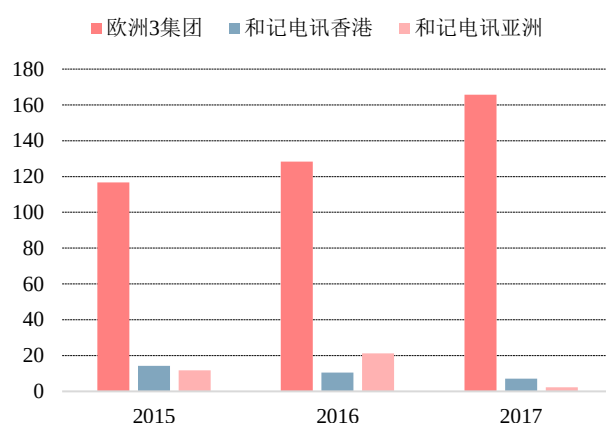
从盈利角度看，长和的电讯业务以欧洲为主。近三年，欧洲 3 集团的收入和 EBIT 稳步增长，而和记电讯香港的收入以及和记电讯亚洲的 EBIT 则呈下降趋势。2017 年，欧洲 3 集团的收入超过 700 亿港元，占长和电讯业务的 80%；EBIT 达到 165.67 亿港元，占长和电讯业务的 95%。

图表61： 电讯业务近 3 年收入（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表62： 电讯业务近 3 年 EBIT（单位：亿港元）

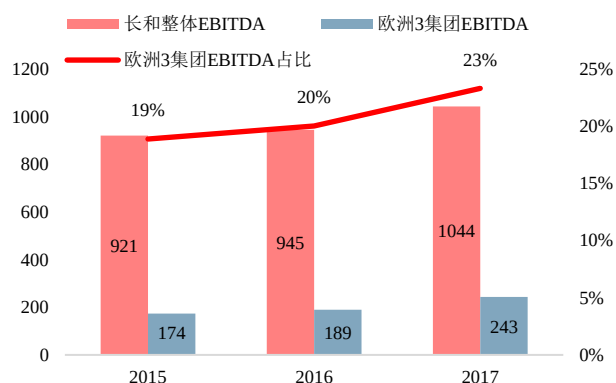


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

从过去到现在：欧洲是公司电信业务布局重点。本世纪初，和记黄埔斥资约 250 亿美元在英国和意大利等国家建立了首批 3G 网络。2013 年 3 奥地利分公司收购奥地利第三大移动运营商 Orange Austria，完成后 3 奥地利是当地第三大运营商。2014 年 7 月，公司旗下 3 爱尔兰斥资 7.8 亿欧元（约合 56.66 亿元人民币）收购 O2 在爱尔兰的资产。2016 年，3 意大利与俄罗斯 VimpelCom（后改名 VEON）旗下的 Wind 电信合并成立 Wind Tre，长江和记占 50% 的股份，合并后 Wind Tre 为意大利最大运营商，拥有超过 3100 万的流动客户。

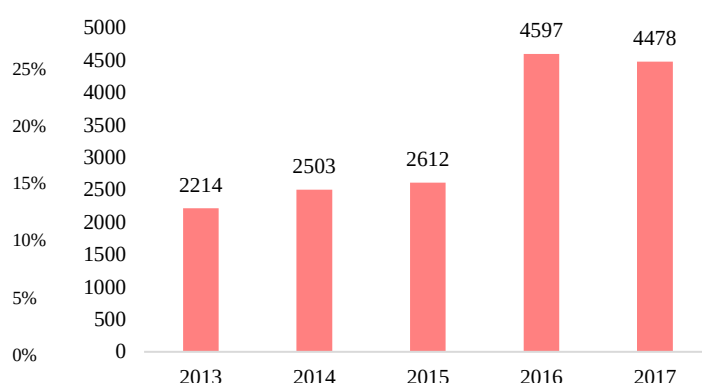
欧洲 3 集团业务成为公司 EBITDA 增长的主要动力之一。2016 年公司整体 EBITDA 同比增长 24.32 亿港元（考虑出售投资所得溢利），欧洲 3 集团 EBITDA 同比增长 15.48 亿港元。2017 年前者同比增长 98.29 亿港元，后者同比增长 53.93 亿港元，欧洲 3 集团 EBITDA 占长和所有业务之和的 23.3%。

图表63： 欧洲为长和盈利主要增长驱动力（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表64： 欧洲 3 集团客户人数变化（单位：万人）



