

中國  
融資

CHINA  
FINANCIAL  
MARKET

2015年9月 總第25期

中國  
融資

封面故事

奧普中期業績亮眼  
產品再升級引領市場風潮

中國通號登陸本港  
大市值板塊再添新丁

第一視頻新媒體  
打造全球最大「中文Youtube」  
創新視頻眾籌模式

# 目錄

# CONTENTS

社長 汪長禹  
 總編輯 汪長禹  
 編輯部 Wendy Amy George  
 製作 Michael  
 美術總監 Yat

承印  
 深彩一印刷(香港)有限公司  
 旺角彌敦道610號荷李活中心1117室

發行  
 青揚書報社有限公司  
 香港九龍灣宏泰道7號高銀環球廣場7樓

出版人  
 香港沙龍電影有限公司  
 九龍土瓜灣宋皇台道68號飛達工商業中心4字樓C室

廣告部  
 Jovit (852) 3970 2270

出版月份  
 2015年9月

## 封面故事

- 4 奧普中期業績亮眼 產品再升級引領市場風潮
- 10 務實創新緊貼消費需求 奧普打造核心軟實力

## 上市公司點將錄

- 14 中國通號登陸本港 大市值板塊再添新丁 港股IPO數量創新高下半年多隻重磅股搶開抽水
- 16 中港基金互認大幕開啟 基金公司前景廣闊「易方達」香港再迎發展良機
- 18 依憑國策創新發展 城建設計助力三大戰略
- 20 第一視頻新媒體打造全球最大「中文Youtube」創新視頻眾籌模式
- 22 中國創新支付：突破創新 穩健經營佈局未來
- 24 環保國策激發機遇 中國疏浚環保商機無限
- 26 《中國製造2025》發佈 有色金屬產業戰略發展機遇期逐步顯現 響應非煤礦山轉型升級悅達礦業提質增效、規範運營
- 28 光纖開啟新時代 長飛光纖光纜全面進軍海外
- 30 受惠「水十條」國策 雲南水務積極拓展潛力區域
- 32 探索多領域跨行業佈局 品牌中國前景可期
- 34 緊抓互聯網 契機創造贏利新模式 活醫藥新老業務齊頭並進
- 38 重慶銀行淨利勁升10.3% 中間業務蓬勃發展

## 行業研究

- 42 建築工程行業分析
- 46 互聯網金融行業分析
- 52 新能源汽車行業分析
- 59 乳品行業分析
- 68 節能環保行業分析

### 免責聲明

本刊所載的內容和信息乃從相信屬可靠之來源搜集，該等內容和信息並未經獨立核實，本刊並不保證其準確性、完整性、及時性或者正確性。投資附帶風險，本刊不能且不會保證本刊刊載的任何內容和信息會否帶來盈利。本刊內容和信息僅可作為參考用途，本刊不應被視為遊說任何訂戶或讀者執行任何交易，如任何訂戶或讀者依本刊所載的內容和信息招致任何損失，概與本刊、相關作者及內容供應者無關，本刊、相關作者及內容供應者亦不會承擔任何形式的責任。本刊並未向任何訂戶或讀者提供專業意見，任何訂戶或讀者亦不應將其視為專業意見，任何訂戶或讀者在需要時應尋求適當之專業意見。



領軍行業 屢創佳績  
聚焦家裝行業巨頭奧普



# 奧普中期業績亮眼 產品再升級引領市場風潮






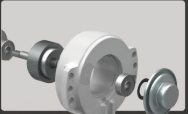
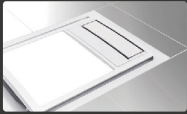







中國領先衛浴電器產品生產商——奧普集團控股有限公司（以下簡稱：「奧普」，股份代碼：0477.HK）中期業績表現出眾。公司多年來以提升客戶沐浴環境質素為營運宗旨，早年首創「浴霸」產品，改變大眾沐浴模式。近年公司推出突破性的「淨玉」系列浴霸和「奧芯」系列吊頂產品，兩者均非常暢銷，再次領先業

界。公司目前已推出O2O服務，吸納年輕市場，並將於明年三月推出全力推動全屋頂部設計，為中高層消費者提供頂部整體解決方案。公司執行總裁吳興傑對公司的未來發展充滿信心，預期下半年業績將穩定增長。

## 中期業績 升幅出眾

奧普日前公佈今年上半年中期

業績。報告期內，公司收入為4.23億元（人民幣，下同），與去年同期相比，增長21.98%，相關增長相信是基於在線銷售渠道擴張、銷售機制改革後代理商積極性增加及產品競爭力加強等正面因素所致。據悉，公司在二級城市的收入約為1.40億元，同比增加約10.68%，特別是浙江的收入，由去年同期0.38億元大幅增加約79.5%至今年同期

 <p><b>超大风轮</b> 深度送风</p>	 <p><b>45° 导风摆叶</b> 智能吹风</p>	 <p><b>创新旋转蜗壳</b> 风量升级</p>
 <p><b>高效塑封电机</b> 静享沐浴</p>	 <p><b>纯平工艺</b> 非凡适配更平整</p>	 <p><b>智能键控</b> 一键控制 尊享升级</p>
 <p><b>QDP3026AS</b> 一键沐浴，省事省心 五种LED照明模式，跟随季节切换灯光 智能控制开关，人性化设计 陶瓷PTC发热器，高效节能 45° 智能摆叶，出风风向可调 超薄箱体，时尚美观 适合多种吊顶安装，风格随心</p>	 <p><b>QDP2025A</b> 陶瓷PTC发热器，高效节能。 智能线控开关，人性化设计。 LED照明，光亮不炫目。 超薄箱体，时尚美观。 适合多种吊顶安装，风格随心。</p>	 <p><b>HDP2021A</b> 灯风双暖，取暖方式全面。 陶瓷PTC发热器，高效节能。 智能线控开关，人性化设计。 LED照明，柔和不炫目。 45° 智能摆叶，出风风向可调。 适合多种吊顶安装，风格随心。</p>
 <p><b>QDP3026A</b> 陶瓷PTC发热器，高效节能。 LCD智能显示开关，人性化设计。 LED照明，光亮不炫目。 45° 智能摆叶，出风风向可调。 超薄箱体，时尚美观。 适合多种吊顶安装，风格随心。</p>	 <p><b>HDP2021B</b> 灯风双暖，取暖方式全面。 陶瓷PTC发热器，高效节能。 智能线控开关，人性化设计。 LED照明，光亮不炫目。 适合多种吊顶安装，风格随心。</p>	 <p><b>FDP2010A</b> GNBSS红外灯泡，低耗节能。 LED照明，光亮不炫目。 适合多种吊顶安装，风格随心。 大风轮、大风量，低噪音更高效。</p>

0.68億元；毛利由去年同期1.61億元增加約24.7%至今年同期2.01億元；公司擁有人應佔期內溢利及全面收益由去年同期70,835千元上升至今年同期97,166千元；每股基本盈利約0.09元，中期派息每股0.08港元。

浴霸產品和浴頂產品作為奧普的核心業務，為公司帶來龐大收益。截至今年六月三十日止六個月，公司浴頂產品收入約為1.50億元，與去年同期收入相比上升約24%。浴霸產品及浴頂產品分別佔集團截至今年六月三十日止六個月總收入約60.1%及35.6%。

### 領先業界 冀打造全屋智能空間

奧普創立於1993年，以提升客戶沐浴環境質素為宗旨，在全國設有24個分支機構，1,000多家品牌專賣店，4,000多個終端網點遍佈

各地。目前，全球共有逾3,000萬用戶選用公司產品。經歷二十年發展，公司一直堅持「設計讓生活更美好」的創新理念，堅持專業、安全的至高標準，締造銷量連續11年穩居第一的神話。多年來，公司以一貫原創力量帶動行業發展，嚴謹把控產品，認真規劃，不斷創造市場典範的產品，讓經典品質代代相傳。

今年上半年，奧普推出開創性的智能化白色純平浴霸淨玉系列和主打情感體驗的印象系列浴頂，搭配核心電器模組奧芯二代、碳晶和新悅系統，開啟智能化產品應用時代。為迎合集成吊頂的發展趨勢和潮流，滿足客戶需求，公司積極改變專業浴室電器生產企業的傳統定位，為電器加上一體化裝飾風格，致力為客戶提供頂部整體解決方案。公司目前已完成集成吊頂系統電機和浴霸的智能升級，未

來將推出整個衛生間的集成系統，並計劃將集成吊頂延伸到全屋，打造全屋智能空間。

### 產品設計 以客為本

奧普集團控股有限公司執行總裁吳興傑說：「奧普一直堅持從消費者的角度出發，走近消費者，全力滿足客戶要求，浴霸正是我們有見客戶對沐浴環境溫暖度的重視而推出的產品。浴霸集取暖、換氣、照明、裝飾等多項功能於一身，讓客戶真正享受到沐浴時的自由自在，享受在家洗澡。在裝有浴霸的浴室裡洗澡，輕輕一按按鈕，室內瞬間升溫，讓你感受到從頭到腳的溫暖。自1993年我們研發並創造了第一台浴霸後，燈暖統治了浴霸行業數年，然而燈暖終究有其局限性。為照顧客戶需求，我們的專業團隊經過為期數年的研發，率先創造出具備複式循環加熱技

術的奧芯系列產品。」據有關光暖型紅外線取暖的長壽和節能程度的研究顯示，光暖型紅外線取暖泡壽命可達到5,000小時以上，倘若每天使用浴霸兩小時左右，取暖泡的可用時間長達十年，較浴室暖風機節能達八成，熱量更大，熱效更高，並有效克服風暖對人體造成的膚感不適的問題。

據了解，浴霸的紅外線取暖泡除了保暖，還對人體有極佳的保健作用，適合一年四季使用。紅外線具有激活人體細胞，延緩機體的衰老，對肩周炎、頸椎病、骨質增生、關節炎、傷口難以癒合等症狀都有顯著的治療功效。據相關研究顯示，在我們塗抹精華素等護膚品時，皮膚一般只能吸收有效成分的

一成左右，但若在浴霸的紅外線照射下塗抹，吸收度則可高達六成，因此洗頭後在浴霸下按摩頭皮三分鐘到五分鐘，據說對治療脫髮功效顯著。吳興傑說：「衛浴電器產品發展至今，共可分為三個階段。我們推出浴霸產品的初期，正處於講求產品實用功能的1.0時代。隨著發展推進至講求美學功能的2.0





時代，我們推出吊頂系列產品。目前，衛浴電器產品發展已進入重視用戶體驗和互動性的3.0時代，我們已將旗下中高消費市場定位的產品一律進行全智能化升級。」

### 淨玉系列浴霸 回歸初始 純淨

吳興傑指出，淨玉系列浴霸和「奧芯」系列吊頂產品都是奧普目前最暢銷的產品。奧普淨玉系列浴霸設計源自「董小姐的一天」，旨在讓沐浴回歸純白，滿足客戶一整天的沐浴需要：「二十年前，我們在創造浴霸時為它塗上了充滿科技感的銀色。二十年過去，銀色依舊是當今浴霸產品的主流色調。然而，在銀色浴霸幾乎成為永恆的『浴霸之色』的時候，我們決定把

銀色擦去，重歸沐浴本來的純白。通過推出淨玉系列產品，我們將沐浴概念重新詮釋，向沐浴初始的聖潔致敬。」

他表示，世界上本來沒有路，走的人多了就有了路。同樣，中國本沒有浴霸，奧普創造了浴霸。奧普為世界創造了一項嶄新的沐浴選擇，浴霸的存在讓浴室成為每個家庭最溫暖的空間。如今，奧普為客戶創造出另一種選擇，那就是超脫於產品功能之外的色彩訴求。

吳興傑說：「『淨玉』的命名取『淨浴』諧音，通體純白，完美得潔淨無暇。白色是世界初始的顏色，因而白色是超凡脫俗的；白色是夜晚月光的顏色，因而白色是純潔的象徵；白色是聖潔婚紗的顏色，端莊而優雅；白色是至臻美玉的顏

色，淨透而高貴；如今白色是浴霸的顏色，帶領大家回歸沐浴的聖潔，讓世界歸於寧靜，這就是白色的魔力。正如當年香奈兒首次讓女性穿上了短裙一樣，奧普首次讓浴霸披上了白色的外衣，推出名為『淨玉』的白色浴霸。這時，人們開始驚訝地發現，原來浴霸也可以是白色的。」他稱，披上純白外衣的「淨玉」在奧普眼中成了一塊美玉。能工巧匠為這塊美譽鑲嵌上精緻的金色花紋，中國美玉的經典形象—「金鑲玉」就出落得渾然天成。「人們稱白玉為白璧，『無暇白璧』寓意冰清玉潔。回歸初始的純淨，追逐生命的金黃，這才是人生原本的模樣。」

淨玉系列浴霸功能卓越，含複式循環加熱技術，採用奧普「奧芯」



獨家旋轉窩殼設計，大風量設計，同時淨玉針對浴室空間進行熱加熱過程，快速制熱整體衛浴空間，比常規風暖浴霸熱提升15%。淨玉採用大風輪，低噪音、大風量；採用航空技術，機翼扇葉減少空氣阻力，不等距設計，防止氣流共振，有效減少噪音；使用旋轉窩殼，取暖、換氣口隨著旋轉扇片定位，進行功能區隔，減少氣流流失，保持風輪送風與進風效率最大化。淨玉系列全面適配所有吊頂安裝，採用金鑲玉外觀設計、GNBSS取暖泡、萬能安裝支架、防水開關、高效節能LED照明、耐高溫燈珠、高熱雙面膠、高效透光板和透光率達92.5%的台灣奇美和日本三菱板材製造，耐熱程度較其他品牌的一般浴霸為高。GNBSS取暖泡從燈芯到取暖泡的曲面設計都經過精心設計，從取暖兩個關鍵點增強了熱輻射取暖的寬度及送熱距離，獨有的底座螺紋設計保證了取暖泡安裝後的穩固性，安全穩定，色溫低，熱轉換率更可達97%以上，屬業界罕見。

### 「奧芯」系列 推高行業發展

2010年，奧普在北京舉行了「吊頂因奧普而改變—複式循環加熱技術暨奧芯系列產品發佈會」。發佈會上，奧普隆重推出的以「複式循環加熱系統」為核心技術的「奧芯」系列產品，是奧普的另一項招牌產品。「奧芯」系列產品是公司首次採用複式循環加熱技術打造的領先於行業的高級浴頂產品，

除秉承奧普專業的安全特性外，更體現家電產品節能、高效、舒適的發展趨勢。複式循環加熱技術是公司採用全封閉內循環結構，配置雙重熱源，形成「熱+熱模式」，使室內空氣循環加溫，升溫效果成幾何級數增長。擁有公司血統的「1+N浴頂」實現了「奧芯」等系列產品與各類吊頂材料完美結合。「奧芯」系列產品備有自動洗漱、

自動換氣和自動沐浴三大功能，並設有高效照明系統，實現照明光亮、柔和、不刺眼，智能光源模式更可根據室內溫度，智能控制燈光變化，為客戶提供四季光亮空間。產品又備有卓越靜音及多重安全保護，確保客戶使用舒適寧靜。

吳興傑說：「一直以來，奧普秉承創新無止境的理念不斷創新。自從我們研製並生產出中國第一部集取暖、換氣、照明為一體的衛浴電器產品，取名『浴霸』，『奧普』自此成為了『浴霸』的代名詞。目前，全中國已有逾1,000萬戶家庭每天使用我們的浴霸。我們敢於創新，大眾的沐浴方式因而改變。」他表示，作為行業的領導者，奧普從未停止創新的步伐。強大的技術支持與華美的個性化外觀讓奧普『芯』時代完美起航，『奧芯』系列產品的推出是對洗浴舒適性的重新定義，從本質上提升了吊頂行業技術，引領吊頂行業的二次升級。作為衛浴吊頂行業的領軍企業，公司再次將行業的發展推向了一個全新的高度。

### 吸納80、90客戶群 實現品牌年輕化

奧普在著力探索終端門店的全新體驗式形象的同時，亦非常注重互聯網銷售的結合。「線下體驗，線上採購」的銷售模式，帶來品牌形象和市場營銷的雙重加持。吳興傑說：「我們重視各個年齡層次的消費者，但隨著80後、90後成為目前新房市場的消費主力，對精緻家居裝潢的需求日益增長，因此我們對之格外重視。80後、90後消費者精於互聯網應用，同時著重銷售體驗，我們推行O2O的銷售戰略，期望吸納相關客戶群，同時做到品牌年輕化。」公司通過與一起裝修網、齊家網、土巴路裝修網等國內互聯網家裝網站進行戰略合作，為客戶打造一站式的裝修服務。自相關措施推出而來，市場反應正面，截至今年六月三十日，公司擁有銷售網點近6,000個，其中包括零售專賣店共835間。

去年年底，奧普在上海國際會議中心舉辦了「智·愛之旅」的新品發佈會，正式推出了「印象系列」產品。據介紹，「印象系列」的產品創意取材於人們對美好生活的回憶、嚮往和期待，更加強調產品和人的情感連接，更注重產品給用戶帶來的情感體驗。這一系列產品顏色豐富多變，極具浪漫氣息，很好地滿足了80後、90後的審美需求，打造了唯美動人的產品形象。

### 喜獲客戶認同 屢獲殊榮

近日，「奧普」商標獲中國工商行政管理總局商標評審委員會認



定為「馳名商標」。作為浴霸行業的創造者和領導者，奧普目前擁有已受理及授權技術專利220項，其中專利發明3項，實用新型專利55項，設計專利162項。已受理和授權的先進技術專利保護了集團產品的先進性，亦有效防止了市場競爭者的侵權行為。多年來，公司獲獎無數，自1994年創造的首台浴霸打入國際市場，2006年在香港成功上市，公司獲頒2010年「中國家電原創獎」、「中國綠色之星」、「中國家電技術創新獎」、「2010年中國廚衛百強吊頂十強首位」、2010年集成環保灶十大品牌，2011年度最

具成長力家電品牌、中國品牌500強等獎項，充分反應業界的認同。吳興傑說：「我們從來沒有以獎項作為營運目標，多年來只一心滿足消費者需求，專注做好產品。我們擁有國家級先進實驗室，嚴守嚴格標準，控制產品質量。能夠獲獎我們感到非常高興，亦非常感謝頒獎單位的認同，但相較之下客戶的認同才是推動我們不斷創新進步的最大動力。」

展望未來，吳興傑對即將推出的頂部整體解決方案充滿期待。「基於客戶的強烈需求，我們與中國行內權威企業合作，專注全屋頂部吊

頂工程，一同推動全屋頂部設計，為中高層消費者提供頂部整體解決方案，管理全屋空氣。展望今年下半年的公司發展，我們的董事會主席方傑先生曾經表示，董事會將繼續秉持技術和產品創新理念，調整和擴大營銷渠道，並持續提升奧普的品牌形象和定位，加強公司的綜合競爭力，實現集團業績的穩健發展，創造價值回饋股東和社會，我非常認同。我們將繼續不斷自我否定，不斷創新的精神，與時並進。我對公司的未來發展非常有信心，相信公司的下半年業績將保持相對不錯的穩定增長。」

# 務實創新緊貼消費需求 奧普打造核心軟實力



**奧**普集團控股有限公司(以下簡稱:「奧普」,股份代碼:0477.HK)作為中國領軍的家裝企業,不僅擁有卓越的技術與產品,亦有優秀的企業文化,在軟硬實力的雙輪驅動下,奧普的企業實力不斷增強,各項業績蒸蒸日上,已成為行業標杆。

## 著力塑造企業文化 創新引領市場潮流

奧普對企業文化非常重視,公司一角擺放著的明清代古典傢俱,這不僅是其產品設計的靈感來源,亦已成為奧普企業文化內涵的一部份,它代表著奧普將企業文化融入本土,打造有深度、有文化的產品理念。

奧普執行總裁吳興傑表示,公

司運用穿越時空的設計靈感,提煉出適合現代人的審美主張,設計層次把握合理,古為今用,和諧統一。「古式家居不僅是古物,更是完美的工藝品,有著深厚的文化底蘊。企業需要沉澱、需要文化,從傳統文化裡我們能夠吸取很多精髓,好的作品應該是經得起傳世的,希望奧普的產品能夠禁得起時代的考驗。在紛繁複雜的市場競爭中,對手可以抄襲、模仿,但複製不了奧普的產品質量、專業精神和文化內涵。」

他指出,企業的競爭是產品和人才的競爭,但歸根究底更是企業文化的競爭。「奧普不僅是在創造一種產品,更是在創造一種文化,其中創意都來自於對文化的深刻理解和永遠領導時尚的決心。因

此,奧普經常被模仿,卻始終未被超越。在以利潤為前提的商業空間裡,人與人之間最純真的感情早已被淹沒的不知去向,而這種最珍貴的情感,正是奧普文化需求的靈魂。」

此外,從奧普不斷推陳出新、接軌互聯網與年輕用戶的企業風格中可以看出,與時俱進、積極創新亦是奧普企業文化的一方面。吳興傑認為,創新是奧普的根基,沒有創新就不可能有發展。奧普從「1.0陳列」到「2.0展示」的升級過程,再到3.0系列,充分詮釋了奧普不斷創新,在自我否定中不斷創新進步的企業精神。

正是憑藉著務實創新的精神,奧普打造了中國浴霸行業的創始品牌,以及中國集成吊頂行業的領

導品牌，擁有浴霸國家標準制定組長單位、集成吊頂國家標準制定組長單位雙重身份。據悉，現時奧普計劃了一個三步走智能戰略，即2014年推出體驗性產品「印象系列」，2015年推出「整體廚衛一體化智能解決方案」，2016年推出「全屋智能集成吊頂系統」。可以預計奧普於家裝產品行業的參與程度愈來愈深，憑藉著豐富的產品種類及優異技術水平，奧普將繼續企穩行業龍頭地位。

### 積極履行社會責任 重視消費者需求

今年6月16日，奧普以93.72億元的品牌價值，連續第九年榮登《中國500最具價值品牌》排行榜，奧普的品牌影響力與美譽度得到進一步提升。有數據顯示，近年來奧普的品牌價值不斷增長，相比2014年，奧普的價值增幅達18.7億元，同比增長25%。

奧普在飛速發展的同時，並未忽視作為一家知名企業的社會責任。吳興傑認為，企業在發展過程中，社會責任是必須要承擔的。社會責任的含義豐富，涉及多種層面，譬如（在產品生產過程中）對於環境的綠色友好，對於員工的關切、對消費者的關注以及對公益事業的積極參與。「企業發展有順境和逆境，關鍵是要為消費者著想。當你離消費者很近的時候，你就離風險很遠，而當你離消費者很遠的時候，就離風險很近。」在談及消費者的重要性時，吳興傑說道。吳興傑所指的風險大小不只是業績的好壞，更是市場對一家企業的認可程度。

奧普雖然獲得了眾多榮譽，譬如中國家電原創獎、中國綠色之星、中國家電技術創新獎、最具成長力家電品牌等，但是奧普秉持「榮譽不是領導者的標籤，而是對消費者的謙恭」的態度，化榮譽為進步的動力，持續打造優質產品。

### 強調員工主體積極性 堅持「四化」管理思路

每一家成功的企業都有獨特的管理心經，奧普亦不例外。在企業內部管理的問題上，吳興傑直言，激發員工的積極性，在「成就員工中成就自我」是奧普秉承的理念。不僅給員工任務、指導，還有給予其激勵，讓員工成為企業的主人。

據了解，奧普的企業管理秉持「網格化、標準化、數據化、規範化」的理念，通過網格化管理，每一份工作都有明確的職責人，保證了所有工作無遺漏、責權清晰；標準化管理是將各級綱要作為工作標準，令工作有科學、量化的參考依據，並且各項綱要總結自實際工作經驗，具有可行性與反思性；而數據化管理，有利於企業精細化轉型，為制定工作計劃提供重要參考。網格化、標準化與數據化的順利實行確保了規範化運營的最終目的。

## 吳興傑

奧普集團控股有限公司執行總裁

吳興傑先生（「吳先生」），34歲，於二零一二年加入奧普。吳先生現任奧普執行總裁(CEO)，負責奧普及其若干附屬公司之全面管理工作，包括管理和開發銷售渠道、產品研究及開發活動。吳先生於二零一零年畢業於浙江大學經濟學院並擁有西方經濟學博士學位，於二零零五年獲取中國人民大學經濟學碩士學位。

吳先生曾於二零一零年七月至二零一二年七月出任深圳金湧泉投資基金管理公司之基金經理職務。吳先生於二零一二年八月擔任奧普之合營公司—杭州奧普博朗尼廚衛科技有限公司之總經理助理職務；並在二零一三年七月至二零一四年六月期間，擔任奧普附屬子公司—杭州奧普衛廚科技有限公司之總裁助理職務。其後升任為執行總裁。



money

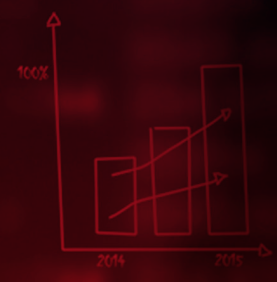
2015

2014

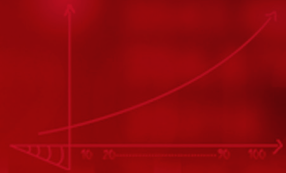


2015

sale



Projected sales of main products in 2013



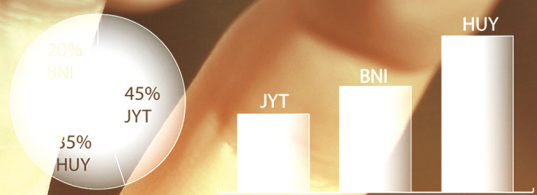
2014

戰略定位明確  
上市公司亮點突出

business



Distribution marketing participation in the securities market.

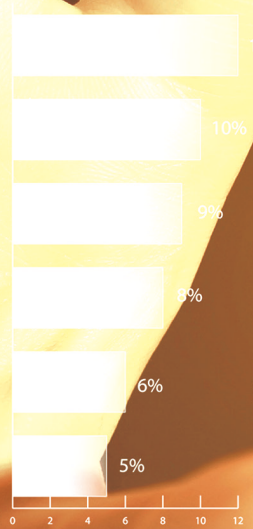


Revenue growth divisions.

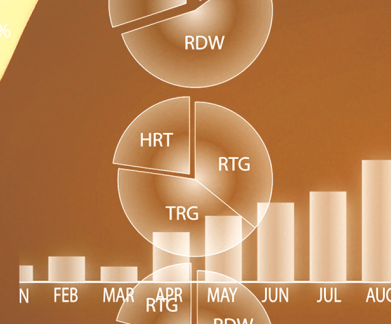
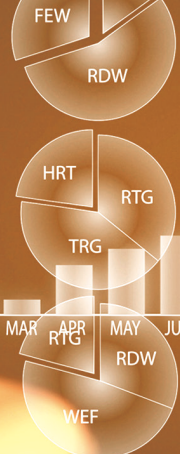
TYU division  
FRT division



Distribution of the securities market key players

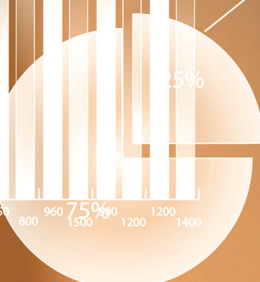


Projected sales of main products in 2013

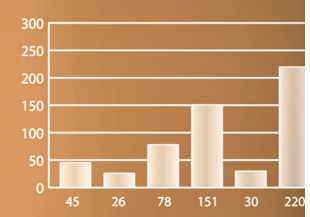


	TYU division			FRT division		
GHT	254	550	254	274	154	415
TRG	241	450	144	364	954	174
RTG	254	650	874	657	125	274
WEF	784	145	124	752	741	759
HRT	453	784	954	241	741	345

Share of market activity



Changes in the activity of the active and passive market is uncertain. Established positive trends in various market segments.



