



迅速增长的中国中产阶级- 产业机遇

专题注释

2016年12月2日



萬海證券有限公司
AMC WANHAI SECURITIES LIMITED

目录

内容概要.....	3
中国即将在 2026 年成为最大的经济体.....	4
中国的中产阶级使其它发达国家的相形见绌.....	5
到 2030 年，兴起的中产阶级占中国人口的 75%.....	7
随着中国正在赶超发达国家，拥有大量的消费增长空间.....	9
中国个人消费的高增长.....	10
中国站在消费者革命的尖端.....	12
随着可支配收入的增加，可自由支配的支出将得到带动.....	15
金融服务.....	17
医疗保健.....	18
住房家具.....	20
传媒娱乐.....	21
文化娱乐.....	22
餐馆酒店.....	23
观光旅游.....	24
金沙中国有限公司 (1928 HK).....	26
东瑞制药 (控股) 有限公司 (2348 HK).....	28
凯升控股有限公司(102 HK).....	30
巨騰國際控股有限公司(3336 HK).....	32
联众国际控股有限公司(6899 HK).....	34
当代置业 (中国) 有限公司 (1107 HK).....	36
中國太平保險控股有限公司(0966 HK).....	38



内容概要

1978 年自由化后，中国经济的年均复合增长率达到了惊人的 12.3%。国家的快速增长将其从中等收入国家转变成了高收入国家。中国经济的增长将以全国 1.088 亿强劲的中产阶级为主导，这是全球最大的中产阶级群体，其增长速度惊人。自 2000 年以来，中国为其中产阶级增加了 4330 万成年人。

到 2030 年，根据经济智囊团，中产阶级将占中国总人口的 75%，20% 属于中上层。中国中产阶级的增长强调了消费者将取代美国的地位成为“最新的世界消费群胜地”的潜力。

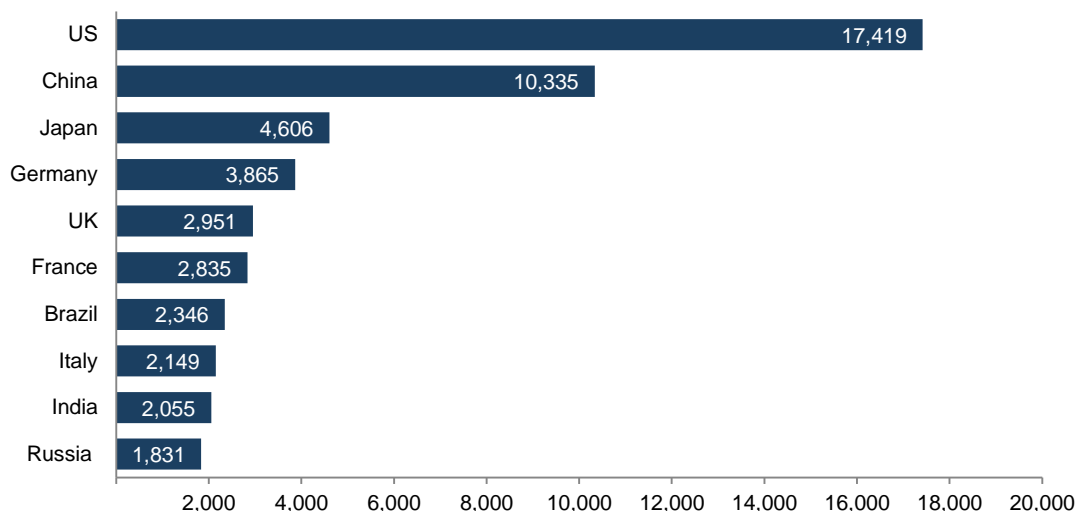
繁荣富裕的中国中产阶级，随着财富和可支配收入的增加，将会在其支出模式上有显著的改变因为他们拥有更多的经济稳定性及安全感。家庭预算的更高分配将用于更多有趣的自由支配消费，用于普通必需品的花费会减少。我们概述了从消费观念转变中受益最多的产业，以及较好长期投资的方向。

- **金融服务：**随着收入水平的提高，金融服务的需求自然会增加。工薪阶层开始寻找更多样的产品来维护他们的储蓄因为退休和遗产基金变为首要考虑。这将使您看到存款率将有比今天下降非常高的水平。股票投资和保险预计将是存款率下降的主要获益者。
- **医疗保健：**中国医疗保健行业继续快速发展。从 2011 到 2020 年，预计医疗保健支出在 2020 年将从 2011 年的 3570 亿美元增长到 1 万亿美元，复合年增长率为 7.0%。最主要的增长动力是对医疗保健的需求、收入水平的提高以及更广的保险覆盖面。第二个重要的增长驱动因素是人口老龄化趋势，到 2050 年，由于中国的独生子女政策，50-64 岁将是最大的年龄组段。
- **住房家具：**中国是正在经历全球历史上最快城市化的国家之一。随着人们迁移到城市，居住潮流变得更加丰富，并且有更多的收入会用于家具和白色家电。
- **传媒娱乐：**在 2014 年，传媒娱乐产业收入约 8 亿人民币。由于年轻一代用于娱乐消费的倾向日益增长，该行业近年来出现了爆炸式的增长（2010-15 年间的复合年增长率为 17%），并且是以比整体经济快得多的速度在增长。
- **文化娱乐：**根据汇丰银行的信息，从现在到 2050 年，中国在这个产业的年增长率应该达到 7.8%。澳门已经超过拉斯维加斯成为全球最大的博彩目的地。大约三分之二到澳门的玩家来自中国。澳门的崛起表明消费习惯的变化。
- **餐馆酒店：**随着中国消费者的可支配收入和生活水平的提高，在外就餐和其它休闲活动将变得更加普遍。随着可支配收入的增加，年轻一代更喜欢出去在餐馆或酒店吃饭来庆祝假期和个人的特别日子。
- **观光旅游：**中国一直是、并且仍然是世界上增长最快的旅游资源市场。中国出境游客人数的增长主要是由中上层阶级带动的。中国目前是世界上最大的出境游客来源，占国际旅游业增长的 30%。

中国即将在 2026 年成为最大的经济体

有五分之一的人类居住在中国。自 1978 年开放以来，中国的经济以复合年增长率 12.3% 的速度增长，直到 2015 年，成为世界第二大经济体，只有美国仍位例其前。在此期间，中国的人均国内生产总值从 155 美元增长到了高于 7924 美元。

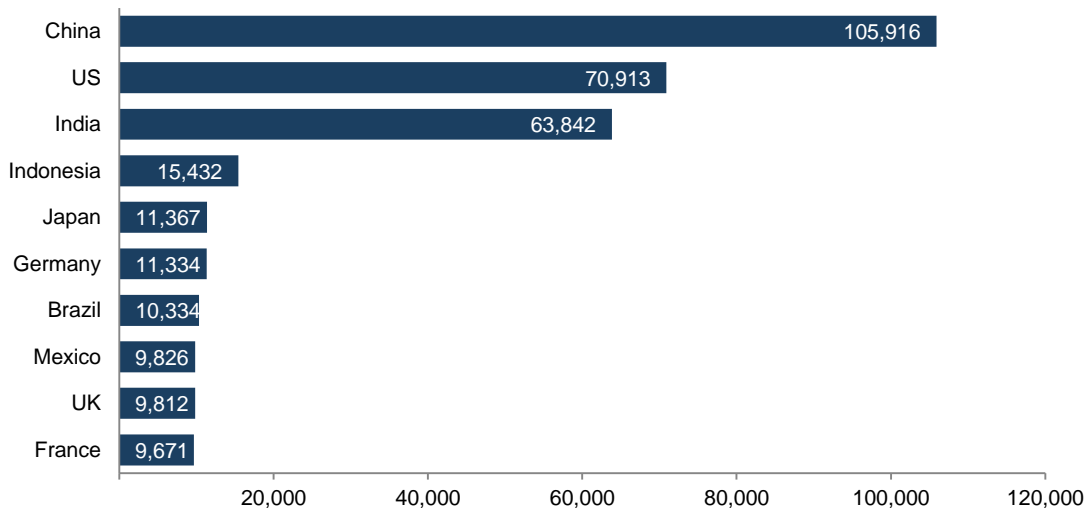
象征性的 GDP (美元 十亿) - 2014



资料来源: 经济智囊团

高速增长的持续时间是在人类历史上前所未有的，而且也好像不可能再被复制。到 2026 年，中国预计将超过美国成为世界上最大的经济体，并将很好的保持其地位直到 2050 年后。

象征性的 GDP (美元 十亿) - 2050



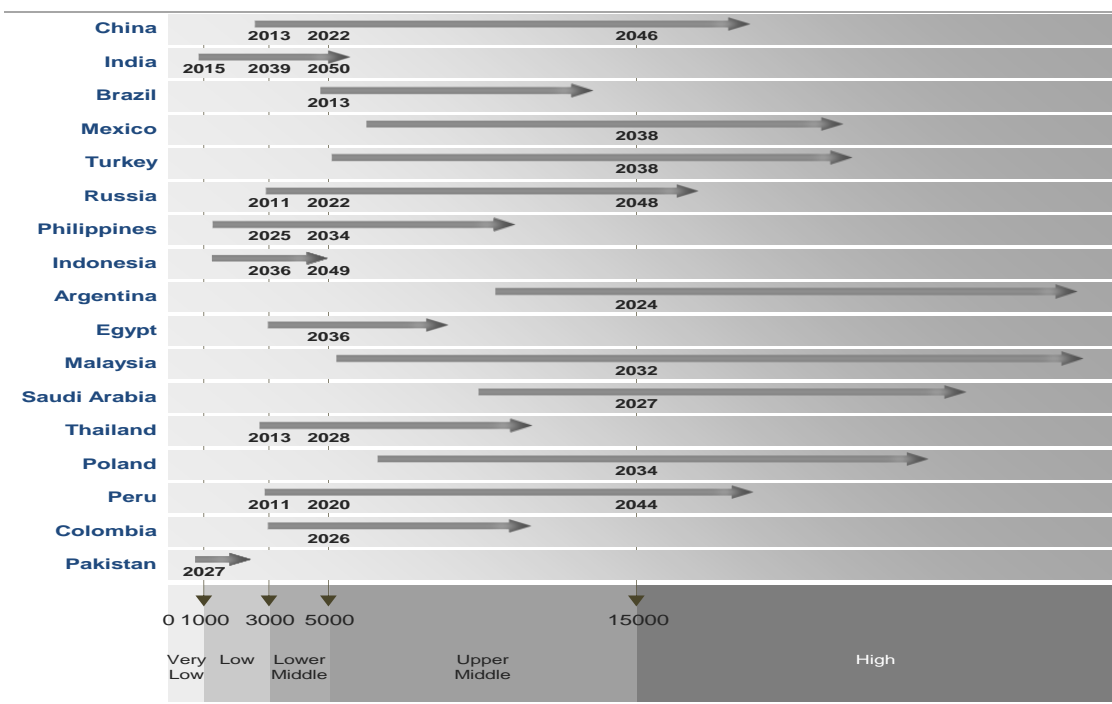
资料来源: 经济智囊团



中国的中产阶级使其它发达国家的相形见绌

随着中国的持续增长，国家将从中等收入支柱过渡到高收入支柱。如下图所示，中国预计到 2022 年将成为中上收入国家，然后到 2046 年进入高收入级别。

中国决定通过收入增加的巨大飞跃

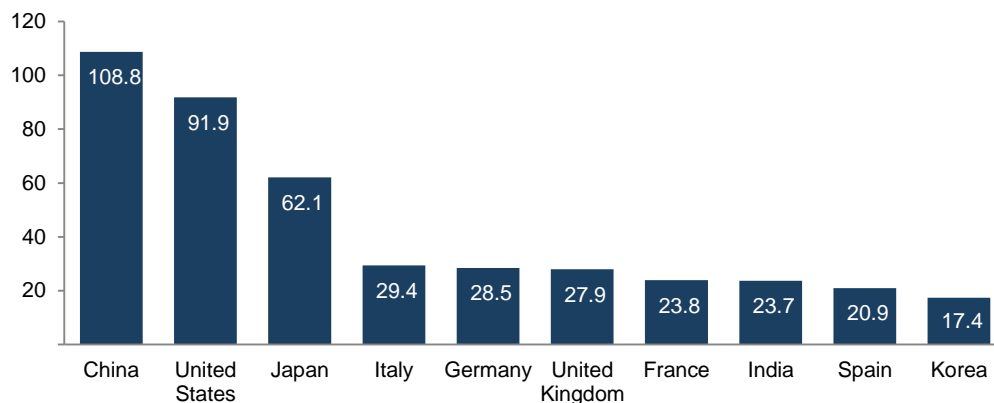


资料来源：世界银行，汇丰银行

注：人均实际收入 2000 美元

中国经济的增长将由中国蓬勃兴起的中产阶级带动。自 2000 年以来，中国已经为中产阶级增加了 4330 万成年人，其中 500 万人进入了高收入阶层。截至 2015 年，中国的中产阶级是世界上最大规模的，超过了美国相当的距离。

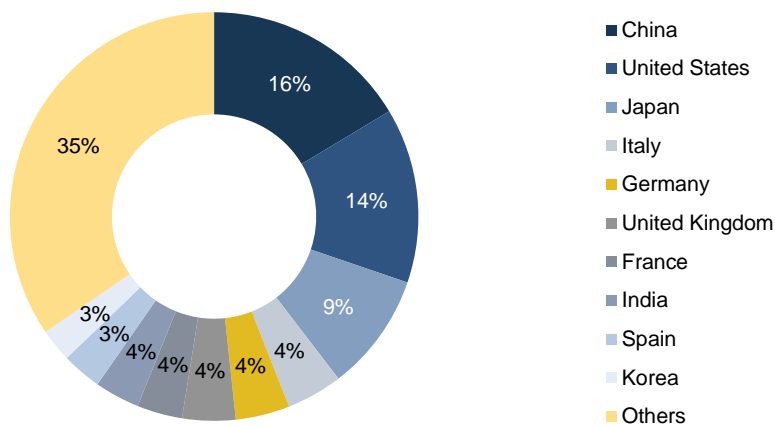
2015 年中产阶级人数（百万）



资料来源：环球财富网 2015，瑞士信贷银行

截至 2015 年，中国中产阶级的规模为 1.088 亿，占全球人口的 16.4%（6.64 亿）。自 2000 年以来，中国对全球中产阶级的净增量贡献了将近 31.0%。

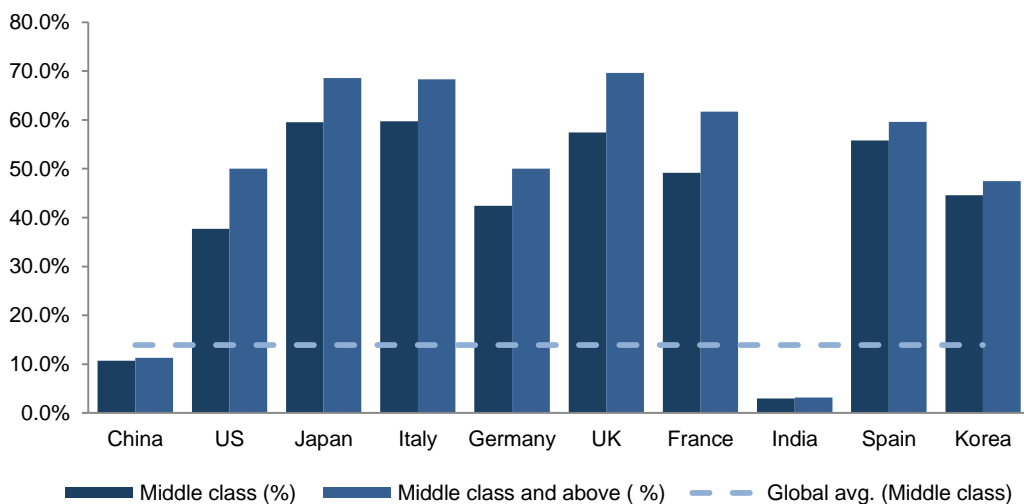
占世界中产阶级人口的百分比



资料来源：环球财富网 2015，瑞士信贷银行

在 2015 年，中国人口的 10.7% 属于中产阶级阶层。另外 0.6% 的民众属于较高收入的阶层。虽然中国中产阶级的确切规模令人印象深刻，但就中产阶级在一般人口中的比例而言，这个水平仍然落后于全球的平均水准（全球平均水平为 13.9%）。此外，考虑到在发达经济体中 40% 至 70% 的居民属于中产阶级，中国在距离其充分发挥中产阶级潜力和最佳规模之间还有一定的距离。