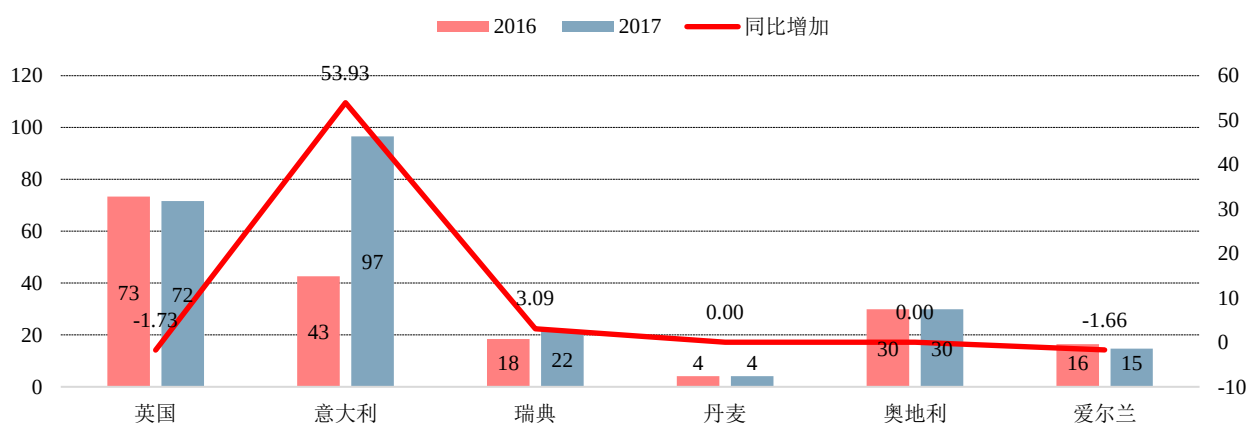
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

5.2 当前欧洲业务布局中：以英国、意大利为根基

英国、意大利目前贡献欧洲 3 集团主要收入及 EBITDA。根据 2017 年年报，在欧洲 3 集团中，英国分公司 EBITDA 为 71.6 亿港元，占比 34.47%，意大利分公司 EBITDA 为 96.58 亿港元，占比 34.70%。

意大利电信市场为公司当前布局关键，已成为公司电讯业务增长核心驱动力。根据 2017 年年报，意大利公司 EBITDA 增加 53.93 亿港元，同比增长 126%，为所有分公司之最。2017 年，意大利的登记用户数量近 3000 万，占欧洲 3 集团用户总数的 56%；其中活跃用户 2657 万，占欧洲 3 集团活跃用户总数的 59.3%。

图表65： 欧洲业务六大地区 EBITDA 变化情况（单位：亿港元，%）

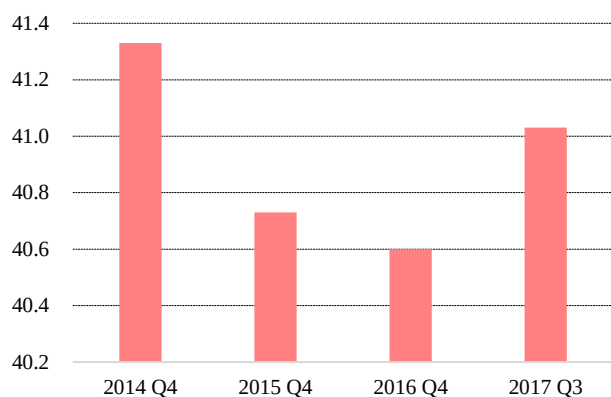


资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

5.2.1 英国业务：为当地第四大运营商，格局相对较稳

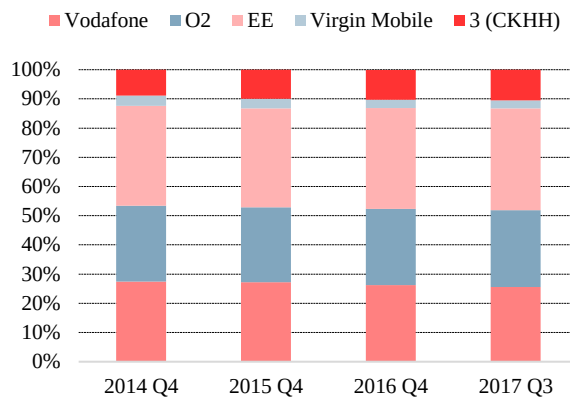
英国主流电信运营商主要包括：Vodafone、O2、EE、3（长和欧洲 3 集团英国分公司）、Virgin Mobile。这几家运营商市场份额基本稳定在 25%、26%、35%、10%、3%左右。欧洲 3 集团英国分公司排在第四位。英国这几家主流运营商营收之和基本上代表了英国电信市场的规模：每个季度营收之和大约稳定在 40 亿英镑左右，且每个季度基本持平，因此英国每年电信市场规模大约稳定在 160 亿英镑。