Passive market share

# 中國通號登陸本港 大市值板塊再添新丁 港股IPO數量創新高下半年多隻重磅股搶開抽水



港交所總裁李小加對中國通號董事長周志亮表示祝賀(右為通號董事長周志亮)

港股經過前月股災震蕩之後，終於較平穩地踏入8月中報期，未見進一步下挫，惟市場氛圍靜淡，日成交金額在800億港元附近上落，與5月時日成交金額動輒逾千億港元的水平相比，萎縮不少。而回顧近期新股市場，中國通號(03969)於7日掛牌上市，憑藉逾10億美元的集資額成為今年香港第四大IPO。該公司亦是繼中石化2013年集資18億美元後，在香港上市的最大國企。以其市值計算，將很有可能被納入相關指數之中。

7月時港股隨A股波動不已，散戶投資人可謂幾家歡喜幾家愁。不少基金經理表示，經歷股災和國

家救市之後，市場在資金流動、市場信心及估值修復方面均還需一段時間休養生息，災後重建或仍將為中港兩市之主題。而進入8月後，未來將陸續有重磅股公佈業績，在市場急需消息提振之氛圍下，藍籌及權重股業績表現或將主導大市走向。據外電消息，重磅券商及金融股如中金、中再、招證、光大證券等下半年均會來港上市，料會再掀投資熱潮。

## 大市期待藍籌業績 大市值股份再添新丁

從上周開始，陸續有大企業公佈中報。首先，金融股如滙豐控股、東亞銀行及渣打集團於前周初

公佈業績，無論標的資產及相關權證均受到市場關注。騰訊控股、香港交易所則將於後日公佈，緊接其後是中國移動。8月14日是另一高峰期，數十家企業於當日發榜，有銀河娛樂、中國石油化工、中國石油股份、建設銀行、農業銀行、金沙中國及中國人壽等。

回顧大市值股份及板塊表現，以7月末一周計，在一眾大市值板塊中(總合併市值約達1萬億元或以上)，升跌板塊的比例參半。當中，科技、地產及工業板塊在大市升勢較弱的情況下仍能有稍許升幅，而公用事業板塊表現無疑「相對」中資金融等更為穩定，防守性相對較高。值得注意的是，內地軌



中國通號董事長周志亮表示未來將專注海內外業務發展，實行國際化戰略

道交通列車控制系統行業龍頭——中國通號，已於上週五登陸港股，本港公用、交通基建及科技類股份將再添重磅新丁。同時，中國通號亦是繼中石化後在港上市的最大國企，市場預計會被納入相關指數之中。

### 重磅新丁帶動港股氣氛 內地企業赴港上市不冷反熱

中國通號無懼港股風雨仍順利上市，一定程度上提振了市場氣氛，內地企業赴港上市明顯加快步伐，據公開數據統計，預計今年香港市場將有110宗IPO上市項目，集資總額超過2000億港元。

清科私募通數據統計，7月在境外主要資本市場中，港交所IPO數量再創新高，11家中國內地企業登陸香港主板，1家登陸香港創業板，IPO環比增長33.3%。而在其中，中資投資者在境外IPO中正扮演越來越重要的角色，以新股中國通號為例，中國通號的16家基石投資者大部分為中資企業，認購總金額逾9.7億美元，已佔過半集資額。認購已設定了禁售期，該16家基石投資者將在中國通號上市後一段時間內繼續持有其股票，無疑可增

強後續投資者對於通號之信心，亦體現基石投資者對公司價值之認可。

據外電消息，中國通號國際配售約七成股份由全球買空基金及公司認購，約三成由對沖基金及資產經理認購。據相關投行人員評論，基石投資者及主要投資者以不同價格認購了中國通號之股份，而中國通號的最終定價較平，吸引了更高質量的投資。

### 同業難比較 通號冀攜手「走出去」

隨著一帶一路、高鐵走出去戰略的不斷推行，上市企業在國際談判時往往更具優勢，中國通號作為第四家成功在港上市且擁有鐵路背景的央企（其他三家為中國中車、中國中鐵及中國鐵建），走向國際資本亦將利於該公司國際化戰略的推進。

與同業公司不同，中國通號主營列控及城軌交通通信系統相關業務，科研投入更多。而早前有分析報道將中國通號與中國中鐵等比較，股評家林家亨表示，把中國中鐵的11倍市盈率與中國通號之約20倍招股市盈率作比較，這其實並不公平，因為中國中鐵是以基礎建設工程為主，建造商通常的市盈率是較低的。但中國通號是軌道交通的通訊系統供應商，提供整套系

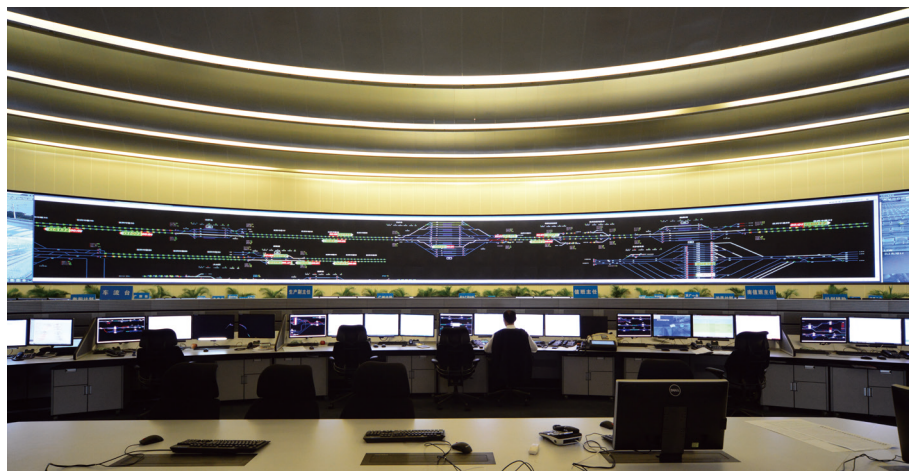
統的解決方案，當中包含了很多高新科技，前期的科研投資很大。

中國通號董事長周志亮參加新聞發佈會表示，在海外競爭中，公司和中國鐵建、中國中鐵是一種合作關係，分屬產業鏈上的不同環節，沒有競爭關係。中國通號主做列控，主要是列車控制系統，與中國中車也是兄弟企業。中國高鐵需要這些兄弟企業一起「走出去」。

隨著中國通號國際化戰略的實施，以及一帶一路等利好消息的扶持，中國通號未來表現值得期待。

### 中國通號過去三年主要財務數據 (百萬元，人民幣)：

年份	收入	毛利	利潤	其他收入及收益
2012	10,550.9	2,900.6	1,087.3	140.3
2013	13,064.6	3,439.3	1,238.9	154.7
2014	17,328.6	4,194.6	2,039.9	756.9





# 中港基金互認大幕開啟 基金公司前景廣闊 「易方達」香港再迎發展良機



「易方達」(香港) 董事總經理、另類投資部總監楊秀科圖中領取2015人民幣業務傑出大獎

人民幣匯率連續兩日大幅貶值，繼8月11日人民幣中間價大幅下調，創下歷史最大降幅後，12日央行再次公佈下調人民幣中間價創2012年10月11日以來新低。

據悉，央行此舉旨在助力近月表現低迷的出口企業，而人民銀行則在同日發佈聲明稱「未來人民幣匯率形成機制改革會繼續朝著市場化方向邁進，更大程度地發揮市場供求在匯率形成機制中的決定性作用，促進國際收支平衡。」人民幣匯率市場化是市場經濟改革的重要方向之一。此前中國政府推出的一系列經濟政策，包括滬港通都表明了人民幣市場化的堅定態度。而今年7月1日正式推出的人民幣基金互認也被認為是匯率市場化的重要舉措之一。

兩地「基金互認」首次容許中國及香港的基金產品於對方市場作跨境買賣。兩地投資者可直接投

資在雙方市場註冊的基金，為本港及內地投資者提供更多及更靈活的投資選擇。香港作為世界金融中心，借助中國改革開放的浪潮，大批國內資金湧入香港，是國內投資者作海外投資的首選區域。

香港作為離岸人民幣中心，一直是人民幣交易的重要市場，與內地金融市場在今年更是有頻密的互動。如自年11月啟動滬港通以來，截至五月，滬股通3,000億元人民幣的額度已用去將近一半，而

	香港註冊基金	內地註冊基金
申請日期	2015年7月1日	
跨境投資額度	3,000億元人民幣	3,000億元人民幣
合資格申請互認基金	約100家	約850家
申請資格	<ul style="list-style-type: none"> <li>成立1年以上</li> <li>根據本港法律法規及其組成文件而成立、管理及運作</li> <li>受香港證監監管的公募基金</li> <li>規模不低於2億元人民幣或等值外幣</li> <li>不得以內地市場為主要投資方向</li> <li>在內地銷售規模佔總資產比例不高於50%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>成立1年以上</li> <li>根據內地的法律法規及其組成文件而成立、管理及運作</li> <li>受中國證監監管的公募基金</li> <li>規模不低於2億元人民幣或等值外幣</li> <li>不得以香港市場為主要投資方向</li> <li>在香港銷售規模佔總資產比例不高於50%</li> </ul>

\* 資料來源：香港證監會

港股通2,500億元人民幣的額度也用了近40%。<sup>1</sup>

隨著蓬勃的金融業發展，香港的基金也有不俗發展。據香港證監會資料，截止2014年底，於香港證監會登記註冊的基金產品(Trusts Mutual Funds)共1,825種(另有220種傘形子基金)，總資產淨值13,221億美元，相當於82,000億人民幣。另外，香港證監會還登記還有2622個集體投資計劃(Collective Investment Schemes，資料截止於2015年3月)，也廣泛投資於包括股市在內的各項金融資產。<sup>2</sup>

香港基金行業的廣闊投資前景吸引了眾多內地基金公司來港設立子公司，從2008年中開始，內地基金公司就積極佈局在港及海外業務，如易方達基金則是首批兩家獲中國證監會批准赴香港設立分支機構的國內基金管理公司之一。內地中資基金公司作為投資內地證券市場的專業機構，加之有政策扶持，近年發展勢頭強勁。在港中資基金公司擁有豐富的國內投資背景及經驗，可充分利用在國內證券市場的專業特長，在參與人民幣投資產品的創新及設計上有不可忽視的優勢。另外，中資基金公司雖不及港資或外資基金公司在港擁有堅實的基礎，但通過在香港多年的運營，除了學習國際化標準的管理機制、吸引在港的優秀人才，還累積了一大批的客戶基礎。而人民幣國際化進程的大趨勢，將是中資基金公司海外發展的重要契機。

《彭博》引述消息人士指，截至目前尚未有基金獲得中港基金互認資格。20多隻內地基金已向本港證監會提交了申請，香港證監會已完成首輪審核。易方達資產管理(香港)有限公司「易方達」(香港)作為在此輪申請數間基金公司，以其卓越的人民幣資產管理經驗以及其中資基金背景脫穎而出。

成立於2001年4月的「易方達」(香港)母公司，旗下設有廣州、北京、上海分公司。截至2014年12月31日，公司資產管理規模超4300億人民幣。公司有16位固定收益研究員，其中包括10名信用研究員和5名宏觀和策略研究員。信用研究團隊對每一隻債券進行研究分析，給出內部評級，並構建其內部資產池。在「易方達」(香港)的眾多產品中，人民幣固定收益基金作為旗艦品牌，是行業內人民幣基金的翹楚，不僅連續四年榮獲本港人民幣業務傑出大獎之傑出基金業務(RQFII)大獎，更在本年初榮獲國際基金評級公司晨星(Morningstar)5星評級。「易方達」(香港)承載了母公司雄厚的運行基礎及強大的人民幣基金運行經驗，將作為本輪基金互認作為基金產品南下的主體。

據透露，「易方達」(香港)向香港證監會申報3隻互認基金，申報互認資格的3隻基金包括2隻混合型基金以及1隻債券基金，皆以人民幣計價，無論產品本身還是管理團隊，都堪稱強大，加之易方達本身的品牌效應，相信足以與其他南下基金競爭。相比香港本地的RQFII基金或香港投資者通過滬股通買入A股，內地公募基金投資範

圍、策略都更具彈性，尤其在債券方面，回報亦會相對更高，料能夠吸引香港投資者。

香港證監會有望在本月底或下月初完成審批，而各類基金公司也將在屆時相應推出基金產品。相較於此前RQFII的「二八比例」限制，規定基金需兩成投資股票，餘下八成投資債券，導致市場上同期產品差異甚少。此次基金互認並無此項規管，相信會對基金公司推出差異化產品有所推動。而首輪獲批的基金公司也可在此各顯神通，吸引各類投資者，搶佔市場份額，引領先機。

隨著人民幣匯率市場化的浪潮推動，中港兩地乃至中國與世界的資金流通將進一步自由化，兩地基金互認政策任重道遠。證監會董事表示雖然基金互認前路仍然漫長，但前景可期。香港基金及金融市場將迎來進一步的蓬勃發展，而在港中資基金公司作為其中重要的紐帶與橋樑，在港經驗豐富的中資基金品牌如「易方達」(香港)也將為此輪的基金互認，乃至未來陸續而至的南下北上的基金提供更好的銷售平台，為兩地投資者帶來更多機遇。



數據來源：香港證監會<sup>1</sup>

數據來源：香港證監會、招商證券(香港)<sup>2</sup>

# 依憑國策創新發展 城建設計助力三大戰略



不久前，北京城建設計發展集團股份有限公司(01599.HK)與中國城市軌道交通科技控股(01522.HK)宣佈達成為期五年的戰略合作框架協議，共同開拓城市軌道交通市場，並在雙方合作項目中提供充分、可靠的專業支持。本次長效合作，將會以「精誠合作、共同促進、優勢互補、互利共贏」為原則，在多層次、多領域和多形式的基礎上，促進雙方在城市軌道交通領域不斷壯大，並助力中國城市軌道交通事業的蓬勃發展，從而實現互惠互惠。

城建設計是中國城市軌道交通行業領先的設計、勘察及諮詢企業。公司前身可以追溯至1958年，專門為勘察設計中國第一條地鐵

而成立的國有專業勘測設計機構。目前，公司是中國城市軌道交通領域歷史最悠久，設計領域按運營里程計市場佔有率最高的專業設計機構，亦能提供城市軌道交通建設全產業鏈的綜合服務。現公司業務已遍佈國內50多個城市，在30多個城市擁有分支機構，並延伸至安哥拉、越南、阿根廷、朝鮮、蒙古、巴基斯坦等海外市場。

## 把握政策優勢 緊抓發展契機

隨著近期國家發改委出台的一系列關於加強城市軌道交通建設的通知和意見，「城市軌道交通」及「軌道交通裝備」成為了各大城市的發展重點。國家發改委開始對

國家交通運輸發展進行全面深入謀劃與佈局，並加快交通現代化進程，培育和壯大交通新增長點。在此國策驅動下，預計2015年我國城市軌道交通領域投資將達3,000億元，而未來幾年，投資規模更將達到萬億級水平。作為城軌交通行業的龍頭企業，城建設計無疑是該項國策最受惠股之一，發展潛力令人矚目。

此次國策的施行將逐漸完成「三大戰略」的重要部署，一是將交通基礎設施互聯互通，提升道路通達水平；二是推進京津冀協同發展交通一體化；三是加快長江經濟帶綜合立體交通走廊建設。其中，「推進京津冀協同發展一體化，形成較為完善的軌道交通網絡」是此

次國策施行重點，預計將從今年下半年開始重點實施。京津冀過去以公路為主要交通骨幹，但未來將建設高效密集的軌道交通網絡。作為在北京城軌交通工程市佔率超過50%、全國城軌建設市佔率達27%的城建設計，預期將因其地鐵設計的主導地位大幅受惠，今、明兩年的新增訂單增長可達25%及19%。

同時，基於發改委日前提出的68個擬於2015至2017年開工建設的重大項目，此次國策將依據城市發展情況，分批建成完善的軌道交通網絡、軌道交通基本網絡及軌道交通骨幹線。城建設計依託已有資源及業務範圍，配合國策指導及各城市發展側重，已於今年上半年在北京、南京、南寧、重慶、杭州、廈門等城市逐步開展市政道路、地鐵、高架線等城市軌道交通線網規劃、評審及建設，推動當地交通現代化發展進程。

### 創新引領發展 實力決定前景

自五十多年前建立開始，城建設計一直是國家城市軌道交通行業設計規範的主要指定單位，擁有國內首個城市軌道交通的院士專家工作室，主編、參編了三十餘項軌道交通領域國家標準及行業標準，參與軌道交通線路設計總包服務近50條，通車里程近1,000公里。城建設計也因其技術研究、工程勘察及評估、工程規劃設計等項目獲得業界及客戶的肯定，並屢次榮獲國家科學技術獎、全國優秀工程勘察設計獎、全國優秀工程諮詢成果獎、全國優秀城鄉規劃設計獎、國家優質工程獎、詹天佑獎、魯班獎、華夏建設科學技術獎等國家級工程及科研獎勵。

城建設計擁有專業的研究團隊及豐富的項目經驗，致力以科技與創新為核心競爭力，在城市軌道交



通領域，先後開發出一系列如有關軌道減震降噪、地下空間通風、地下結構及高架橋等專有技術，並擁有50餘項註冊專利。此外，公司也注重增強公司全產業鏈綜合業務的整體服務實力，鞏固其市場領先地位。

而隨著北京和張家口市成功申辦2022年冬奧會，京津冀區域三條黃金發展軸沿線將構築密集的高鐵和公路網，形成新的產業結構、城鎮佈局和相關配套，以此迎接2020年「小康社會」的實現及2022年冬奧會的揭幕。該項規劃，吸引了投資界的大量關注點，亦將大力帶動京津冀概念股的熱炒。作為相關領域的龍頭及京津冀協同發展大戰略貫徹和執行的重要支點，城建設計未來勢頭看好。

據大行報告稱，京津冀一體化進度料與今年下半年加速推動，政府估計整合過程需時六年，投資將

涉及42萬億人民幣。城建設計依靠有力的經營背景以及有利的政策優勢，預計在城市軌道交通及冬奧基礎設施建設進程中將大為受惠，各大投資機構及分析師均看好其未來盈利前景。

7月10日，由城建設計牽頭的以軌道結構研究測試、技術推廣為核心業務的工程技術研究中心，同時是公司為軌道交通技術創新而打造的三大平台之一的北京市軌道結構工程技術研究中心在北京正式揭牌。揭牌儀式上，城建設計王漢軍總經理表示，北京城市軌道建設事業呈現出高度開放的態勢，對建設者而言，既是機遇也是挑戰。在這樣的大背景下，公司聯合多方精銳力量，共同希望在各級領導和社會各界的大力支持下，助推首都軌道交通事業蓬勃發展。

文／洛兮

# 第一視頻新媒體打造全球最大 「中文Youtube」 創新視頻眾籌模式



第一視頻集團董事局主席張力軍

**第**一視頻集團有限公司（「第一視頻集團」）旗下第一視頻新媒體於6月底宣佈聯合時尚集團、摩登天空、飛碟說、鄭雲工作室等500多家內容提供商啟動中國最大PGC（即專業生產內容）平台計劃，致力構建成為全球最大的「中文Youtube」，讓中國億萬視頻創作者先富起來。此次轉型被業界視為中國視頻領域發展的里程碑。

## 引入500多個優質PGC版權資源 為PGC提供管家式服務

據悉，此次第一視頻引入時尚集團、摩登天空、飛碟說、新京報新媒體等垂直領域500多個PGC團隊，搶佔了PGC領域最優質的版權資源，並將於2015年內簽約重點優質PGC項目。第一視頻集團董事局主席張力軍表示：「作為跨平台跨終端分發平台，第一視頻讓中國視

頻行業升級為產業，着力打造PGC視頻產業生態、O2O平台，為PGC用戶提供設備租賃、資金投入、渠道營銷、廣告客戶、辦公場地等全方位的管家式增值服務，這是一個眾人投資創作者、創作者貢獻內容、內容貢獻流量、投資者創作者分享收益的『視頻眾籌』模式。」

第一視頻集團董事局主席張力軍強調：「在互聯網+時代，第一視頻集團以前沒有，現在也不會簡單重複視頻燒錢遊戲，而是要拿出激情和速度，加快創新發展新模式，敢於擔當，在服務幫助客戶的同時實現自我價值，綻放於互聯網+的新時代。」

據業內人士分析，中國視頻行業發展首十年是全行業虧損的十年，2010年的資本戰爭始作俑者身陷虧損泥潭，加入者更是把視頻行業的創意競爭演變成資本搏弈。

2015年，第一視頻率先全面轉型PGC平台，引領中國視頻行業重回創新、創意、創造的起點。當前，視頻行業發展到了新拐點，已顯示出PGC的強大爆發力和難以遏制的發展趨勢，但原有的長視頻加版權的運營體制和利益思維，難以全力快速投入PGC產業生態圈的構建。

為構建成為全球最大的「中文Youtube」，第一視頻制定了精細而長遠的規劃。第一階段「Funding」，即投資基金對PGC影像工作室投資扶持，讓其從無到有從小變大；第二階段「Educated」，即孵化階段，使教育和創業融為一體，讓所有PGC持續獲得理性指導與能量；第三階段「Communications」，即海內外平台傳播，價值觀反向輸出，對PGC影像工作室做商業化運營，實現影響力與經濟收益的良性循環。

第一視頻新媒體首席執行官劉

丹輝表示：「第一視頻始終堅持『創作者核心』戰略，在短視頻領域銳意進取，積極探索中國視頻產業生態的發展之道。在自媒體時代，每個人都是新聞發佈者，為視頻發布者提供專業的表達平台是大勢所趨，中國視頻行業多年的曆煉和積累證明，PGC才是中國視頻產業的決勝之道。」

### 認證PGC均可參與高分成 眾籌投資可做大做強

在構建全球最大的「中文Youtube」的同時，第一視頻要讓所有的視頻創作者先富起來。這次第一視頻推出的「先富起來」計劃的最大亮點是，認證零門檻，收入高分成——凡是認證過的PGC用戶都可以參與高分成，沒有任何附加條件。

另外，第一視頻推出的「打賞眾籌」計劃還為創作者提供了社群經濟的可能，PGC用戶只需要用心創作自己擅長的、優良的原創內容，通過內容拓展一定數量的受眾粉絲，便可以獲得社群粉絲的「打賞」收入。

在自製節目上，第一視頻秉承「精品戰略、深度解讀、有品娛樂、格調時尚」的理念，在原有《全民大吐槽》、《兵論天下》、《大牌來襲》等節目的基礎上，用社會化方式，為PGC用戶量身打造了《影響劇大》、《解舊曆史》等新節目。第一視頻還將開啟百人計劃，與有志於投身視頻自媒體的各行業精英聯合出品、定制精品節目。

此外，第一視頻客戶端V1圈也將全面改版上綫，以「重瀏覽、能拍攝、強分享」為宗旨，跨終端跨平台，從電腦和移動客戶端兩個方向搶佔短視頻市場，成為中國網民觀看PGC原創視頻的最大入口。

### 第一視頻出售中國手遊 緊抓機遇打造「互聯網+」新勢力

第一視頻旗下中國手遊與獨立要約人Pegasus Investment訂立合併協議，中國手遊及合併附屬公司(Pegasus Merger Sub)已於9月10日完成合併。第一視頻相當於出售其於中國手遊的全部權益，可收取代價合共約2.98億美元(相當於約23.09億元)的現金付款，出售事項之除稅後收益為9.15億元。

於出售事項後，餘下集團的主要業務將包括電信媒體業務及彩票相關業務。出售事項所得款項淨額將為第一視頻進一步發展其現有業務及投資新業務提供大量新資金。

就電信媒體業務的業務計劃而言，第一視頻將繼續增強其現有的綫上專業生產內容(PGC)分發平台。引入垂直領域領先的PGC視頻團隊(包括時尚集團、摩登天空、壹讀視頻及飛碟說)，為PGC用戶提供增值服務，如上傳、利用分發網絡、整合營銷及廣告。管理層預計視頻(尤其是微視頻)分享網站將成為大勢所趨，而目前並無其

他服務供應商提供成熟平台分享微視頻。因此，第一視頻將於此領域投資，並計劃成為最大的用戶原創內容(UGC)及PGC平台及「中國Youtube」。

就彩票相關業務而言，彩票相關業務的主要收入來源為由本集團合作方建設及營運的網站，包括由本集團業務夥伴研發的戰略合作手機應用程式彩票365、中國足彩網及第一彩。該合作架構亦已成為收入來源。同時，第一視頻繼續於彩票領域創新及發展新業務。彩票365於最具影響力的足球報紙《足球》報推出了彩票專家交易平台(足球大贏家、籃球先鋒報)。

儘管中國仍然暫停網售彩票及手機售彩，但公司認為，暫停僅是暫時性決定，網售無紙化彩票將成為主要的渠道，替代傳統紙質彩票銷售。展望未來，第一視頻將繼續實施其專注於進入微視頻新聞門戶平台及彩票相關業務的策略，貫徹著核心策略，繼續強化其品牌，積極拓展業務及加強合作，通過豐富網站內容及開發新產品以積極拓展業務。



第一視頻建立中國最大的PGC平台上線啟動儀式

# 中國創新支付： 突破創新 穩健經營佈局未來



近期，央行於7月31日發表《非銀行支付機構網絡支付業務管理辦法（徵求意見稿）》，擬規管網絡支付交易、堵塞監管漏洞，避免第三方支付平台淪為影子銀行。由於有關政策一度被市場誤解為限制網購交易金額，國內電商行業的發展為各方所熱議。據國家統計局發表的數據顯示，2014年全國電子商務交易額達16.39萬億元，同比增長59.4%。電子商務的快速發展，不僅創造了消費新需求，引發投資新熱潮，更推動了產業結構的調整。電子商務的發展離不開第三方支付平台作為買賣雙方的信譽保障，央行出於對金融系統風險的把控，對第三方支付業務進行正常的規範，這是合乎

情理的，同時也證明第三方支付的發展正在日趨成熟與壯大。

中國創新支付集團（香港）有限公司（簡稱：中國創新支付，股份代號：8083.HK）專注於金融支付業務，致力於提供多元化的電子支付工具，是內地著名支付業務綜合服務機構。集團業務始於2008年，是在中國經濟轉型、消費升級大趨勢下在香港註冊成立的控股集團公司。公司主營預付卡業務，預付卡可以有效地幫助發卡商戶增加銷售額、提高客戶忠誠度、加快資金回籠等，被商業流通企業廣泛應用，成為人們日常生活中不可或缺電子支付工具。近年來，預付卡推行呈高漲勢頭，集團正積極發展其各項支付產品，與各大公司

企業合作推廣其創新便捷的支付產品至各個領域與行業。

## 攜手騰訊引領預付卡市場新風暴

公司預付卡主推產品——「微樂付卡」不斷優化客戶支付體驗。中國創新支付於2013年獲得人民銀行批准，在全國範圍內開展互聯網支付業務。公司受惠於互聯網之發達及第三方之付的普及發展，處於業務高速發展期，自收購Country Praise Enterprises Ltd及其附屬公司（「CPE集團」）後，更扭虧為盈。而創新支付集團與騰訊集團旗下財付通公司合作發行的預付卡新產品——「微樂付卡」，更將線上與線下相結合、便捷支付與折扣優惠相

結合、預付費功能與會員積分功能相結合，實現了傳統支付卡行業由集團消費為主向個人消費為主的戰略轉型。以騰訊於國內的規模而言，與中國創新支付的戰略合作預期將會為帶來正面影響，同時亦確立了該公司於市場上的地位及認可。就以其於香港註冊上市及於內地主營業務的優勢下，預期能於行業大規模發展下，盡顯發展優勢。不僅如此，中國創新支付也在不斷推陳出新，積極與各方合作，拓展其支付業務至各行各業。

### 聯手國農控股推動農業金融

中國創新支付與國農控股(01236.HK)各斥2億認購對方股份並合作開發農業金融產品。中國作為人口大國，農業發展一直是一個國家關注的重點問題。近年來，政府創新推出了越來越多的金融產品以促進現代農業的發展需要。2015年6月26日，國農控股以每股代價1.03元認購中國創新支付的1.94億股股份。同時，中國創新支付將認購國農4,914萬股優先股。雙方訂立戰略合作框架協議，中國創新支付聯手國農控股共同探索開發農業產品鏈的金融產品及服務的機遇，同時探索為農村開發個人信用資料系統，及開發綫上金融平台以滿足農民的金融需求。據悉，此舉不僅有助於中國農業金融的發展，也促進了傳統農業與新興支付手段的融合與合作。

此外，中國創新支付間接全資附屬北京高匯通與國農泰豐訂立技術服務協議，北京高匯通將為國農泰豐開發流動電話應用程序及互聯網支付系統，並協助國農泰

豐進行在綫資金清算。中國創新支付計劃與國農控股進行更加深入的合作，攜手開發農匯通系統預付卡，國農控股也考慮邀請中國創新支付擔任其合作夥伴，此次戰略合作的達成不僅將進一步促進農匯通系統的發展，以進一步發展並實現農業金融的目標，同時也是對創新支付集團技術與業務能力的認可。