所有成年人在中产阶级中的比例 (%)



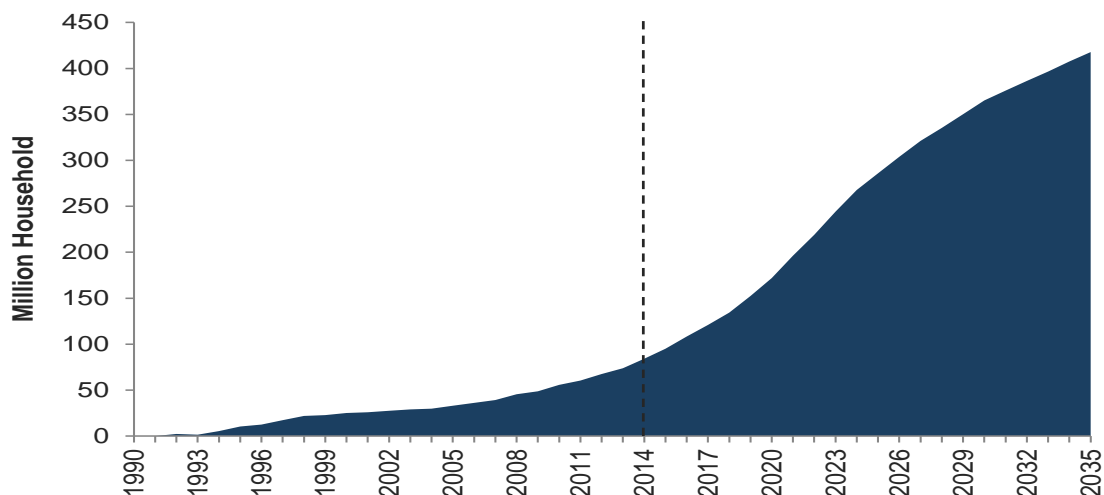
资料来源：环球财富网 2015，瑞士信贷银行



到 2030 年，兴起的中产阶级占中国人口的 75%

中国中产阶级的爆增预计将带来全国经济的巨大变化和社会转型 - 而且这些改变仍将持续。根据环球透视的报道，到 2035 年，超过 4 亿个家庭的收入将超过 20000 美元，这意味着会比九十年代的低金额有巨大的提升。

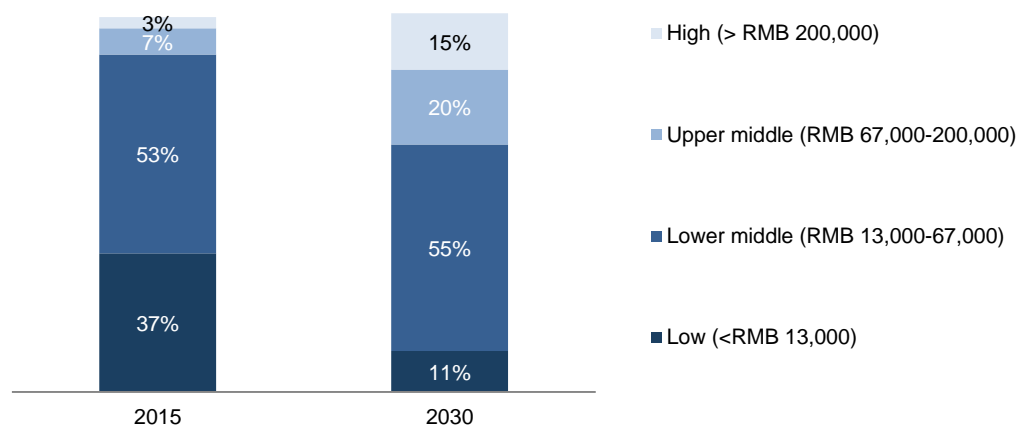
收入超过 20,000 美元的中国家庭 (1990-2035E) ,



资料来源: 环球透视

到 2030 年，根据经济智囊团，中产阶级将占中国人口的 75%，其中 20% 属于中上层。只有 11% 的民众属于贫困群体。

年人均可支配收入 (占总人口的百分比，保持 2015 年的价格不变)

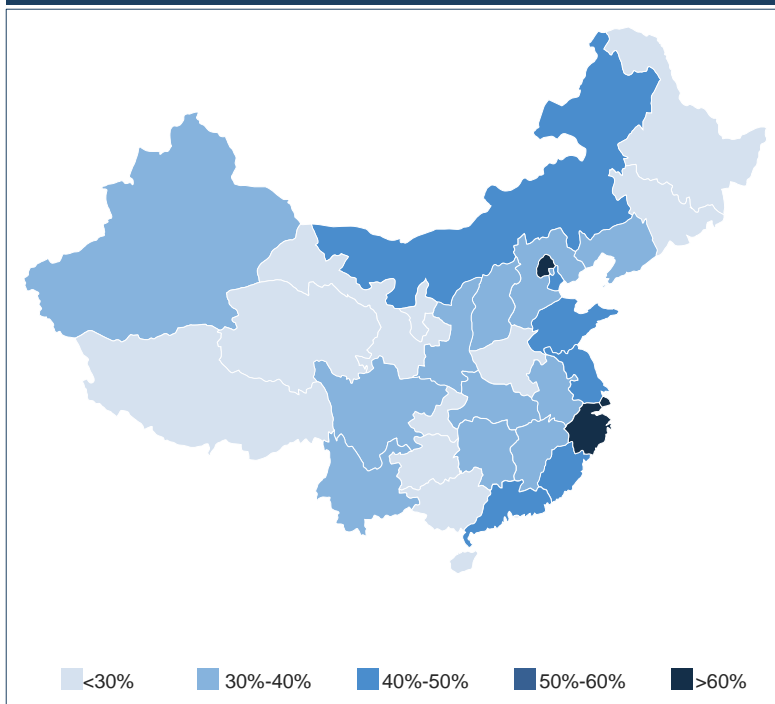


资料来源: 经济智囊团

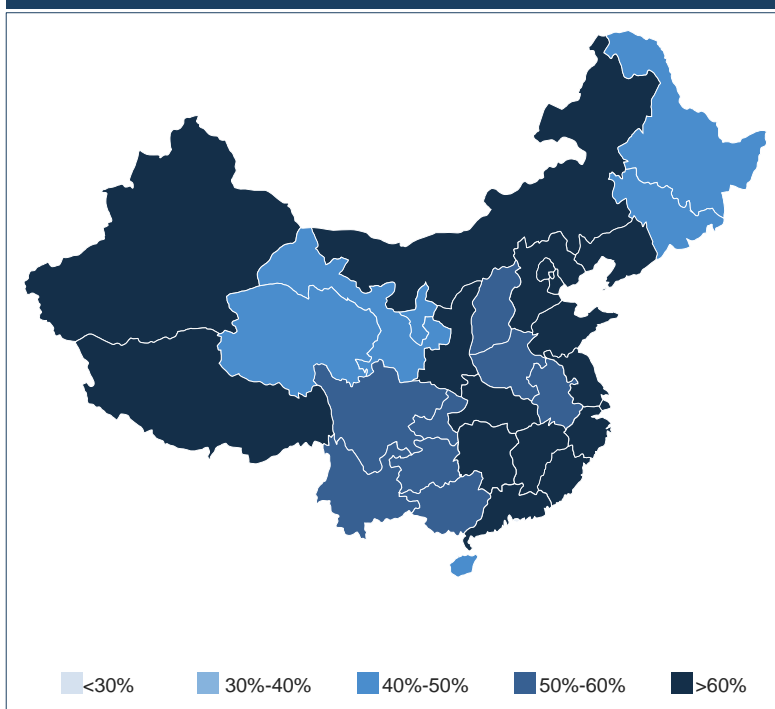
各种研究支持了中产阶级的增长会减少经济体中的不平等这个观点。它还直接有助于经济增长以及增加社会的和谐。中国中产阶级的增长强调了消费者将取代美国的地位成为“最新的世界消费群胜地”的潜力。



Middle class households as % of total – 2015



Middle class households as % of total –2020 forecast



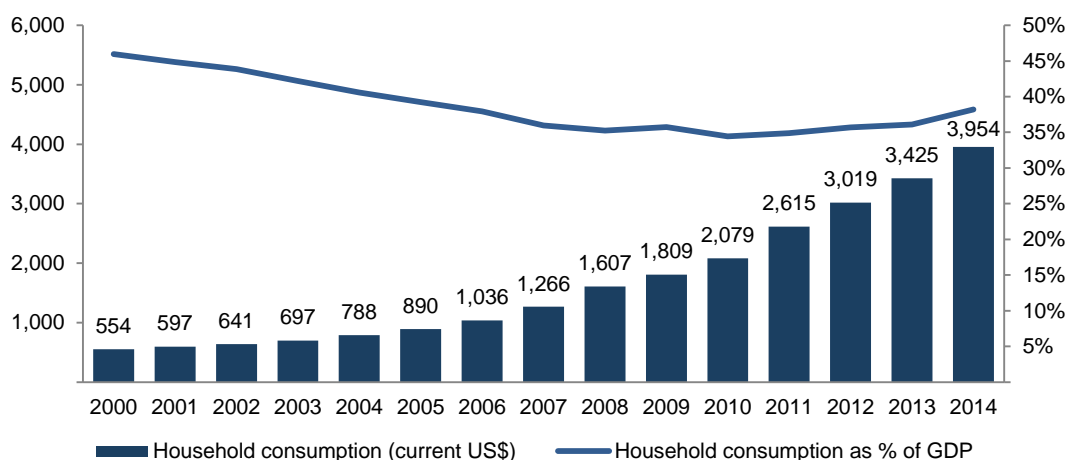


随着中国正在赶超发达国家，拥有大量的消费增长空间

从 1978 年经济自由化以来，我们见证了中国经济的迅速增长和转型。这也反映在家庭消费的增长，其复合年均增长率为 15.0%，从 2000 年的 5540 亿美元增长到了 2014 年的 4 万亿美元。

然而，从 1980 年代到 2010 年，随着经济越来越倾向于出口，个人消费的增长落后于总体经济的增长。因此，消费占 GDP 的百分比从 1980 年代的 50.0% 下降到了 2010 年的 34.4%。从 2010 年开始，政府采取了一系列的举措来增加国内消费，因此消费的增长超过了整体经济的增长，由此增加了其对国内生产总值的贡献。

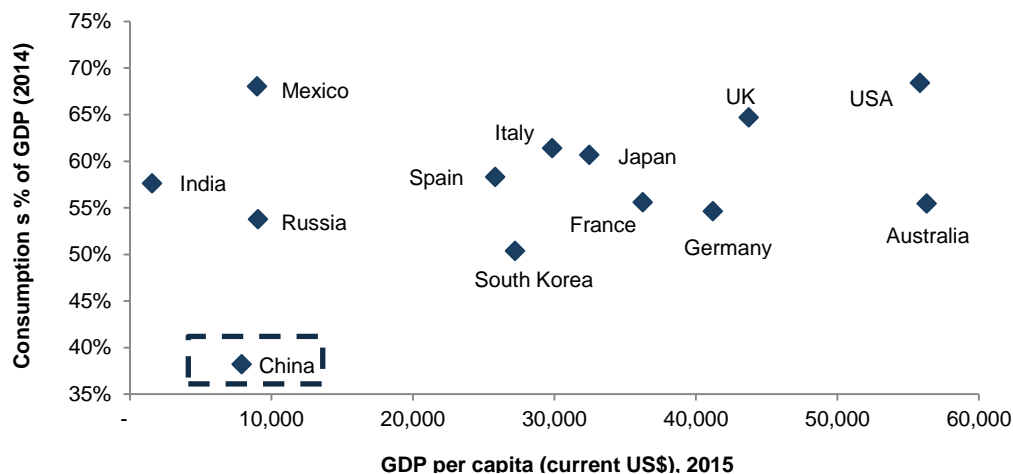
中国家庭消费



资料来源：世界银行

中国在消费对经济贡献的这个方面不仅落后于发达国家，而且也落后于其它新兴市场的伙伴。如下图所示，消费量仍有进一步增长的潜力。历史上，消费的增长已经被中产阶级所带动，因为他们将注意力从满足基本需求转移到了满足他们的个人愿望。

与其他主要经济体相比，中国的家庭消费与 GDP 的比率



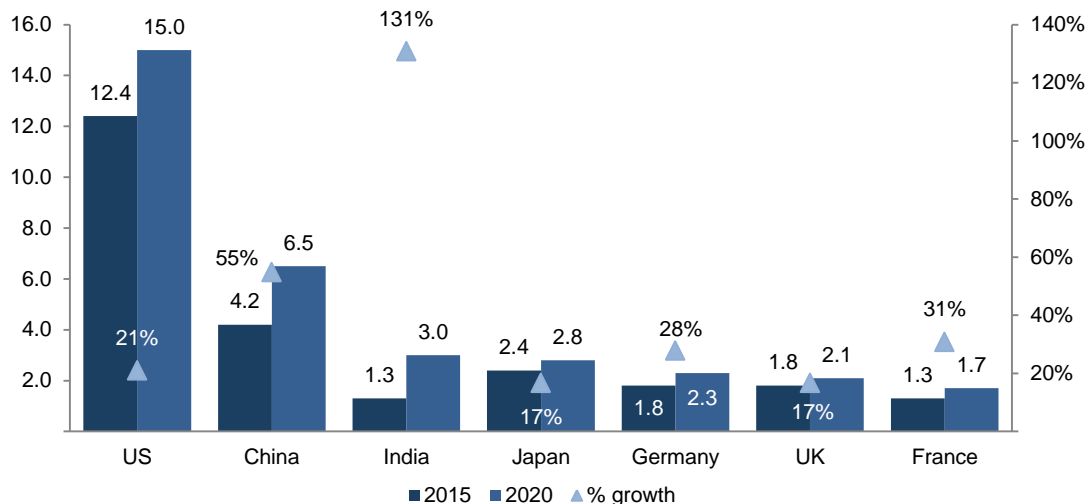
资料来源：世界银行



中国个人消费的高增长

随着中国经济的持续增长，个人消费已经取得了惊人的增长。个人消费现在是中国经济增长的主要驱动力。根据 BCG，即使中国的年实际 GDP 增长率冷却到了 5.5%，远低于官方的目标，但是中国个人消费到 2020 年的增量增长将达到 2.3 万亿美元，相当于增加了一个大于 2015 年德国或英国市场 1.3 倍的消费市场。