图表66：英国主流运营商季度营收之和（单位：亿英镑）



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图表67：英国电信市场份额



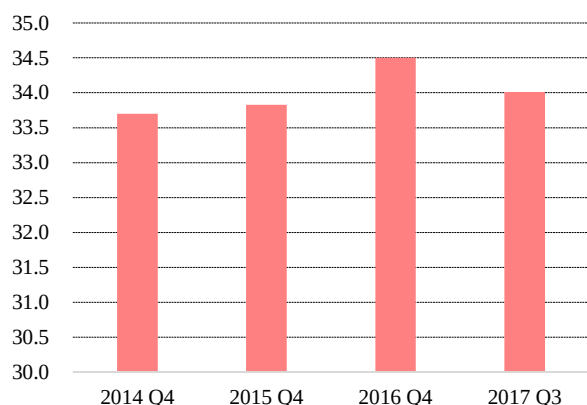
资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

5.2.2 意大利业务：并购 Wind Tre 剩余 50%股权，晋升意大利主流运营商

2016 年以前，意大利主流电信运营商包括：Telecom Italia、Vodafone、Wind、3（CKHH）。2016 年底，Wind 和 3（CKHH）合并成 Wind Tre。这几家主流电信运营商基本上代表了整个意大利电信市场，每年这几家收入之和基本上稳定在 136 亿欧元，每个季度稳定在 34 亿欧元左右。

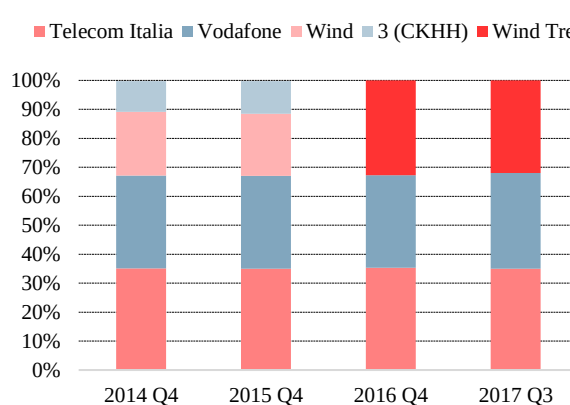
从市场格局上看，Telecom Italia 市占率大约为 32.6%，Vodafone 市占率大约为 35.3%，Wind Tre 市占率大约为 32%。2018 年 9 月，公司以 24.5 亿欧元完成对 Wind Tre 余下 50%股权的收购，有望成为意大利最大的电信运营商。

图表68：意大利主流运营商季度营收之和（单位：亿欧元）



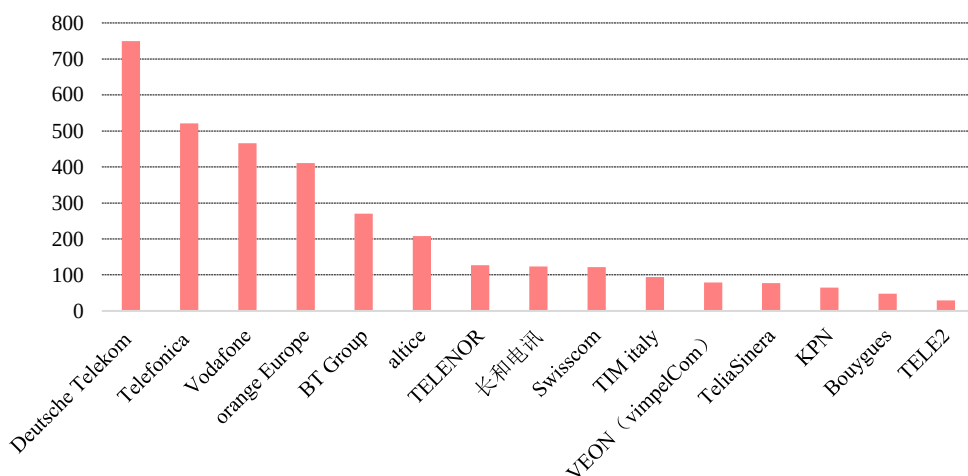
资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图表69：意大利电信市场格局



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

电信业务跻身欧洲一流运营商行列。在收购 Wind Tre 100%的股权后，公司将 Wind Tre 的全部收入合并到长和电讯业务的收入中。在所有欧洲电信运营商收入规模排名中，公司大约可以排到第 8 位，跻身欧洲一流电信运营商。