### 積極開拓支付產品在車聯網的應用

中國創新支付與元征科技(02488.HK)合作開拓其支付系統和產品在車聯網行業的應用。截至2014年底，我國機動車保有量已達2.64億輛，如何緩解交通擁堵、減少交通事故成為城市發展面臨的重要課題，因此，車聯網應運而生。車聯網的產生，觸動了嗅覺敏銳的第三方支付企業的神經。其中，中國創新支付便緊追新興行業發展動向，與元征科技(02488.HK)合作發行帶有支付功能的GOLO會員卡，致力於滿足汽車及汽車周邊市場的O2O應用，共同拓展汽車生活及後服務領域相關消費市場。雙方將整合各自的技術、管道及各自行業的運營資源，共同發行運營具有支付功能的GOLO會員卡，為元征科技之GOLO會員提供涵蓋多種支付方式的支付服務及更為多

元化的會員服務。該協議的確立可開拓支付系統及支付產品在車聯網的應用，中國創新支付正為車聯網支付提供更為優化的相關服務方案與技術支撐。

長遠來看，在金融市場化與支付清算市場適度競爭的環境下，伴隨著電子支付法制環境、監管環境和行業秩序的進一步完善，中國創新支付作為一個新業態中的還處於成長初期的公司，其發展前景值得期待。從整個行業來看，第三方支付支付的創新重點除了支付服務本身，還在於依託於支付工具和端口，提供多元化的金融或非金融服務，如基於互聯網支付平台的財富管理等。過去在新興電子支付領域的發展動力，主要來自於供給端，也就是支付技術的演變所帶來各種各樣令人「腦洞大開」的支付工具創新，尤其體現在移動支付領域。但是未來，這種以技術推動的創新應該一定程度上進行轉移和轉向，更多轉為需求導向，深刻紮根於客戶的需求。基於第三方支付業仍處於不斷發展與完善的階段，創新支付公司也在持續與各行各業合作探索謀求新突破，相信創新支付志存高遠，在新的政策思路引導下，公司將以優秀的產品業務為先鋒，穩健經營，佈局未來。

文／吉祖





# 環保國策激發機遇 中國疏浚環保商機無限



聯席主席兼行政總裁 劉開進先生

隨著「一帶一路」國家戰略的提出及推進「海上絲綢之路」的建設，帶動了中國基建等相關行業的起飛；2015年4月16日由國務院發佈的「水十條」-《水污染防治行動計劃》對中國水環境質量總體改善及整頓提出了明確的要求：到2030年，全國水環境質量總體改善並將全面控制污染源，為此中國政府預計將投入4-5萬億元（人民幣，下同）並將專項整治造紙、有色金屬、印染、農副食品加工等十大重點行業，針對性進行清潔化改造。因此，基建及污水處理環保業務成為近年來備受關注的熱點行業。

## 中國疏浚環保自主研發設備 為業務護航

受惠於「一帶一路」國策及「水十條」的出台，中國基建及環保行業的雙雙起飛，點亮了國內環保疏浚這個新興行業的前景。作為中國領先的民營疏浚服務企業中國疏浚環保控股有限公司（以下簡稱「中國疏浚環保」或「公司」，股票代碼00871.HK）亦乘著行業利好的春風，緊貼市場脈搏，積極自主研發設備，持續為未來的大趨勢發展作充分的準備，亦有望依靠「一帶一路」策略下對海上基建需求的增加，提高基建範疇的業務貢獻，並進行海外業務的拓展。

在國內近30年來才逐漸興起的新興疏浚業務中，中國疏浚環保是最具競爭力的民營疏浚服務企業。為港口、河道、環保、基建等多個行業提供解決方案。主營業務為基建及填海疏浚業務；環保疏浚及水務管理業務；基建及填海疏浚的輔助建設工程及海上操作的其他工程。中國疏浚環保的中國總部位於江蘇鹽城，現有員工500餘人，目前擁有各類船隻50餘艘，在國內近10個省份運營超過20餘個項目。

疏浚設備主要由清淤船和乾化機組成，作為民營企業的中國疏浚環保，曾經從瑞士引進環保疏浚設備，經過管理層鍥而不捨的研究和

努力，終於跟國內外的專家研發出先進設備，現在已經達到「自己研發、自己生產、自己使用」，為公司的業務提供穩定的基礎。中國疏浚環保的工程注重監管和精確化疏浚、泥土處理、減少二次污染及安全處置疏浚土，以求減低疏浚工程對水污染的影響，清除水底的受污染底泥，為水生生態重建生機，對維持經濟發展的可持續性做出了極大的貢獻。

### 社會重視環保意識有利疏浚行業擴張

雖然目前污水處理市場較分散，但據業內有關人士稱將會出現整合熱潮，較具規模的企業將快速擴張，並提供更具規模和專業的污水處理技術；嚴格的排放標準也會增加污水處理費。此外，國家對污水處理所投放的金額亦將隨著污水治理目標的增加而增加。據悉，2001年至2005年，國家對污水處理的投資金額為1,132億元。然而至2006年至2010年，國家對污水處理的投資額為3,320億元，投資額度已經增加了三倍之多。據估計，2011年至2015年之間，國家對污水處理的投放將增至4,300億元。國家對此投入的不斷增加亦顯現了國家對污水處理行業的高度重視。

而環保事業是需要人類長久投入的畢生事業，成功的環保疏浚工程能有效平衡基建發展和生態保護的問題。首先，環保疏浚有助泥土挖量減至最少，以助保護原生土。以中國疏浚環保為例，公司盡量避免開挖未受污染的土層，將對土層的污染程度減至最低；其次，中國疏浚環保對定位精度和開挖

精度有高度要求，以助減少挖量，減低對土層的傷害同時，亦降低工程成本。

此外，公司使用自主研發的疏浚設備及採用特殊棄土辦法處置污染底泥，以助安全處理受污染底泥和其他污染物，減少工程對水系和環境的不良影響。更會設立監測系統以助監管疏浚工程，對控制和減少工程對環境的破壞有莫大幫助。中國疏浚環保秉承在保護環境及減低工程成本前提下，維持了可持續發展的可能性。中國環保疏浚在促進經濟發展的同時，亦保護了生態環境，在環保意識濃厚的二十一世紀受到社會的重視，需求亦隨之大增。

### 環保國策激發機遇中國疏浚環保未來前景可觀

有業內人士認為，環保產業是中國發展不可或缺的一個行業。將來在配合沿海城市和工業、建設港

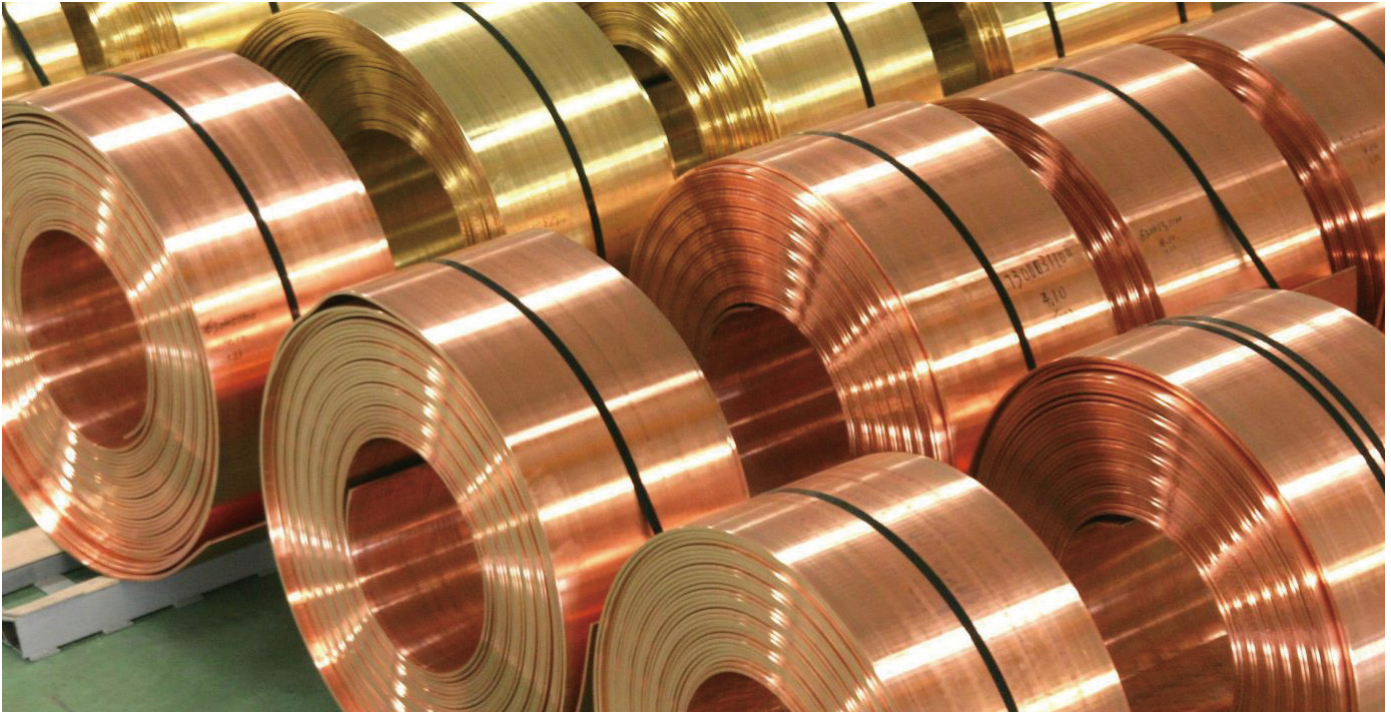
口和航道、水利、開發資源的發展中，疏浚行業扮演著重要的角色。

目前中國不斷提升在保護環境範疇上的力度，作為崛起中的世界大國，政府為提高在國際間的競爭力和形象，近年亦開始積極投資疏浚行業以助加快基建建設、疏浚業的發展。另外，中國本身擁有對發展疏浚行業的有利因素，如地理、技術上均能為中國疏浚環保的發展帶來穩健基礎，其發展潛力不容小覷。

為提升業務表現，公司擬進一步成立合營公司，將主要從事小額融資業務。預料透過合營公司進行業務包括借貸、創業資金融資及其他獲中國省政府金融辦批准的業務，進一步拓展公司業務能力。至今，集團主席劉開進已經連續多次增持公司股票，此舉充分表現了劉先生對公司盈利能力的肯定及對公司未來發展前景的巨大信心。



# 《中國製造2025》發佈 有色金屬產業戰略發展機遇期逐步顯現 響應非煤礦山轉型升級悅達礦業提質增效、規範運營



**今**年上半年，有色金屬行業整體運行平穩，且有持續企穩跡象。下半年有色金屬產業有望繼續保持平穩運行態勢，但制約產業企穩回升的因素依然偏多，下行壓力依然較大，部分企業經營困境將會加劇。在三期疊加、產能過剩、美元走強，以及國際大宗商品價格低位震蕩的多重背景交織下，有色金屬價格走勢持續分化。

## 供應過剩情況仍會持續

中國有色金屬工業協會分析指出，當前中國有色金屬產業發展已經進入戰略調整期，發展面臨消費峰值逼近、產能過剩嚴重、投資增速下降、轉型升級迫切、國際競爭加劇、質量效益堪憂等一

系列問題。

隨著市場供應出現過剩情況，世界主要有色金屬生產企業為確保各自市場份額，採取了一系列措施，導致競爭更加激烈。在這種情況下，中國有色金屬產業比較優勢下降的趨勢，已經無法回避。一方面。國際有色金屬貿易摩擦頻繁，不但有傳統的「反傾銷、反補貼」，發達國家還採用提高產品技術標準、人道標準的辦法，阻止中國產品進入。另一方面，隨著國內資源環境承载力接近或達到上限，有色金屬產業作為消耗能源較多、「三廢」排放較大的行業，發展已經受到很大約束。

## 《中國製造2025》發佈戰略機遇期有望顯現

儘管行業發展面臨的困難不斷增多，但重要的戰略發展機遇期已經逐步顯現。《中國製造2025》已經發佈，作為對中國未來發展具有深遠指導意義的戰略規劃，其必然對有色金屬產業發展也具有重要指導意義，為產業發展提供了重要機遇。

中國有色金屬工業協會認為，中國經濟發展進入新常態，有色金屬產業的發展環境出現了重大變化，正處在重要的轉折關頭。這為提出具有戰略性、創新性的發展思路、任務、目標和措施，創造了有利條件。有色金屬行業只要突出「創新發展、綠色發展、高端發展、全球發展、可持續發展」的理念，以突破「產能過剩、技術水平、資

源環境」三重約束為目標，產業完全可以開拓新的發展空間。

當前中國仍是世界上最大的發展中國家，綜合發展水平特別是創新能力、勞動生產率、社會福利水平等與發達國家相比仍有不小差距，有的指標甚至比一些發展中國家還要低，目前處於產業升級，增長動能轉換階段。

今年以來，中國經濟運行總體平穩，穩中向好，市場信心增強。特別是結構調整步伐加快，服務業比重超過一半，新產品、新業態、新商業模式大量湧現。今年前5個月，網絡零售增長38.5%，5月當月新能源汽車、工業機器人產量同比分別增長2.8倍和1.3倍。大規模的人口遷移、集聚和安居，意味著巨量居民消費品的置辦和更新，意味著龐大的城鎮硬件和軟件設施建設，由此帶動的各類消費，將創造巨大的市場需求，對有色金屬行業形成利好。

### 有色金屬行業運行態勢： 2015年下半年效益提升有限

對於下半年有色金屬行業運行態勢，中國有色金屬工業協會基本判斷是，生產平穩增長，調整步伐加快，市場價格疲軟，效益提升有限。

今年1月至5月，中國10種有色金屬產量2,071萬噸，同比增長8.7%。預計下半年，有色金屬生產將繼續保持平穩增長態勢，全年增

長速度在8%左右，總產量將登上5,000萬噸台階。但由於產能過剩問題突出，有色金屬產業固定資產投資增長速度明顯放緩。1月至5月，中國有色金屬產業完成固定資產投資2,163億元，與上年同期基本持平。預計下半年，有色金屬產業固定資產投資動力依然不足，總體投資規模將比上年略有增長。

2015年以來，國內外市場有色金屬價格繼續震蕩下行。今年1月至5月，國內市場銅現貨平均價43,315元/噸，同比下降12.2%；鋁現貨平均價13,040元/噸，同比下降1.2%；鉛現貨平均價12,846元/噸，同比下降4.6%；鋅現貨平均價16,587元/噸，同比上漲8.5%。預計下半年，主要有色金屬價格仍難改勢，國內市場銅、鋁價格下跌幅度可能更大。

今年以來，儘管市場環境複雜，但有色金屬產業實現利潤總體保持上升。1月至5月，行業規模以上企業實現利潤523億元，同比增長20.2%。特別是鋁行業在經歷連續兩年多全行業虧損後，實現了扭虧。

響應非煤礦山轉型升級悅達礦業(629.HK)提質增效、規範運營

雲南省政府出台《關於促進非煤礦山轉型升級的實施意見》明確，到2017年底，全省非煤礦山從現在的6,127座減少到4,500座以內，全面完成非煤礦山改造升級、

整合重組和關閉退出任務。

《意見》提出，按照「市場主導、優化配置，做優做強、提質增效，科技推動，創新發展」的基本原則，通過實施達標保留一批、改造升級一批、整合重組一批、淘汰關閉一批「四個一批」，到2017年底，全省非煤礦山工業增加值比2014年增長25%以上，安全事故起數和死亡人數比2014年分別下降20%以上。到2017年底，所有在生產的非煤礦山實現機械化開採、達到安全生產標準化要求；非煤礦山規模化和集約化程度明顯提升，中型以上礦山比例從現在的2.8%提高到10%以上；現有38座大型非煤礦山(不含鈦礦)全部建成機械化、標準化、規模化、集約化的「四化」礦山。

悅達礦業積極響應地方政府做法，提質增效，暫停位於雲南省的附屬公司騰沖瑞土，騰沖瑞土雇員重組及調派至集團其他附屬公司。雖然自今年4月起暫停生產的騰沖瑞土，收益減少了約2,000萬元人民幣，並產生了額外的開支，但這給公司帶來了無可估量的長期可持續性收益。

2015年1月22日，悅達集團黨委書記、董事局主席、悅達集團(香港)有限公司(以下簡稱香港公司)董事長、悅達礦業控股有限公司董事局主席王連春表示，近年來在經濟下行、行業衰退的大背景，公司一直在付出巨大努力。王連春主席希望香港公司和悅達礦業在2015年及下一階段的發展中，要圍繞「提質增效、減虧增盈、規範運營、轉型發展」的總體要求，切實做好發展、改革和轉型各項工作。他要求一是要珍惜平台功能，爭取發揮更大作用。二是要始終堅持依法經營，確保安全生產。三是要以減虧增盈為中心，做好2015年各項工作。四是要從實抓謀劃，進一步加快調整轉型步伐。五是要理順關係，加強管理，嚴格要求。



# 光纖開啟新時代 長飛光纖光纜全面進軍海外



「一帶一路」通信設施建設帶來的巨大蛋糕讓行業廠商看到了新機遇。日前長飛光纖光纜股份有限公司(下稱「長飛光纖光纜」或「長飛」)迅速發力,已先後在緬甸和印尼合資建廠,並有意進軍非洲,提速海外擴張,擴大光纖光纜市場佔有率。這家總部坐落於武漢的企業,已成為中國光纖行業的一張名片,是全球最大光纖預製棒供應商、全球第二大光纖及光纜供應商。

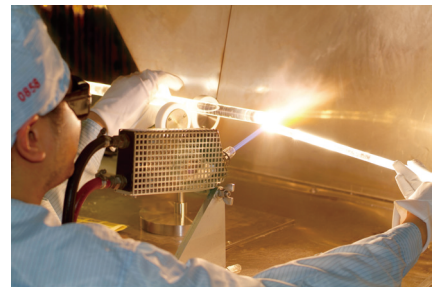
長飛創建於1988年5月,由中國華信郵電經濟開發中心、Draka Comteq B.V.、武漢長江通信集團股份有限公司共同投資。公司總部位於中國湖北省武漢市東湖新技術開發區光谷大道9號,佔地面積十四萬平方米,是當今中國產品規格最齊備、生產技術最先進、

生產規模最大的光纖光纜產品以及製造裝備的研發和生產基地。

長飛主要生產和銷售通信行業廣泛採用的各種標準規格的光纖預製棒、光纖及光纜,也設計及定制客戶所需規格的特種光纖及光纜,包括特種集成系統。長飛公司擁有最完備的光纖及光纜產品組合,為全球通信行業及其他行業提供各種光纖光纜產品,包括廣播及電視通信網絡、公用事業、運輸、石油化工及醫療。

## 強強聯合進軍國際

在2014年12月以來,長飛相繼在緬甸、印尼註冊成立合資公司,從事光纖製造、銷售及相關業務。據來自緬甸雅達娜蓬光纖光纜公司消息稱,該公司將同中國長飛光纖光纜股份有限公司合作在緬興建光纜工廠,廠址定在彬伍倫,預



長飛股份有限公司與印度尼西亞PT Monas Permata Persada有限公司在武漢簽署了合資成立光纖製造公司的合作協議,合資成立印度尼西亞首家光纖製造公司。根據合同,長飛與印度尼西亞雙方共現金出資1000萬美元,長飛持股70%,印度尼西亞PTMonas公司持股30%。印尼合資工廠第一期計劃生產光纖300萬芯公里,第二期在時機成

熟時將增加產能到600萬芯公里。這次長飛與PT Monas的強強聯合將建成印度尼西亞第一家光纖企業，作為長飛在海外的第一個光纖合資項目，成為長飛走向海外的又一個里程碑。新公司將整合股東雙方優勢資源，立足印度尼西亞，輻射周邊國家和區域，力爭成為印度尼西亞乃至東盟地區最具影響力的光纖供應商。

相較於中國，東南亞人力成本低廉，同時為了解決渠道資源，長飛在國際化進程中，均選擇了當地實力較強的合作夥伴，藉以「技術換市場」。管理層指，長飛就以技術換市場，與其合資成立了印尼第一家光纖廠，這樣既能帶動印尼光纖技術的提高，也能帶動光纖預製棒的銷售。出口銷售只是企業全球化的一個過渡階段。很多企業在全球化的戰略佈局中，都將「本土化」作為重要的戰略，不僅把產品賣到海外，還在海外進行研發和製造，整合集納全球資源，以提升品牌的全球競爭力和影響力，長飛的最終目標也在於此。至於首站選擇緬甸和印尼這兩個國家，長飛表示，從世界主要國家來看，光纖光纜的集中度都非常高，能夠長期持續發展的國家，主要是美國、中國、印度、印尼等人口大國。所以長飛必須先在亞洲和非洲把根基打牢，然後才能進入歐美等發達國家。

設廠緬甸、印尼，可助力長飛光纖光纜打造聯通歐亞非三個大陸和絲綢之路經濟帶光纖光纜戰略，形成一個海上、陸地的光通信產業閉環。通過擴大海外的光纖

和光纜這個「塔基」的市場佔有率，最終來保證上游預製棒這個「塔尖」的銷售，從而實現全產業鏈銷售，打造商業閉環，建立一個完整的產業鏈條。

### 與國際同步的研發能力

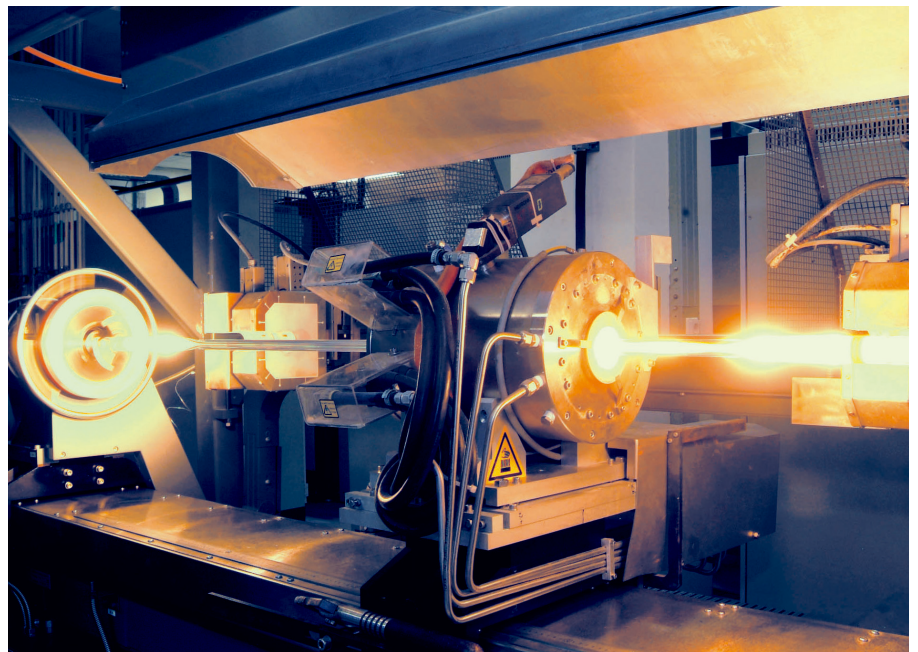
強大的研發能力是支持長飛國際化版圖的全面推進器。長飛光纖光纜擁有一個國家重點實驗室，該實驗室是中國科技部唯一認可的光通信行業國家重點實驗室。截止目前，長飛的研發團隊達100多人，每年長飛都會拿出營業收入的5%左右，用於新技術、新產品的開發，以及關鍵製造設備的技術改造升級。長飛光纖光纜申請的中國專利總數超過250項，其中近一半都是發明專利；PCT及海外申請超過50項。並且，長飛是中國通信標準化協會的副主任實體之一，主持起草國家及行業標準5項，參與制修訂國家及行業標準24項，並

作為主要單位參與2項國際標準的修訂。

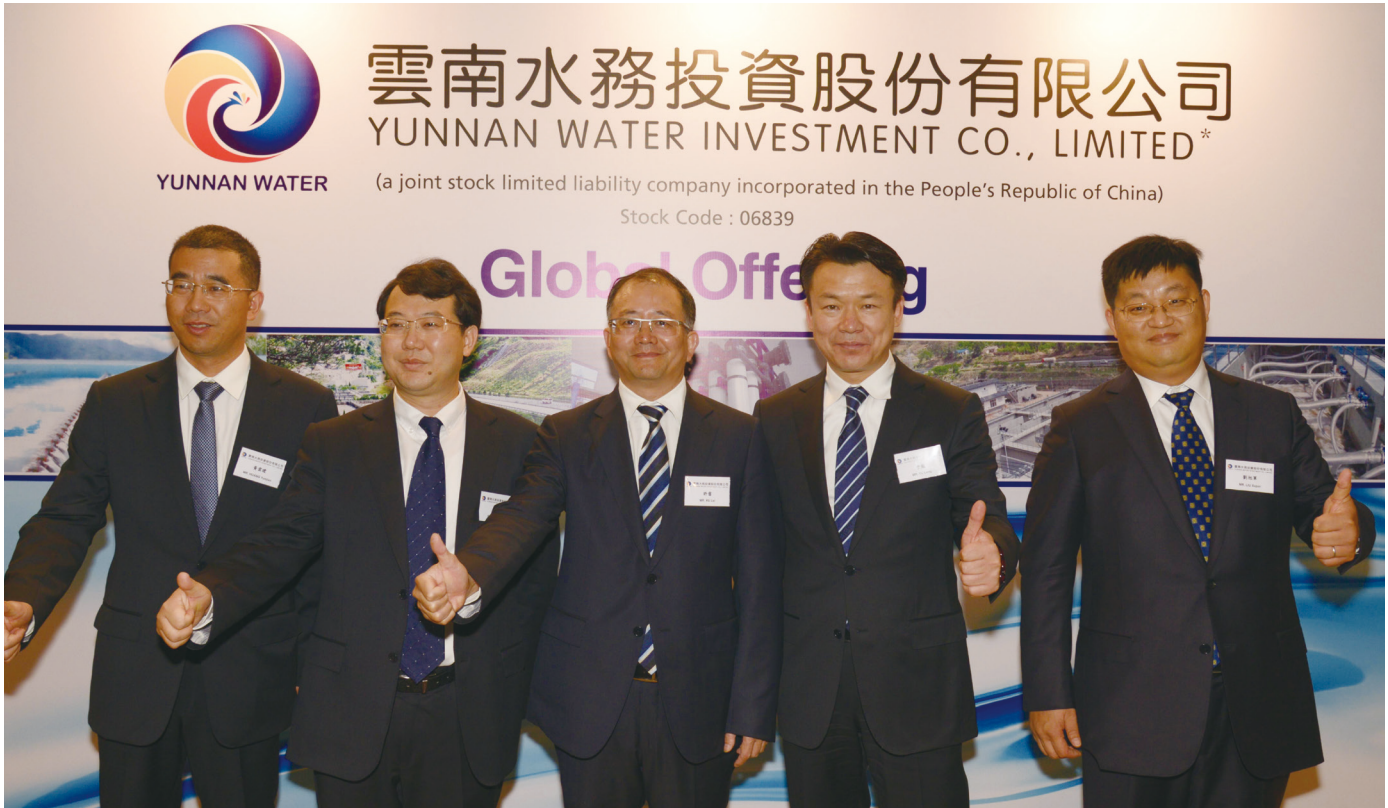
正是由於長飛強大的研發能力，其「光纖智能製造試點示範」項目正是作為湖北省唯一的智能製造試點示範項目，入圍由工業和信息化部確定並公佈的2015年46個智能製造試點示範項目名單中，列入國家啟動實施「智能製造試點示範專項行動」的日程中。

通過海外擴張，長飛成功地把自身管理體系輸送出海，而「一帶一路」及《中國製造2025》將給長飛出海增加更多砝碼。相信未來長飛光纖光纜將通過自身的可持續發展和在行業的示範帶頭作用，致力於推動我國光纖光纜產業實現由「量」到「質」的轉變，成為全球光纖光纜的研發中心、製造中心、營銷中心、諮詢與服務中心，發展成為全球認可的國際品牌。

文／恒景



# 受惠「水十條」國策 雲南水務積極拓展潛力區域



2015年5月27日雲南水務(6839.HK)於香港成功上市

**作**為中國雲南省領先的城鎮污水處理及供水行業綜合服務商之一的雲南水務投資股份有限公司(以下簡稱:「雲南水務」,股票代碼:06839.HK)於5月27日在香港成功上市。公司上市當日交投活躍,股價表現不俗,全日最高股價達到每股港幣7.72元,收市報每股港幣7.25元,比招股價港幣5.80元上升25%。股份全日交易量達2.05億股,總成交金額約港幣14.09億元。

## 領先雲南地區拓展潛力區域

雲南水務是中國雲南省領先的城鎮污水處理及供水行業綜合

服務商,業務涵蓋水務行業的全範疇,包括原水供應、自來水供應、污水處理、工程服務、水務設備銷售和系統集成,能夠從事項目設計、投資、建設、運營及維護、提供整體解決方案及核心技術系統集成服務等水務行業全業務,並獲得各業務分部間強大的協同效應。