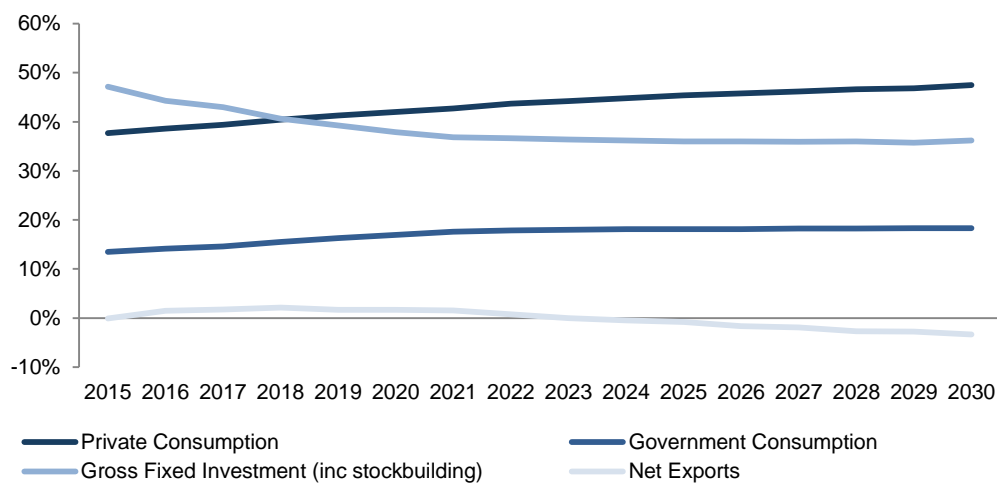
象征性的个人消费（万亿美元）



资料来源：经济智囊团; BCG

个人消费的增长预计将抵消出口增长的放缓。2015 年，实际个人消费增长了 8.4%，总体 GDP 增长了 6.9%。根据经济智囊团，它将继续超过整体经济的增长率，在未来 15 年的复合年增长率为 5.5%。作为消费增长的结果，个人消费的份额将因政府消费和净出口的放缓而稳步增加。

中国大致的 GDP 结构 (%)

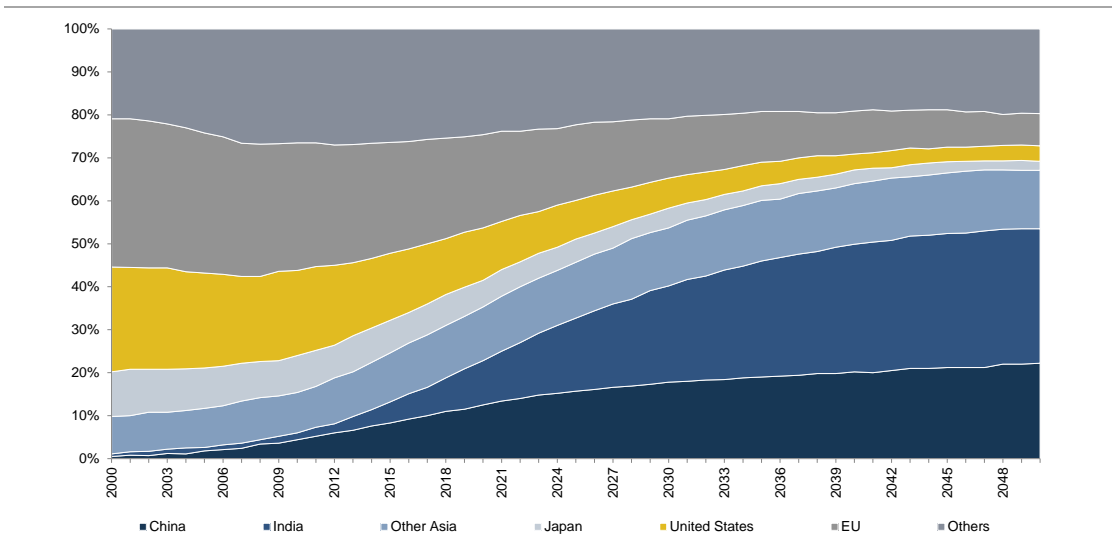


资料来源：经济智囊团



中国和印度中产阶级将日渐推动全球消费的增长，因为世界上这两个人口最多的国家的中产阶级日益富裕并有前所未有的扩张改变了全球经济的动力方向。世界经济将越来越依赖这两个亚洲国家的中产阶级来带动全球的消费需求。这种构造变化将标志着全球经济重心会向东方转移。

2000-2050 年全球中产阶级消费份额

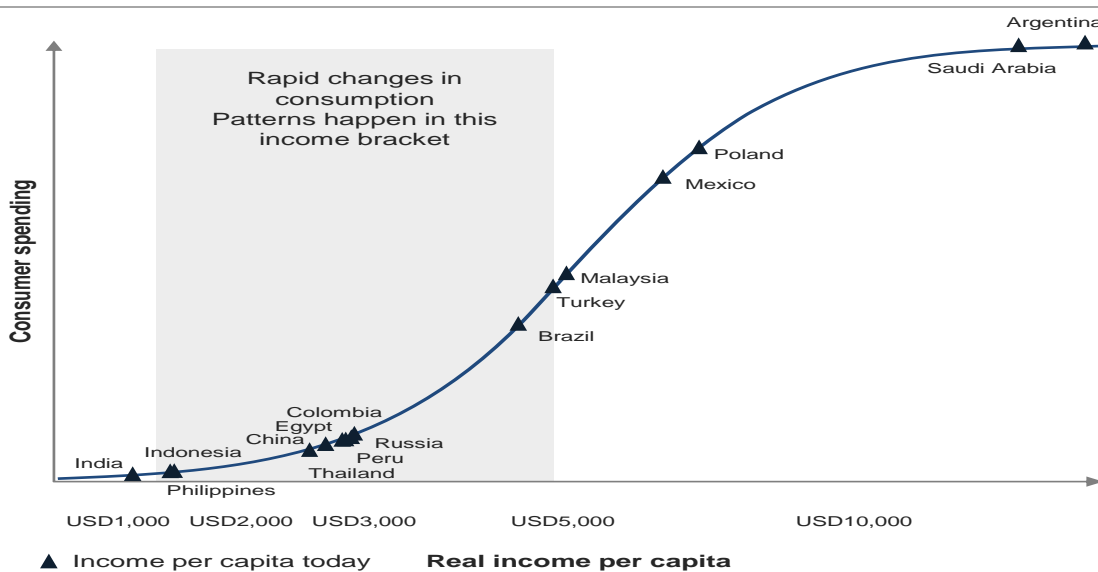


资料来源: Homi Kharas, 布鲁金斯学会

中国站消费者革命的尖端

“S 曲线”计量经济学结果说明了“阈值效应”，当达到某一收入水平时，需求变化非常迅速。关键区域之外的变化有更多的增量。随着收入水平的提高消费者支出模式会发生变化，因为在月底有更多的剩余现金可以用来购买生活中更好的东西。当个人收入从非常低的（年工资低于 1000 美元）转移到中低收入（3000-5000 美元）时，支出模式就发生了巨大变化。中国已经准备就绪从现在到 2050 年会经历这个过程。

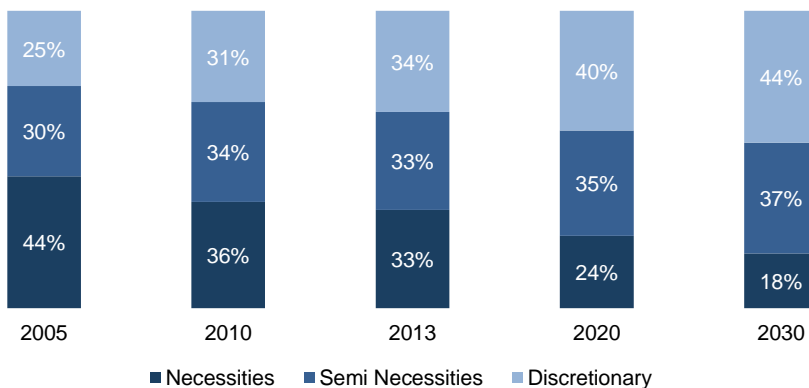
消费模式随着中国在“S 曲线”关键区域上的移动而发生改变



资料来源：世界银行和汇丰银行
注：人均实际收入 2000 美元

随着中国迅速从低收入国家向高收入国家转型，她的中产阶级繁荣兴旺，消费模式将发生变化。较小比例的家庭预算将用于普通的必需品，更多的收入将用于更有兴趣的自由商品的购买。

中国家庭消费类别（%）



资料来源: Mickinsey Aliresearch

下列图表说明了收入增加时支出模式的变化

	收入水平(US\$ 000')				
	极低 < 1.0	低 1.0-3.0	中下 3.0-5.0	中上 5.0-15.0	高 >15.0
食品	43.0%	35.0%	21.5%	17.3%	10.6%
无酒精饮品	2.3%	3.3%	1.6%	1.6%	1.2%
酒类和烟草	2.6%	6.3%	3.5%	5.7%	3.8%
服装和鞋类	6.5%	6.5%	5.4%	4.8%	4.8%
住房、水和燃料	13.4%	11.3%	18.9%	20.0%	22.9%
家具和家庭保养	5.9%	4.8%	5.2%	5.5%	5.7%
健康	3.7%	3.7%	5.1%	4.4%	5.5%
交通	9.0%	12.0%	13.2%	12.5%	12.3%
通信	1.9%	3.9%	4.2%	3.7%	2.7%
文娱	1.9%	3.8%	4.7%	7.4%	9.3%
教育	2.2%	1.3%	2.8%	2.0%	1.6%
餐馆和酒店	2.9%	3.9%	5.9%	6.2%	8.3%
保险和金融服务	0.7%	0.6%	2.9%	2.8%	3.3%
其它	4.0%	3.6%	5.1%	6.1%	8.0%
总额	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 汇丰银行

随着个人收入的增加, 住房开支明显增加, 个人花费更多的用在购买家具和电器。由此之后, 大量增加用在为新电器供电并提供暖气和空调的燃料消耗品上。

收入的提升也往往伴随着更多的长寿期许。因此, 由于薪资增加了, 消费者开始在健康、社会保障、保险和金融服务上投入更多的资金因为他们提前为大额购买、退休养老和遗赠做计划。用于这些服务的收入比例从总收入中不到 5% 上升到将近 12%。

	收入水平 (US\$)				
	极低 500	低 2,000	中下 4,000	中上 10,000	高 25,000
食品	215	701	861	1,733	2,644
无酒精饮品	12	67	63	161	291
酒类和烟草	13	125	140	568	943
服装和鞋类	33	129	215	477	1,190
住房、水和燃料	67	226	754	2,000	5,726
家具和家庭保养	29	97	209	549	1,433
健康	19	73	205	436	1,372
交通	45	241	526	1,246	3,067
通讯	10	78	168	367	687
文娱	9	76	187	738	2,334
教育	11	26	111	196	407
餐馆和酒店	14	77	238	617	2,065
保险和金融服务	3	12	116	276	819
其它	20	72	207	636	2,022
总额	500	2,000	4,000	10,000	25,000

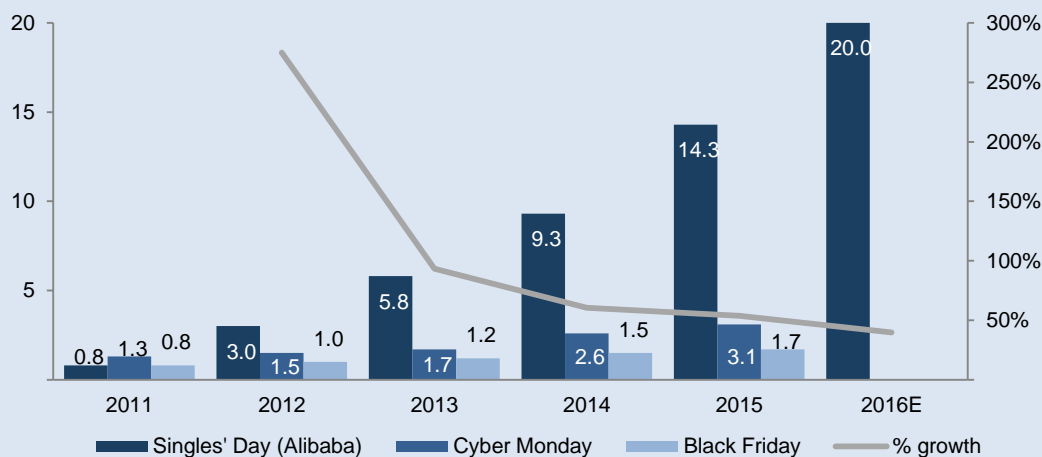
资料来源: 汇丰银行

注: 人均实际收入 2000 美元

光棍节

光棍节是 11 月 11 日由中国电子商务巨头阿里巴巴在 2009 年创办的一个网上购物节日。这个日期被选为向单身人士送礼的节日，因为数字“1”象征着个体谁是独自一人。阿里巴巴在 2009 年第一次仅有 27 家商家参与专门的“双 11”优惠活动做在线销售以此来吸引客户。随后，在 2012 年，阿里巴巴甚至注册了几个与光棍节相关的术语。

光棍节、网络星期一和黑色星期五在线网络销售业绩（美元 十亿）



资料来源: Statista, ComScore, Fung Global Retail & Technology

推出三年后，在 2012 年，光棍节超越了西方的购物节日如黑色星期五和网络星期一的销售，之后并一直不断超越他们。2015 年，单独一天的销售额就达 143 亿美元，几乎是美国从感恩节到网络星期一的四天购物期的网上销售额的两倍。

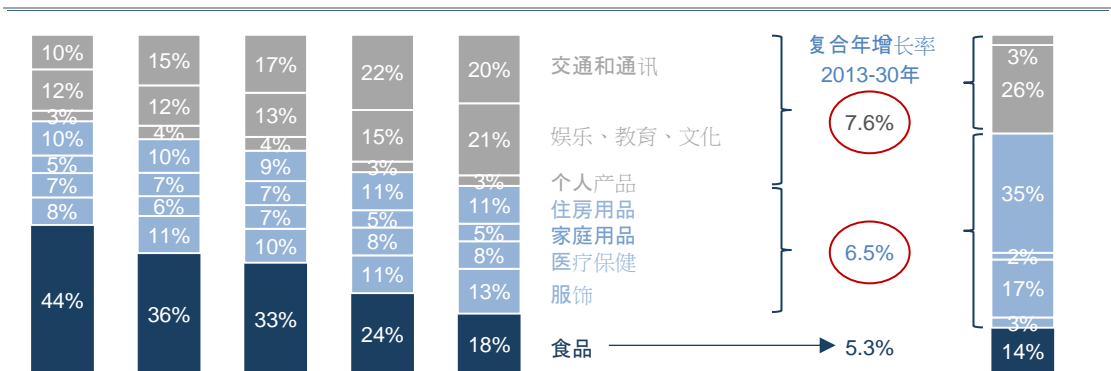
阿里巴巴的光棍节表现和美国其它节日的差距有望继续扩大。据预测，阿里巴巴在 2016 年的光棍节中实现 200 亿美元的销售额，比去年增长 40%。在今年，美国主要的购物假日日网上销售预计将以 10 出头的数字增长。

为了将这些数字变得更具体形象，就是预计这一天能为阿里巴巴带来的销售，会比美国在情人节的零售额包括在线和离线途径更多。

随着可支配收入的增加，可自由支配的支出将得到带动

收入水平的预期上升意味着中国人的消费习惯也将改变。进入中低收入阶层的个人将有更大的空间来自由支配货物和服务的费用。那些进入中上收入阶层的人士会寻求提高他们的支出用在知名品牌和高端产品上。随着中国的繁荣和其中产阶级的增长，收入水平的上升将反映家庭消费结构的变化。最显而易见的升幅将会是在娱乐、教育和文化方面的支出，这些将占 2030 年总支出的 21.0%，而 2013 年为 13.0%。另一个重要的支出渠道是交通和通讯，将从 2013 年的 17.0%，提升到 2030 年的 20.0%。在同一期间，所有的跌幅都将表现在食品消费上，它将随着时间的推移成为不断下降的家庭消费组成部分。

中国家庭消费分类 (%)