图表70： 欧洲主流电信运营商 2017 年收入规模（单位：亿欧元）


资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图表71： 欧洲地区主要运营商

欧洲地区	欧洲国家	人口（万）	主要运营商			
西欧	英国	6657	O2	Vodafone	EE	Three
	法国	6523	Bouygues Telecom	Orange	Altice (SFR)	Iliad
	荷兰	1708	T-Mobile	Vodafone	KPN	Tele2
	比利时	1149	Proximus	Base	Mobistar	
	爱尔兰	480	Eir	Vodafone	Three	
北欧	瑞典	998	Telia	Tele2	Telenor	Three
	丹麦	575	TDC Mobil AS	Telia	Telenor	Three
	芬兰	551	Alands Mobiltelefon Ab	DNA Networks	Elisa Corporation	Telia Sonera Finland
	挪威	523	Telenor	Tele2	Netcom AS	
中欧	德国	8229	Deutsche Telekom	Vodafone	O2	Vistream
	波兰	3810	Orange	Polkomtel	Upc	T-mobile
	捷克	1062	T-Mobile	Vodafone	O2	
	匈牙利	968	T-Mobile	Vodafone	Telenor	
	奥地利	875	Telekom Austria	T-Mobile	Three	
	瑞士	854	Swisscom	Sunrise	Orange	
	斯洛伐克	544	T-Mobile	Orange	O2	
东欧	俄罗斯	14396	MTS	MegaFon	Beeline	Tele2
	乌克兰	4400	MTS	Kyivstar	lifecell	BeeLine
	白俄罗斯	945	Mobile TeleSystems	VEON	life:)	
	摩尔多瓦	404	Moldtelecom	Voxtel	Moldcell	
	立陶宛	287	立陶宛电信	TELIA	BITE	Tele2
	拉脱维亚	192	LMT	Tele2	Bite	
	爱沙尼亚	130	Eesti Telekom	EMT	Elisa	Tele2
南欧	意大利	5929	Telecom Italia	Vodafone	Wind Tre	
	西班牙	4639	Telefonica	Vodafone	Orange	
	罗马尼亚	1958	Telekom Romania	Vodafone	Orange	RCS&RDS
	希腊	1114	wind	Vodafone	Cosmote-Mobile Telecommunications	Q-Tele
	葡萄牙	1029	Altice (PT)	Vodafone	Altice (Optimus)	
	塞尔维亚	876	MTS	Vip	Telenor	
	保加利亚	703	MobilTel	保加利亚电信公司	Cosmo	
	克罗地亚	416	T-Mobile	Vipnet	Tele2	
	波黑	350	波黑电信	莫斯塔尔HT电信	塞族电信	
	阿尔巴尼亚	293	Telekom	Vodafone	ALBtelecom	
	马其顿	208	T-Mobile	VIPOne		

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

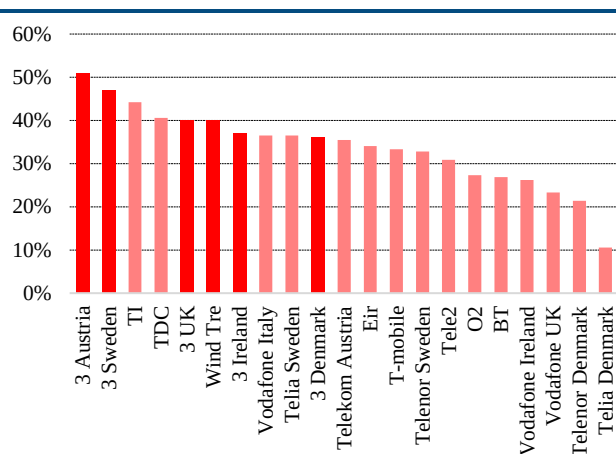
Wind Tre 息税前摊销毛利率在欧洲主流运营商中也是排在前列（该指标为 2018 年上半年数据，只统计移动通信业务，不包含手机业务）。

图表72： 2018H1 欧洲 3 集团及竞争对手 EBITDA 毛利率

英国	3 UK 40.0%	O2 27.3%	BT 26.9%	Vodafone 23.3%
意大利	TI 44.2%	Wind Tre 40.0%	Vodafone 36.5%	
瑞典	3 Sweden 47.0%	Telia 36.5%	Telenor 32.8%	Tele2 30.9%
丹麦	TDC 40.6%	3 Denmark 36.0%	Telenor 21.4%	Telia 10.6%
奥地利	3 Austria 51.0%	Telekom Austria 35.5%	T-mobile 33.3%	
爱尔兰	3 Ireland 37.0%	Eir 34.1%	Vodafone 26.2%	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表73： 2018H1 欧洲 3 集团及竞争对手 EBITDA 毛利率