根據安永報告,2013年,按於雲南的污水處理設施數目及供水設施數目計,該公司位居第一位;按污水處理設施及供水設施的設計日處理能力計,該公司在雲南省的市場份額分別為26.2%及6.1%。因此可以說,雲南水務在雲南省的市、縣地區擁有這近乎自然壟斷的

地位。

隨著在雲南省內壟斷地位的確立,雲南水務開始對其他潛力地區進行拓展。據悉,自2013年開始,該公司已經將業務逐步擴展至新疆、山東、江蘇及貴州等地區。

## 戰略規劃明確計劃穩步推進

業內人士分析認為,雲南水務能夠取得今天的成績,跟其過往明確的戰略規劃有重要關係。同樣,該公司未來的發展前景,或取決於其能否制定出一個與自身實力相符、且正確判斷未來發展趨勢的前瞻性戰略規劃。

雲南水務的主要戰略構想是鞏

固於雲南省的立足地位，面向中國具優勢地區，致力成為中國領先的城鎮污水處理及供水行業綜合服務商之一。而為了實現此構想，未來將繼續鞏固在雲南省的行業地位、積極擴展中國其他具有競爭優勢地區，尋求機遇進入海外市場；繼續尋求收購機遇；進一步提升研發能力；以及發展既定計劃中的項目。

雲南水務近期公告顯示公司正在積極拓展中國其他具有競爭優勢的地區，穩步有序地推進既定的戰略計劃。公司7月9日公佈，與貴州仁懷市政府訂立框架協議，在污水處理、流域治理及水務項目領域採用政府與社會資本合作模式進行合作。仁懷市政府將授予公司權利進行融資、建設、運營及維護環保基礎設施，及公司將會融資，並通過項目公司建設、運營及維護環保基礎設施，並於特許經營權期滿後或以公司與仁懷市政府協定的其他方式移交回仁懷市政府。另外，集團正申請在貴州省仁懷市成立項目公司，其將由集團全資擁有，並可協助集團履行框架協議下的責任及其項下擬進行的合作。目前建議項目公司的註冊資本將為10億人民幣。項目公司的主要業務活動將為融資、建設、運營及維護仁懷市的環保基礎設施。公司7月15日發佈公告公佈，公司中標位於安徽省蕭縣的蕭縣供水工程及污水處理工程特許經營權轉讓項目特許經營權。項目包括三座自來水廠，總設計日處理能力分別為30,000噸、30,000噸及60,000噸；及

污水處理廠一、二期，總設計日處理能力均為30,000噸。

### 國家政策利好長線值得期待

近期國務院發佈「水十條」，提出全面控制污染物排放，要求到2020年全國水環境質量得到階段性改善；到2030年，力爭全國水環境質量總體改善，水生生態系統功能初步恢復；到本世紀中葉，生態環境質量全面改善，生態系統實現良性循環。業內人士分析認為，國家政策將給污水處理和供水相關企業帶來大量的投資機會，利好水務、環保板塊。雲南水務於香港成功上市，更能夠有效借助國際資本市場，在政策利好中最大地把握

機會，實現更快更好的發展。基於此，分析認為該公司長線投資價值值得期待。

另有股評家認為，截至去年底，雲南水務於全國擁有及營運73個城鎮污水處理、16個自來水供水、1個原水供應及2個市政府垃圾處理項目，總設計日處理能力分別達107萬、42萬、11萬及470噸。雲南水務最大股東雲南省國資委，通過雲南城投持有約30.07%股份，第二大股東則是擁有專利膜應用技術的北京碧水源（300070.SZ），令公司背景比一般民企雄厚得多。值得注意的是，近年基金界最活躍的身影，亦已率先入場部署。



政策支持給予雲南水務發展的有力保障，領先的污水處理技術為其帶來市場先機，先進的資本運營模式助力公司發展。雲南水務立足雲南，開拓中國市場。



# 探索多領域跨行業佈局 品牌中國前景可期



左起：執行董事黃維先生，董事會主席方彬先生，非執行董事范幼元先生，財務顧問霍中彥先生

**作**為中華人民共和國首家海外上市的品牌整合營銷服務商及國內專業的數字營銷服務商，品牌中國集團以知名消費品牌為服務對象，為客戶提供包括廣告傳播、公關傳播及活動營銷在內的一站式整合營銷傳播服務。集團的服務緊密圍繞客戶需求，並以多元化媒體網絡及服務資源為支撐，尤其注重將數字媒體與廣告、公關傳播及活動營銷業務相結合，開創了品牌增值服務新模式。

目前，品牌中國集團綜合使用廣告、公關、數字和活動營銷等各

種工具，為客戶提供一站式整合營銷傳播服務，其核心業務包括：

**廣告傳播：**集團與上海《遠東經濟畫報》雜誌社訂立獨家管理協議，取得《遠東經濟畫報—車時代報導期刊》雜誌獨家編輯權及管理權，亦與上海本地知名電視頻道、知名移動APP運營商以及中國著名門戶網站進行合作，大幅提升客戶品牌傳播的影響力，為客戶提供專業化、精準化的廣告傳播服務。

**公關傳播：**集團的公關服務專注於為客戶提供量身定制的公關策略及精準有效的傳播方案，該等服務通常包括公關諮詢、公關傳播

及媒體監測等，該服務又根據媒體管道的類別而分為傳統公關與網絡公關。集團通過遍佈全國的媒體和撰稿人資源，為客戶提供傳統公關傳播服務。而在網絡公關方面，集團在借助數字媒體為客戶提供營銷及傳播服務的過程中，積累了豐富的數字媒體資源，包括中國主流的互聯網網站及中國領先的無線媒體，例如：新浪、騰訊、鳳凰網、愛卡汽車、優酷網、樂視TV、愛奇藝等，為客戶提供的服務涵蓋內容包括基於門戶網站的公關傳播、基於網絡社區的口碑傳播以及新興的社會化媒體營銷等。



活動營銷：集團除了為客戶策劃並進行會議、展覽、論壇、慶典、電影植入、試駕等活動之外，還策劃及執行了一整套從線上到線下的整合營銷服務，通過線下與潛在客戶零距離的接觸，配合線上相輔相成的互動營銷方式，力求將客戶的品牌和產品資訊精準傳遞至目標群體，以達成體驗式營銷的效果。同時，集團還透過整合橫向的跨界資源，將活動營銷的目標精確定位於有消費能力的目標受眾群。跨界的力量將不同領域的資源聚集到一起，達成交叉式互動營銷的同時，也為目標受眾群灌輸了一種新銳的生活態度和審美方式。

2015年上半年，在數字營銷業務增長的帶動下，集團基於傳統業務提升轉型，堅持並穩步推進數字化、無線化的戰略佈局，業務得到穩固、健康發展，整體收益較去年同期有所上升。

### 內部深化轉型 半年業績 穩健

穩健的業績源自品牌中國管理層對集團策略的精密部署及貫徹執行。集團為增強效率，通過精簡內部人員的方式降低人力成本；同時深化數字化、無線化轉型，減少部分傳統媒體的業務，降低相關

媒體運營成本及購買成本，帶動總體成本下降。截至二零一五年六月三十日止六個月，集團半年度業績表現穩健，整體收益按年上升1.74%至人民幣148.0百萬元，毛利按年上升25.41%，達人民幣37.9百萬元。總毛利率較去年同期上升約4.84個百分點，至25.63%。資產淨值由二零一四年十二月三十一日上升約3.50%至約人民幣409.6百萬元。每股基本盈利為人民幣5.57分。集團二季度業績較一季度完成了大幅的提升，二季度之收益較一季度上升約36.92%，二季度之毛利較一季度上升約101.24%，二季度之淨利潤也較一季度大幅上升，漲幅約476%。二季度之毛利率及淨利率均較一季度上升了約10個百分點。

### 堅持開發新客戶 持續優化 自媒體矩陣

近年傳媒產業受到互聯網等新興媒體衝擊，呈現整體繁榮、局部下滑的局面。2014年互聯網與移動增值服務的市場份額不但領先傳統媒體市場份額總和10.3%，並且該差距還有繼續擴大的趨勢，傳統媒體面臨較大挑戰。與此同時，網路廣告收入和網路遊戲收入的增長速度儘管有所放緩，但仍保持了較高的增長。集團針對互聯網發展潮流，深入研究傳媒產業發展方向，對業務進行深化轉型，加強在細分領域的擴張，在新興數字媒體的開發上尋求突破。於回顧期內，集團成功在汽車、租車及網遊行業完成了新客戶的開發工作。同時，結合客戶的行業分佈，有計劃地持續推進自媒體矩陣的優化部署，

一方面減少部分傳統媒體的業務，另一方面繼續深度地與平台建立移動互聯業務資料、數據對接，拓展無線媒體資源，提升服務的全方位性，為客戶帶來新的營銷傳播商業模式。

### 探索多領域跨行業佈局 展 望未來前景可期

展望未來，在「互聯網+」的時代變革背景之下，集團在加速數字化進程之外，將積極探索遊戲、線上消費等多領域的跨行業佈局，延伸行業價值鏈、創造新機會，在融合中尋求突破。同時，在保有傳統媒體行業經驗優勢的基礎上，集團將通過不斷強效無線媒體平台搭建、服務升級等方式，拓展加大數字化、平台化的新業務模式。

作為中國消費升級時代的一站式品牌增值服務商，品牌中國集團經過十餘年積累，形成了以「SMU品牌服務系統」為基礎的獨特商業模式。在市場競爭日趨激烈、數字化技術震撼衝擊的環境下，集團通過不斷深化轉型，提升客戶服務水準，創新營銷客服業務，在原有業務基礎上進行市場擴張，依託遍佈全國的媒體及渠道服務資源，幫助客戶實現品牌的高效傳播和增值，將不斷發展壯大成新型的數字化傳媒集團，前景可期。

文／龐一靈

# 緊抓互聯網 契機創造贏利新模式 金活醫藥新老業務齊頭並進



康萃樂上海峰會

**數**據顯示，中國醫藥電商交易規模由二零一零年的1.5億元（人民幣，下同）增至二零一四年的68億元，預計二零一五年全年醫藥電商的交易規模將達百億。2015年3月全國人大三次會議上，李克強總理在政府工作報告中首次提出「互聯網+」行動計劃。隨著互聯網技術的升級、移動互聯網的普及，對各個產業帶來革命性的變革，對醫藥流通、商貿行業的格局也造成重

大影響。對於名牌代理金活醫藥來說，他們亦緊抓「互聯網+」的時代契機，利用自己的資源優勢，發展跨境電商業務並取得可喜成績。面對新形勢，金活醫藥在鞏固現有業務的基礎上，不斷開拓創新，尋找新的贏利模式，繪製新老業務齊頭並進的前景。

**消費者的健康意識逐漸增強 大健康市場商機無限**

中國可支配收入的增長，消費

者的健康意識逐漸增強，保健及功能性食品等相關產品的開支更不斷增加。消費者較以往更加關注生活質素和健康。現今，消費者對防範「未病」的意識及非處方藥的使用量大增，更日漸熟悉各類非處方藥品牌及保健產品。消費者透過零售渠道購買的保健食品及非處方藥的人均消費支出由2009年的72.6元增加至2014年的1,160元，增長速度驚人，由此可見，大健康市場孕育了無限的商機。

金活醫藥集團有限公司主要在中國從事品牌進口藥品及保健食品的分銷，成立於1996年，2010年在香港聯交所上市，股份代號01110。按進口總值計，金活醫藥集團於2010-2014年為中國藥品及保健品100強進口商之一，更居中國進口中成藥銷售企業前五強。集團向不同供貨商購買產自日本、加拿大、香港、台灣、泰國及中國的10個類別超過60種藥品，擁有豐富的境外供應商資源，對產品的選擇擁有獨到的眼光，能夠迅速捕捉到消費需求的變化，組織各項資源在全球範圍內尋找到適合的產品引入中國，並在國內樹立知名品牌形象。如：公司分銷的許多市場知名品牌就是佐例：京都念慈庵蜜煉川貝枇杷膏及糖系列喇叭牌正露丸、可愛的肝油丸系列、飛鷹活絡油、金活依馬打正紅花油、救心丸、曼秀雷敦系列等。作為進口藥品及保健品行業領軍企業，金活醫藥想必將受惠於中國日益擴大的大健康市場的增長而成長。

### 成熟的營運模式 強大的分銷網絡

金活醫藥在中國建立了組織完善的強大分銷網絡，分銷網絡覆蓋全國除新疆、西藏外的所有地區，覆蓋零售門店超過224,000家。公司將中國市場細分為5個銷售大區，並積極拓展三級城市市場。金活醫藥擁有約200名一級分銷商、300多名二級分銷商和超過70,000家重點管理零售門店，更設置了逾3,000個「金活健康之家」產品專櫃。金活醫藥還將各產品的推廣資源主要聚集在終端門店和在線的品牌

推廣，增強了與消費者的粘度，培養了品牌知名度，促進了銷售。

公司設有國際採購部負責從國際市場發掘及引進新產品，以自身獨特的產品引進評判準則如市場佔有率、口碑、安全可靠性等作為新產品引進的審核標準。在取得相關分銷權後，金活醫藥憑藉對市場的敏稅、經驗和專業的營銷團隊，對產品進行精心的策劃。經過金活醫藥的代理和推廣，各名牌健康產品在中國得以走進千家萬戶，在內地市場得到了長足的發展，其中京都念慈庵在中國實體藥店零售市場止咳化痰藥物類中一枝獨秀，市場份額13.88%，比第二品牌高出三倍多。

### 重磅引進新產品 迅速拓展新市場

金活醫藥不斷把握市場脈搏，拓展新市場，引進新產品迎合大眾需求。金活醫藥看准中國家庭對兒童健康的重視及「單獨兩孩」政策在全國各地實施，能增加中國的生育率，兒童健康產品市場將會穩定、快速的發展，特別是對於中產階級來說，他們更相信國外的優秀產品質量和功效上有保障，便引進了兒童健康食品美國益生菌第一品牌康萃樂(Cuturlelle)益生菌及新西蘭WIOM渥恩維他命系列配方奶粉，擴大自己在兒童健康食品的市場佔有率。

為了滿足年青一代對好身材的追求及產品多元化，金活醫藥更引進了澳洲瘦身產品第一品牌菲拉斯德(Fatblaster)椰子水，為金活醫藥開拓了瘦身產品這個新市場。同時，受惠於前海對跨境電商及建

立港貨中心的利好政策，金活醫藥充分利用自身供貨商網絡的優勢資源，加大了對國內消費者熟悉的保健食品的引進，目前正在洽談的產品若干個，且多個已經達成合作意向。

即使獨具慧眼，引進了具有潛力的產品，但沒有市場觸覺及有效的推廣策略並不可行，金活醫藥整合了外部專家和行業內知名人士的資源，對旗下產品進行全面規劃，充分挖掘產品的特點和消費心理，加大在香港進行廣告投入的推廣策略，例如參加香港和國內各類母嬰展會、透過兩地使用率高的社交通訊網絡如Facebook和WeChat，增加品牌的知名度及提升該產品的國際品牌形象。同時，選擇了香港零售業知名的終端，如：萬寧、華潤堂、零售藥房、荷花親子等著名零售集團作為合作夥伴，全面啟動香港零售市場的鋪貨和銷售，使其市場銷售增長迅速，取得了良好的成效。

2015年4月在上海舉行的中美益生菌高峰論壇上，美國著名兒科醫生Dr. Jon A.Vanderhoof與中國著名兒科專家崔玉濤醫生到場，多家知名母嬰媒體、育兒專家、供應商及消費者出席，康萃樂大放異彩，一炮走紅影響力飆升。在強有力的推廣下，康萃樂益生菌屢獲殊榮，親子王國「父母最愛益生菌品牌」、丫丫網&媽媽幫品牌評選「最潛力獎」、新城知訊台「爸爸媽媽親子品牌2015」、萬寧「摯愛口碑進口膳食補充劑潛力品牌」等。

## 進駐多元化電商平台 跨境電商銷售喜人

在迅速擴張綫下銷售網絡的同時，金活醫藥亦積極捕捉互聯網+時代下的產業變革機遇，大力開展電子商務業務。目前，集團旗下產品已成功進駐多個綜合性及專業性跨境電商平台並建立旗艦店，包括天貓、京東、蘇寧易購、唯品會及1號店等綜合性電商平台，親子王國、貝貝網、母嬰之家、聚美優品、神爸網等專業性電商平台，以及微商會等新型移動電商平台，且產品在線銷售獲逐月顯著提升。

此外，截至2015年6月，金活醫藥已入駐前海跨境電商平台逾

24家，跨境電商銷售額增長迅速，且隨著產品組合的逐步豐富，銷量將持續快速提升。同時，金活前海「深圳市金活醫藥有限公司醫藥保健品電子商務平台」項目已成功獲批，受惠於稅收優惠及各項扶持政策，該項目將被打造成為一個完善的B2B2C行業交流平臺，同時亦將為集團新業務管道佈局帶來更強勁推動力。

除了業務上的拓展外，金活醫藥在管理上也緊跟國際同業先進水平，與全球企業管理軟件與解決方案技術領袖的SAP合作，全面提升信息化水平，為未來大數據的發展和應用構建基礎，建立自己的數

據化中心，提升管控能力、掌握市場動態發展和消費趨勢，並應用到銷售策略中。

## 全面整合產業資源多元化跨境投資提供全面健康解決方案

今年11月，金活醫藥完成收購了深圳市東迪欣科技有限公司「東迪欣」55%之股權，正式進軍全球醫療健康電子產品市場，拓展大健康領域，並將逐步實現產品及盈利模式多元化，搭建起集研發、製造、管道、終端於一體的全產業鏈架構。另外，集團正在推進與移動醫療智慧醫療健康測量行業的前



產品康萃樂上架



金活醫藥與國藥資本簽署戰略合作協議

端公司合作，通過戰略合作整合雙方優勢資源，營建醫藥行業大數據平台，為終端客戶提供一站式體驗治療的解決方案，共同打造「互聯網+醫療健康醫療健康+合作夥伴」互聯網醫藥健康生態，為大眾提供安全、健康、質量的產品與服務。

2015年1月，金活醫藥亦與國藥集團資本管理有限公司「國藥資本」簽訂戰略合作協議，並根據協議與其在產品、渠道及終端上進行了深度整合。6月，金活醫藥投資500萬美元認購Sinopharm Healthcare Fund L.P.總權益約3.33%，該基金主要目標為投資於在大中華建立或營運或與大中華

有重大關係的保健產業。

為了加快公司的外延式擴展步伐，金活醫藥還積極尋找符合公司產業結構的境外投資機會，特別是擁有優秀產品知識產權的國外生產企業或分銷商符合投資範圍。據透露，目前已尋找到了相關的目標企業，並開始積極推進項目開展。金活醫藥表示，將進一步參與行業內跨境投資項目、尋找更多機會，推進跨境投資並購項目的落實，一方面提升集團資本運作能力，另一方面擴大與名牌健康產品運營商的合作運營機會以及投資機會。

展望未來，靠著市場契機，憑著敏銳的市場觸覺、靈活創新的市

場拓展及多渠道整合互動策略，金活醫藥將不斷捕捉新的市場機遇、拓展新的領域，全面整合資源，提升公司綜合實力和規模。相信金活醫藥定能在藥品保健品及大健康市場中開疆擴土，做出更大作為，成為一顆璀璨的明星。

# 重慶銀行淨利勁升10.3% 中間業務蓬勃發展



重慶銀行召開2015年中期業績發佈會，左起：重慶銀行企業文化與公共關係部總經理陳繼紅、小微企業銀行部副總經理孫啟蒙、評審部總經理李玲、董事長甘為民、財務部總經理李映軍、投資者關係與證券事務部總經理毛溧

近來中國宏觀經濟表現不佳，8月初召開的中國人民銀行會議以及7月召開的中央政治局會議均表示將保持宏觀經濟的連續性與穩定性，強調要繼續執行寬鬆的貨幣政策。8月25日晚，人行決定自8月26日起減息25個基點，同時下調銀行存款準備金率50個基點，並將於9月9日生效，中國利率市場化進程再次推進。

有分析指，降準有助於補充流動性、對沖負債端成本上升壓力，不僅有利於實體經濟發展，銀行業發展亦受到提振。對於城商行而言，機遇與挑戰並存，以重慶銀行(1963.HK)為代表的城商行重點發展小微業務、直銷銀行以及理財業務等多種中間業務，成為城商行轉型創新的典範。

## 重行業績亮眼 中間業務發力

8月24日，重慶銀行在港舉辦2015年上半年業績發佈會，引起市場熱烈反響。據此次中報數據，今年上半年，重慶銀行實現淨利息收入34.12億元(人民幣，下同)，同比增加4.28億元，增幅14.3%，淨利息收入佔營業收入總額的80.0%；稅前利潤24.39億元，同比增長11.0%；淨利潤18.38億元，同比增長10.3%；資本充足率為11.16%，核心資本充足率為9.84%。優異的業績表現主要得益於快速增長且多元化的中間業務收入，該行手續費及佣金淨收入較上年同期高速增长68.4%至7.66億元，佔營業收入的比重從2014年上半年的12.6%提高至18.0%。

重慶銀行不僅是首家在港上市的內地城商行，還是首家增發H股的城商行。今年8月11日，重慶銀行於股東大會及類別股東大會上通過了增發8.1億股H股的議案，預計募資62億港元以補充資本金，並計劃發起設立基金管理公司，豐富金融產品及服務，延長金融服務鏈。目前，重慶銀行已在財務顧問、理財、託管、結算、銀行卡等領域形成了諸多競爭優勢，豐富多元的中間業務發展模式穩步推進。

## 持續主打小微業務 小微貸款餘額432.27億元

重慶銀行表示，公司謹記城商行的社會責任，堅持以服務小微實體經濟為工作重心，為小微企業的發展打造了優質的金融服務平

台，建立了風險定價、獨立核算、高效貸款審批、激勵約束、專業化的人員培訓及違約信息通報等機制，並對小微企業進行單獨信貸計劃、配置資源、信貸評審及會計覈算等。作為首家大規模發放小微企業貸款的銀行，截至今年上半年，重慶銀行的小微貸款餘額達432.27億元，較上年末增41.63億元，增長10.7%；小微貸款佔總貸款的比例也較上年末增加0.6個百分點，至37.3%；小微貸款客戶數達到19,189戶，較去年末增逾1,200戶，佔全部公司類貸款客戶數超過96%。

重慶銀行董事長甘為民指出，為契合地方經濟發展，小微信貸呈現多元化的特點，重慶銀行的小微業務涵蓋了不同規模的企業，能夠很好地滿足不同企業在不同發展階段的融資需求，在行業上也著重覆蓋了小微企業分佈較多的製

造業和零售批發業。其中，製造業和批發零售業的小微信貸佔總體的比重已達到60.6%。由於小微企業業務突出，重慶銀行曾獲得「小企業金融服務工作先進單位」及「小微企業金融服務創新獎」等榮譽。

### 佈局互聯網金融 向精品銀行再邁進

重慶銀行與時俱進，積極拓展互聯網金融業務，其參股（持有18%股權）的馬上消費金融股份有限公司於今年6月18日正式開業。其小額現金貸款產品「馬上貸」已在重慶範圍內試點鋪開，單筆貸款資金介乎1,000至10,000元之間，註冊用戶數約3萬。甘為民曾說，我們將務實重慶銀行在重慶區域的市場佔有率，同時實現從西部標杆銀行到精品銀行的轉變，提升重慶銀行的投資價值，為投資者創造更多財富。


此外，重慶銀行的「直銷銀行」平台運行順暢，「樂惠存」、「聚利寶」、「DIY貸」三款產品，能夠全面滿足客戶存貸款及理財需求。重慶銀行表示，開展此類創新金融服務不僅為應對基金公司的衝擊，還為滿足客戶需求、並形成區別於同業的獨特優勢，有利於在激烈的市場競爭中獲得先發優勢。據2015年中報數據顯示，截至2015年6月30日，重慶銀行直銷銀行電子賬戶簽約客戶已達9.4萬戶，客戶涵蓋全國31個省市自治區，其中他行卡綁定客戶近4.0萬戶。

甘為民在此次中期業績發佈會上表示，中國推出的「一帶一路」、「互聯網」及「大眾創業、萬眾創新」等發展戰略和穩增長措施持續發力，將使宏觀經濟出現回穩勢頭，給銀行業的發展再創造寶貴機遇。



重慶銀行董事長甘為民





深度解析潛力行業  
探索經濟發展動向

A hand holding a magnifying glass over the word "COSTS". The background is a blurred blue-toned image of a person's hand holding a magnifying glass over a financial chart. The chart shows a candlestick pattern with a red line and a green line. The word "COSTS" is written in large, white, bold, sans-serif capital letters inside the magnifying glass.