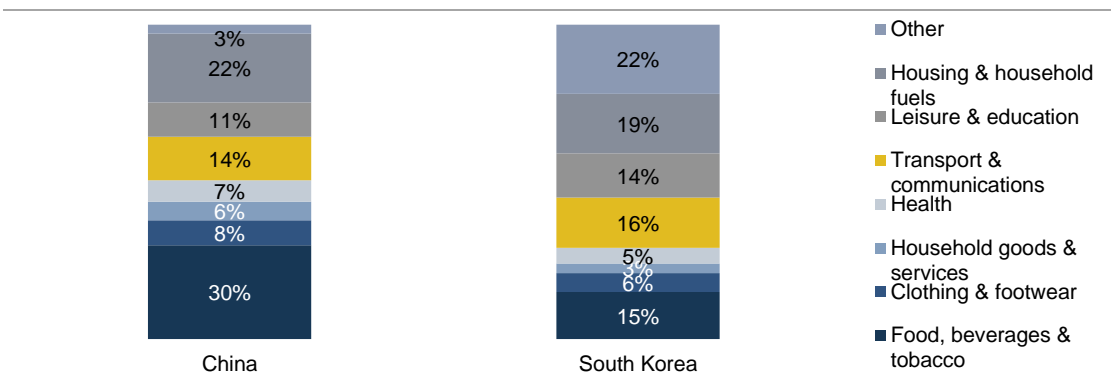


资料来源: *Mickinsey Aliresearch*

消费模式的转变符合历史规律。我们已经在 20 世纪 70 年代和 80 年代看到过这种现象发生在亚洲老虎身上，韩国是一个主要的例子。

展望未来，中国的消费者支出与韩国的比较 - 中国是一个拥有更多中产阶级基础、更富裕的国家 - 是有启发性的。韩国家庭支出的数据表明消费者对必需品的支出需求将随着时间的推移而下降。平均来说，食品支出占 2015 年韩国家庭总支出的 15% 左右。中国可能遵循这一轨迹。如在韩国所见，食品支出份额比例的下降随之而来的是交通、通讯、休闲和教育方面的支出比例的增长。

2015 年中国和韩国的象征性的人均消费的构成 (占总数的百分比)

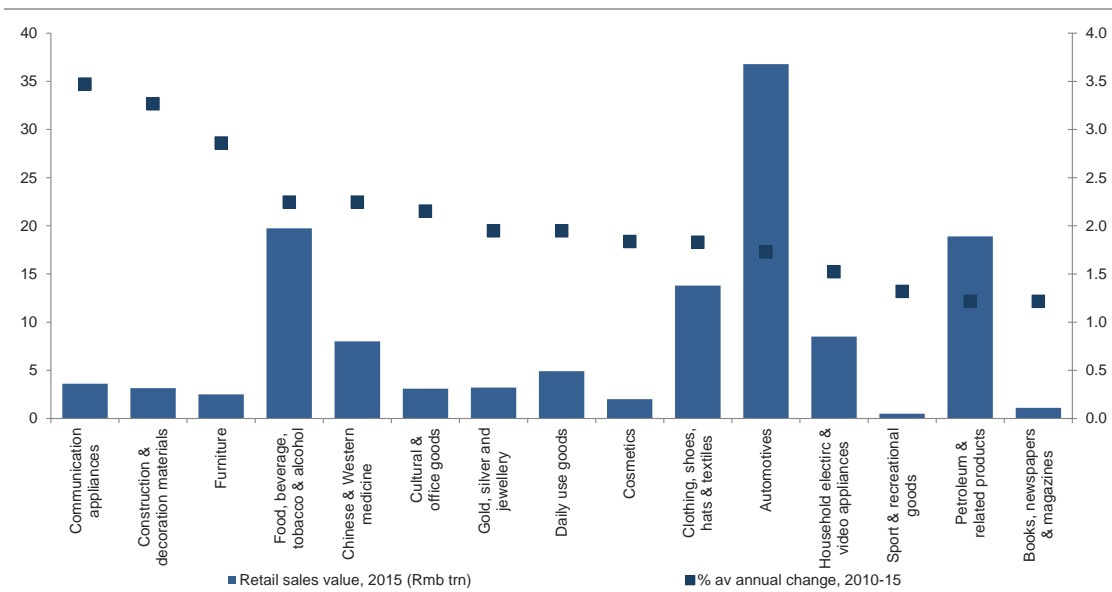


资料来源: 国家统计局; 经济智囊团

零售业销售数据证实了向可自由支配方向的转变。在国家统计局跟踪的 15 个类别中，通讯设备（主要是手机和智能手机）的销售额在 2010-15 年达到了最高的年平均增长率。其它显著增长的类别是家具和医疗保健。



消费品零售业的价值和增长



资料来源：国家统计局；经济智囊团

如下面的表格所示。发达世界的消费习惯预计将保持稳定，每种商品的消费量与 GDP 增长率保持一致。与此相比，中国在其不断扩大的中产阶级的主导下，在消费者行为上有打破常规的重大转变。

中国的增长预计将远远超过发展中国家和发达国家

CAGR 到 2050	食品	衣鞋	住房能源	家具	健康	交通	通讯	文娱	教育	餐馆酒店
中国	2.2%	4.6%	7.3%	5.8%	6.4%	5.3%	3.8%	7.8%	5.9%	7.4%
印度	3.5%	4.8%	6.3%	5.0%	6.2%	7.3%	5.8%	7.8%	5.9%	7.3%
巴西	2.7%	2.7%	3.1%	3.1%	2.6%	2.8%	3.2%	4.2%	2.1%	3.1%
墨西哥	2.4%	3.6%	4.0%	3.8%	4.2%	3.8%	2.9%	4.3%	3.2%	4.4%
土耳其	3.2%	4.5%	4.8%	4.6%	5.1%	4.7%	3.8%	5.1%	4.0%	5.2%
俄罗斯	0.9%	3.3%	5.9%	4.5%	5.1%	4.0%	2.5%	6.4%	4.6%	6.0%
菲律宾	4.7%	5.8%	8.2%	7.0%	7.1%	6.4%	5.7%	8.4%	7.7%	7.9%
印度尼西亚	2.5%	3.6%	5.9%	4.7%	4.8%	4.1%	3.5%	6.1%	5.4%	5.6%
阿根廷	1.9%	3.1%	3.5%	3.2%	3.7%	3.3%	2.4%	3.7%	2.6%	3.9%
埃及	4.4%	4.5%	4.9%	4.9%	4.3%	4.6%	5.0%	6.0%	3.9%	4.9%
马来西亚	4.0%	5.3%	5.6%	5.4%	5.9%	5.5%	4.6%	5.9%	4.8%	6.0%
沙特阿拉伯	2.2%	3.5%	3.9%	3.6%	4.1%	3.7%	2.8%	4.1%	3.0%	4.3%
泰国	2.2%	3.3%	5.6%	4.4%	4.5%	3.8%	3.2%	5.8%	5.1%	5.3%
波兰	2.1%	3.3%	3.7%	3.4%	3.9%	3.5%	2.6%	3.9%	2.8%	4.1%
秘鲁	2.1%	4.5%	7.2%	5.7%	6.4%	5.2%	3.7%	7.7%	5.8%	7.3%
哥伦比亚	3.7%	3.8%	4.2%	4.2%	3.7%	3.9%	4.3%	5.3%	3.2%	4.2%
巴基斯坦	3.9%	4.1%	3.7%	3.6%	4.1%	6.1%	5.7%	6.0%	2.8%	4.9%
美国	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
欧盟区	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
4大	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%

CF- Clothing and Footwear; Comm – Communicatio; Fur. – Furnishings; Trans. – Transport; RC – Recreation and Culture; Edu. – Education; HORE – Restaurants and Hotels; Hou & Ener. – Housing and Energy

资料来源：汇丰银行

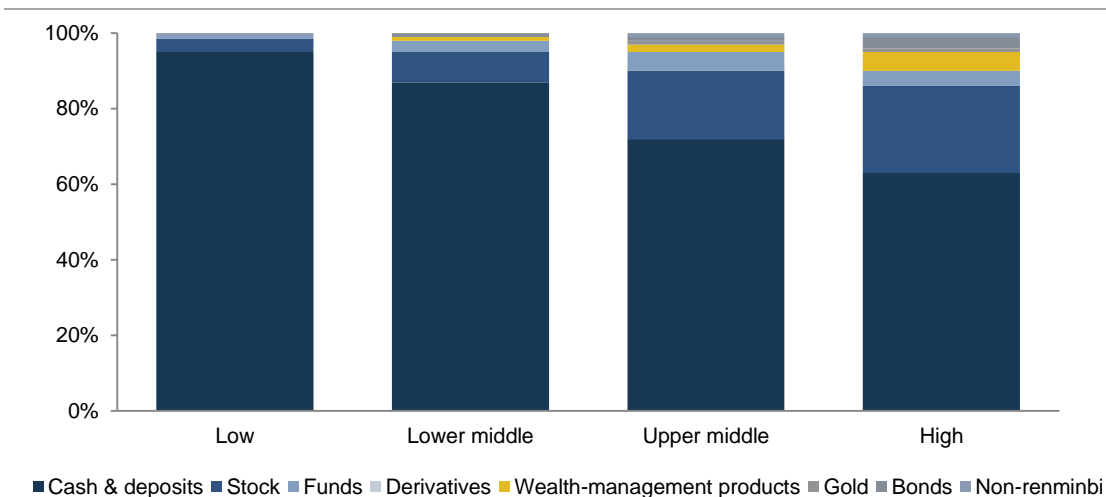
注：人均实际收入 2000 美元

在接下来的文章中，我们将讨论那些预计会从支出模式的转变中获利的产业。

金融服务

随着收入水平的提高，金融服务的需求自然会增加。工薪阶层开始寻找更多样的产品来维护他们的储蓄因为退休和遗产基金变为首要考虑。下图说明了不同收入群体的投资组合变化。我们越向上收入阶梯高处移动，现金组成部分占金融资产总额的百分比越小。最明显的增长是股票投资的比例，从低收入群体中的 4% 增加到高收入群体中的 23%。

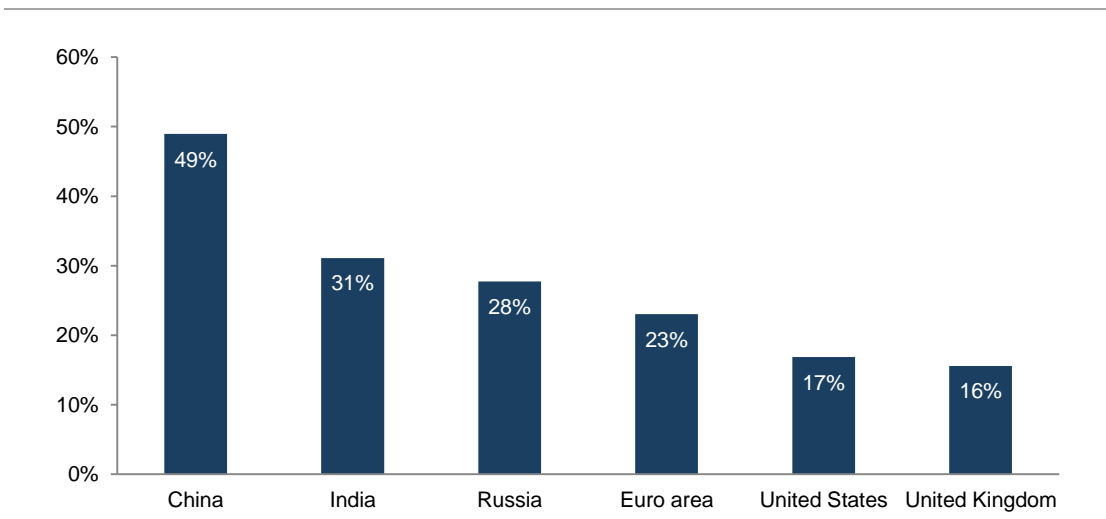
2012 年，个人可支配收入各组别中金融资产的份额（占资产的百分比）



资料来源：中国国家金融调查，经济智囊团

金融产业的发展可能会看到储蓄率从现今中国的非常高的一个水平有所下降。随着国家变得更加富有，她将转型成为一个福利化的国家，也为其国民提供社会安全保障的保险。更全面的社会安全保障网还将进一步促进消费，因为消费者不再需要为不利情况保留资金 - 一些经济学家倾向于称为预防性储蓄。

国内总储蓄（占 GDP 的百分比）



资料来源：世界银行

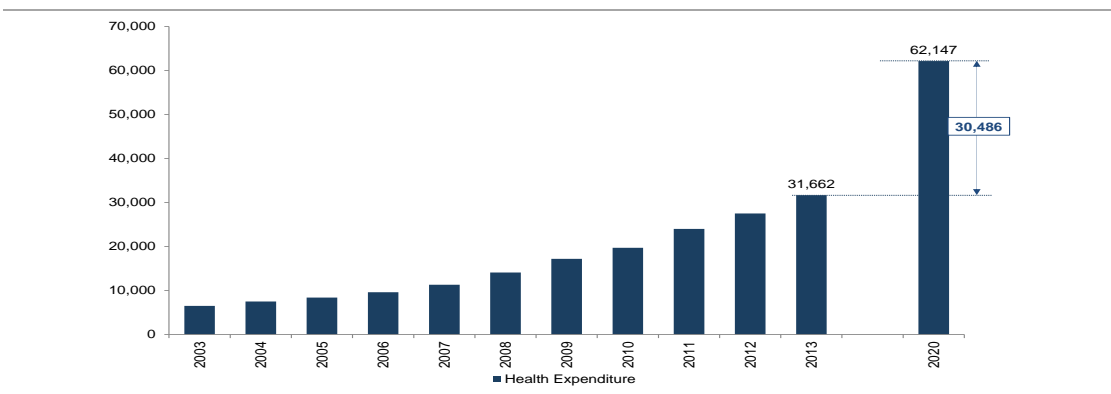


医疗保健

中国医疗行业继续以令人惊讶的速度发展：预计支出将从 2011 年的 3570 亿美元增长到 2020 年的 1 万亿美元。从制药、医疗产品到消费者健康，中国仍然是世界上最具吸引力的市场之一，到目前为止是所有大型新兴市场中增长最快的。

护理需求增长的主要原因是收入的增加和更宽泛的保险涵盖范围，这两者都将稳步提高患者的支付能力。随着人们变得更加富裕，保险覆盖面更广；高度流行和极具负担的病症（例如癌症、抑郁症和呼吸道疾病）这些由于患者缺乏经济能力而缺乏诊断和治疗的情况，因此都将得到越来越多的诊断。更好和更早的诊断以及更高的治疗率和治疗的顺从性都将对扩大寻求医疗护理的患者的数量有积极的作用，由此促使健康支出的增长。

中国医疗保健支出（RMB 亿元）

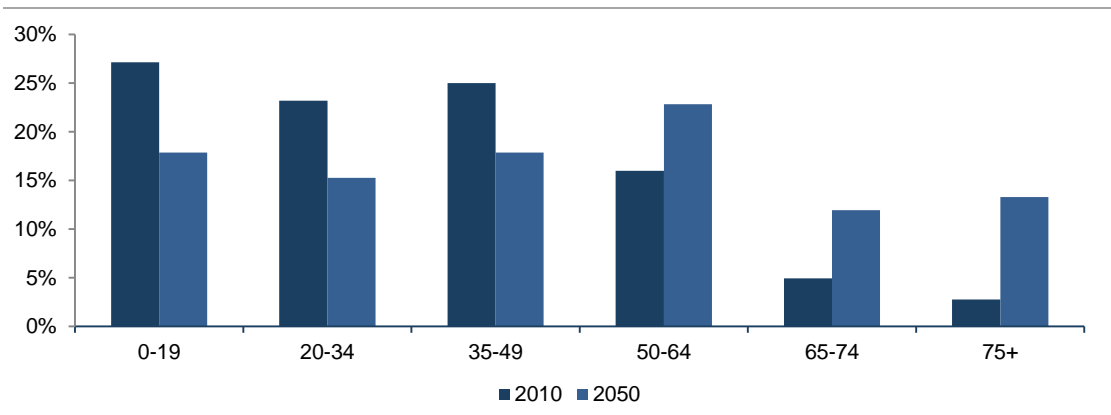


资料来源：卫生统计年鉴，德勤

对护理需求增长的另一个基础条件是由于中国的独生子女政策对国家人口结构的不利影响。中国的人口正在日益趋于老龄化，预计到 2050 年 50-64 岁将是最大的年龄群体（2010 年的 0-19 岁年龄组）。在同一阶段，0-49 岁的人口比例将持续下降，而较大年龄层的人口数量将继续增加。