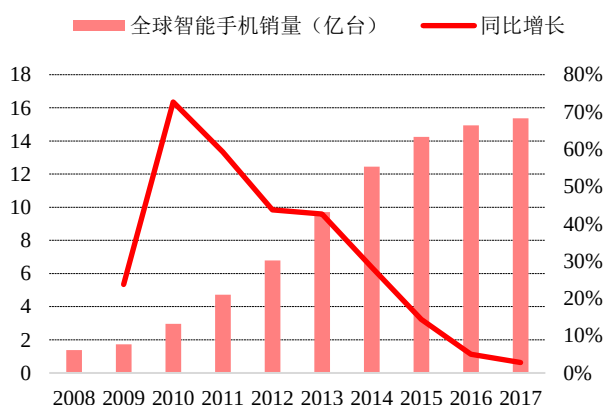


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

5.3 用户增量放缓，ARPU 值下滑，倒逼并购将成为电信行业的主题

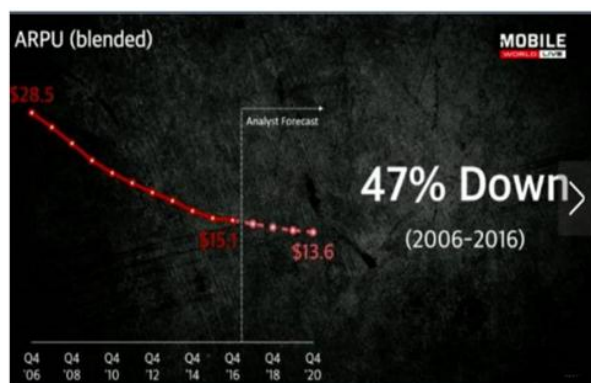
全球包括欧洲移动用户渗透率已经很高，新增用户渗透速率放缓。全球智能手机销量增速放缓可以直接体现这一趋势：全球智能手机销量的同比增长已从 2010 年的 70% 下降到 2017 年的 2.8%，高增长的势头基本已经结束。全球运营商 ARPU（每用户平均收入）值稳定下滑，主要原因是资费下调、竞争加剧、业务 IP 化。根据中国报告网数据，2006 - 2016 年，全球运营商 ARPU 值从 28.5 美元下降至 13.6 美元，累计下滑 47%，年均复合下滑 6%。

图表74： 全球智能手机销量



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图表75： 全球运营商 ARPU 值趋势

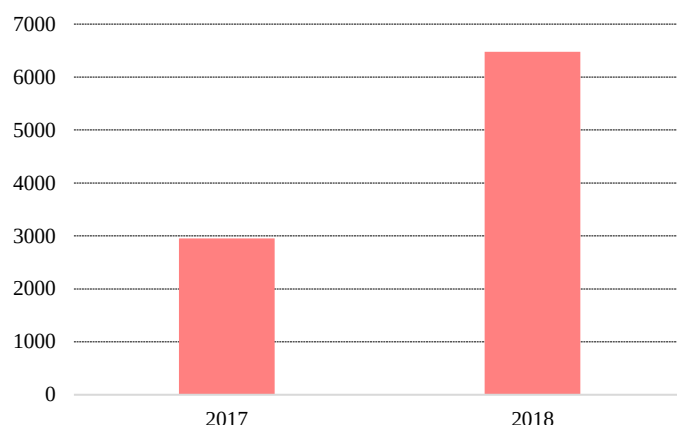


资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

移动用户渗透率高，ARPU 值下滑，技术持续升级带来资本开支的投入，这些情况将倒逼电信运营商，使得并购成为电信业潮流。并购能够扩大规模效应，应对盈利压力，产业链下游内容业务的延伸可以应对管道化

趋势。根据国际律师事务所 Baker McKenzie 与牛津经济学院合作发布报告，2018 年，全球电信与科技行业并购规模将从去年的 2950 亿美元增至 6480 亿美元。

图表76： 全球电信与科技行业并购规模（单位：亿美元）



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

以美国 AT&T 电信公司为例，为避免管道化，公司开启了新一轮并购。2007 年后，公司收入放缓，略有下滑，毛利也在稳定下滑，再加上互联网的冲击，公司近几年开始进一步并购内容商以应对不利局面。2014 年 AT&T 收购了美国第一大卫星电视运营商 DirecTV；2016 年公司对外披露，拟以 854 亿美元收购时代华纳公司（Time Warner），希望通过这笔收购为用户提供更优惠、更移动化、更具创新性的视频节目，同时这也是制衡科技公司的必要手段。目前，该笔并购已经通过美国政府审查。

5.4 长和电信业务盈利预测与估值

公司电讯业务跻身欧洲一流电信运营商，预计未来还会在欧洲持续并购，充分发挥规模协同效应。但此次盈利预测，我们以未来三年不发生并购为假设条件：1) **欧洲 3 集团**：意大利分公司并入 Wind Tre 剩余 50% 股权，预计 2018 年（9 - 12 月并表）- 2019 年（全年并表）带来增长，随后若无其他并购，则保持稳定；2) **和记电讯香港**：业务，相对稳定；3) **和记电讯亚洲**：2017 年利润大幅下滑主要是 2016 年底至 2017 年初基础设施投入加大带来的成本骤升，后续利润给予 20% 复合增长。预测将分别对欧洲 3 集团的 6 个分公司、和记电讯香港、和记电讯亚洲分别进行测算并加总。