# COSTS

# 建築工程行業分析

## 固定資產投資：增速持續放緩

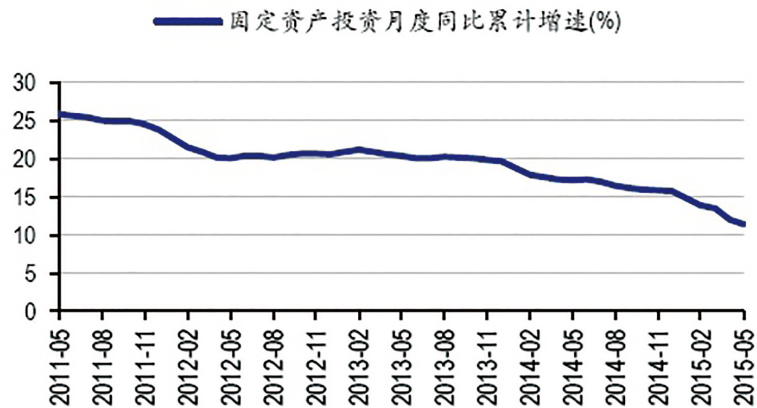
2015年1-5月全社會累計完成固定資產投資17萬億元，同比增長11.4%，較去年同期降低5.8個百分點。新開工項目計劃總投資13.5萬億元，同比增長7.2%；施工項目計劃總投資69.2萬億元，同比增長5.0%。結構上看，儘管國家「穩增長」政策頻出，但在43號文的影響下地方基建投資增長乏力，而PPP模式推廣尚未能接棒，同時房地產及工業投資增速持續下滑，造成目前宏觀投資增速持續放緩。目前仍難判斷投資增速何時能企穩，下半年仍將面臨較大下滑壓力。

## 基建投資：將是積極財政政策支持重點

政府「穩增長」政策下基建投資仍是增長最快的投資子領域。1-5月，國內基建固定資產投資完成額3.8萬億元，同比增長18.66%，增速較1-4月下降1.66個百分點。今年以來發改委批復穩增長的各項基建投資項目金額近1.2萬億元，但在PPP模式能較好接棒地方融資平台之前，基建項目融資問題將是基建投資落地實施的主要障礙。

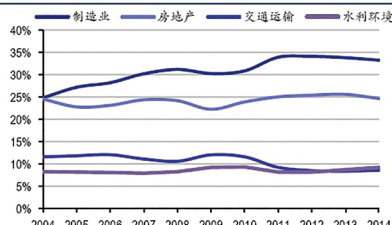
在當前經濟疲弱、貨幣政策久不見效背景下，管理層後續有望加強積極的財政政策來對經濟進行局部刺激。除傳統的鐵路、水利等領域外，預計地下管廊、海綿城市

图 3：固定资产投资累计增速（单位：%）



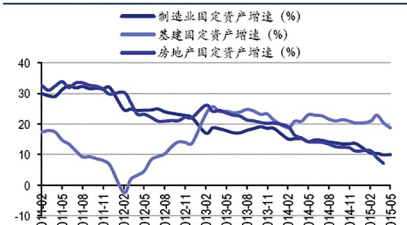
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 4：主要行业历年固定资产投资完成额占比



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：三大领域固定资产投资累计增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：全国基建固定资产投资月度额及累计增速



数据来源：统计局，安信证券研究中心

等領域建設將是財政政策的重要著力點，而PPP模式有望成為投資改革的突破口。

### 房地產投資：銷售回暖未傳導至投資和新開工

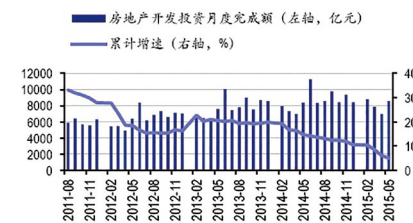
2015年1-5月商品房銷售額為24,409億元，同比上漲3.10%；商品房銷售面積為3.6億平方米，同比下滑0.2%。1-5月房地產開發投資額為32,292億元，同比增長5.1%。1-5月房屋新開工面積5.0億平方米，同比下滑16.0%。1-5月中國40大中城市成交土地總價3,590億元，同比下滑45.98%，土地市場十分冷清。

在經濟下行壓力極大環境下，國家降准降息、放鬆房地產調控政策等措施經過數月的累積之後，已經反映在房地產的銷售端了，今年二季度以來房地產銷售明顯回暖。但市場對這一趨勢的持續性分歧較大，此外，儘管銷售回暖，但開發商在回籠資金後並不急於拿地、投資新項目，導致房地產行業的投資和新開工數據趨勢持續疲弱。我們對後續房地產投資和新開工趨勢仍持謹慎態度。

### 工業投資：趨勢依舊嚴峻

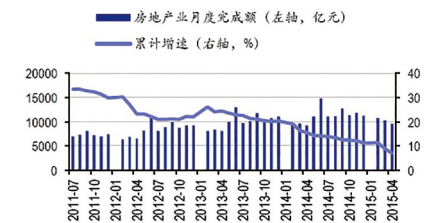
2015年1-5月累計完成製造業固定資產投資58,357億元，同比增長10.00%，4月單月投資17,538億元，同比增長10.26%。由於下游需求不足，工廠產能利用率較低，新開工處在下行趨勢。製造業投資趨勢依舊嚴峻。

图 13: 房地产开发投资月度完成额及累计增速



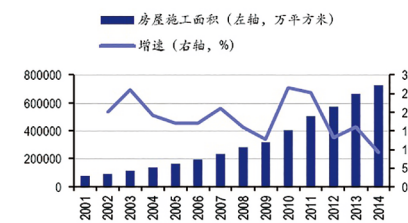
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 14: 中国房地产业月度投资总额及增速



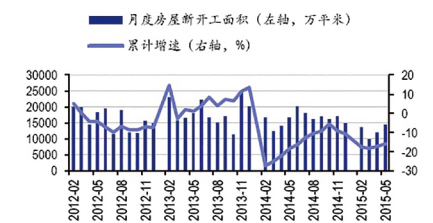
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 19: 房屋施工面积及同比增速



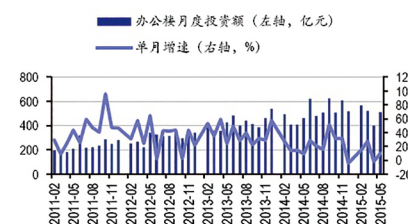
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 20: 房屋月度新开工面积和累计增速



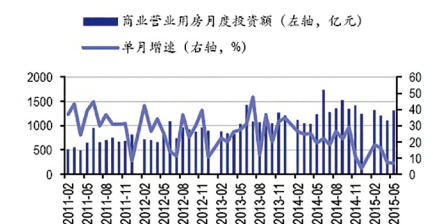
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 21: 办公楼月度投资和增速



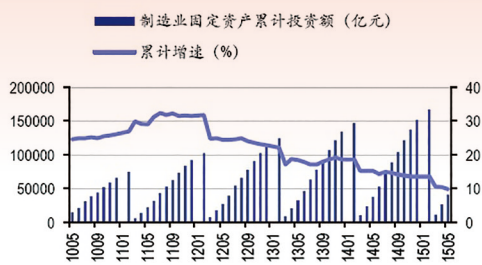
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 22: 商业营业用房月度投资和增速



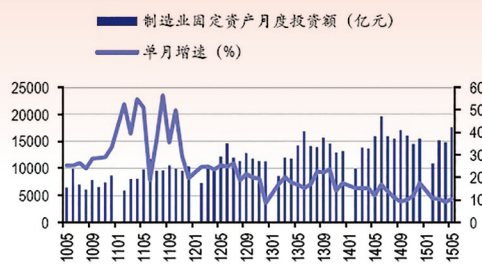
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 24: 制造业固定资产累计投资及累计增速



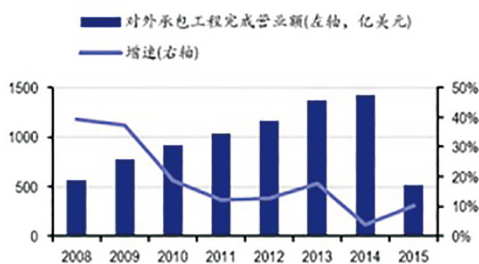
数据来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 25: 制造业固定资产月度投资及单月增速



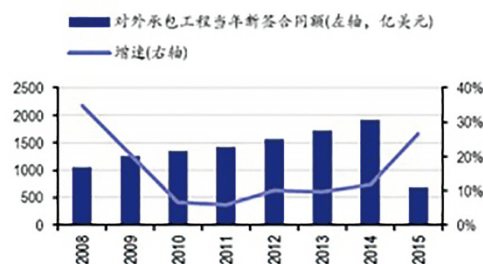
数据来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 32: 中国历年对外承包工程完成营业额及增速



数据来源: 商务部, 安信证券研究中心 注: 2015年为1-5月数

图 33: 中国历年对外承包工程新签合同额及增速



数据来源: 商务部, 安信证券研究中心 注: 2015年为1-5月数

## 海外投資：「一帶一路」推動「走出去」加速

2015年1-5月中國對外承包工程完成營業額516億美元，同比增長10.1%；新簽合同額676億美元，同比增長26.6%，自今年1月以來，新簽合同額增速一直達20%以上。今年一季度中國出口信用保險覆蓋面繼續擴大，中國信保累計實現承保金額1,179億美元，同比增長11.5%。其中對「一帶一路」沿綫國家承保312億美元，同比增長17.4%。「一帶一路」國家戰略已開啟，中國進入資本輸出時代，未來互聯互通基建項目不斷落地、高鐵出口持續、亞投行和絲路基金不斷取得進展，對外承包工程將持續快速發展，建築公司將享受國家戰略紅利。

## PPP政策持續加碼，針對性日益增強

2014年是PPP元年，去年政策重點主要是普及PPP基本概念和操作方法，從政府層面營造有利於PPP項目推進的政策氛圍。各地方政府雖然積極響應，推出了眾多PPP示範性項目，但總體來看，落地項目數較少。我們認為主要原因有三點：

1、缺少針對具體領域實操細節的詳細指引。PPP項目涉及行業眾多，操作流程較為複雜。已出台文件多是總體介紹解釋性文件，沒有針對各個細分領域做具體規定。

2、制度環境仍然不完善，各方仍存顧慮。出台文件雖然較多，但多是規範性文件，在法律層級方面實際上沒有政府約束力，甚至

無對抗地方政府行政法規的效力。急需層級更高的法律文件，例如PPP基本法、基礎設施投融資法之類的基本立法，才能從根本上奠定PPP運作的良好制度框架，消除各方的顧慮。

3、金融機構參與度較低。PPP項目最終落地需要金融機構的參與。由於目前如何與PPP項目對接，如何實現風險控制，滿足政策監管需求都在摸索當中，金融機構還比較謹慎，參與度較低。

今年已發文件進行梳理可以看到政府在解決以上三個問題方面逐步進行努力，加速PPP項目落地。

1、針對多個具體領域政府出台了相關的規範性文件。政府今年已經針對文化、養老、收費公路、水污染防治、水利工程、市政公用

等具體領域出台了規範性文件，對相關具體領域的PPP項目推進將起到積極作用。

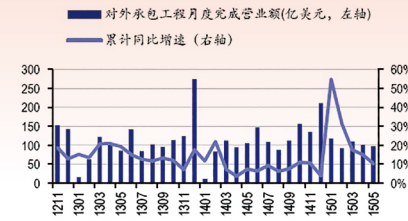
2、繼續細化PPP相關的制度，完善制度框架，出台更高層級的法律文件。《基礎設施和公用事業特許經營管理辦法》為部門規章，比建設部126號令、發改委2724號文、財政部113號文以及目前多部門和省市出台的PPP實施意見法律效力都更高。5月22日，國務院轉發財政部、發改委、人民銀行《關於在公共服務領域推廣政府和社會資本合作模式指導意見的通知》(42號文)，高度總結了過去系列政策經驗，進一步加強社會認識、加快政府各部門政策協調，有利於加速PPP模式推廣。

針對長期被社會資本懷疑的政府支付信用問題，財政部印發《政府和社會資本合作項目財政承受能力論證指引》，優選質量較高的PPP項目，有利於規範PPP項目財政支出管理，防範和控制財政風險。通過論證的PPP項目全部納入財政預算，制度化重構政府財務報表體系。

國務院亦新轉發意見，跨部委明確指示推廣PPP，表明在整個公共服務領域推行PPP的決心。並對以往的文件和政策作了較全面的梳理和概括，提出了土地、財政、金融、審批等各項切實有利於PPP發展的政策支持。以財政部牽頭，統籌各部委工作，減少分歧。

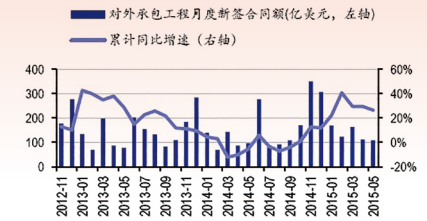
3、完善金融、財政方面的支持。發改委與國開行共同發文推

图 34: 对外承包工程月度完成营业额及累计增速



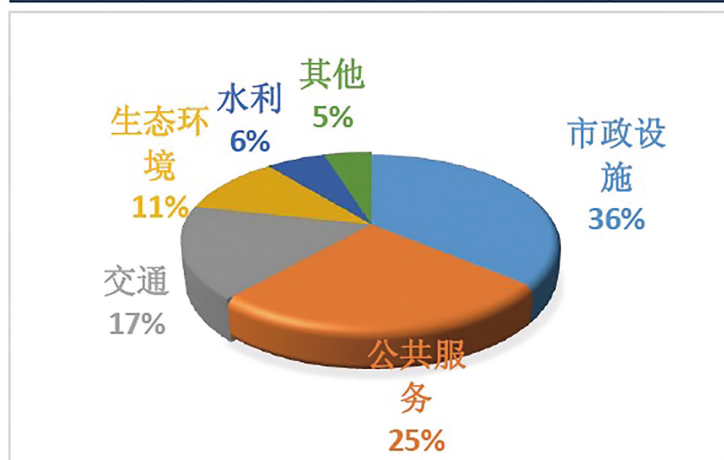
数据来源: 商务部, 安信证券研究中心

图 35: 对外承包工程月度新签合同额及累计增速



数据来源: 商务部, 安信证券研究中心

图 50: 发改委第一批 PPP 项目库覆盖领域分布



数据来源: 发改委网站, 网易财经, 安信证券研究中心

動政策性金融機構對PPP項目的支持。發改委還與財政部共同下發運用政府投資支持社會項目的通知，從融資方面加速PPP項目的落地。

在更具確定性的政策環境下，上市公司PPP訂單承接有望加快

目前PPP模式在鐵路（鐵路發展基金）、公路、軌交、體育館、醫院、市政環保、地下管網等多個領域具有廣闊應用前景。國家發改委門戶網站於5月25日開闢PPP項目庫專欄，公開發佈1,043個PPP

推介項目，預計投資共計1.97萬億元，規模十分龐大。我們預計未來十年中國PPP項目有望達到十萬億元規模。在更加明確政策環境下，預計下半年PPP項目投資有望逐步加速，相關公司訂單面有望持續得到印證。

# 互聯網金融行業分析

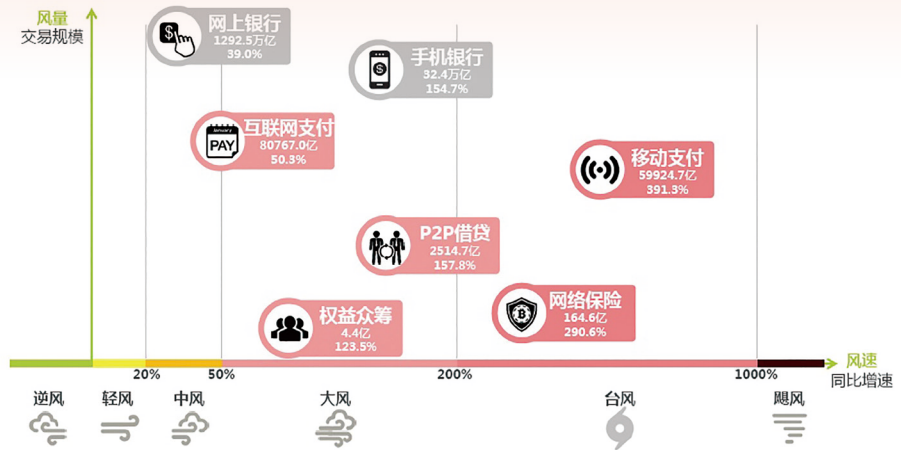
## 互聯網金融各行業均處於優質風口

目前，從整體上看，互聯網金融可以量化的各細分領域均處於高速增長的風口之下，僅互聯網其他行業的歷史經驗上看，處於大風和颱風風口產業下的創業公司大部分都獲得了高估值，進而吸引了大量人才和資本的進入，使行業本身的活性遠超其他行業，而互聯網金融所呈現出的行業格局也當之無愧的使之成為互聯網產業第三次革命的主要方向。

儘管互聯網的出現使得固有的金融及相關服務行業開放程度大大提高，但依然無法忽視國內宏觀環境對於互聯網金融各產業發展所造成的差異。艾瑞諮詢分析認為，所有互聯網金融子行業中，可具體區分為兩大類：原生產業和衍生產業。這二者由於主導權和發展思路的不同，使之呈現出了以下幾點差異：

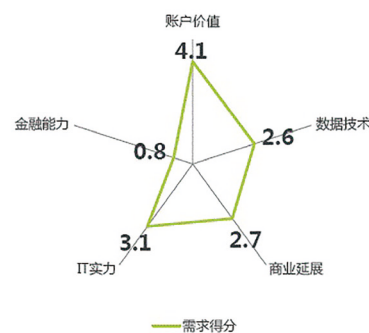
從目前互聯網金融發展特點來看，有以下三個宏觀背景條件對互聯網金融行業發展，用戶習慣培養起著決定性的作用。而這些習慣和背景也促使互聯網金融不得不走向綜合化發展的道路。

一是壟斷，巨頭「壟斷」的互聯網，使每家互聯網公司都在追求在本平台內可以滿足用戶各方面不同的需求，用豐富的功能給平台增值，增加用戶粘性。也使用戶逐漸習慣「一家公司，所有服務」的認知。



	原生產業	衍生產業
<b>产业特点</b>	受益于互联网和数字技术的发展，用创新的方式满足原本未满足的金融需求，填补了市场空白。多数企业没有金融背景，流程也与传统金融机构差异较大。	核心竞争力均是传统金融机构占主导优势的产业，这些产业的诞生于仅是为了完善和补足固有市场中的缺陷，并且能够利用互联网技术将固有的金融服务拓展，但并没有本质的改变。
<b>发展动力</b>	资本方（尤其小额零散的民间资本）与融资方庞大的互补性金融需求，以及互联网环境下，新市场的培育和扩大。	帮助传统金融机构拓展市场，完善服务，进行技术升级，产品改造，营销推广等周边服务。
<b>利益格局</b>	从性质上讲已经形成了对传统金融机构的利益冲突，但是由于二者市场目标差异较大，还未形成有效重叠，因此冲突并未显现。	从目前情况看，与传统金融机构不存在核心利益冲突，并且大部分能够从传统金融机构的强大中获益。但部分垄断企业具备行业标准的制定权，在一定程度上也制约了传统金融机构的发展。
<b>代表行业</b>	P2P、众筹、支付、征信	网销、搜索、IT
<b>未来趋势</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>多数参与网络信贷的企业会逐渐向金融产品网销（理财超市）方向发展；</li> <li>支付成为互联网金融集团化发展的血脉；</li> <li>能够打破企业级界限的平台将对传统优势企业形成强烈冲击。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>衍生产业逐渐向原生产业过渡，平台将更加注重一手资产的获取；</li> <li>大型金融机构将采取收购或自建的方式侵蚀衍生产业；</li> <li>这些行业还将诞生垄断型企业。</li> </ol>

支付结算五维关联模型业务需求得分



来源：根据艾瑞互联网五维关联模型核算。

属性描述	可关联业务
<b>账户价值</b> 支付是用户资金进出的基础，因此支付业务能否产生价值与对账户价值要求很高	支付是所有商业活动的基础行为，因此支付理论上可以关联任何业务。但从目前市场真实情况来看，主要有以下四项：
<b>数据技术</b> 支付业务无需数据分析，但支付业务之上的增值服务则需要很强的数据分析能力	营销支持
<b>商业延展</b> 支付对于商业延展的要求并不高，但与账户价值相对应，延展性越高，发展潜力越大	投资理财
<b>IT实力</b> 目前支付行业的安全保障都属金融级别，因此对于IT要求相对较高	渠道服务
<b>金融能力</b> 支付本身不需要任何金融能力，因此要求不多，但是后续增值服务则要求较高	数据征信

二是混業，金融行業全牌照發展意在迅速推進高淨值客戶的財富管理，原來互相割裂的單項服務導致競爭嚴重同質化，在求新求變的改革過程中，將所有單項服務有機的串聯起來，就是現階段金融機構的主要改革思路。

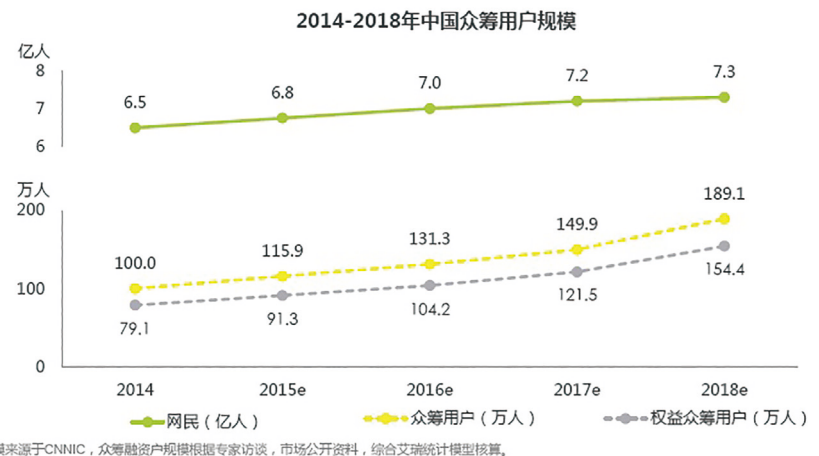
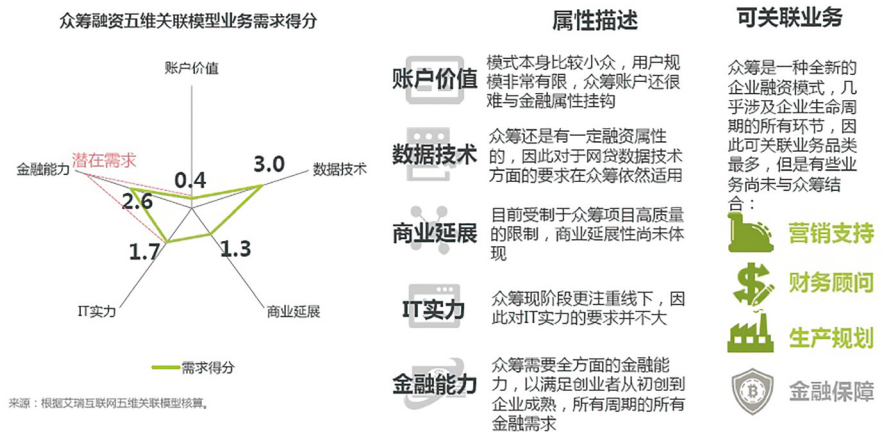
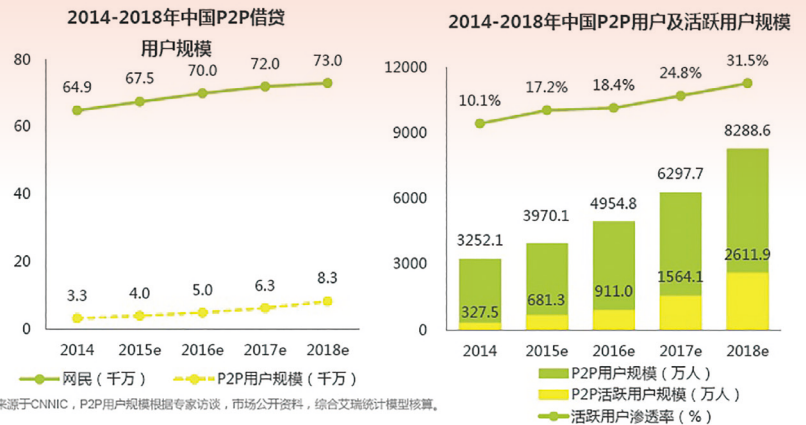
三是啟蒙，普惠性和便捷性是互聯網金融很重要的兩個特性，也是現階段多數平台宣傳和品牌建立的關鍵。對於熱點和潮流的追逐，使沒有金融知識的用戶大規模湧入，他們的需求表面很簡單，但內裏很複雜，需要多種手段才能滿足。

正是由於以上三點導致互聯網金融行業的綜合發展。市場環境使用戶對互聯網金融企業提出了更高的要求，而且由於互聯網金融屬於新生行業，因此用戶對它沒有蓋棺定論，也使其涵蓋內容和未來潛力巨大，多種因素綜合使互聯網金融走向綜合化發展道路。

### 賬戶通用、數據共享和全需求覆蓋是綜合化的標準

宏觀條件造就了互聯網金融天生的綜合屬性，但由於發展時間、經驗積累和業務單一等限制，使互聯網金融平台的綜合化道路出現了很多疏漏，未來這些疏漏會對企業進一步發展埋下隱患，必須在綜合化集團化發展前期就著手解決，否則，無論是IT系統整合，還是組織架構調整，所消耗的成本要遠高於現在。艾瑞分析認為，以下三點方向的明確，有助於企業更好的實現從單一化向綜合化的過渡：

**首先，賬戶一體。**一家互聯網金融平台可以開展很多業務，有些





業務屬性近似，因此可以通過同一個網站或App來完成。但是當業務屬性不同時（比如：金融微博和理財超市），多個不同網站或App間就會產生多套賬戶體系，這類件最容易發生在收購、合併股權及戰略合作等件之後。

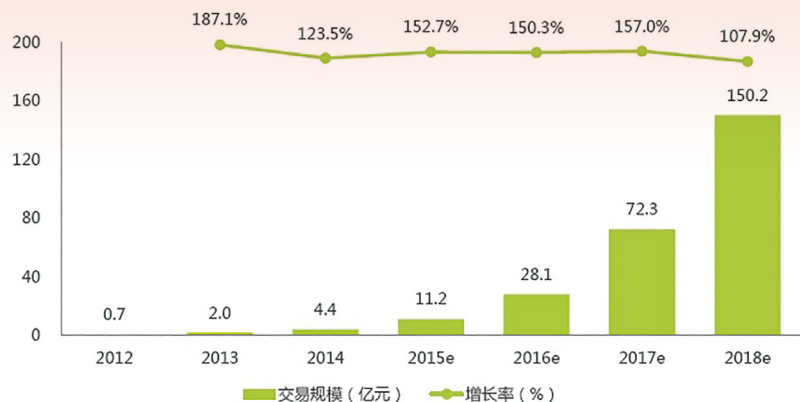
**其次，數據共享。**數據共享是建立在賬戶一體基礎上的。大數據是互聯網金融區別於傳統金融最主要也是最核心的一個特徵，用戶在集團內所有行為活動所積累的數據都應該由集團所有業務線上共享，這樣既有利於後期對外輸出征信類產品，又有利於自身業務的整合。

**最後，需求覆蓋。**金融的本質是資金的融通，互聯網金融亦不例外。因此用戶對於金融服務的需求與傳統金融類似，包含投資理財、信貸以及最基礎的資金劃轉。使平台具備「存貸匯」的功能並不難，但是能否用更便捷的方式將傳統「存貸匯」的流程縮短，將一些用戶操作後台化，是對平台提出的更高要求。

### 綜合互聯網金融平台的戰略構建

互聯網金融的概念十分龐大，從廣義上說，只要利用互聯網進行與金融相關的業務都可以被歸入互聯網金融的板塊內。這給創業者提供了非常廣闊的創業空間，但是目標太過廣泛也使互聯網金融平台的發展呈現出零散的特點，在互聯網金融逐漸向集團化，綜合化發展的趨勢下，互聯網金融平台的構建應從外在呈現、框架构建、功能範圍及戰略定位四方面入手。

2012-2018年中国权益类众筹交易规模



来源：网民规模来源于CNNIC，众筹融资户规模根据专家访谈，市场公开资料，综合艾瑞统计模型核算。

### 支付結算：支付行業的獨立是普惠金融的里程碑

支付在中國已有十多年的發展，其行業最初定位僅是促進電子商務發展的附屬功能，但由於其對資金流數據的高度掌握使之逐漸發展壯大，至今已成為金融行業中不可或缺的一環。支付行業獨立的另外一重重要含義在於，互聯網支付所依託的電子信息技術，將金融服務下沉至零散的小額賬戶內，進而起到了聚沙成塔的作用，使傳統金融機構看到了「低淨值客戶」的價值，此舉不但有效推動了普惠金融進程，也為相對固化的金融體系注入了新的活力，使互聯網金融行業的創業機會大幅增多。

### 支付是金融行業必須掌握的業務品類

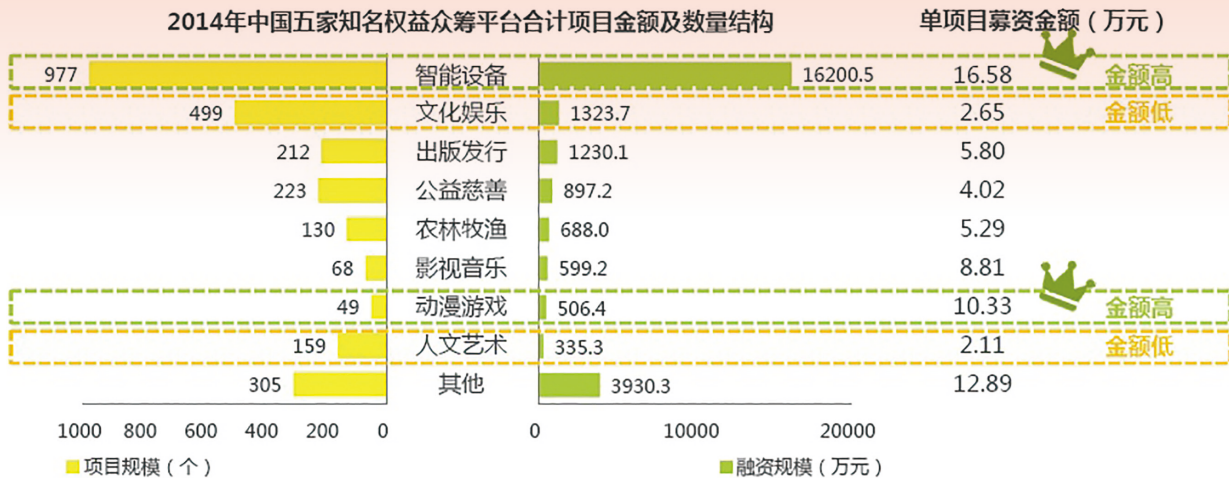
2014年中國網民規模達到6.5億人，移動網民5.6億人。同期互聯網支付用戶規模4.5億人，網民滲透率達到69.3%。移動支付用戶規模3.4億人，移動網民滲透率達到61.7%。僅目前行業熱度、技術先進性和未來前景方面看，預計未

來移動支付用戶滲透率提升速度會高於互聯網支付。

用戶規模的提升限定著市場潛力，互聯網支付用戶雖然更多，但是整個行業呈現出越來越重的趨勢，一方面市場競爭格局比較穩定，另一方面互聯網支付的核心在於數據而非支付業務本身，因此在這一領域並不適合創業，相反傳統投資類的金融機構，對支付的依賴程度會越來越大，應該採取自建或收購的方式掌握支付業務。與此不同的是移動支付，不但用戶滲透率會逐漸增強，而且行業可拓展方向和潛力也比較大，既適合創業者深耕，也是傳統金融機構必備的戰略行業。

### 移動支付代表支付行業最先進生產力

2014年中國第三方互聯網支付交易規模達到80767億元，同比增長50.3%。期，第三方移動支付市場交易規模達到59924.7億元，較2013年增長391.3%。艾瑞分析認為，移動支付代表著第三方支付行業最先進生產力，是將綫下支付和