此外，城市中老年人口的比例预计将继续增加。麦肯锡全球研究所（MGI）预测，到 2020 年中国 61% 的居民将生活在城市区域，而在 2012 年这一比例是 52%，因此将有 1.42 亿人口从农村迁移到城市。到 2030 年，65 岁及以上的人口数量将增加一倍，从目前的 1.22 亿增加到 2.23 亿。

中国人口概况

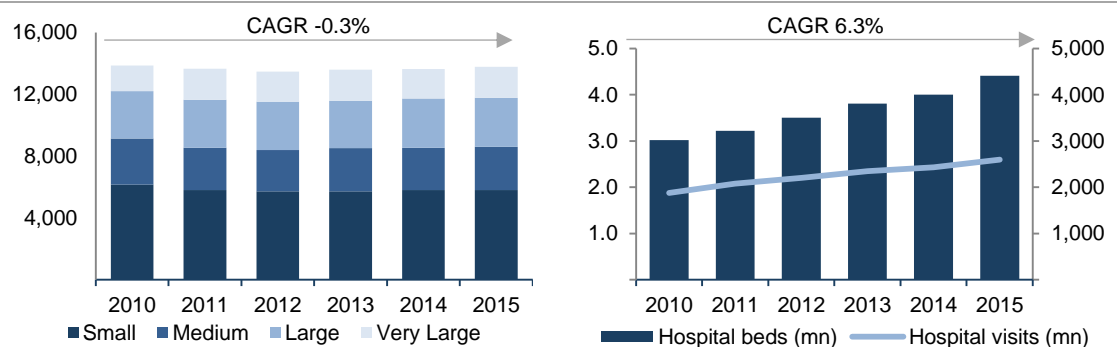


资料来源：联合国

因为人口的老龄化，慢性疾病如糖尿病和高血压的病患数量正在迅速增长。生活方式的改变（更快的城市化和久坐不动）促成了慢性病的增长。2010 年，新英格兰医学杂志报道中国已有 9200 万糖尿病患者，另外还有 1.5 亿潜在糖尿病患者。相比之下，美国有近 2700 万糖尿病患者。

2012 年，中国政府宣布了雄心勃勃的发展私人医疗保健行业的计划，以缓解人口快速老龄化和中产阶级人口需求增加而对公共医疗体系所造成的压力。政府启动了一系列的改革，目的就是要增加私人对投资医疗保健的吸引力。

公有医院



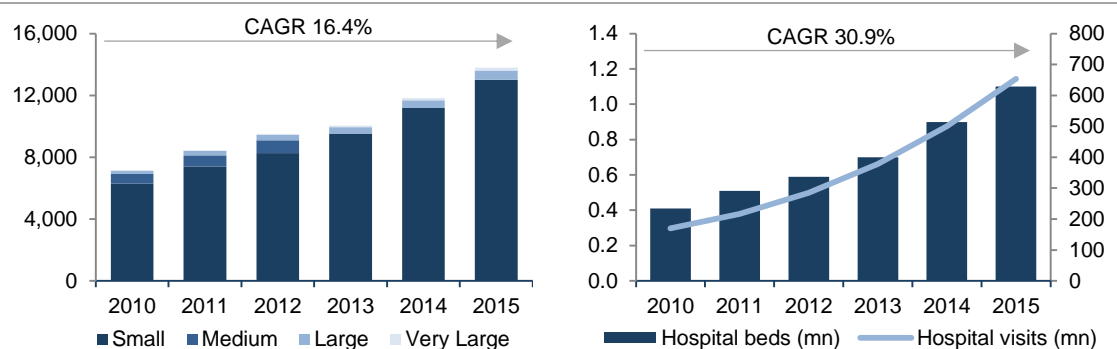
资料来源：中国国家卫生计划委员会；Clearstate 分析

医疗改革分为三类：

- 基础设施发展
- 降低成本
- 扩大保险涵盖范围

主要举措包括改善私人投资者发展和收购私人医院的机会、鼓励发展私人老年护理设施和家庭护理服务、发展更全面的医疗保险、扩大医生责任保险的范围、及建立更有效的解决争端机制。此外，政府热衷于通过鼓励在线医疗保健产品的投资和云平台上的信息共享来培养移动健康服务概念。这些改革已经开放了私有投资的部分，预计在未来几年大部分的增量将增加在医疗设施方面。

私有医院



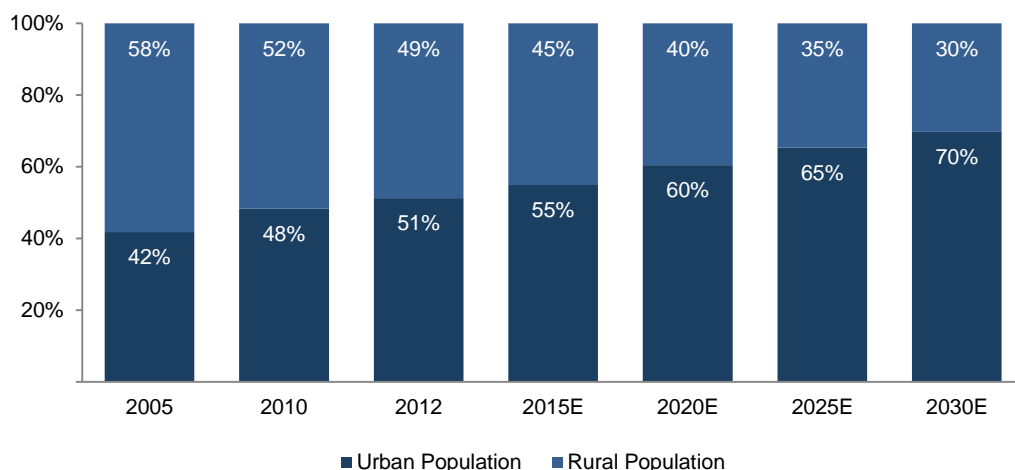
资料来源：中国国家卫生计划委员会；Clearstate 分析



住房家具

经济发展和收入增长往往与城市化的增加相吻合。中国正在亲身体验全球历史上发展最快的速度之一。因为人们搬入了城市，住宿变得日趋复杂，更多的收入用于家具和电器设备上。

2005-2030 年中国城市人口与农村人口



资料来源：欧睿国际/联合国 2014 年统计

中国家具和住宅市场有很大的扩张空间。到 2040 年，中国家庭的数量预计将达到 5 亿。此外，城市化必将推动家具市场的发展。在这个城市化进程中，以前在农村搬到城镇和城市定居的居民将成为主要的消费群体。

CAGR 到 2050 年	住房 & 能源	家具
中国	7.3%	5.8%
印度	6.3%	5.0%
巴西	3.1%	3.1%
墨西哥	4.0%	3.8%
土耳其	4.8%	4.6%
俄罗斯	5.9%	4.5%
菲律宾	8.2%	7.0%
印度尼西亚	5.9%	4.7%
阿根廷	3.5%	3.2%
埃及	4.9%	4.9%
马来西亚	5.6%	5.4%
沙特阿拉伯	3.9%	3.6%
泰国	5.6%	4.4%
波兰	3.7%	3.4%
秘鲁	7.2%	5.7%
哥伦比亚	4.2%	4.2%
巴基斯坦	3.7%	3.6%
美国	1.7%	1.7%
欧盟区 4 大	1.7%	1.7%

在中国，1980 年至 2004 年间每 100 户农村中冰箱的拥有率从 0.1 增加到了 17.8；类似地，在同一时期 100 个城市家庭的空调拥有率从 0 个增加到了 69 个。

资料来源：美国国际开发

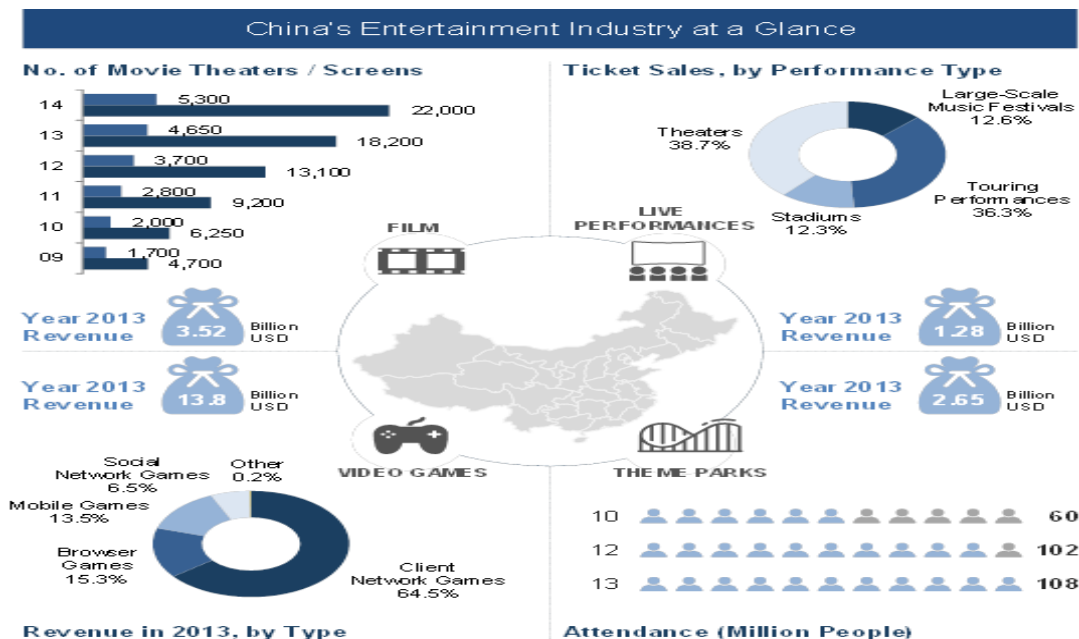
2008 年，洗碗机在英国的渗透率为 36%，在北美的为 60%，在中国和印度都不到 1%

资料来源：欧睿

资料来源：汇丰银行

传媒娱乐

随着中国越来越多的人进入了中产阶级，他们的可支配收入增加了，在除去生活成本后他们仍有足够的余钱可以花费。2014 年接近 8 亿元人民币流入传媒娱乐行业特别是电影、互联网和手机游戏这些子行业。由于年轻一代日益倾向于花费在娱乐上，该行业近年来出现爆炸性增长（2010-15 年复合增长率为 17%），而且是以比整体经济快得多的速度在增长。



中国政府的目标是利用该行业作为“软实力”工具来提高自身的全球影响力。政府最近的五年计划包括在单一平台上实现电信、直播服务和互联网三网融合的计划，来传送用户内容。根据安永会计师事务所，预计计划完成后将注入额外的价值 2500 亿美元的需求。作为这一举措的结果，互联网连接的花费预计将在 2018 年飙升至 780 亿美元。

中国电影娱乐业（百万美元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014-2019 CAGR
- 在中国的电影院											
票房	1,656	2,135	2,735	3,167	4,311	4,986	5,760	6,652	7,679	8,862	16%
电影广告	48	56	64	74	84	95	107	120	134	149	12%
总额	1,704	2,191	2,799	3,241	4,395	5,081	5,867	6,772	7,813	9,012	15%
- 在中国的家庭影碟											
电子家庭影碟	118	212	275	343	411	480	548	616	685	753	13%
物理家庭影碟	314	300	286	272	259	247	235	223	211	200	(5)%
总额	432	512	560	615	670	726	783	839	896	953	7%
中国电影娱乐业总和	2,135	2,703	3,359	3,856	5,065	5,807	6,649	7,611	8,709	9,965	14%

资料来源: Ovum, Informa Telecoms & Media, PWC, European Visual Observatory



文化娱乐

娱乐文化产业有巨大的发展机遇。根据汇丰银行的预测，从现在到 2050 年，中国在这一行业的年增长率应该达到 7.8%。这个产业设想的潜在增长主要由澳门来贡献，澳门已经超过了拉斯维加斯成为了全球最大的博彩目的地。澳门的博彩收入是拉斯维加斯的 3.5 倍，它已成为高额博彩赌场爱好者的首选目的地。

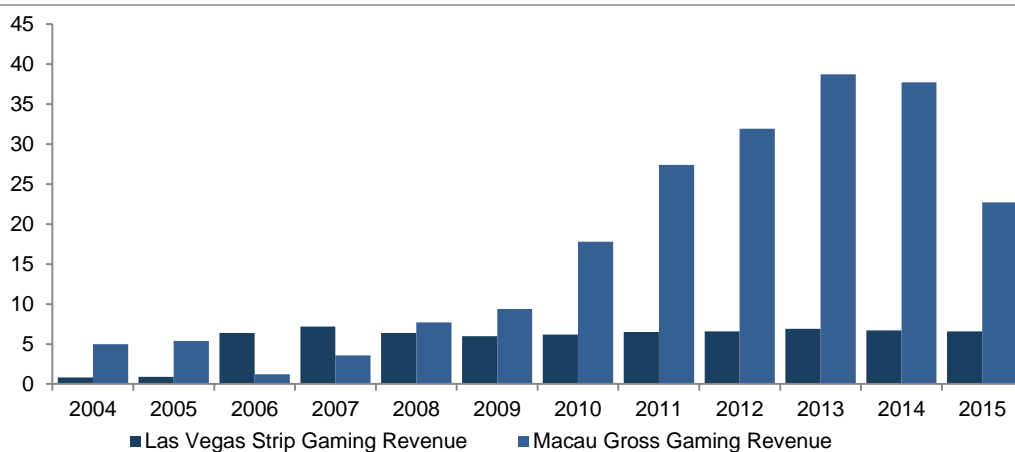
CAGR 到 2050 年	文化娱乐
中国	7.8%
印度	7.8%
巴西	4.2%
墨西哥	4.3%
土耳其	5.1%
俄罗斯	6.4%
菲律宾	8.4%
印度尼西亚	6.1%
阿根廷	3.7%
埃及	6.0%
马来西亚	5.9%
沙特阿拉伯	4.1%
泰国	5.8%
波兰	3.9%
秘鲁	7.7%
哥伦比亚	5.3%
巴基斯坦	6.0%
美国	1.7%
欧盟区 4 大	1.7%

大约三分之二的澳门玩家来自中国。澳门的崛起表明消费习惯的变化。由于中产阶级拥有较高的可支配收入，他们往往更多地花费在娱乐消遣活动上，像澳门这样的地方不但吸引高额博彩者还有那些经常由家人伴随的休闲博彩者。

澳门赌场都在看好家庭游客和奢侈品购物这些目标人群来推动他们未来的增长，这一事实再次证明了个人和家庭越来越多地将其收入用于娱乐和文化消费上的这一趋势。

资料来源：汇丰银行

澳门和拉斯维加斯博彩收入（美元 百万）



资料来源：DICJ

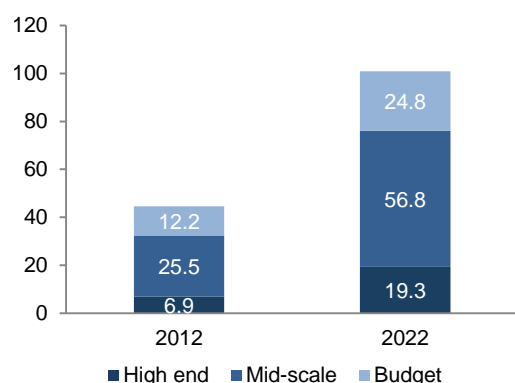


餐馆酒店

中国消费者中外出就餐和其它休闲活动将变得更加普遍，因为他们的可支配收入和生活水平得到了提高。预计中国在未来四十年内的年增长率至少为 7.4%。

随着可支配收入的增加，年轻一代更喜欢到餐馆或酒店去吃饭来庆祝节日或个人的喜庆事务。许多中国人将外出就餐作为建立和维持密切的私人及专业关系的一种方式。

中国酒店业 (美元十亿)