图表77： 电讯业务未来三年 EBITDA 预测（单位：亿港元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
英国	73.34	71.60	76.62	80.45	84.47
意大利	42.65	96.58	120.72	193.15	193.15
瑞典	18.41	21.50	22.15	22.81	23.49
丹麦	4.17	4.17	3.76	3.94	4.14
奥地利	29.89	29.89	33.78	35.47	37.24
爱尔兰	16.43	14.77	18.02	19.82	20.81
合计：欧洲3集团	189.44	243.37	275.03	355.64	363.31
和记电讯香港	26.07	43.37	26.02	28.62	30.06
和记电讯亚洲	22.98	5.58	7.53	8.29	8.70
合计：长和电讯业务	238.49	292.32	308.59	392.55	402.07

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表78： 电讯业务未来三年 EBIT 预测（单位：亿港元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
英国	50.79	44.75	44.75	44.75	44.75
意大利	29.64	74.07	92.58	148.13	148.13
瑞典	1.25	1.25	1.17	1.29	1.36
丹麦	0.72	0.81	0.65	0.72	0.75
奥地利	23.13	20.83	20.83	20.83	20.83
爱尔兰	7.80	5.51	6.83	7.51	7.89
合计：欧洲3集团	128.38	165.67	166.82	223.23	223.71
和记电讯香港	10.55	7.07	4.24	5.09	5.60
和记电讯亚洲	21.30	2.26	1.36	1.63	1.95
合计：长和电讯业务	160.23	175.00	172.42	229.95	231.26

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

电信运营属于重资产、高投入、盈利相对稳定的行业，因此比较适合采用相对估值法。我们将分别按照 EV/EBITDA、EV/EBIT 相对估值法对长和电信业务的进行估值，系数参考同地区同类电信公司，其中 EV/EBITDA 系数大约为 6 - 7 倍，EV/EBIT 系数大约为 10 - 17 倍。

图表79： 长和电讯业务 EBITDA 估值（单位：亿港元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
欧洲 3 集团	1,136.64	1,460.22	1,650.21	2,133.85	2,179.85
和记电讯香港	156.42	260.22	156.13	171.75	180.33
和记电讯亚洲	160.86	39.06	52.73	58.00	60.90
合计	1,453.92	1,759.50	1,859.07	2,363.59	2,421.09
折价 20%	1,163.14	1,407.60	1,487.26	1,890.88	1,936.87

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表80： 长和电讯业务 EBIT 估值（单位：亿港元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
欧洲 3 集团	1,283.80	1,656.70	1,668.18	2,232.34	2,237.09
和记电讯香港	179.35	120.19	72.11	86.54	95.19
和记电讯亚洲	319.50	33.90	20.34	24.41	29.29
合计	1,782.65	1,810.79	1,760.64	2,343.28	2,361.57
折价 20%	1,426.12	1,448.63	1,408.51	1,874.62	1,889.26

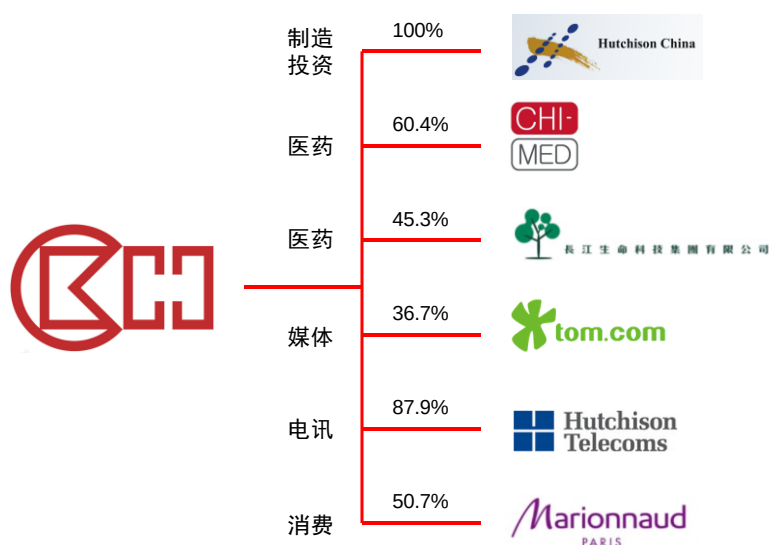
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

六、财务及投资与其他：多元布局，合作互联网企业扩大用户群体

6.1 投资多元化，涉及高端制造、新媒体、消费等领域

公司在制药、生命科技，媒体、电讯、化妆品等行业都有布局。

图表81：长和财务投资版图



资料来源：公开信息整理，中信建投证券研究发展部

和记黄埔（中国）有限公司：在中国内地与香港经营多家制造、服务及分销合资企业，亦投资于和黄中国医药科技有限公司。2018年3月，公司收购全球商业航空服务供应商 Gama Aviation PLC (GMAA.L) 之 21.17% 股权。

和黄中国医药科技有限公司 (HCM.L/HCM.O)：是一家立足中国、面向全球的创新型生物制药公司。成立于 2002 年，公司专注于为全球病患研发治疗癌症和自身免疫性疾病的创新药物，致力于打造世界一流的新药研发企业。自成立后长和投资以来，公司已经登陆美国纳斯达克，完成英国美国的双重上市，长和持有 60.24% 股权。