線上支付融合一體的新型支付方式，目前移動支付的發展仍處於不穩定狀態，整體行業增速主要依靠大型支付公司的亮點業務，在內還缺少硬件環境以及支付場景的普及，但各類智能設備和信息化城市的建設必然會將移動支付所需的基礎設施逐步完善，當應用場景能夠深入社會正常經濟生活中時，個人乃至中小企業端的支付就全可由移動支付完成。

### 銀行支付於第三方支付不同的發展方向

第三支付的源頭是銀行支付結算業務，但其發展和未來趨勢均與銀行的支付業務有很大不同。

### 定位區別

第三方支付為橫向定位。任何一家支付公司都可以對所有現存機構支付結算業務進行整合，使用戶只需要擁有一個賬戶即可實現所有金融機構支付業務所能提供的基礎功能，在定位上發揮了互聯網標準化、規模化的特點，這也是互聯網支付和移動支付發展優於

線下收單業務的原因。

銀行支付業務為縱向定位。銀行是中國幾乎所有社會單元資金最原始的出口，所以銀行業的內部競爭，使得銀行無法實現跨競爭對手的整合，加之功能上長期同質化，使用戶產生了更深層次的「同質化整合」需求。所以銀行支付的定位更傾向於對銀行體系的支持，而非對外擴張。

### 產品區別

第三方支付產品為生活化產品。支付公司本身並不具備提供金融服務的資質，所以無法縱向伸入，只能通過不斷向不同行業滲透擴大支付場景和用戶規模，因此更傾向於利用便捷性幫助用戶最快完成支付行為。時至今日，第三方支付產品已不局限於支付業務，一些便民生活的信息類業務也是豐富支付產品的重要拓展方向。

銀行支付業務為金融化產品。用戶資金分佈於不同銀行賬戶內，而銀行支付產品又無法實現跨行資金整合，在便捷性方面有無法

彌補的劣勢。因此銀行的支付產品的發展方向是資產管理的工具，意在將銀行所有的服務全方位的呈現在產品中。

### 發展趨勢

未來第三方支付將在支付業務的基礎上，以數據和信息技術為突破口向金融縱向滲透，目前網絡銀行已經出現，而支付寶和財付通依然以第三支付的業態存活，這說明第三方支付牌照並非只是非金融機構才需要的牌照，是銀行進行「同質化整合」必須的通行證。這意味將會有部分金融機構從業者向支付行業分流，而傳統金融機構則有可能以收購或新設的方式成立支付公司。

### P2P借貸：危機不機會並存 傳統金融機構服務真空地帶是P2P市場的根基

自2007年登陸中國以來，P2P始終是互聯網金融中最熱門也是最具爭議的細分領域，這一方面源於中國普通居民投資理財渠道單一，另一方面也源於中國個人及中

小企業對融資渠道的渴求。儘管目前國家鼓勵傳統金融機構的金融服務向中小微企業下沉，但受制於其風控手段及業務模式的僵化，使短期內傳統金融機構的服務無法有效滲透進這一市場，因此這給了P2P行業高速發展的機會。

### 人口紅利還將是推動P2P用戶規模增長的主要動力

時至今日，P2P在中國已經發展了7年，在這7年中，國內P2P僅簡單的模仿國外模式，發展成為當下結合本土特徵，引入綫下環節和擔保措施的綜合模式。在這過程中，用戶對P2P的接受程度逐漸提高，人口紅利逐漸發酵，到2014年，用戶已具備對P2P平台的優劣判斷的基本素養，加之各家P2P平台、第三方檢測機構以及社會媒體的報道和市場教育，用戶對於P2P的接受程度也得到了顯著提高，導致大量註冊後未有實際行動的沉睡用戶被喚醒，2014年活躍用戶猛增至327.5萬人，同比增長高達565.6%。而無論是中國網民規模還是中國的人口數量都進進高於這一數值，因此未來P2P用戶規模還有很大發展潛力。

### 互聯網尚未在P2P領域發揮能力

2012年是中國P2P行業爆發的一年，隨著媒體大規模、高頻次的報道P2P，使全社會迅速熟知這一高收益、低門檻的理財方式，也由於用戶的熱捧，使之後2014年P2P公司規模達到1544家，增長率為89.7%。艾瑞預計未來兩年，P2P公司規模依然會保持每年90%左右的

增速，P2P公司規模如此眾多的原因是借貸核心的獲客與信審兩大業務並未因互聯網而產生規模和標準化效應，因此對綫下和地方環境熟悉程度有關，所以未來P2P公司規模的上限或與中國小貸公司規模持平，也就是說全國最終大概會有8000-10000家左右的P2P公司。但是當互聯網可以對獲客和信審進行有效整合以後，行業會迅速催生巨頭，並形成行業壟斷，屆時將有大量P2P公司被收購或倒閉。

### 未來3-5年是P2P借貸發展的黃金時期

2014年，中國P2P借貸交易規模為2514.7億元，同比增長157.8%。自2012年以來，媒體大範圍報道P2P借貸，雖然多數報道均偏向負面，但也使用戶迅速熟知並了解了P2P借貸，並在心中形成了P2P的概念，從側面縮短了市場教育的時間。而且P2P行業內一直在進行正規化自我規範，加之中央監管機構的促進，使用戶對P2P的不信任感有所降低。因此艾瑞預計未來3-5年是P2P發展的黃金時期。由於目前多數P2P均與綫下從事借貸的機構擁有合作關係，部分債權由綫下轉入綫上，吃政策紅利，因此根據測算，中國P2P借貸行業背後所潛藏的影子銀行交易規模或比P2P交易規模大26.9倍，也就是說，2014年與P2P相關的影子銀行交易規模或達到6.76萬億。

### 渠道化是P2P發展過程中的毒瘤

在P2P一路高歌猛進的發展過程中，與之形成鮮明對比的是風控

手段幾乎停滯不動的緩慢發展。原因在於儘管P2P是信息中介，但其不可避免的要對上綫的融資需求進行信貸審核，所以僅本質上看，P2P借貸與銀行信貸沒有差異，只是借助了一些互聯網積累的社交、電商和個人數據，這些數據是否能夠真正幫助P2P平台完成風險評估尚待驗證，更何況獲取這些數據本身就非常耗時，且真假難辨。

在大數據風控真正發揮威力之前，P2P平台轉而走向另外一條道路——渠道化。利用綫下金融機構已有的債權，以資產包的形式與現存的P2P平台進行對接，這時P2P平台就不再擔任開發融資需求的角色，成為在監管措施落地前，綫下次級貸款的吸金渠道。而P2P平台的核心也從信用審核，轉變為合作機構的資質審核。這樣僅相當於利用互聯網渠道，變相放寬了信貸審核，並不利於P2P平台成長，而且容易釀成惡性社會事件。

### 數據風控模型的構建路徑

P2P借貸在中國蓬勃發展的核心原因在於銀行信貸服務的缺失，而銀行信貸服務之所以無法下沉，是因為風控技術成本過高（成本包含：資金投入、技術投入和數據宏觀獲取難度等）。這一切會因為大數據技術的應用得到有效改善，而在技術局面，銀行與P2P借貸之間並沒有明顯的起步優勢，也就是說大數據技術在風控領域的應用對於銀行和P2P具有同等的促進作用。因此在該技術成功運用之前，P2P若還未形成獨特的風控模型，則其必將被銀行取代。屆時，一旦監管機構全面禁止P2P的「渠道業

務」，則中國P2P再想突圍的難度將遠高於現在。所以對於現階段的P2P行業來說，面臨一個全面去渠道化的蛻變。

### 眾籌融資：眾籌走下神壇尚需時日

從眾籌的本質上看，眾籌是真正去中介化的創新金融模式，但也正是因為其去中介化的屬性，使眾籌項目的質量門檻大大提高，項目所實現的最終目的和可完成性，是用戶決定支持與否的關鍵因素。這一方面考驗項目方的創意和靈感，另一方面也考驗項目方對項目的包裝能力。對於普通項目來說，眾籌這種小眾的金融模式還無法提供支持，因此目前眾籌的發展依託於金融環境、互聯網環境、經濟環境均比較發達的地區，使其走下神壇真正對國民經濟起到推動作用尚需時日。

### 用戶規模是衡量眾籌社會價值的最主要指標

2014年，中國眾籌融資用戶規模為100萬人，其中權益類眾籌用戶79.1萬人，同期網民規模為6.5億，僅用戶規模看，眾籌融資的滲透率不及2%，因此目前市場空間還非常有限。與其他互聯網金融模式不同，由於眾籌融資的本質是去中介化，因此項目的成功與用戶規模息息相關，而且現階段眾籌的群眾基礎還十分不足，只有充分了解之後，用戶才有可能實現在網上投資這種重大行為及思想突破。因此未來如果眾籌融資這種形式要

在國民經濟生活中發揮更大作用，其用戶規模必須大幅提高。

### 權益眾籌還將保持100%以上的同比高增速

2014年，中國權益類眾籌交易規模為4.4億，在所有互聯網金融子行業中，交易規模最少，但也正是因為交易規模基數較低所以未來增速更高。從市場格局看，京東、淘寶等巨頭已經進入眾籌領域，而眾籌網、追夢網等獨立眾籌平台市場知名度也越來越高，而且2014年一些新生眾籌平台也陸續成立運營，其交易規模還需要一定時間才能爆發。

### 綜合眾籌平台與垂直眾籌平台的側重點不同

2014年，中國綜合類眾籌平台融資規模佔全部融資規模的85.8%，但項目規模佔總數的88.7%。同期垂直類眾籌平台融資規模佔14.2%，但項目規模佔11.3%。這意味著垂直類眾籌平台項目單價普遍高於綜合類平台，平均每個成功項目可籌集12.42萬元，人均支持780.76元，而綜合類平台平均每個項目為9.57萬元，人均支持536.98元。這一方面由於綜合類眾籌平台中交易規模佔比最大的均有電商背景，因此更追求項目的成功率和營銷效果，所以項目單價略低；另一方面垂直類眾籌平台由於對行業理解更加透徹，沒有龐大的背景資源，只能從項目質量為突破口，樹立資金的品牌形象，表現在外的就是項目籌資金額較高。

### 項目類型吸金能力差距較大

2014年，中國五家眾籌平台所有項目中，智能設備共募資16200.5萬元，文化娛樂和出版發行募資金額1000萬以上，其餘項目類型均未超過1000萬。同期智能設備項目總數977個，文化娛樂499個，其餘行業均未超過230個。平均項目單價智能設備最高，16.58萬元，動漫遊戲10.33萬元，與之形成鮮明反差的是文化娛樂單項金額只有2.65萬元，人文藝術為2.11萬元。

### 眾籌融資的本質是融資，而非銷售

目前，眾籌中最重要的股權眾籌在中國發展並不順利，一直處於被壓制狀態，即便在2014年12月18日發佈的《股權眾籌融資管理辦法（試行）》中，對於股權眾籌投資者的限制也十分嚴厲，大幅提高了用戶的進入門檻，因此中國眾籌融資以權益類眾籌發展的最好。但是在發展過程中，一方面迫於融資方的銷售壓力，另一方面也迫於大型電商網站的進入，使得中國權益類眾籌在運營過程中逐漸向電子商務傾斜，也正因如此，眾籌平台開始注重項目成功率，在項目審查方面更傾向於實力強，並且有一定市場基礎的融資方，致使許多眾籌成功的項目並不真正需要眾籌，因此偏離了眾籌的本質。

# 新能源汽車行業分析

## 中國新能源汽車需求驅動力強勁

新能源汽車在中國的發展有著多項重要意義：降低能源對外依存度，保障能源供給安全，大氣污染防治，保護全民健康，培育經濟新增長點，每一項都是新一屆政府關注的重點；特別是日益嚴重的空氣污染問題，在潛意識中，提升了新能源汽車有助於減少空氣污染這項優點對潛在新能源汽車消費者的吸引力；

對於消費者，省錢因素、「酷」因素等其他心理因素，與環保因素一起，轉化為新能源汽車購買行為；中央政府也陸續落實了免購置稅、購車補貼等優惠扶持政策，且在政策具體操作方法的設計中，更加方便消費者；對於地方政府而

言，加強各地大氣污染防治，造福各自城市所在居民、響應中央號召、新能源汽車選項的增多和應用案例增多，都成為了使用新能源汽車的定心丸和購置新能源公共服務車輛的推動力。

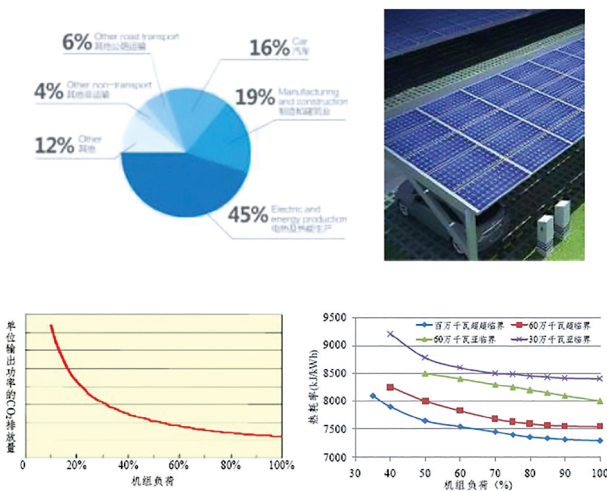
在此背景下，各車企逐步推出各自的主力新能源車型，並通過各種渠道進行積極營銷，一些「敢於先吃螃蟹」或者身處新能源汽車行業的消費者成為了新能源汽車早期駕乘者和推廣者，加之特斯拉產生的「鮎魚效應」不斷吸引和提升了社會大眾對於電動車的關注度，提高其他車企在電動汽車定價的合理性，新能源汽車社會認知也不斷推廣和深入，使得全社會的新能源汽車需求逐步擴大，有加快放量的趨勢。

## 新能源汽車滲透率依然很低，空間巨大

中汽協發佈的2014年汽車銷量數據顯示，2014年汽車銷量達到2,349.19萬輛，同比增長6.86%，其中乘用車銷1,970.06萬輛，同比增長9.89%，商用車銷379.13萬輛，同比下降6.53%。商用車中，客車銷60.69萬輛（含內外銷輕型客車、公交客車、長途客車），同比增長8.37%，貨車銷318.44萬輛，同比下降8.92%。

中國客車統計信息網50家主要客車企業統計數據顯示，2014年5米以上公交客車銷量共計84,291輛，同比增長5.39%，增幅遠低於預期，大型公交客車銷量48,598輛，同比增長2.54%，中型公交客車銷量28,510輛。而50家企業中有22家涉及新能源客車領域，共計

圖表 2: 新能源汽车对节能减排的意义



来源：国金证券研究所

圖表 4: 各地区新能源汽车销量情况

序号	省市	2015年3月 (辆)	2014年9月-2015年3月 (辆)
1	上海	1756	13129
2	北京	385	6722
3	江苏	239	6649
4	浙江	182	5867
5	湖南	1255	3093
6	广东	487	2671
7	安徽	208	2135
8	深圳	95	2063
9	湖北	131	1844
10	四川	77	1562
11	天津	113	1305
12	陕西	79	1024
13	河南	131	786
14	山东	146	700
15	河北	87	403
16	青岛	56	373
17	江西	13	317
18	大连	98	253
19	山西	10	211
20	重庆	11	201
21	福建	50	182
22	厦门	13	105
23	云南	4	97
24	宁波	12	46
25	吉林	4	43
26	海南	1	19
27	贵州	1	8
28	辽宁	0	6
29	广西	1	4
30	甘肃	0	3
31	青海	2	3
32	内蒙古	0	1
合计		5647	51825

来源：工信部，国金证券研究所

銷售新能源客車18637輛，同比增長80.54%，其中新能源公交客車16,412輛，佔88.06%。

同樣來自中汽協的數據顯示，2014年純電及插電新能源汽車生產78,499輛，銷售74,763輛，比上年分別增長3.5倍和3.2倍，新能源汽車銷量中，轎車佔比71%（53,082輛）、其他乘用車佔比1%，客車佔比27%（20,186輛），貨車佔比1%。

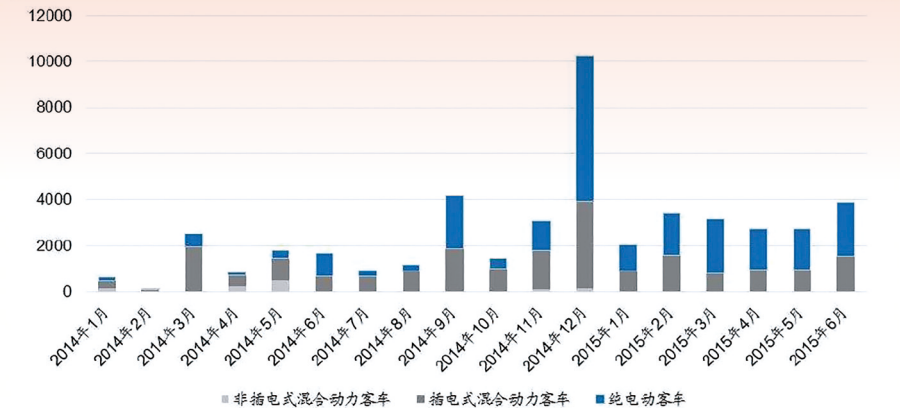
因此，新能源車輛作為一項新生事物，2014年銷量在商用車（客車+貨車）銷量中的滲透率僅0.05%左右，在客車銷量中的滲透率僅3%左右，而在乘用車中僅為0.3%左右，年銷量即便增長10倍，成長增長空間也仍然十分巨大。

低速微型電動汽車的推廣一直存在很大爭議，長期處於被邊緣化狀態，但是卻有很大需求。低速微型電動汽車的單月銷量和累計銷量缺乏權威的統計數據，據不完全統計2014年全國低速微型電動汽車年產接近40萬台。

2015年前六月，工信部統計內取得乘用車資質的整車企業生產的A00級別純電動汽車累計銷量佔電動汽車總銷量比例為58%，可見微型電動車市場不容忽視。

目前，以山東省為代表的十多個省區出台了低速微型電動汽車管理辦法，規範低速電動汽車市場。我們認為，低速微型電動車的價格優勢和短途使用的便捷性客觀存在，並且存在巨大的消費需求。合理的引導低速微型電動汽車市場發展，形成規範化、保質量的生產和管理體系，將極大地促進中小型新能源汽車市場的發展，加之

圖表 6：2014 年至 2015 年 6 月起新能源客車純電動客車銷量情況



來源：diew, 國金證券研究所

圖表 7：新能源公交客車相對經濟性分析

12米公交客車-上海	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	备注
車輛購置-傳統車	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	
車輛使用-傳統車	20.1	20.1	20.1	20.1	20.1	20.1	20.1	20.1 假设柴油不涨价
柴油補貼	9.6	8.2	6.7	5.8	4.8	3.8	3.8	3.8 假设柴油不涨价
年度動力成本-傳統車	10.5	11.9	13.3	14.3	15.3	16.2	16.2	
6年累計成本-傳統車	107.8	116.4	125.1	130.8	136.6	142.3	142.3	
車輛購置-EV	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0 假设EV不降价
車輛購置補貼	100.0	100.0	92.0	73.6	73.6	55.2	55.2	55.2 補貼按政策降低，假设不能达到最高级别能效
車輛購置淨價-EV	50.0	50.0	58.0	76.4	76.4	94.8	94.8	
車輛使用-EV	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5 假设充电服务费0.8元/度，基础电费平均0.4元/度，电耗1.3度/公里，服务费及电费不降低
車輛運營補貼	0.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
年度動力成本-EV	12.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	
6年累計成本-EV	124.9	76.9	84.9	103.3	103.3	121.7	121.7	
更換EV回收期（車價差異/使用成本差異）	無法回收	0.7	1.5	3.2	2.9	4.2	4.2	4.2 不考虑运维费用差异，回收期应低于5年
車輛購置-PHEV	93.3	93.3	93.3	93.3	93.3	93.3	93.3	93.3 假设PHEV公交不降价
車輛購置補貼	50.0	50.0	40.0	32.0	32.0	24.0	24.0	24.0 补贴按政策降低，假设不能达到最高级别能效；按照2016年补贴区间，预计主力车型采用50至100公里纯电里程配置，至少需20kwh电池系统
車輛購置淨價-PHEV	43.3	43.3	53.3	61.3	61.3	69.3	69.3	
車輛使用-PHEV	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0 假设充电服务费不降低，节约率30%，电耗0.2度/公里，电力及服务成本假设同上
車輛運營補貼	0.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	
年度動力成本-PHEV	16.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	
6年累計成本-PHEV	139.1	115.1	125.1	133.1	133.1	141.1	141.1	
回收期（車價差異/使用成本差異）	0.3	0.0	6.0	7.0	4.9	5.7	5.7	5.7 不考虑运维费用差异，回收期应低于5年

來源：國金證券研究所

中小型車代步屬性強，便於發展分時租賃、整車出租、換電及電池租賃等模式，可以培育新型的交通服務體系，增強新能源交通的滲透力。

山東是全國最大的低速電動汽車市場，產銷量高、企業密集，同

時有地方政策支持。近幾年，山東低速電動汽車生產企業投資規模不斷擴大，2014年山東省低速電動汽車產量達到18.74萬輛，同比增長50.46%。2015年山東國際新能源汽車展覽會在濟南舉行，隨著江

准、眾泰、吉利、中通等傳統車企加入，以及雷丁、禦捷、道爵、寶雅、時風等一批低速電動汽車企業逐漸崛起，低速電動汽車正在經歷從量變到質變的過程，整個行業呈現崛起之勢。

目前國家層面純電動車的製造准入和規範化已經放開，准入門檻大大降低，最低技術要求提升，由「雙80」，即最高續航80公里、最高車速80公里／小時，提升至「雙100」，即最高續航100公里、30分鐘最高車速100公里／小時，且多家主流汽車企業正式介入，鋰電車型正在加速上市，補貼後價格與鉛酸版接近，里程、質保均更有保障，因此我們預計鋰電版本低速電動車的市場份額將加快提升。

### 新能源客車及商用車市場高速增长：優勢更易接受

城市公交是最適合純電動客車服務的市場：路綫固定，車速不高，對於充電設施佈置、車輛和電池維修維護、車輛運行安全等工作的安排都提高了相較新能源乘用車大得多的便利性；傳統柴油公交客車雖然數量遠不如傳統乘用車，但每天行駛里程長，且在城市工況怠速狀態下，發動機排放大幅提升，排出的黑煙作為一個單獨的排放點，對於城市形象和城市居民呼吸道健康的殺傷力十分巨大。

過去5年中，城市公交新能源化的阻力主要在於：公交企業作為政府所轄企業，政治覺悟高、安全意識強，在關乎乘客安全和便利的公車上，沒有經過小範圍先行先試，即便電池和車輛企業承諾5年甚至更高的質保期，仍不願迅速

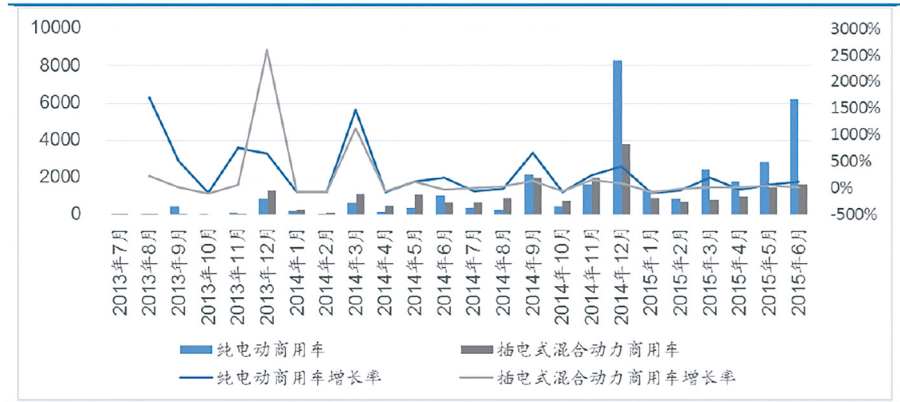
上馬；同時公交客車採購最終還是城市政府買單，而公交企業往往虧損，自身融資能力弱，都需要市政府進行兜底，因此，大量購置初始價格高的電動大巴的投入也需要可行性基本確定後，再配合國家補貼到位速度，進行車輛購置。

目前，國家給予10米以上插電

式客車25萬元補貼，6~12米純電動客車30~50萬元補貼。

2015年1-7月份，新能源汽車累計生產9.89萬輛，同比增長3倍。其中，純電動商用車生產2.19萬輛，同比增長近7倍；插電式混合動力商用車生產8,041輛，同比增長85%。

圖表 8：2013 年 7 月至 2015 年 6 月 新能源商用車 產量



來源：工信部數據整理，國金證券研究所

圖表 10：歷年純電動及插電式混合動力汽車補貼標準對比

時間	2010-2012	2013	2014-2015	2016	2017-2020
補貼範圍	符合要求的純電動、插電式混合動力汽車	符合要求的純電動、插電式混合動力汽車以及燃料電池汽車			
補貼標準	依據動力電池組能力確定	乘用車以純電動行駛里程 R 為標準，客車以車身長 L 為標準	乘用車以純電動行駛里程為標準，客車綜合車身長 L、單位載質量能量消耗量以及純電續航里程 R 為標準	乘用車以純電動行駛里程為標準，客車綜合車身長 L、單位載質量能量消耗量以及純電續航里程 R 為標準	乘用車以純電動行駛里程為標準，客車綜合車身長 L、單位載質量能量消耗量以及純電續航里程 R 為標準
補貼金額	1.純電動汽車：按 3000 元/千瓦時。最高 6 萬元 2.插電式混合動力車：按 3000 元/千瓦時。最高 5 萬元	1.純電動乘用車：80≤R<150 補貼 3.5 萬元；150≤R<250 補貼 5 萬元；R≥250，補貼 6 萬元 2.插電式混合動力乘用車：R≥50 補貼 3.5 萬元 3.純電動客車：6≤L<8，補貼 30 萬元；8≤L<10，補貼 40 萬元；L≥10，補貼 50 萬元 4.插電式混合動力客車：L≥10 補貼 25 萬元 5.燃料電池乘用車：補貼 20 萬元/輛 6.燃料電池商用車：補貼 50 萬元/輛	2014 年補貼標準按照 2013 年補貼標準下降 5%；2015 年補貼標準按照 2013 年補貼標準下降 10% (2015 年 80≤R<150 補貼 3.5 萬元，150≤R<250 補貼 4.5 萬元，R≥250，補貼 5.4 萬元)	1.純電動乘用車：100≤R<150，補貼 2.5 萬元(減少 6 千元)；150≤R<250，補貼 4.5 萬元(不變)；R≥250，補貼 5.5 萬元(增加 1 千元)； 2.插電式混合動力乘用車(含增程式)：R≥50 補貼 3 萬元 3.新能源客車補貼標準根據單位載質量能量消耗量、車長以及純電動行駛里程綜合而定， 細則見表 10 4.燃料電池乘用車：補貼 20 萬元/輛 5.燃料電池輕型客車、貨車：補貼 30 萬元/輛 6.燃料電池大中型客車、中重型貨車：補貼 50 萬元/輛	2017-2018 補貼標準按照 2016 年補貼標準下降 20%；2019-2020 補貼標準按照 2016 年補貼標準下降 40%
補貼對象	對試點城市的私人購買、登記註冊和使用的 新能汽車給予 一性性 助助	補貼對象是消費者，消費者按銷售價扣減補貼後支付	補貼對象是消費者，消費者按銷售價扣減補貼後支付	補貼對象是消費者，新能汽車企業按照扣減補貼後價格與消費者進行結算，中央財政按程序將企業整 付的 助助 資資 金金 全全 部部 預預 撥撥 給給 生生 產產 企企 業業	補貼對象是消費者，新能汽車企業按照扣減補貼後價格與消費者進行結算，中央財政按程序將企業整 付的 助助 資資 金金 全全 部部 預預 撥撥 給給 生生 產產 企企 業業
推廣城市	全國 25 個新 能能 源源 試試 點點 城城 市市	重點在京津冀、長三角、珠三角等細顆粒物治理任 務務 較較 重重 的的 區區 域域，選擇積極性高的特大城市或城市群 實實 施施	全國範圍	全國範圍	全國範圍