资料来源: 中国国家统计局, A.T. Kearney

CAGR 到 2050 年

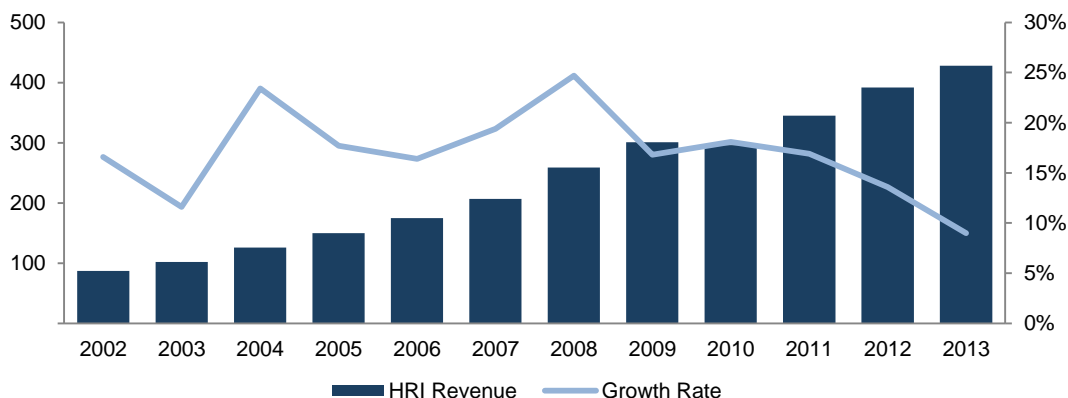
餐馆酒店

中国	7.4%
印度	7.3%
巴西	3.1%
墨西哥	4.4%
土耳其	5.2%
俄罗斯	6.0%
菲律宾	7.9%
印度尼西亚	5.6%
阿根廷	3.9%
埃及	4.9%
马来西亚	6.0%
沙特阿拉伯	4.3%
泰国	5.3%
波兰	4.1%
秘鲁	7.3%
哥伦比亚	4.2%
巴基斯坦	4.9%
美国	1.7%
欧盟区 4 大	1.7%

资料来源: 汇丰银行

根据联合利华食品解决方案最近的一项调查，超过 85% 的中国消费者每周至少外出吃一次。白领们对早餐和午餐消费的贡献最大，而家庭团聚和与朋友的社交是晚餐强劲的消费动力。

中国餐饮业年收益及增长率 (2002-2013 年)



资料来源: 中国统计年鉴 2013 和中国餐饮协会

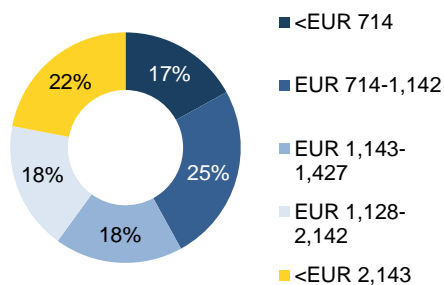
注: 自 2010 年起中国国家统计局已经调整了 HRI 部分的收益规模, 从酒店餐馆零售收入到餐饮业收入。

全方位服务的餐厅预计仍将是中国人外出就餐的首选。快餐正在迅速普及, 因为越来越多的城市专业人士要求快速和方便的膳食选择。此外, 对异国菜肴和烹饪的融合需求也在增长并且增长迅速。

观光旅游

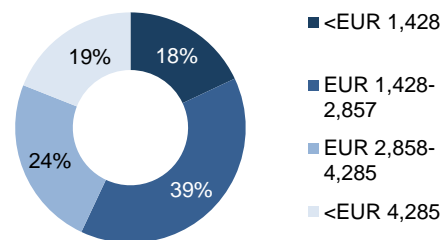
根据联合国世界旅游组织（UNWTO）的分析，在过去十年中，中国一直是并且仍将是世界上增长最快的旅游业市场。在这个市场，根据 CNTA，截至 2015 年 2 月，国内旅游是最重要的细分市场（71%）、入境旅游（8%）近年来保持稳定、而出境旅游（21%）最快的增长。报告显示，中国出境游客人数的增长主要是由中上层阶级驱动。这些游客平均个人每月收入为 1644 欧元。随着中国的中产阶级的扩张，他们将越来越频繁地去探索和访问国内国际的旅游胜地。

中国出境游客月收入 - 2014 年



资料来源: Ipsos

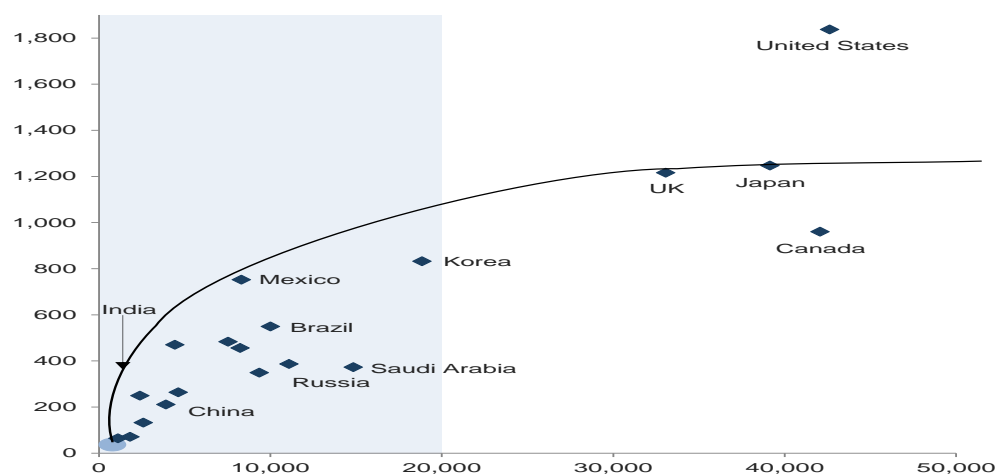
中国出境游客的家庭月收入 - 2014 年



资料来源: Ipsos

从历史上看，当人均收入增加到 2 万美元时，休闲旅游往往加速最快。中国的收入水平在过去几十年大幅增长。然而，在国家达到 20000 美元的收入水平之前还有很长的路要走，在这之前旅游增长维持稳定。这是由于旅游消费的事实启示，尽管快速增长可是中国人的花费仍然只是一个韩国人休闲旅游消费的四分之一。

2012 年人均休闲旅游支出



资料来源: WTTC, IMF, HSBC, NB: 基于 39 个国家的控制数据趋势线

注: 人均实际收入 2000 美元



国内旅游

在过去十年，中国国内旅游市场据报告平均每年增长 10%。2014 年，中国国内旅游业服务了 36.3 亿人次 - 同比增长 11.3%；总收入为 3.0 万亿元，比去年同比增长了 16.3%。

国内旅游支出预测

年份	价值 (欧元 百万)	% 价值增长率
2015	420.0	9.6%
2016	459.0	9.3%
2017	498.6	8.6%

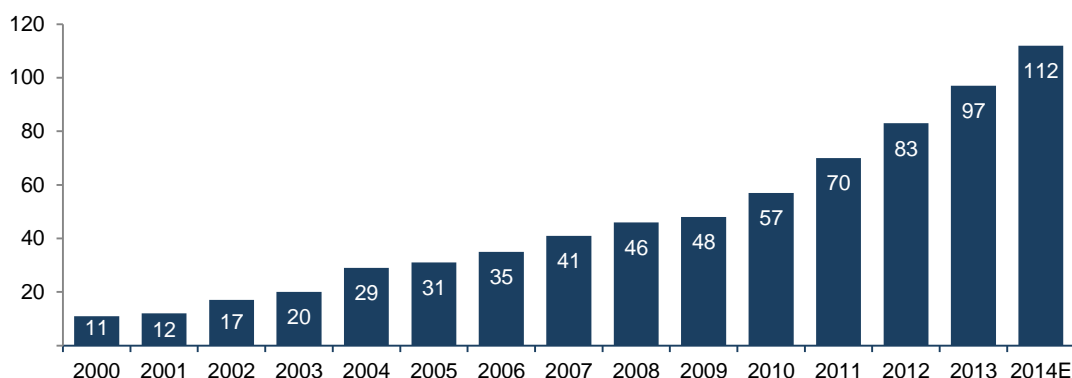
资料来源: 欧睿国际, 2013 年 8 月

出境旅游

2014 年，1.09 亿游客离开中国去环游世界，比上一年增长了 16.6%。2012 年，中国超过美国和德国成为世界上最大的出境旅游国，占国际旅游增长的 30%。在 2014 年，估计境外总支出达到 1550 亿美元。

未来增长的潜力可以通过以下年旅游出境数据来说明事实：每年的出境游客约占美国人口的 20%、法国的 34%，日本的 13%（注意有些每年旅行多次），而在中国出境游只占中国人口的 4.3%。

中国出境旅游（百万人次边境口岸）



资料来源: COTRI, CTA

在未来几年，出境旅游的总数预计每年增加 15%。到 2017 年，出境旅游支出将达到 1132 亿欧元，到 2020 年出境旅游将达到 2850 万。

金沙中国有限公司 (1928 HK)

由于 VIP 和大众市场博彩业的回暖，运营绩效提高

在 2016 年第三季度，该公司会报了强劲的 EBITDA 利润率，凸显了公司的坚实基础。公司未来的增长预计将由 9 月开业的澳门巴黎酒店所带动。凭借其多样的产品，该度假村预计不仅吸引大众市场和高消费 VIP 客户，而且还吸引寻求更多旅游体验的个人。

业务概述

金沙中国有限公司是澳门的综合度假村和赌场开发商。它拥有澳门威尼斯人、澳门金沙、澳门百利宫和金沙城中心。此外，公司拥有金光会展这样一个会议中心；金光综艺馆这样一个娱乐场所；威尼斯剧院，和金光飞航，一个在香港和澳门之间运作的高速渡轮公司。公司成立于 2009 年，总部设在澳门氹仔。金沙中国有限公司是 Venetian Venture Development Intermediate II 的子公司。

最近股价表现（重组）



资料来源：彭博

价格表现，目标价和上涨/下跌

表现	1M	6M	12M
1928 HK	33.1%	57.4%	65.9%
恒生	(0.7)%	10.5%	1.8%
2016 年 11 月 30 日的价格	HKD 17.2		
价格目标 - 12 个月	HKD 36.7		
上行/下行	112.9%		
52 周范围	HKD 17.2 - 36.7		

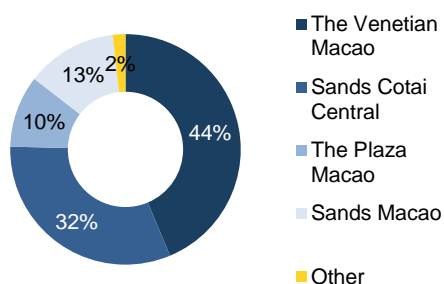
资料来源：彭博

投资理由

- 澳门巴黎人令人印象深刻的开业预示着美好的未来：VIP 总量，非博彩收入和利润率都超过了分析师的预期。巴黎人已经成为在澳门必须访问的地方，看到了强大的人流。研磨质量的更高贡献（需要最少的再投资）也有助于提高利润率。
- EBITDA 利润率的改善：2016 年第三季度调整后的总 EBITDA 从 2015 年第三季度的 5.453 亿美元增加到了 6.283 亿美元；这意味着 EBITDA 利润率从 2015 年第三季度的 33.1% 提高了 3.6 个百分点至 36.7%。这主要是由于很有利的运气（3Q16: 3.61% 对比 2Q16: 2.67%）；更加高额的直接 VIP 贡献（也是由于有利的赢率）；非博彩产品也有更好的表现；以及在节省成本上的努力。

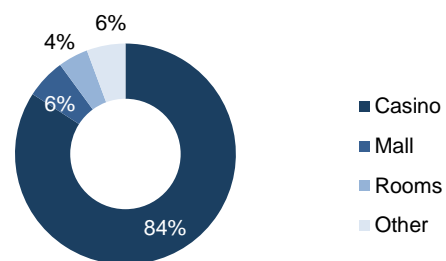
销售分析

按公司分类- FY15



资料来源：公司填写

按服务分类 - FY15



资料来源：公司填写

财政信息

美元 百万	FY14	FY15	FY16E	FY17E
收益	9,505.2	6,820.1	6,661.9	7,597.3
% 增长率	6.7%	(28.2)%	3.1%	14.0%
毛利润			4,085.9	4,782.3
% 利润率			61.3%	62.9%
EBITDA	3,149.9	2,053.1	2,139.4	2,446.9
% 利润率	33.1%	30.1%	32.1%	32.2%
近收入	2,547.7	1,459.4	1,327.7	1,569.8
% 利润率	26.8%	21.4%	19.9%	20.7%
资本支出	720.3	1,109.5	1,391.1	621.1
净债务	664.9	2,102.2	3,564.1	3,722.1
ROE (%)	39.6%	23.8%	24.7%	31.9%
ROA (%)	22.3%	13.2%	12.3%	13.6%

资料来源：彭博

东瑞制药 (控股) 有限公司 (2348 HK)

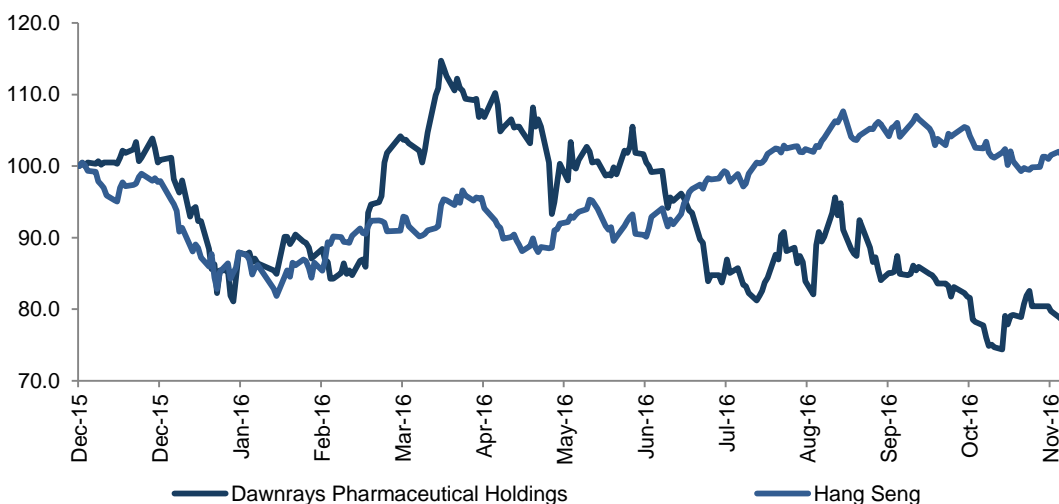
强劲的增长, 强大的产品线

该公司报出了强劲的盈利, 预计在未来几年仍将有进一步增长。凭借其强大的产品线, 公司已为未来做好了准备。2017 年埃索美拉唑可能通过 CFDA 的批准, 这将进一步增强公司的发展前景。

业务概述

东瑞制药 (控股) 有限公司开发、生产并在中国大陆及全球销售非专利的药品。该公司经营两大产业, 中间体及散装药品, 还有成品药。它提供头孢菌素抗生素包括中间体、散装药品和注射粉; 以及涵盖用于抗 HBV、抗过敏、心血管系统、消化系统、泌尿系统和内分泌系统各治疗范围的片剂、胶囊和颗粒型的特定药物。