长江生命科技集团有限公司：从事保健、医药与农业相关产品及资产之研发、制造、商品化、市务推广、销售及投资。长和持有 45.32% 股份。

TOM 集团有限公司 (2383.HK)：媒体及科技上市公司。除出版及广告媒体业务外，TOM 亦设有主要经营电子商贸之技术平台，以及投资于金融科技及大数据分析行业。长和持有 36.73% 股份。

和记电讯澳大利亚有限公司 (HTA.AX)：与 Vodafone 澳大利亚合营 Vodafone 和记澳大利亚有限公司 (VHA)。2017 年度，VHA 活跃用户数增长 4% 至 580 万，EBITDA 增长 6.5% 至 9.72 亿澳元。

玛丽娜：供应高级香水及化妆品，目前在欧洲 11 个市场经营 1000 余家店铺。

图表82：和黄医药自长和投资后的发展历程



资料来源：和黄医药官网，中信建投证券研究发展部

6.2 与新兴互联网企业强强联手，拥抱新生代消费群体

长和与小米于今年5月初达成了全球战略联盟。此次合作旨在将小米的智能手机、智能硬件和时尚产品引入世界各地长和电讯的电信和销售部门。这将有助于小米在海外推广，因为长和在全球拥有超过1.77万家零售和电信商店。该联盟还可以为长和的1.3亿活跃电信用户和1.4亿零售客户提供接入服务。小米也会扩展与长和在欧洲市场电讯店铺的合作，协议包括在丹麦、爱尔兰与瑞典等地的电讯市场为智能手机、生态链智能硬件及生活方式产品作特定优先安排。

图表83：长和主席、董事总经理会见小米团队



资料来源：长和官网，中信建投证券研究发展部

图表84：全球策略联盟成立典礼



资料来源：长和官网，中信建投证券研究发展部

长和在今年10月中旬又宣布与美图组成战略联盟。美图公司是中国领先的影像处理及社交分享平台，此次合作将使长和旗下零售品牌屈臣氏集团及电讯运营商3香港与美图公司共同努力整合美和社交，创建一个结合社交媒体与零售的崭新商业模式，在顾客体验、使用者系统、技术研发、精准行销、大数据和商业策略等多个层面拓展合作。

联盟将利用美图的人工智能技术和大数据能力以及长和在零售及电讯业务的专业，为年轻新消费群体带来崭新互动的线上线下购物体验。集团将与3香港合作，将“美图定制”服务引入香港，届时其客户将可通过一站式的增值服务体验个性化产品订制。用户使用港版美图秀秀处理照片后，可直接列印在手机壳、服饰、雨伞、布袋、水杯和滑鼠垫等物品上，制作独一无二的个性化产品。

这次合作可整合美图 3.5 亿月活用户和屈臣氏优质的线上线下购买群体，使双方互利互惠。美图产品拥有广泛的线上女性用户，长和也拥有庞大的女性顾客群，双方的战略联盟能够进一步释放集团用户平台的价值，增强与顾客的连接和互动，同时让更多人变美。

图表85： 香港屈臣氏引入“美图魔镜”，提供虚拟试妆服务



资料来源：长和官网，中信建投证券研究发展部

图表86： 屈臣氏联合美图推出联合屈臣氏 e 卡



资料来源：长和官网，中信建投证券研究发展部

七、盈利预测与估值

我们假设集团未来三年没有新的并购投资，预计公司及合营企业 2018 – 2020 年分别实现营业收入 4792、5307 和 5595 亿港元，同比分别增长 15.5%、10.7%和 5.4%，不考虑合营企业分别实现营业收入 2764、3016 和 3141 亿港元，同比分别增长 11.2%、9.1%和 4.1%，分别实现归母净利润 397、431 和 454 亿港元，同比分别增长 13.2%、8.4%和 5.4%。