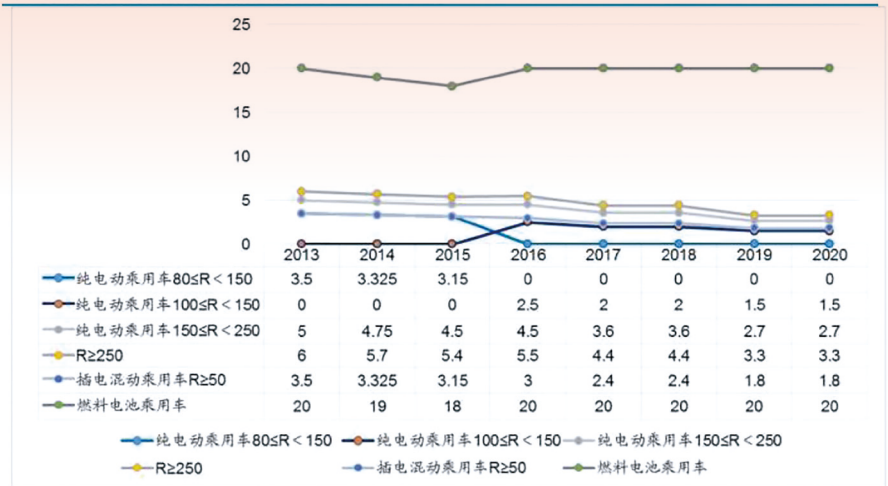
來源：財政部，工信部，國金證券

純電動商用車中，純電動客車的高速增長與新能源公交運營補貼直接相關：2015年5月14日，財政部公告《關於完善城市公交車成品油價格補助政策，加快新能源汽車推廣應用的通知》，2015-2019年，現行城市公交車成品油價格補助中的漲價補助以2013年實際執行數作為基數逐步遞減，漲價補助數額與新能源公交車推廣數量掛鉤，完成推廣比例目標方可給予運營補助，未完成目標扣減20%油價補助；現行城市公交車成品油價格補助中的漲價補助以2013年作為基數，逐年調整，2015年減少15%，2019年減少60%，2020年以後根據城市公交車用能結構情況另行確定；對納入工業和信息化部「新能源汽車推廣應用工程推薦車型目錄」、年運營里程不低於3萬公里（含3萬公里）的新能源公交車以及非插電式混合動力公交車，按照其實際推廣數量給予運營補助；10米以上純電動公交年度運營補貼為8萬元，插電混合動力公交運營補貼為4萬元，非插電混合動力公交車補貼為2萬元；

上述政策中，對各地區新能源公交車推廣情況進行考核，完成新能源推廣目標方可給予新能源公交車運營補助，未完成目標的，不但無法獲得新能源公交運營補貼，且按照一定比例扣減該地區公交用柴油漲價補助；這一規定將新能源車型推廣目標完成情況與傳統車補貼相掛鉤，使得新能源汽車與傳統車的推廣從對立變為統一；

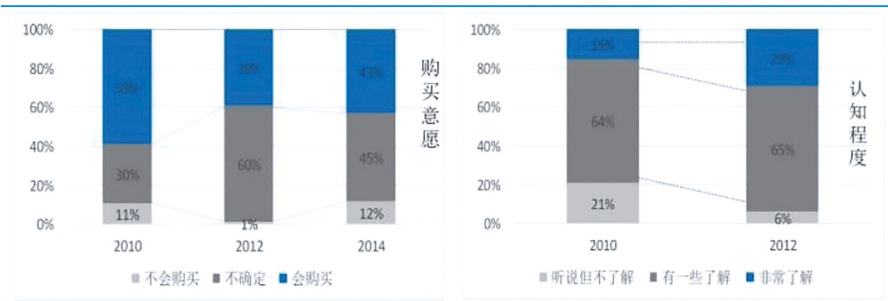
根據2009年發佈的《關於成品油價格和稅費改革後進一步完善糧食農民部分困難群體和公益性

圖表 11：历年纯电动乘用车补贴价格



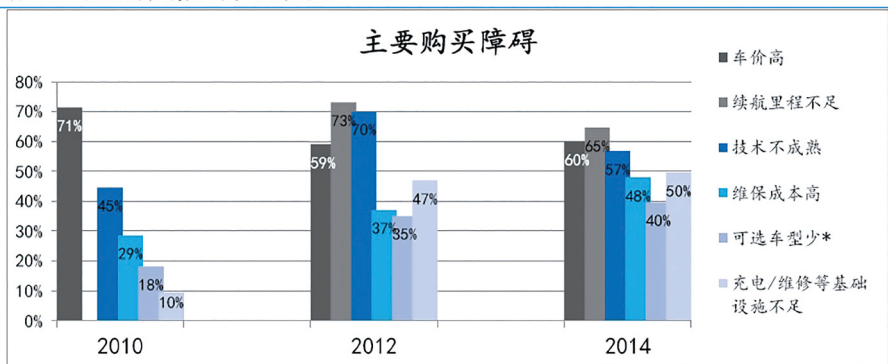
来源：财政部，工信部，国金证券

圖表 13：历年我国消费者对于新能源汽车购买意愿与认知程度的变化



来源：JD Power，新华信，长城汽车，国金证券研究所

圖表 14：新能源汽车消费主要障碍因素变化



来源：JD Power，新华信，长城汽车，国金证券研究所

行業補貼機制的通知》及2010年發佈的《城鄉道路客運成品油價格補助專項資金管理暫行辦法》中規定，當柴油價格高於3,870元/噸（約合3.29元/升）時啟動補貼，對城市公交企業的油價補貼，中央

財政全額負擔，對農村道路客運，當柴油出廠價在3,870元-5,070元/噸時，中央財政負擔50%，柴油出廠價高於5,070元/噸的部分，中央財政負擔100%；目前上海0號柴油價格為6.27元/升，因此，以上



海地區為例，中央財政城市12米公交油價補貼接近3元/升，公交車輛每年行駛8萬公里左右，百公里油耗為40升，則每輛柴油公交每年整體油費為20萬元，油價補貼為9.6萬元，淨動力成本為10.4萬元；12米純電動大巴能耗為1.3度/km，行駛里程相同，保守按照0.5元/度電費及0.8元/度充電服務費，則年度電力成本為13.5萬元，扣除8萬元補貼，淨動力成本為5.5萬元，年度動力費節約4.9萬元；普配12米柴油大巴售價約40萬元，同等配置純電動新能源大巴售價約為120~150萬元（250度動力電池系統購入成本約70萬），考慮國補及地補100萬元，純電動車型淨售價為20~50萬元，差價為-20~10萬元，不考慮維保成本節約，回收期為0~2年，隨著油價補貼的減少，綜合投資回收期還有望進一步縮短。

我們認為：高增長得益於經過多年的運營，公交整車及核心部件可靠性、質保要求、運營經驗均基本完成驗證，同時國家政策持續扶植，需求得以確認和釋放。

運營類車輛對新能源帶來的運營成本解決也更加敏感，在交通運輸部2015年3月18日發佈的《關於加快推進新能源汽車在交通運輸行業推廣應用的實施意見》，計劃物流、公交、出租等運營類車輛保有量在2020年達到30萬輛；在此類企業中，鼓勵城市公交、出租汽車、城市物流配送場站，符合配建條件的，結合實際需求，加快建設完善充換電設施，同時鼓勵和支持社會資本進入交通運輸行業新能源汽車充換電設施建設和運營、整車租賃、電池租賃和回收等服務領域，

鼓勵各地交通局爭取當地人民政府支持，對新能源汽車不限行、不限購，對新能源出租汽車的運營權指標適當放寬；這一系列政策使得城市內的電商、生鮮甚至專車、租車等領域的經營權向新能源汽車傾斜，而新能源汽車在補貼後，購車成本與傳統車相近，用車成本僅為燃油車的1/4~1/3，充電設施在現有集散場地建設方便，使得總體經濟性、便利性和運營資格取得優勢同時具備；因此，我們認為新能源商用車，包括物流、客運相關車型，必將在產業推廣前期快速發展。

### 補助標準細化，「退坡」倒逼市場化

2016-2020年補貼政策發佈較早，更具政策可操作性和延續性。新政策規定將在全國範圍內開展新能源汽車推廣應用工作，中央財政對購買新能源汽車給予補助。2017-2020年除了燃料電池汽車外其他車型補助標準適當退坡，其中：2017-2018年補助標準在2016年基礎上下降20%，2019-2020年補助標準在2016年基礎上下降40%，而之前補貼政策是逐年退坡的。2014年和2015年，純電動乘用車、插電式混合動力（含增程式）乘用車、純電動專用車、燃料電池汽車補助標準在2013年標準基礎上分別下降5%和10%，純電動公車、插電式混合動力（含增程式）公交車標準維持不變。

眾所周知，新能源汽車行業長期得益於政策補貼，使得大批企業蜂擁而入，實力良莠不齊。「退坡」政策對於一些企業規模小，產能低而成本高的企業給予一定程

度的打擊，而對於形成規模效益的大型企業則影響較小，這一舉措一定程度優化了產業品牌規模，使得新能源汽車企業朝著大規模低成本的模式發展。其次，「退坡」政策也提高了新能源汽車補貼的門檻，將這也倒逼新能源車企在技術與性能上精益求精；此外，新能源汽車行業屬於政策傾向型行業，當行業技術日趨完善，市場日趨穩健，「退坡」政策必將出現，這也表明了新能源汽車補貼政策的可持續性與政府的支持決心，警示國內新能源車企更加注重技術研發，和跨國同行同台競爭，同時也暗示了政府認為行業已經發展到能夠承受補貼降低和標準提高的階段，對於市場推廣可行性也已基本確認，可以放手接受市場的洗禮得以穩健成長。

退坡制度設置的補貼路徑十分具有前瞻性，目前新能源汽車整體規模僅為傳統汽車的極低比例，在規模效益未形成之前成本較高，需要政府扶持。然而隨著新能源配套充電設施逐步完善，新能源企業的銷售規模擴大必將使得成本下降，企業逐步實現自食其力。

新補貼政策相較以前政策，在車型和補貼力度上存在一些細微差別，這也暗示了國家對於新能源汽車性能、技術的引導趨勢。

在乘用車方面，2016年純電動乘用車按里程補貼分別為2.5萬元、4.5萬元、5.5萬元，相較2015年對應里程補貼的3.15萬元、4.5萬元、5.4萬元，補貼標準降幅較小，也給新能源車企更加充分的時間準備。

續航里程方面，此次補貼對續駛里程提出更高要求，續駛里程在

80-100公里的車型將無緣補貼，續航里程在100公里到150公里補貼下降最多，達到6,500元；對於輕型電動車的補貼大幅下降，以及獲得門檻起始里程的增加，暗示國家對鉛酸低速電動車的發展持保留意見，防止低水平發展，而對於輕型電動車的低成本，尤其是兩座微型電動車的低成本有認知，事實上此類車型（眾泰）即便降低6,500元補貼，預計車企銷量的上升帶來的成本下降預計可基本消化此部分補貼減少。

新政補貼的「一升一降」反應了政策引導企業生產長續航里程的新能源汽車；能源類型方面，插電式混合動力乘用車嚴格按照「退坡」制度，補貼逐年下降。

仔細對比可知，續航里程在100-150公里的純電動車降幅比插電式混合動力汽車要大，與插電混動成本相對低里程純電動車型更高的行業實際情況，並把電池配備較少車型的需求往插電式混動技術引導；

另外，2016年補貼惠及貨車，對純電動專用車、貨車給予每千瓦時1,800元的補貼，暫未設置上限，部分地區（廣州）將上限設置為15萬元，即扶持城市快遞物流用中小型物流車。

### 補貼實行普惠制，不再區分試點城市

2016-2020年明確將不再限定試點城市，同時要求地方政府科學制定地方扶持政策，與中央財政形成合力，對新能源汽車車輛購置、公交車運營、配套設施建設等方面出台相關政策措施，特別

是公交、環衛等公益性行業。補貼面向全國的消費者（私人和運營企業），將為有實力和有準備的企業提供更大的市場空間。

此外，新政補貼明確說明享受補貼的車型為進入國家新能源汽車目錄的新能源汽車。補貼車型目錄由國家統一頒發，各地方不再發佈當地車型補貼名錄，該舉措將有效打擊「地方保護」，防止地方政府各自為政為外地生產車型進入本地設置政策壁壘，更加有利於新能源行業在各個地區的均衡發展。

### 准入標準範圍放寬，技術要求提高

國家利好新能源汽車行業的政策頻繁發佈，讓眾多新能源車企如沐春風。為了支持更多社會資本逐鹿新能源汽車行業，加速市場化，該規定從兩個層面放寬准入標準。

首先是摒棄行業壁壘，相較原政策中必須是傳統的整車製造商，且具備3年以上純電動汽車研發基礎的企業才夠格。新政策規定只要擁有完整的純電動汽車研發能力即可申請入行。傳統整車製造商雖然在技術上具備先發優勢，但在新能源汽車行業未能在市場上取得全面突破之時，仍有市場份額較大的傳統車領域作為支撐，多將新能源汽車行業作為培育的新業績增長點，仍然存在新能源做得不好再次轉頭做傳統車的可能，因此部分傳統車在發展新能源汽車領域未能破釜沉舟，略顯驅動力不足。該舉措意圖動員市場最先進的科研力量以及創新資本介入新能源汽車領域，為新能源汽車領域引進攪動市場的「鮎魚」，使得

一些在新能源汽車領域技術積累豐厚，位於產業鏈某節點的企業，亦或是具備創新精神，攜帶「矽谷基因」的互聯網企業不再受限於「借殼生產」，規避條條框框，對新能源汽車市場發起規模空前的衝擊，加速行業市場化。其次，該規定對企業投資項目的投資總額和生產規模不再設限，放手完全由投資主體自行決定。相較傳統汽車追求規模經濟效益，目前中國新能源汽車正處於發展初期，市場規模較小，追求規模經濟效益並非首要目標，只要是掌握純電動車核心技術並具備創新推廣能力的企業均可加入行業競爭。

該規定嚴格把關申請企業的每一個產業週期。申請時需得到「技術牌照」與「信譽牌照」方可入行，退出時有嚴格的退出機制，企業退出行業並不意味著企業責任的終結。國家發改委聯合工業和信息化部將集合社會各方行業專家，形成純電動乘用車行業專家庫，對新申請企業將抽調專家庫進行審核，若企業的具體產品達不到試製樣車技術水平，依然有被專家庫揪出的可能。該審核從入行到後期生產具有長期延續性，將有效督促企業的產品性能達標。此外，新建企業在申請時需要提供信譽較好的擔保企業和經公證的擔保期不低於五年的擔保合同，督促企業履行保障消費者權益的社會責任，該舉措規避了新企業進入行業因發展前景難以預料而退出行業對消費者造成的售後風險，利用擔保企業可以消除消費者購買的後顧之憂，有利於行業長期健康發展。此外，新建企業的純電動乘用車產品有

效期為三年，每三年一次的審核將淘汰掉技術難以革新，發展停滯不前的企業，也規避了意圖借助新能源政策春風實現投機的部分企業。

放開企業入行標準，從一定程度上破除了地方性補貼政策的「地方保護」。新能源汽車行業在中國各地區省市的發展程度參差不齊，對於沒有新能源汽車相關製造生產企業的城市，因為不願出資地方財政補貼其他地區城市的企業，政府對新能源示範補貼的熱情不高。新能源企業「准入門檻」的放寬將一定程度實現新能源汽車行業的地域性均佈，改變新能源汽車製造的全國佈局，有利於各地區的均衡加速發展。

新能源企業准入門檻的放寬並不意味著門檻的降低。雖然摒棄了入行的行業壁壘，對企業資本規模不設限，但從技術層面，新入行新能源企業必須具備從概念設計、系統和結構設計到樣車研製、試驗、定型的完整研發經歷，同時具有專業研發團隊和整車正向研發能力，掌握整車控制系統、動力蓄電池系統、整車集成和整車輕量化方面的核心技術以及相應的試驗驗證能力，擁有純電動乘用車自主知識產權和已授權的相關發明專利，以及具有整車試製能力，完整的純電動乘用車樣車試製條件，包括車身及底盤製造、動力蓄電池

系統集成、整車裝配等主要試製工藝和裝備。可見規定放寬了准入範圍，但對企業的研發能力、技術創新要求更加嚴格，加之每三年一次的產品審核，將有效刺激行業技術的快速革新。

### 新能源乘用車消費者認知提升，購買意願回升，走向成熟

自2009年國家正式出台新能源汽車推廣政策，伴隨著產業鏈各個環節的發展進步，汽車車型不斷增加，通過廠商營銷、媒體報道甚至資本市場對於新能源汽車市場的方方面面的推介、分析和傳播，消費者對於新能源汽車的認知大大增加，由2010年僅有15%左右的受訪消費者對新能源汽車「非常了解」，到2014年約每3位受訪消費者中就有1位表示對新能源汽車「非常了解」，表示完全不了解的受訪消費者比例從2010年的19%下降至2014年的6%。

### 車價和續航仍然是購置新能源乘用車的主要障礙

未來需求可否持續，取決於整個產業鏈業者如何解決目前阻礙消費者下單購買的主要障礙因素，以及能在多大程度上、以多快的速度解決這些障礙因素，隨著「理性購買意願」的回升，以及新能源汽

車實際駕駛者的增多，各主要因素的影響正在發生變化：

主要障礙因素包括：成本（購置成本、維保成本），使用便利性（充電、維護、續航里程）因素，心理（可選車型的多少，技術成熟度的感覺）；

隨著新能源車使用者的增多，對於維保成本、便利性以及可選車型的需求增多，也側面反映了消費意願的提升；

隨著人均收入的增加和整體經濟形勢的發展，以及高端電動汽車進入市場對於新能源汽車定位和定價的影響，初始購置成本的影響有所下降，政府的購車優惠以及優惠發放的方式變化（汽車售價中直接扣除），以及租賃、分期付款等支付模式的推出，也有助於降低消費者對於初始購車成本的顧慮。

但是，從主要障礙因素中可以看出，車價和續航仍然是影響消費的主要因素，而且續航與充電需求是一個蹺蹺板的兩面，續航里程的增加會改變對充電便利性和充電方式的需求，但車價的降低和續航的提升預計將會顯著降低消費者對於新能源汽車技術不成熟的感受，從而大幅促進新能源汽車的消費增長。

# 乳品行業分析

## 中國乳業經濟概覽：乳品加工主導，規模養殖興起

2014年，中國奶源供應中進口奶粉和進口液態奶折原奶量合計達748萬噸，佔國內原奶生產量的19%，表明中國乳業已不再是一個封閉的產業。整條乳業產業鏈中，最重要的兩個環節是上游養殖和中游乳品加工。

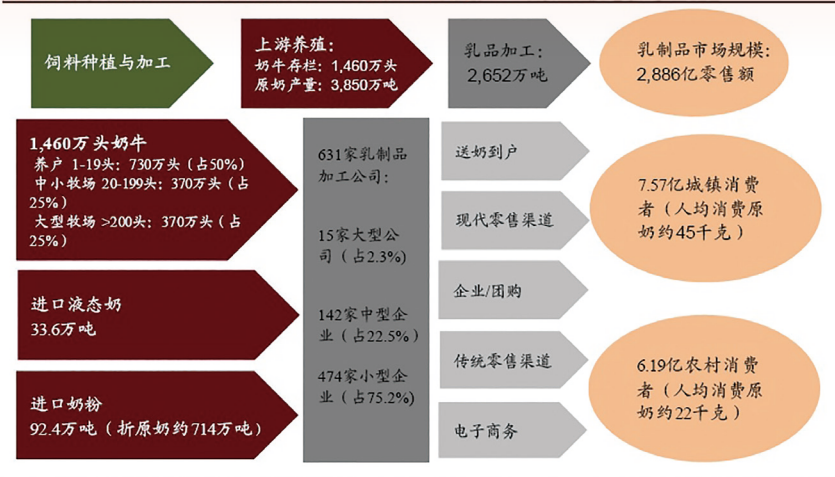
中國上游養殖環節目前存在三種主要模式，即散養模式、小區模式和規模化模式。三聚氰胺事件後，國門加速向海外奶源敞開以補足內需。前兩種模式因資金和土地等資源的限制，加之沒有充足的時間準備，難以適應國際競爭，未來退出速度可能變快。中國有望迎來全面規模化牧場時代。

中游乳品加工企業仍然主導整條產業鏈，有較高的議價能力。但鑒於供應鏈穩定和食品安全，乳品加工企業對上游規模牧場的依賴程度有所上升。當前，牧場龍頭紛紛試水一體化模式，既可以降低利潤率波動風險，亦能提升對乳品加工企業的話語權。同時，大型龍頭乳企積極佈局海外意在增加國際定價權和優化長期成本曲線。下游消費者結構分佈上，佔人口比例45%的農村人口折原奶消費量不到城鎮人口的一半，未來乳品消費量增主要來自三四綫及以下城市。

### 進口乳品長期補充國內奶源供應短缺

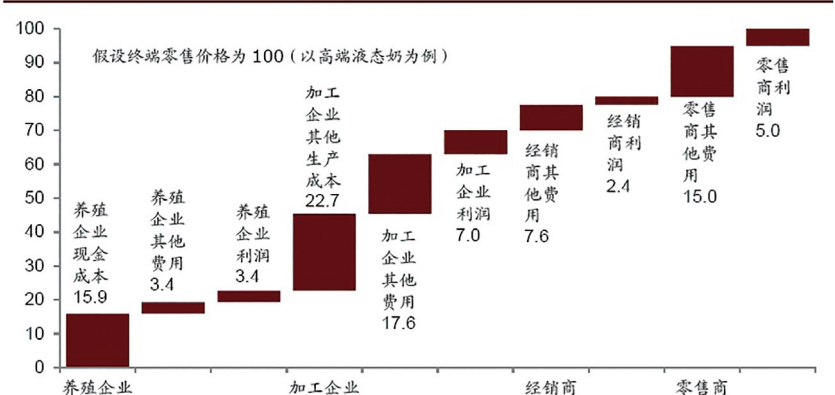
中國乳品進口的根本原因是國內上游奶源供應無法滿足日益增長的下游乳品需求。我們預計十三五期間（2016至2020年）國內原奶供應增速僅為1%，仍將低於同期終端乳品折原奶需求增速的3%。

圖表 1：中國乳業產業鏈及乳業經濟概貌（2014年）



資料來源：中國奶業年鑑，中國海關，中國國家統計局，歐睿資訊，上市公司資料，中金公司研究部

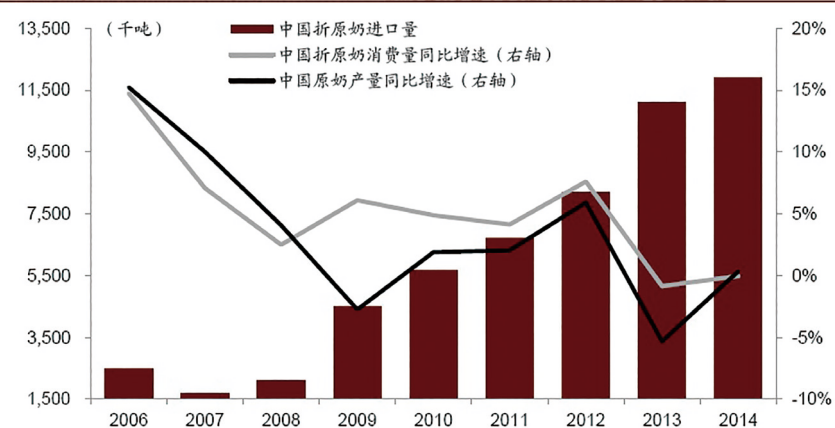
圖表 2：中國乳業價值鏈分佈



注：基於2014年數據測算

資料來源：上市公司資料，中金公司研究部

圖表 7：中國原奶需求增長帶動進口增加

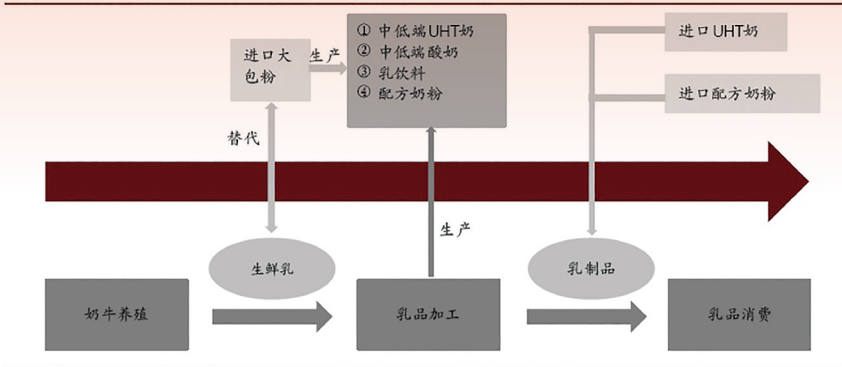


資料來源：中國奶業年鑑，中國海關，中金公司研究部

2008年的三聚氰胺事件之前，中國乳品消費除少量從海外進口（不到30萬噸，折原奶自給率達97%），大部分以自產自足為主。當時，下游乳企多採取重市場的輕資產商業模式以滿足快速增長的下游需求，但缺乏對上游的足夠投資和監管。同時，鬆散型上游養殖模式已逐步跟不上下游需求的發展。三聚氰胺事件是中國上游奶源瓶頸與下游需求增長矛盾的一次集中爆發，也是對中國乳業上游的一次重創。

2008年10月簽署的中新自貿協定標誌著中國乳業全球化的開啟，主要以原料輸入（大包粉）以滿足（釋放）中國乳品需求增長。2008年至2013年，中國折原奶總需求的複合增速達4.4%，而上游原奶產量複合增速僅為0.3%，原奶自給率從2008年的97%下滑至2013年的80%。

圖表 9：進口乳製品的在中國的影響機制



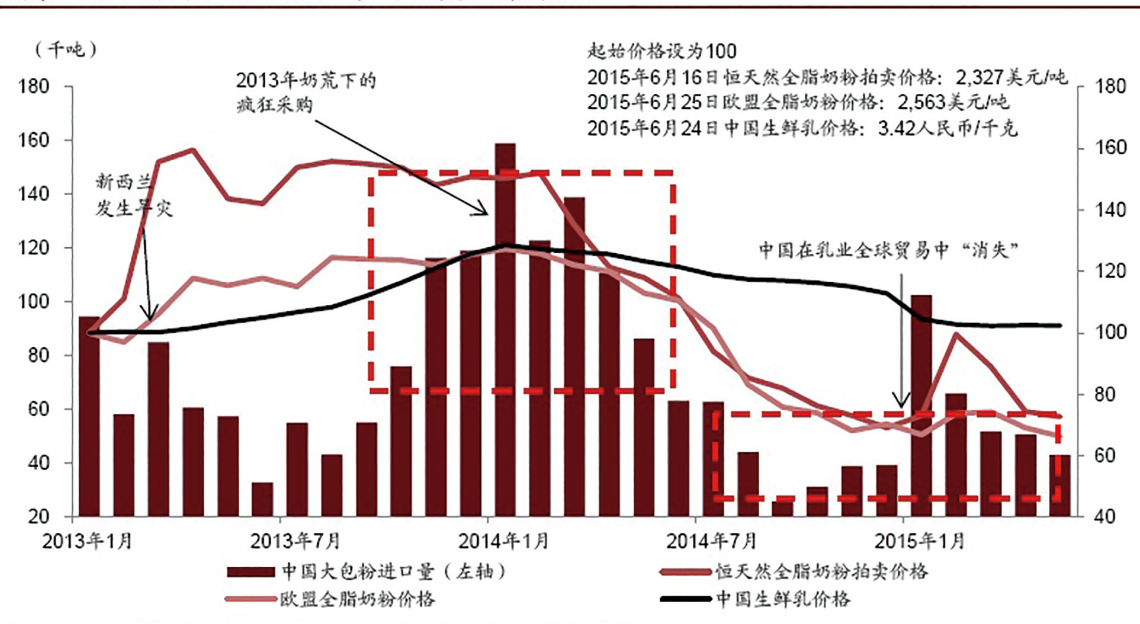
資料來源：中國海關，中金公司研究部

圖表 16：中國原奶價格底盤盤整已達3個月之久



資料來源：中國農業部，中金公司研究部

圖表 17：國內乳企大包粉採購誤判至庫存積壓



資料來源：中國海關，彭博資訊，中國農業部，中金公司研究部

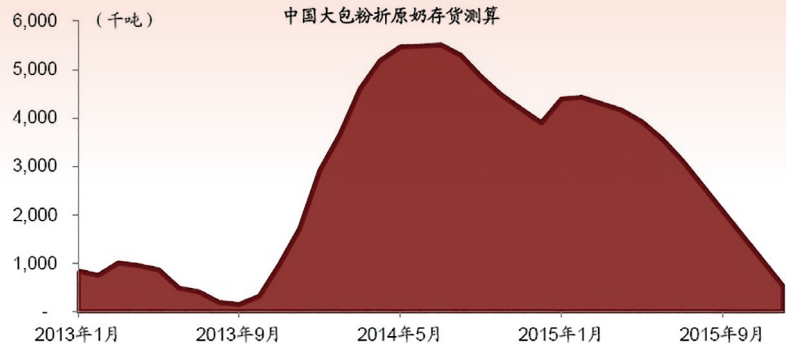
## 進口乳品對中國乳業的影響 總體溫和有限

進口乳品對中國乳業的影響機制主要分為：1)生產環節使用大包粉替代本地生鮮乳；2)進口成品對終端消費的競爭影響。進口大包粉平均完稅價格比國產大包粉出廠價低近50%，而進口液態奶完稅價格比國產高端UHT奶的出場價格低近20%。而且，全球乳業主產國集團近來頻頻通過政策或貿易手段覬覦中國市場。儘管乳品進口對中國乳業產生一定的擾動不可避免，但我們認為這種影響總體上是溫和並且有限的。