最近股价表现 (重组)



资料来源: 彭博

价格表现, 目标价和上涨/下跌

表现	1M	6M	12M
2348 HK	1.5%	(19.0)%	(20.6)%
恒生	(0.7)%	10.5%	1.8%
2016 年 11 月 30 日的价格	HKD 4.7		
价格目标 - 12 个月	HKD 5.6		
上行/下行	17.7%		
52 周范围	HKD 4.7 - 5.6		

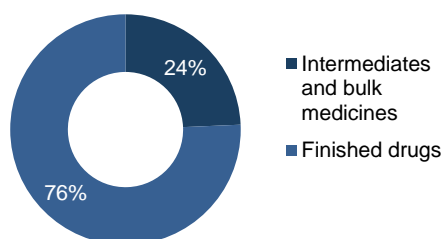
资料来源: 彭博

投资理由

- 直接控制雷易得的销售证明有利的效果：2016年7月15日，东瑞及其独立第三方代理机构宣布将终止在中国的销售雷易得（恩替卡韦可分散片）的全国代理协议（不包括香港和澳门），从2016年7月起生效。直接控制雷易得的销售将有助于公司增加产品的长期发展。公司已经为这一转型建立了一支销售队伍，我们认为这将使整个过程变得相对平稳。
- 其他药物拥有令人印象深刻的销售业绩：“安”系列的销售仍然强势，我们预计2016年的增长将超过20%。此外，根据管理层的消息，公司的散装药业务很可能在2016年的下半年有所突破。此外，如果结石通被列入国家药品报销名单中，那么管理层希望2017年将实现其在市场中的潜力。在未来的12个月里会有更新。此外，埃索美拉唑目前正在做CFDA的审查，并可能在2017年获得批准。

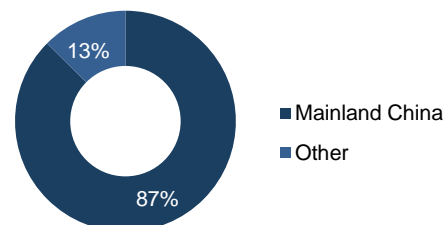
销售分析

按产品分类 - FY15



资料来源：公司填写

按区域分类 - FY15



资料来源：公司填写

财政信息

人民币 百万	FY14	FY15	FY16E	FY17E
收益	783.8	985.0	983.0	1,179.5
% 增长率	(14.3)%	25.7%	7.5%	20.0%
毛利润	459.9	569.4		
% 利润率	58.7%	57.8%		
EBITDA	301.4	408.9	448.0	539.5
% 利润率	38.5%	41.5%	45.6%	45.7%
近收入	205.1	302.2		
% 利润率	26.2%	30.7%		
资本支出	60.0	42.8		
净债务	(260.5)	(680.6)	(832.0)	(1,155.0)
ROE (%)	17.5%	22.2%		
ROA (%)	12.0%	17.3%		

资料来源：彭博

凯升控股有限公司(102 HK)

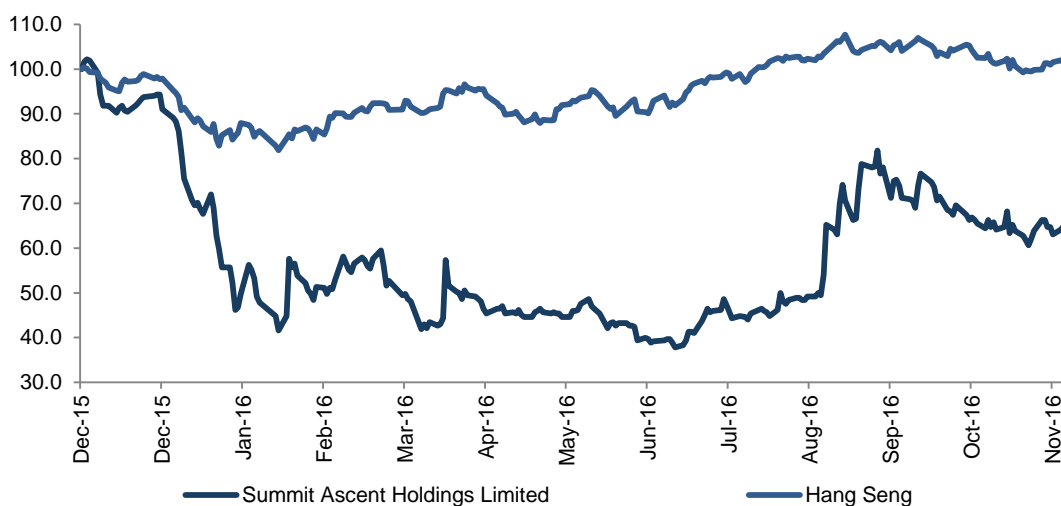
水晶虎宫殿会是将来盈利的主要驱动力

集团在俄罗斯海参崴的第一家赌场酒店水晶虎于 2015 年 11 月 11 日开业了。赌场将在可预见的未来推动公司的盈利。地方和中央政府正在努力将滨海边疆综合娱乐区发展成为一个全球性的娱乐和博彩中心。其他运营商计划在该地区建设两到三个综合度假村，如果实施，将进一步吸引游客来到该地区，从而也有助于水晶虎的进一步增长。该公司在该地区拥有先发优势，将在未来在游客的思想中拥有主导地位。

业务概述

凯升控股有限公司在香港从事瓷砖及工程运作产品的贸易。它也参与博彩和酒店业务的经营；并经营着一个位于俄罗斯联邦的度假村，其中包括 35 个 VIP 游戏桌、33 个大众市场游戏桌和 321 个老虎机的博彩区；休闲和高级餐厅、酒吧、健身房和水疗中心，以及 121 间酒店客房。

最近股价表现（重组）



资料来源：彭博

价格表现，目标价和上涨/下跌

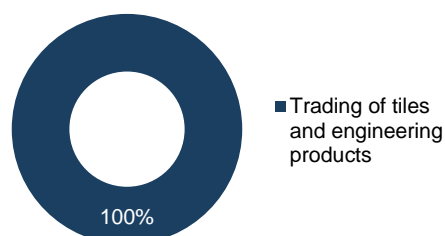
表现	1M	6M	12M
102 HK	(1.2)%	45.1%	(35.3)%
恒生	(0.7)%	10.5%	1.8%
2016 年 11 月 30 日的价格	HKD 2.4		
价格目标 – 12 个月	HKD 2.7		
上行/下行	13.4%		
52 周范围	HKD 2.4 – 2.7		

资料来源：彭博

投资理由

- 即将到来的基础设施项目会增加连通性：地方政府继续大力促进俄罗斯远东地区作为旅游胜地。他们已经启动了几个基础设施项目以改善该地区的区域和全球的一个连通性。其中包括海参崴国际机场和即将完成的滨海边疆综合娱乐区（IEZ）之间的高速公路，（IEZ）也是“自由港”倡议的关键部分的目前正在实施。由于这些努力，根据俄罗斯政府的统计 2015 年滨海边疆区的旅游业同比增长了近 60%。改善 IEZ 的连通性将带来更多的休闲游客以此减少对 VIP 玩家的依赖。
- 新的度假村吸引休闲玩家和家庭游客：2016 年开始在 IEZ 增加了两到三个综合度假村的建设。随着这些项目的完成并开始运营，这些度假村和该公司项目的第二阶段将会在 IEZ 产生一个“集群”效应，并推动对该地区和博彩设施的流动性访问。为了使该地区成为旅游目的地，IEZ 的总体规划建议建造一个水上公园、游乐园、高尔夫球场、滑雪场、游艇俱乐部和其他非博彩设施，这将提高 IEZ 作为旅游胜地的吸引力。

销售分析



资料来源：公司填写

注：博彩和酒店业务于 2015 年 11 月 11 日开始

财政信息

(港币 百万)	FY14	FY15	FY16E	FY17E
收益	21.9	18.8	212.5	334.8
% 增长率	177.1%	(14.1)%	167.5%	57.6%
毛利润	1.6	0.3		
% 利润率	7.4%	1.6%		
EBITDA	(102.4)	(58.0)	86.5	189.5
% 利润率	(466.8)%	(308.0)%	40.7%	56.6%
近收入	(78.9)	(85.4)	41.6	150.0
% 利润率	(359.7)%	(453.3)%	19.6%	44.8%
资本支出	0.3	0.1	30.0	
净债务	(113.2)	(130.3)	(122.0)	(136.0)
ROE (%)	(9.7)%	(9.3)%	4.1%	8.7%
ROA (%)	(9.4)%	(9.1)%	2.5%	7.3%

资料来源：彭博

巨騰國際控股有限公司(3336 HK)

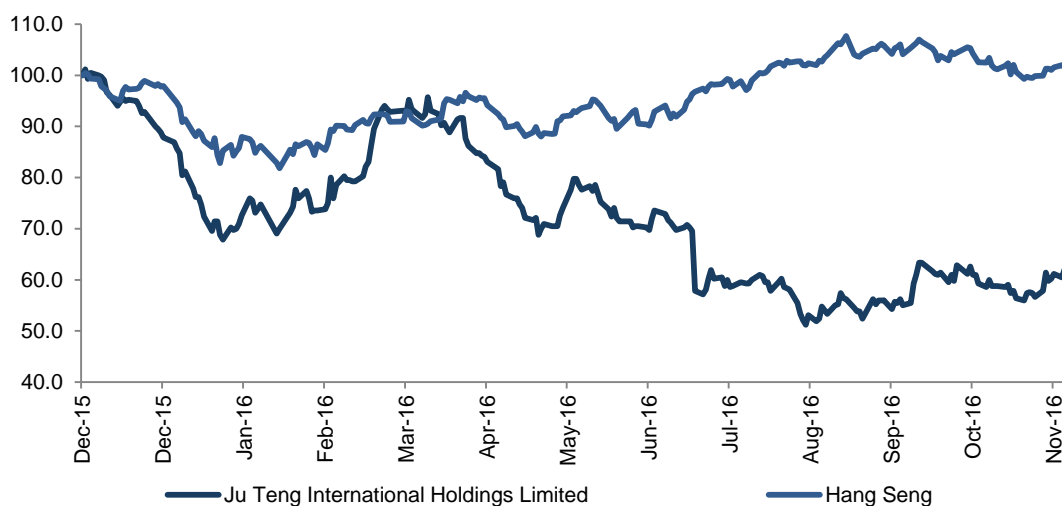
推出 Surface Book i7 和 Surface Studio，以提高收益

Surface Book i7 和 Surface Studio 的推出将为公司带来收益。它也将从 2017 年推出的新 Surface Pro 中获益。另一个好兆头是公司在上半年的盈利复苏了。在 Surface 产品发布的支持下，公司应该在未来几年内报出强劲的盈利。该公司在过去一年的表现稍逊于普遍的指数可为投资者带来更多的估值舒适度。

业务概述

巨騰國際控股有限公司主要在中国和台湾生产及销售用于笔记本电脑和手持设备的外壳。它生产金属及复合材料的外壳。公司还参与制造和销售模具；及研究、设计、开发等

最近股价表现（重组）



资料来源：彭博

价格表现，目标价和上涨/下跌

表现	1M	6M	12M
3336 HK	6.0%	(19.0)%	(37.1)%
恒生	(0.7)%	10.5%	1.8%
2016 年 11 月 30 日的价格	HKD 2.6		
价格目标 - 12 个月	HKD 3.5		
上行/下行	31.3%		
52 周范围	HKD 2.6 - 3.5		

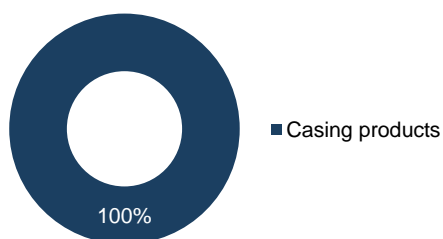
资料来源：彭博

投资理由

- **Surface Book i7 和 Surface Studio 推出以带动收益：**微软于 10 月份举办了一个发布活动宣布推出新的设备 - Surface Book i7（Surface Book 的后续版本）和 Surface Studio（28 英寸一体化台式电脑具有创新的新无线输入设备称为表盘拨号）。在我们看来 Surface Book 将与 MacBook Pro 竞争，而 Surface Studio 将与 iMac 竞争。供应 Surface Book 金属外壳的巨腾预计将从即将推出的产品中受益。尽管有良好的评价，预定价、设定的高价位，预计销量会比较有限；然而，这些产品的发布将大大提高公司未来几个季度的收益
- **Surface Pro 更新版可以在淡季带来收入的增长势头：**我们相信微软可以在 2017 年初推出 Surface Pro 的更新程序。这种延迟的推出应该有助于支持在明年通常较慢的上半年供应链的增长势头。我们预计巨腾作为 Surface Pro 和 Surface Book 的唯一金属外壳供应商，从产品发布中获益最多（微软占其销售额的 20-25%）
- **盈利增长的回升：**由于产品转型和产能扩张，巨腾在上半年的盈利困难，但我们预期盈利势头将从下半年回升。我们预测下半年盈利将比上半年增长 75%，但仍将年同比下降 32%。在 2017 年上半年，我们预测轻微的利润率下降，盈利同比增长 26%。金属外壳的收入贡献预计将从 2016 财年的 33% 提高到 2017 财年的 40%，这得益于 Surface 和商用笔记本电脑中金属外壳使用的上升。

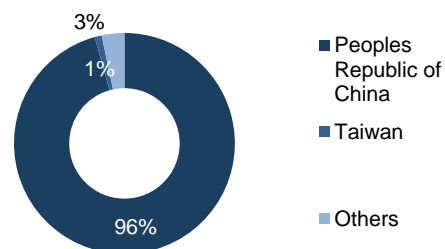
销售分析

按产品分类 - FY15



资料来源：公司填写

按区域分类 - FY15



资料来源：公司填写

财政信息

(港币 百万)	FY14	FY15	FY16E	FY17E
收益	9,571.2	8,936.1	8,150.1	8,573.9
% 增长率	3.4%	(6.6)%	(3.2)%	5.2%
毛利润	1,805.3	1,905.6	1,410.0	1,610.4
% 利润率	18.9%	21.3%	17.3%	18.8%
EBITDA	1,851.9	2,128.2	1,855.4	2,088.6
% 利润率	19.3%	23.8%	22.8%	24.4%
近收入	764.7	875.0	508.0	680.0
% 利润率	8.0%	9.8%	6.2%	7.9%
资本支出	1,911.3	1,550.0	1,118.3	987.6
净债务	3,154.1	3,362.1	2,863.4	2,290.8
ROE (%)	12.0%	13.4%	7.9%	9.0%
ROA (%)	5.0%	5.5%	4.0%	4.5%

资料来源：彭博

联众国际控股有限公司(6899 HK)

进入利润丰厚的电子竞技市场和美国社交赌场游戏市场可能会使公司进入全球联盟

联众试图获得美国 45 亿美元社交赌场游戏市场的份额，以及 4.63 亿美元的电子竞技市场。如果成功，联众将成为一家全球性的游戏和媒体公司。这一点以及公司的股价在过去一年中已经有大大改善，事实为投资者提供了有吸引力的风险回报率。

业务概述

联众国际控股有限公司在中国开发和经营上网卡和棋盘游戏。它运营着一个综合的在线游戏平台，通过各种分销渠道提供 PC 和移动游戏，以及一系列服务。该公司还通过其 ourgame.com 和 wpt.com 网站以及第三方分销商（包括网站和基于 Web 的门户网站）提供网络游戏。此外，它分发由第三方开发人员开发和运营的游戏；提供计算机相关技术支持服务；提供咨询服务；在直布罗陀和美国提供电视制作和旅游管理服务；并组织 and 直播在线及离线的心理运动事件、锦标赛、电视节目及其它内容。