图表87：长和盈利预测（单位：百万港元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（考虑联营企业）	396,087	382,323	414,837	479,224	530,696	559,546
YoY		-3.5%	8.5%	15.5%	10.7%	5.4%
港口及相关服务	34,009	32,184	34,146	36,701	38,614	40,498
YoY		-5.4%	6.1%	7.5%	5.2%	4.9%
零售	151,903	151,502	156,163	173,560	182,540	190,750
YoY		-0.3%	3.1%	11.1%	5.2%	4.5%
基建	55,762	53,211	57,369	75,727	77,620	79,561
YoY		-4.6%	7.8%	32.0%	2.5%	2.5%
赫斯基能源	40,029	30,467	44,948	61,579	76,973	88,519
YoY		-23.9%	47.5%	37.0%	25.0%	15.0%
欧洲 3 集团	62,799	62,415	70,734	78,386	97,401	97,985
YoY		-0.6%	13.3%	10.8%	24.3%	0.6%
和记电讯香港控股	22,122	12,133	9,685	8,042	8,042	8,042
YoY		-45.2%	-20.2%	-17.0%	0.0%	0.0%
和记电讯亚洲	6,900	8,200	7,695	8,234	8,810	9,427
YoY		18.8%	-6.2%	7.0%	7.0%	7.0%
财务及投资与其他	22,563	32,211	34,097	36,995	40,695	44,764
YoY		42.8%	5.9%	8.5%	10.0%	10.0%
营业总收入（不考虑联营企业）	166,760	259,842	248,515	276,414	301,636	314,078
YoY		55.8%	-4.4%	11.2%	9.1%	4.1%
营业总支出	142,078	222,530	213,120	238,430	259,872	270,110
营业成本	80,607	121,113	117,873	129,799	141,329	146,677
营业开支	61,471	101,417	95,247	108,631	118,543	123,433
营业利润	24,682	37,312	35,395	37,985	41,764	43,968
加：利息收入						
减：利息支出	4,470	7,015	8,004	8,845	9,652	10,050
加：权益性投资损益	13,632	16,613	19,297	22,559	23,687	24,872
其他非经营性损益		-103	-270	-550	-650	-720
非经常项目前利润	33,844	46,807	46,418	51,149	55,149	58,069
加：非经常项目损益	13,417	-344				
除税前利润	47,261	46,463	46,418	51,149	55,149	58,069
减：所得税	2,895	4,551	2,816	3,319	3,579	3,768

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东损益	6,177	8,904	8,502	8,087	8,491	8,916
持续经营净利润	38,189	33,008	35,100	39,743	43,079	45,385
加：非持续经营净利润	80,381					
其他特殊项						
净利润	118,570	33,008	35,100	39,743	43,079	45,385
减：优先股利及其他调整项						
归属普通股股东净利润	118,570	33,008	35,100	39,743	43,079	45,385
YoY		-72.2%	6.3%	13.2%	8.4%	5.4%

资料来源：公司公告，Wind，中信建投证券研究发展部

估值方面，我们采用净资产价值（NAV）方法，对五大业务板块及财务与投资部分进行分别估值，计算出长和的净资产价值为 5319 亿港元。考虑当前港股的市场环境，我们给予 20% 的折价，得出公司的估值约为 4255 亿港元。我们看好公司五大版图的多元全球化布局，重点关注零售业务在中国的成长性、电讯业务的区域扩张以及新的投资计划，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 110 港元。

图表88：长和 NAV 估值（单位：亿港元）

业务板块		估值方法与假设	估值
港口及相关服务		12X 2018E EV/EBITDA，除去 30 亿元净外债，76%并表	1226
零售		12X 2018E EV/EBITDA，80%并表	1654
基建	长江基建集团	75.67% 1038.HK 市值	1178
	6 个基建资产	10% 6 个基建公司估值	22
电讯	欧洲 3 集团	6X 2018E EV/EBITDA	1650
	和记电讯香港	6X 2018E EV/EBITDA	156
	和记电讯亚洲	7X 2018E EV/EBITDA	53
能源	赫斯基能源	40.19% HSE.TO 市值	475
财务及投资与其他	和黄中国医药	60.40% HCM.L 市值	188
	TOM 集团	36.73% 2383.HK 市值	27
	长江生命科技	45.31% 0775.HK 市值	18
	和记电讯澳洲	87.87% HTA.AX 市值	73
	净负债+永续债	2018H1 集团债务净额 1855 亿元	-1400
		长和 NAV 估值	5319
		20%折价后企业估值	4255
		总股本（亿股）	38.56
		每股价值（港元）	110.35

资料来源：中信建投证券研究发展部

八、风险提示

1. 全球贸易冲突升级、地缘政治等因素对港口业务造成负面影响；
2. 屈臣氏集团门店数量扩张不及预期，拼多多等线上购物平台的崛起使单一门店收入加速下滑；
3. 移动用户增长缓慢、运营商盈利能力下降、5G 推行不达预期；
4. 赫斯基能源新探明储量减少，石油与天然气价格回落。

分析师介绍

陈萌：海外前瞻研究首席分析师，中小市值首席分析师。从事中小市值研究 5 年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究。2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

黄帅：北京科技大学工学学士，北京工商大学资产评估硕士，曾就职中铁资源集团，2016、2017 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队，2018 年加入化工研究团队。

报告贡献人

朱瀚清 021-68821600-805 zhuhanqing@csc.com.cn

黄旭 13371984733 huangxu@csc.com.cn

汤其勇 15901307701 tangqiyong@csc.com.cn

高兴 021-68821600-865 gaoxing@csc.com.cn

纪振鹏 15002122123 jizhenpeng@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859