最近股价表现（重组）



资料来源：彭博

价格表现，目标价和上涨/下跌

表现	1M	6M	12M
6899 HK	(9.0)%	(7.4)%	(33.6)%
恒生	(0.7)%	10.5%	1.8%
2016 年 11 月 30 日的价格	HKD 3.5		
价格目标 - 12 个月	HKD 5.0		
上行/下行	42.0%		
52 周范围	HKD 3.5 - 5.0		

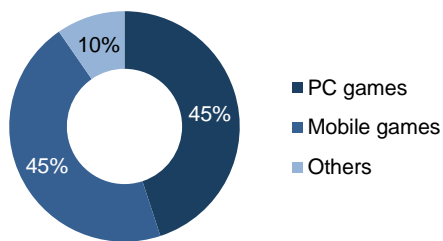
资料来源：彭博

投资理由

- WPT 进入利润丰厚的社交赌场有戏市场：WPT 宣布计划进入利润丰厚的 45 亿美元的社交赌场游戏市场，通过引入一个新的免费模式的扑克和老虎机。它有望重现非常成功的 WSOP 模式在 2015 年为 Playtika 创造了 7.57 亿美元的收入。
- 电子竞技市场可以提供巨大的商机：电子竞技市场目前估计在 2016 年为 4.63 亿美元，预计到 2019 年将增长到 11 亿美元。联众已经投资了世界各地的游戏中心，并站队要成为一个电子竞技赛的组织者和制作人，相关的 IP 编程可能是一个潜在的巨大的商机。
- 中国全面的对抗房东比赛应该带动 MPU 和 ARPPU。政府赞助的由联众管理的 Fight the Landlord 比赛本月早些时候开始了。早些时候参加比赛反应令人鼓舞。此外，MPU 和 ARPPU 在联众的平台上已经回暖，这预示着接下来的季度会有好的表现。

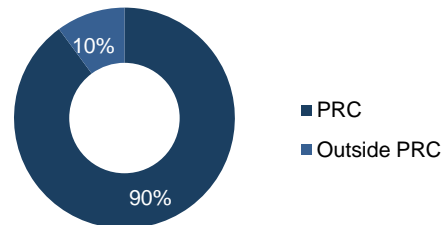
销售分析

按产品分类 - FY15



资料来源：公司填写

按区域分类 - FY15



资料来源：公司填写

财政信息

(人民币 百万)	FY14	FY15	FY16E	FY17E
收益	475.8	769.6	938.8	1,138.8
% 增长率	101.3%	61.8%	6.6%	21.3%
毛利润	294.5	459.4	543.2	654.1
% 利润率	61.9%	59.7%	57.9%	57.4%
EBITDA	110.9	174.7	259.5	312.5
% 利润率	23.3%	22.7%	27.6%	27.4%
近收入	97.6	114.4	161.3	217.0
% 利润率	20.5%	14.9%	17.2%	19.1%
资本支出	8.2	49.1	56.3	67.3
净债务	(744.0)	(368.7)	(427.0)	(462.0)
ROE (%)	18.8%	12.0%	14.4%	14.3%
ROA (%)	16.6%	10.6%	15.2%	15.3%

资料来源：彭博

当代置业（中国）有限公司 (1107 HK)

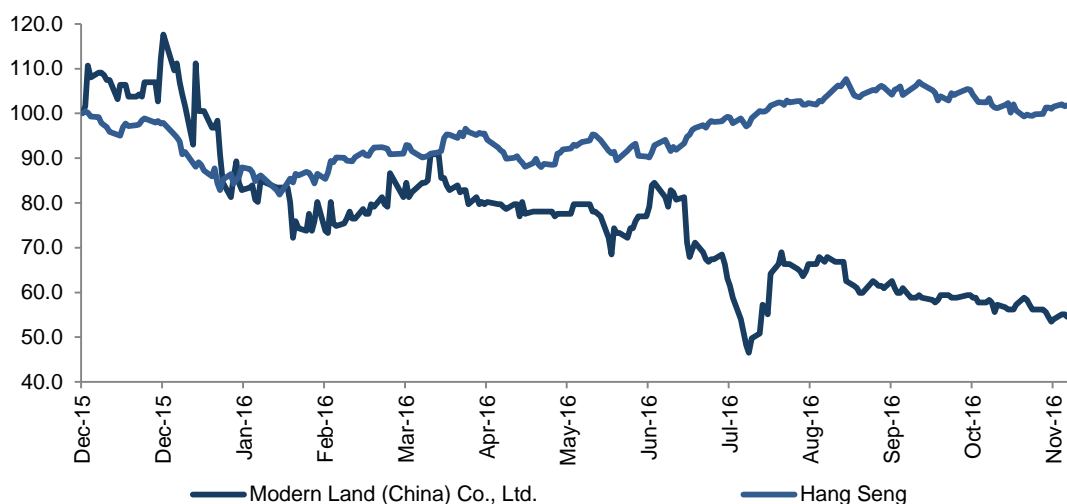
多样的产品组合保证持续的杰出表现

中国的房地产目前正经历着去存量的问题因为存量的积累。然而，当代置业的痛苦期已经过去并重新活跃起来都是因为它多样化的土地产品。还有，该公司大部分持有一、二线城市的房地产这些已经脱离了三、四线市场的痛苦。该公司预计将在未来有领先于这个行业的表现，并将成为产业反弹的领导者。目前的估值对投资者具有吸引力，投资该公司对于有远见的投资者来说将是有利可图的。

业务概述

当代置业（中国）有限公司是一间投资控股公司，主要从事房地产开发、物业投资、房地产投资信托及其他投资业务，还在中国及美国有酒店经营活动。公司提供项目管理、咨询、建设项目管理、技术开发和咨询、房地产经纪和投资移民服务。

最近股价表现（重组）



资料来源：彭博

价格表现，目标价和上涨/下跌

表现	1M	6M	12M
1107 HK	(5.6)%	(29.7)%	(45.5)%
恒生	(0.7)%	10.5%	1.8%
2016年11月30日的价格	HKD 1.0		
价格目标 – 12个月	HKD 1.8		
上行/下行	77.5%		
52周范围	HKD 1.0 – 1.8		

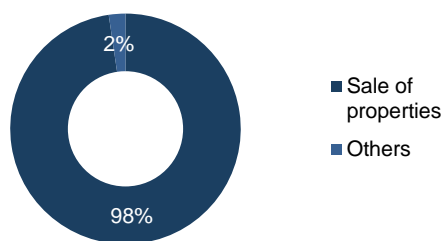
资料来源：彭博

投资理由

- 公司多元化投资组合减少了存量：目前中国的房地产存量巨大，尤其是在三四线城市。虽然去存量活动在短期内将是痛苦的，但是在更长的时间内行业仍将受益。该公司约 **73%** 的收入来自相对发达的北京、太原和长沙地区，这些地方的房地产市场相对较强。这使公司从最糟糕的去存量的痛苦中解放出来。
- 公司正在朝着绿色环保的方向迈进：公司赢得了中国绿色经营模式的冠军，两个项目被选为中国绿色住宅区示范典型。公司继续致力于其产品的“深绿色”创新，并认为这是建立品牌价值和在竞争对手中脱颖而出关键特征。中国政府对改善城市环境的坚定承诺为公司提供了更进一步的发展优势。

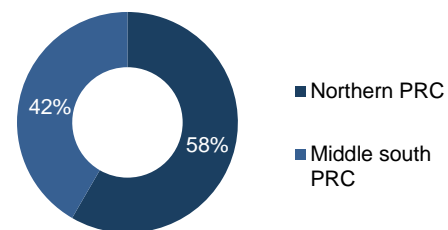
销售分析

按产品分类 - FY15



资料来源：公司填写

按区域分类 - FY15



资料来源：公司填写

财政信息

(人民币 百万)	FY14	FY15	FY16E	FY17E
收益	4,079.5	6,349.8	8,590.0	9,400.0
% 增长率	17.6%	55.7%	(0.9)%	9.4%
毛利润	1,655.3	1,964.1	1,958.5	2,378.2
% 利润率	40.6%	30.9%	22.8%	25.3%
EBITDA	1,252.1	1,507.1		
% 利润率	30.7%	23.7%		
近收入	521.1	577.9	859.0	954.0
% 利润率	12.8%	9.1%	10.0%	10.1%
资本支出	17.9	15.4	80.0	50.0
净债务	1,709.3	2,871.3		
ROE (%)	19.5%	17.4%	21.9%	20.7%
ROA (%)	4.0%	3.7%	4.1%	3.4%

资料来源：彭博

中國太平保險控股有限公司(0966 HK)

正面的盈利惊喜和持续的市场卓越表现

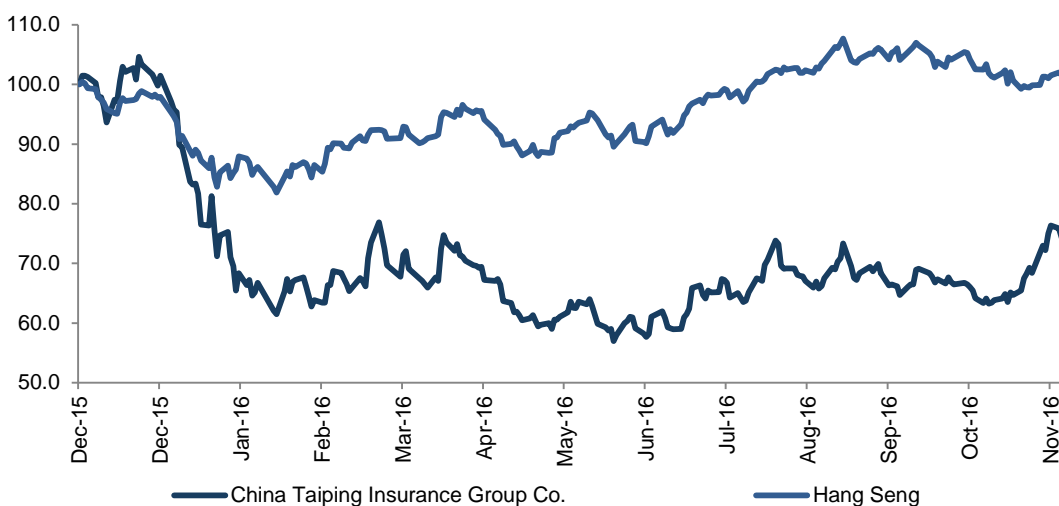
尽管公司继续在同业和市场预期之前报告业绩，但是太平股票在过去一年经历了大幅的修正。我们认为这种断连是不可持续的，并期望股票最终回归它的基本价值。

业务概述

中国太平保险集团（香港）有限公司在香港提供非人寿保险和投资活动。它承保一般业务的条约和兼职再保险包括非海洋和海洋。该公司还提供再保险经纪、货币市场的安全投资和房地产投资。

该公司以前称为中国保险（控股）有限公司，并于 2009 年 6 月更名为中国太平保险集团（香港）有限公司。

最近股价表现（重组）



资料来源：彭博

价格表现，目标价和上涨/下跌

表现	1M	6M	12M
966 HK	17.0%	21.5%	(24.9)%
恒生	(0.7)%	10.5%	1.8%
2016 年 11 月 30 日的价格	HKD 17.8		
价格目标 – 12 个月	HKD 23.0		
上行/下行	29.5%		
52 周范围	HKD 17.8 – 23.0		

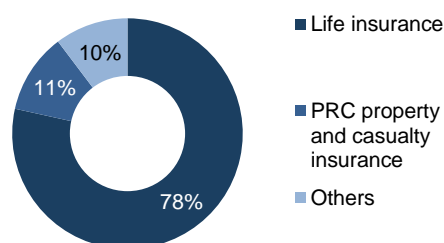
资料来源：彭博

投资理由

- 新生活业务：新业务的动力继续加速。VNB 上升 75% 至 52 亿港元，远高于市场预期。这个惊人的结果主要是由销售量（APE 同比增长 49%）来带动的。同期，利润率上升了 1.9 个基点。代理渠道继续推动业绩；值得注意的是持续性趋势得到进一步的改善，表明了良好的销售品质。展望未来，我们预计 VNB 将继续其恒久的表现，并在 2016 下半年和 2016 财年分别上升 31% 和 48%。
- 令人印象深刻的利润率：投资利差是一个普遍关注的问题，并且是广泛共享的市场共识，随着收益率下降和定价上升，利差大幅收缩。太平实际上抑制了这个趋势并且运行收益率在 2016 年上半年实际上上升了（NIY 上升 10 个基点同比至 4.2%）。定价由合理的产品组合控制（超过一半的溢价是标准的，LT 保护上升为总数的%，高保障金上限）。

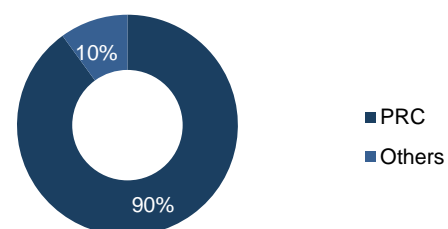
销售分析

按产品分类 - FY15



资料来源：公司填写

按区域分类 - FY15



资料来源：公司填写

财政信息

(港币 百万)	FY14	FY15	FY16E	FY17E
收益	85,117.2	160,668.4	169,687.4	197,006.1
% 增长率	(9.0)%	88.8%	4.5%	16.1%
净收入	4,041.7	6,341.2	4,836.4	5,615.0
% 利润率	4.7%	3.9%	2.9%	2.9%
资本支出	4,151.4	860.4		
净债务	27,039.4	1,207.0	(17,099.5)	(15,243.0)
ROE (%)	13.0%	12.6%	8.2%	8.6%
ROA (%)	1.1%	1.4%	1.0%	1.0%

资料来源：彭博

利益披露:

AMC Wanhai Securities limited 有可能会从本份研究报告中涉及的上市公司获取报酬或是得到其他利益。AMC Wanhai Securities limited 对本份研究报告涉及的上市公司投资金额（包括股票）少于这些公司的市值的1% (不包括1%); AMC Wanhai Securities Limited与这些上市公司亦不存在投资银行业务或是做市商业关系; AMC Wanhai Securities Limited的雇员无一不是这些上市公司的管理人员, 撰写本份报告的分析员与这些上市公司没有利益关联。

免责声明:

AMC Wanhai Securities委托Aranca撰写本份报告, 本报告由AMC Wanhai Securities发布。Aranca为环球客户提供定制化的研究分析服务。

本份报告包含的内容是保密的, 仅供它旨在的接收方使用。报告的内容, 不管是部分还是全部, 可能不能以任何用途或目的, 由其他方复制、转发和发布。

本份报告根据公开信息撰写, 这些公开信息俱理被认为是可信赖的。Aranca可能没有对这些信息进行第三方的证实。Aranca和它的顾问、董事以及雇员不能保证撰写本份报告所使用到信息的准确、合理和完整。Aranca和它的顾问、董事以及雇员不对以任何形式使用本份报告导致的损失负有责任。

此外, 本份报告不是买入或是卖出证券、商品和货币的邀约, 本报告不是依据个案而定的投资建议, 撰写本报告没有考量到接收方的财务状况和目的的因素。合理的投资建议应当考虑投资者的具体状况和投资目的, 本份报告涉及的公司或其他投资标地的可能并不适合所有的投资者。不能完全依赖本报告或是替代个别判断。

本份报告可能对其提及的证券、商品和货币的预期表现进行预测、估计和陈述。这些预测、估计和陈述基于我们认为可信赖的信息, 这些信息可能反映了对经济状况的各种预期, 而这些预期可能未被证实或正确。我们不担保预期的正确性。我们于本报告表达的观点可能会改变。

© 2016, AMC Wanhai Securities limited Limited. All rights reserved.



CONTACT US

1605, West Tower, Shun Tak Center, 168-200 Connaught Road, Central, Hong Kong
Direct: +852 2116 3536 | Fax: +852 2151 1778
E-mail: info@amcapital.hk