## 規模牧場引領產業加速轉型 升級

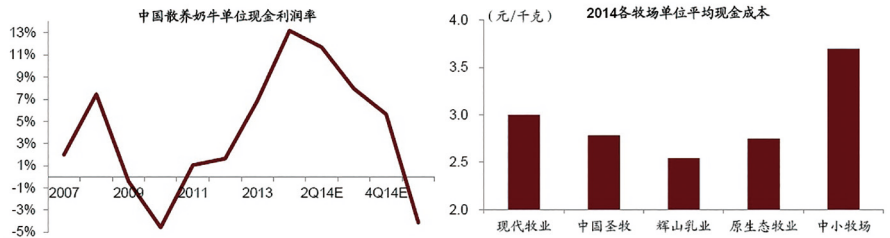
全球化下，中國乳業強國之路要求轉變上游養殖粗放發展模式，逐步走精細化規模化之道，主要是由於：1)中國自身資源稟賦未來無法支持奶牛存欄量粗放式增長；2)下游乳企供應鏈協同和食品安全考慮；3)長期國際成本競爭考慮。乳品進口在需求端補足國內供需缺口，同時也是推動上游轉型升級的外力之一。

圖表 18: 預計中國大包粉庫存至 2015 年 4 季度回落至合理水平



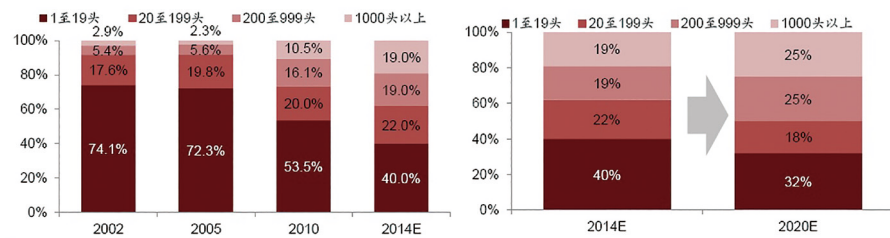
資料來源：中國海關、彭博資訊、中國農業部、中金公司研究部

圖表 19: 散小奶農退出有望加速



資料來源：中國海關、彭博資訊、中國農業部、中金公司研究部

圖表 20: 上游集中度將進一步向規模牧場靠攏



資料來源：中國奶業年鑒、中金公司研究部

圖表 21: 中國原奶供需缺口可能繼續擴大



資料來源：中國奶業協會、中國海關、美國農業部、中金公司研究部

### 中國原奶價格有望於2015年4季度開始復甦

中國原奶價格自2014年2月頂部的4.21元/千克已經回調達16個月，跌幅19%。2013年上半年由於國內奶農退出造成國內奶源緊張和新西蘭大旱災導致全球乳製品價格暴漲，隨後國內乳企在當年下半年對供需形勢出現「集體性」談判而超量採購進口大包粉導致2014年至今國內大包粉庫存仍處高位。根據測算，中國大包粉去庫存進程可能延續至今年第4季度，之後中國原奶價格以及國際乳品價格均有望企穩抬頭。

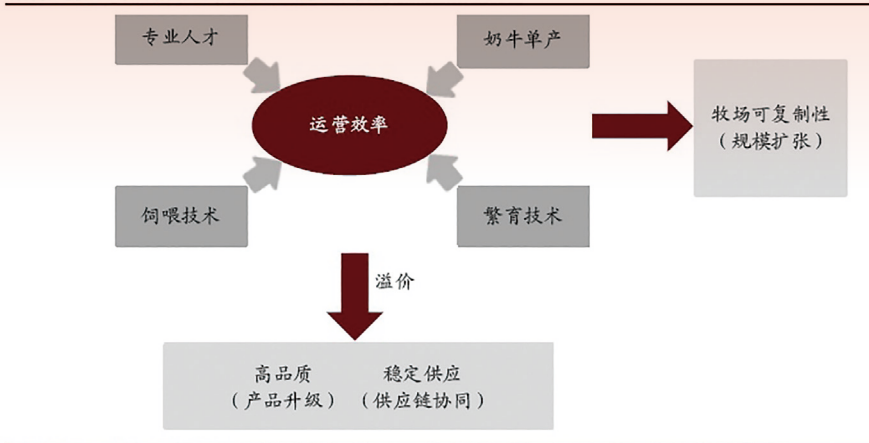
### 散小牧場退出有望提速

國內散小牧場在生產成本、原奶質量和食品安全保障等均處於下風，在進口乳品和國內規模牧場崛起的雙重影響下有望加快退出，上游集中度將進一步向規模牧場靠攏。生產成本不具備長期競爭力是散小牧場逐步退出的主要驅動力。根據我們測算，當下散養奶牛單位現金利潤已經回到水下，我們的草根調研結果也顯示，2015年內中國總體奶牛存欄量開始出現環比下滑，主要以散小農戶為主。牧場結構方面，我們預計200頭以上的規模牧場至2020年有望達到中國總存欄量的一半左右。

### 中國原奶自給率可能繼續下降

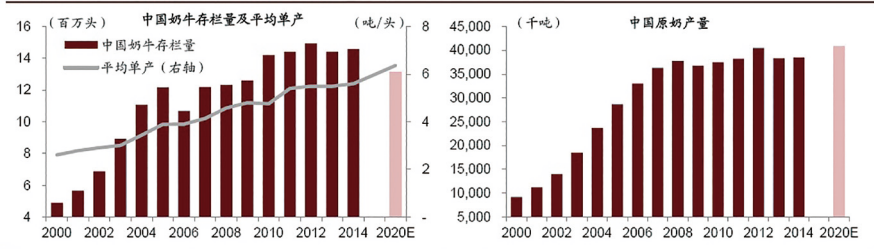
我們認為散小奶戶（原奶供應量超過國內供應量50%）退出將長期制約國內原奶供應增長（預計2016~2020年年均增速1%），而國內乳品需求中長期仍有望穩定增長（預計折原奶乳品消費量2016~2020年年均增速3%），因此中國自身上游奶源將繼續無法滿足國內乳品

图表 22: 牧场运营的关键成功要素



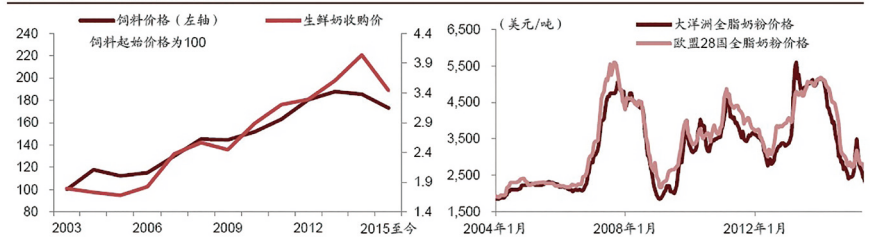
资料来源: 中金公司研究部

图表 23: 中国原奶生产过去主要由规模驱动



资料来源: 中国奶业年鉴, 中金公司研究部

图表 25: 中国饲料成本可能长期向上



资料来源: 中国奶业年鉴, 中国海关, 中国国家统计局, 彭博资讯, 上市公司资料, 中金公司研究部

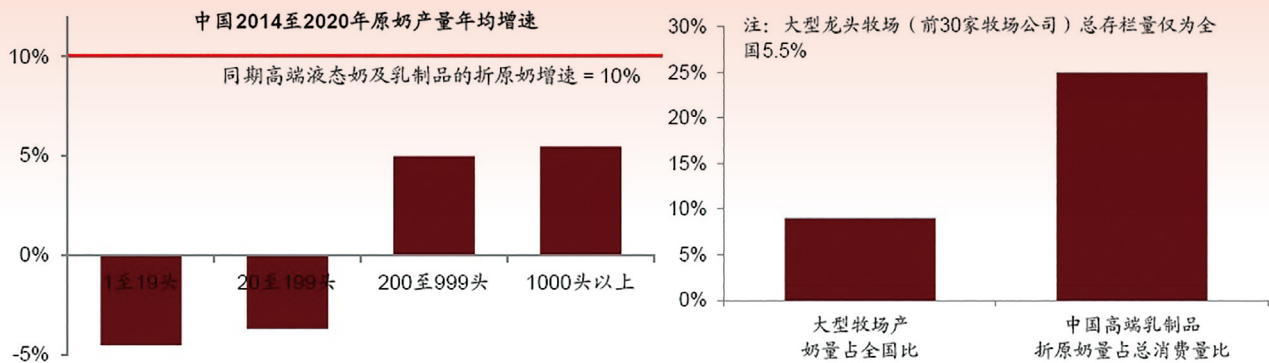
图表 26: 大型规模牧场享受奶价溢价

现代牧业	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E
原奶平均单价 (元/千克)	4.21	4.38	4.66	4.90	5.15	5.12	4.90	4.84	4.63	4.50
原奶市场均价 (元/千克)	3.41	3.46	3.61	3.95	4.24	4.15	3.96	3.85	3.50	3.41
溢价率	23%	27%	29%	24%	22%	24%	26%	32%	32%	

中国圣牧	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15E
原奶平均单价 (元/千克)	4.27	5.01	5.19	5.06	4.99
原奶市场均价 (元/千克)	3.43	3.78	4.20	3.90	3.44
溢价率	24%	33%	24%	30%	45%

资料来源: 上市公司资料, 中金公司研究部



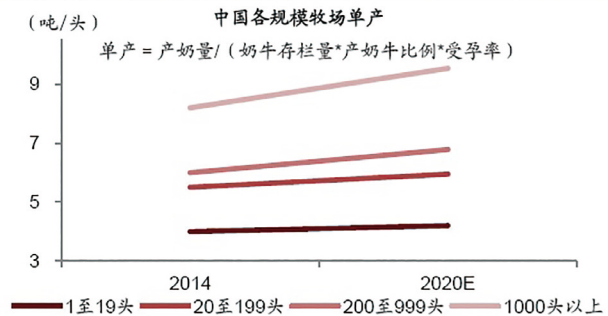
资料来源：中国奶业年鉴，商务部，中金公司研究部

需求增長，供需缺口會進一步擴大，而缺口主要以進口原料大包粉（主要是澳新地區）來補足。

### 中國原奶生產模式逐步由規模驅動轉向效率導向

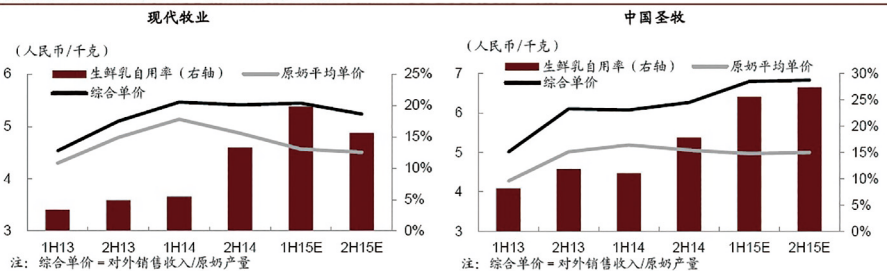
我們認為由於散小牧場加速退出、乳品需求由快速增長逐步轉入穩定增長以及中國資源稟賦的客觀現實（土地、水、飼料等）下，中國原奶生產已經開始由規模驅動為主的粗放型模式逐步轉向效率提升為主的精細化增長模式，即社會總存欄的逐步下降而單產水平的更快提升。這一轉型升級過程主要由具備資本、人力資源、土地資源、技術資源的大型牧場集團引領。在過去15年裏（2000年至2014年），中國奶牛存欄增長了199%（年均複合增長8.1%），但單產僅從2.6噸／頭上升到了5.6噸／頭（年均複合增長5.6%）未來牧場擴張和經營模式上或許還存在創新空間，但關鍵成功要素聚焦效率提升以降低單位現金成本，效率提升的空間主要來自上遊牧業發展、繁育與基因改良、飼喂改進、牧場綜合管理等。我們預計，至2020年中國奶牛存欄量有望較2014年下滑10%，但單產較2014年提升22%至6.4噸。

图表 28：大型牧场单产提升快于社会平均



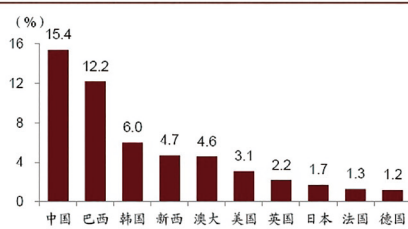
资料来源：中国奶业年鉴，中金公司研究部

图表 29：大型牧场向下一体化提升综合奶价



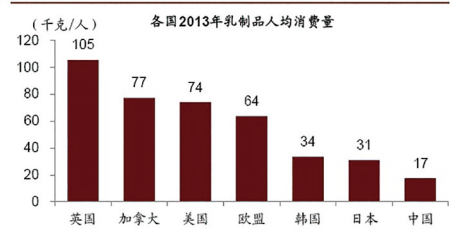
资料来源：上市公司资料，中金公司研究部

图表 30：中国乳制品消费增速高于全球主要国家



资料来源：欧睿资讯，中金公司研究部

图表 31：我国人均乳制品消费量提升空间大 (2013 年)



资料来源：中国奶业年鉴，中金公司研究部



## 中國原奶價格成本驅動為主，但國際幹擾波動可能加劇

中國原奶價格長期走勢以成本驅動為主。因為當下散小奶戶仍貢獻超過50%國內原奶供應，所以這條成本綫指向的是散小奶戶的成本綫。成本驅動型的定價機制也決定了短期飼料成本疲弱的情況下，未來6~12月國內原奶價格反彈以「溫和復甦」形式的概率較大。

未來隨著國內原奶自給率的進一步下降，預計國際乳品價格週期性波動對中國奶價的擾動可能變大。但中國自身相對較高的養殖成本（高奶價的根本原因）和以散小牧場為主的供應結構決定了中短期中國奶價不可能向國際水平趨同。長期奶價可能下行的前提是社會平均生產成本下行以及動態平衡過程中保證規模牧場擴張的合理經濟現金利潤。

## 規模牧場龍頭奶價中期仍有望享受溢價

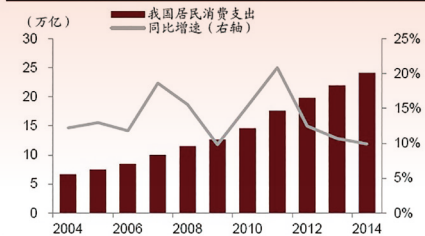
規模牧場龍頭企業優質原奶一直享受價格溢價，主要是受益於：1) 下游高端液態奶快速增長而上游優質奶源稀缺；2) 大型牧場能更好確保食品安全；3) 大型牧場能確保下游乳企供應鏈更加穩定。我們認為，規模牧場龍頭享受原奶價格溢價的驅動力中期仍將成立，因為稀缺性未來並無明顯減弱趨勢：規模牧場龍頭企業原奶產量年均增速2016~2020年預計5~6%，而同期高端液態奶及乳品消費量的折原奶增速預計約為10%；大型龍頭牧場（前30家牧場公司）總存欄量僅為全國5.5%，產奶量約為全國總產量9.0%，而中國高端乳品消費量折原奶量佔總消費量的達到25%（2014年）。

图表 32: 我国实际 GDP 增速高于全球主要国家



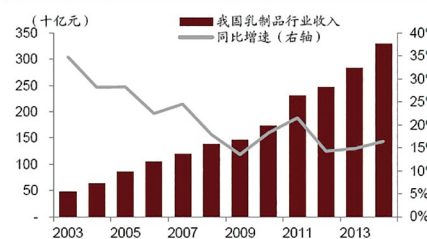
资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表 33: 我国居民消费性支出长期保持两位数以上水平



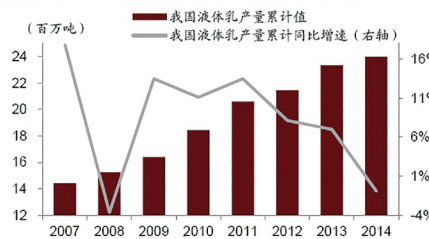
资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表 34: 乳制品行业收入及增速



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表 35: 液体乳行业产量及增速



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表 36: 2013~2014 年主要乳企提价幅度

时间	提价企业	提价幅度
2013年1月		平均5%
2013年7月	伊利	平均5%
2014年1月		平均5%
2013年1月		平均5%
2013年8月	蒙牛	平均5%
2014年1月		平均5%
2013年12月	光明	平均8-9%

资料来源: 中金公司研究部整理

## 規模牧場龍頭成本綫下移速度可能快於社會平均

上游產業升級進程由規模牧場引領。我們認為，社會平均單產改善過程中，大型牧場的單產提升速度有望快於中小散型牧場，因而其成本綫（現金成本）下移速度也將快於社會平均下行水平，在成本方面提供「安全邊際」。

## 規模牧場龍頭一體化探索初見成效

向下一體化對於牧場企業的好處顯而易見，即：1) 降低原奶價格週期性波動對盈利的影響，提高綜合單價；2) 延伸價值鏈提高利潤率水平和改善現金流；3) 提高自用率降低對外銷售依賴從而提高對下游企業溢價能力。大型一體化規

模牧場在內部梳理長期發展戰略中均提及「一體化繼續提高原奶自用比率」。

規模牧場牛奶能夠在競爭激烈的終端市場上佔據一席之地的核心在於：1)較高的產品品質和口碑；2)較短的供應鏈確保食品安全；3)成本優勢確保較高的渠道利潤和經銷商動力(大型牧場的出廠價格比綜合乳企同類產品平均低20%~30%)。

### 綜合乳企全球化下謀求成長新動力

雖然中國乳品行業增速有所放緩，但長期空間明確。在全球化背景下，我們看好中國乳製品龍頭的長期成長性，認為其可通過三四線城市消費升級、細分品類創新、產品結構優化、全球並購、供應鏈全球化和優化競爭格局實現收入和利潤的雙重提升。

### 中國乳品消費長期成長空間仍然明確

縱觀全球乳品消費，中國仍然是增速較快且成長空間較大的國家。儘管近年來行業增速有所放緩，但歐睿資訊顯示2014年中國乳製品消費額增速仍錄得15.4%，超過歐美等發達國家及日韓等周邊國家。同時2013年中國乳製品人均消費量僅17.91克，遠低於全球主要國家水平，未來消費需求仍然具備較大提升空間。根據中金宏觀組的預測，未來2年中國實際GDP仍有望保持7.1%~7.5%的較高增速，同時居民消費性支亦有望繼續維持兩位數以上的較高增長，進一步促進乳品消費需求的增加。

### 中國乳品消費短期面臨挑戰

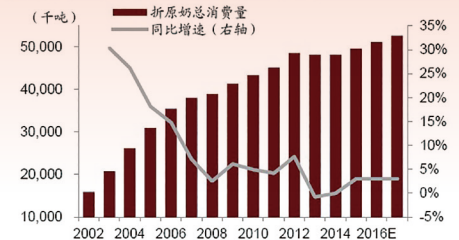
國家統計局數字顯示，中國乳品行業在保持相對高增速的同時，

圖表 40: 中國乳製品行業收入及增速預測



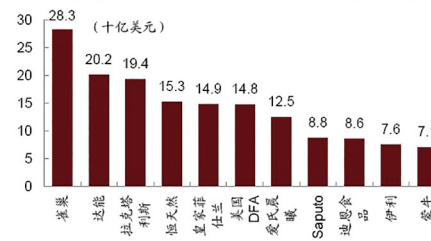
資料來源: 國家統計局, 中金公司研究部整理

圖表 41: 中國液態奶消費量及增速預測



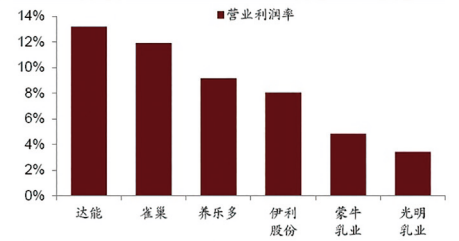
資料來源: 國家統計局, 中金公司研究部整理

圖表 42: 全球前十大乳企與中國乳企收入比較



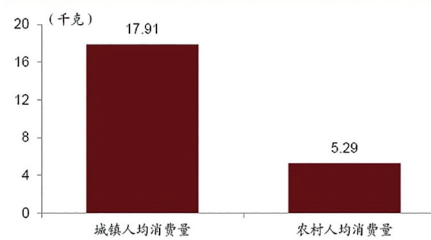
資料來源: 彭博資訊, 中金公司研究部

圖表 43: 全球主要乳企與中國乳企利潤率差距



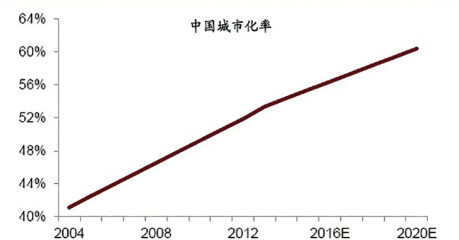
資料來源: 公司公告, 中金公司研究部

圖表 44: 城鎮和農村乳製品消費的差異 (2013年)



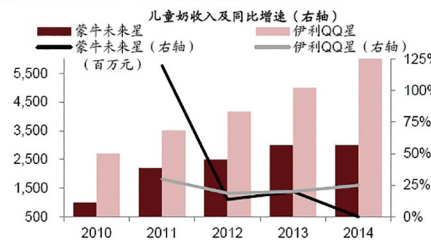
資料來源: 中國奶業年鑒, 中金公司研究部

圖表 45: 中國城市化率的預測



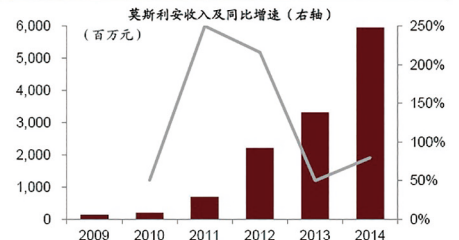
資料來源: 聯合國, 中金公司研究部

圖表 47: 兒童奶保持高增速



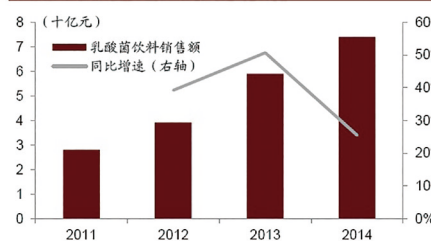
資料來源: 上市公司資料, 中金公司研究部

圖表 48: 常溫酸奶保持高增速



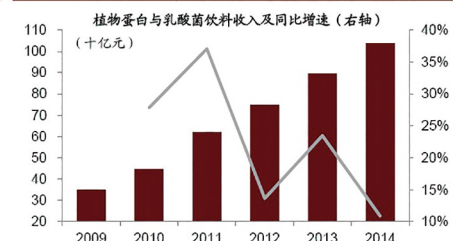
資料來源: 上市公司資料, 中金公司研究部

圖表 49: 乳酸菌飲料保持高增速



資料來源: 國家統計局, 中金公司研究部

圖表 50: 植物蛋白飲料保持高增速



資料來源: 國家統計局, 中金公司研究部

絕對增速近年來逐步放緩，2014年中國液體乳產量幾乎呈現零增長。我們認為乳品行業增速放緩的主要原因是：

2013年奶荒迫使主要乳企紛紛提價，儘管2014年之後奶價持續下行，企業促銷增多，整體消費短期乏力下，提價對乳品消費需求的抑制作用仍在持續；

進口UHT奶通過電商等相對扁平化的渠道進入中國，以低價策略野蠻生長，儘管中長期不構成重大影響，但在過去幾年對高端UHT奶市場造成一定幹擾，使得提價空間受到限制；

佔乳品消費量比例較大的基礎白奶在經過過去十年的全國化拓展之後，目前在一二線城市的滲透率已經較高，需求相對飽和，同時龍頭企業在一二線城市的渠道佈局亦已較為充分。

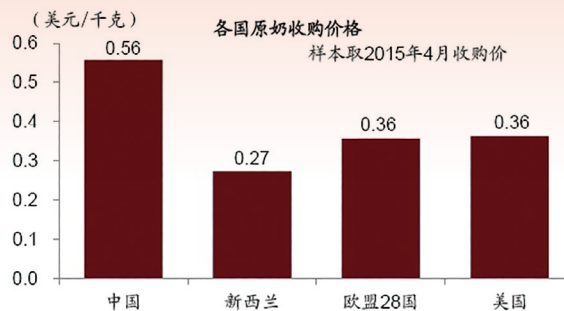
### 預計乳品行業2016至2020年複合增速4%~5%

長期上中國乳品人均消費量仍存在明顯提升空間，但預計未來5年行業需求的增速會逐步放緩，最終穩定在4%~5%的中個位數水平。其中，預計城市化率提升／渠道向鄉鎮渠道下沉帶動的人均消費量提升，以及產品創新帶動的行業增量(折原奶)將貢獻年均3%左右的銷量增長；產品結構升級，高端佔比提升，CPI增長將帶動年均1~2%的單價提升。

### 下游乳品企業成長路徑：優結構+創品類+外並購

中國是全球乳品的消費大國，而中國乳品企業無論收入規模還是利潤率都較全球乳製品龍頭存在明顯差距。我們認為，未來下游乳

圖表 63：國乳製品企業天然不具備成本優勢



資料來源：万得資訊，意大利乳業資訊公司，DairyCo

圖表 64：中國乳製品企業已開始全球化奶源佈局

伊利海外佈局		
時間	合作對象/地點	事件
2013年	新西蘭	投資11.03億元於新西蘭建造年產4.7萬噸奶粉生產線，此項目為伊利集團首次海外投資
2013年	美國FDA	與FDA簽署諒解備忘錄，雙方計劃在戰略採購、牧場服務等方面建立長期戰略合作關係，並就未來乳品相關項目建立了戰略性優先權關係
2013年	意大利斯嘉達	與意大利最大乳品企業斯嘉達達成戰略合作，雙方於2014年11月合作推出原裝進口UHT奶培蘭
2014年	荷蘭瓦赫寧根大學	與瓦赫寧根大學合作成立歐洲研發中心，並於3月推出托菲爾奶粉
2014年	美國DFA	投資3000萬美元與DFA合作建立全美最大奶粉工廠，該工廠註冊資本1億美元，伊利持股30%，預計產能8萬噸
2014年	新西蘭	計劃於新西蘭新建年產5.6萬噸奶粉項目（10.05億元）、嬰幼兒配方奶粉包裝項目（3.32億元）、超高溫滅菌奶項目（4.62億元）和生牛乳深加工項目（2.01億元），合計投資20億元
蒙牛海外佈局		
時間	合作對象/地點	事件
2013年	新西蘭	旗下雅士利投資2.2億新西蘭元於懷卡托地區新建工廠，新廠於2015年初全面量產，預計年產嬰幼兒奶粉5萬噸
2013年	新西蘭溯源認證	與AssureQuality溯源認證簽署合作框架協議，擬共同成立食品質量安全第三方獨立認證機構，以提高乳業有關的食品質量安全和牧場保障
2014年	新西蘭	與新西蘭簽署系列合作項目，包括特倫蘇海外奶源代工項目、雅士利國際與奧克蘭大學戰略合作等
光明海外佈局		
時間	合作對象/地點	事件
2010年	新西蘭	投資8200萬新西蘭元收購新西蘭Synlait Milk 51%股權，用於生產新西蘭原裝進口高端嬰幼兒奶粉培而貝瑞
2013年	新西蘭	Synlait在新西蘭完成單獨上市，募集資金7500萬新西蘭元，光明乳業股權比例稀釋至39.12%，仍為第一大股東
2014年	澳洲	與澳洲PACTUM乳業集團(PDG)簽訂產品代加工協議，委託PDG在澳大利亞生產光明優+澳洲原盒進口純牛奶

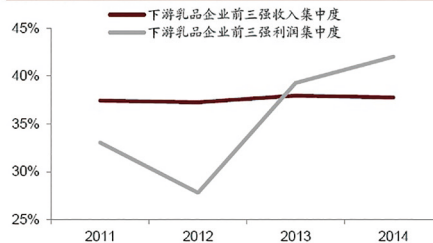
資料來源：公司公告，中金公司研究部整理

圖表 65：近年來乳製品行業加速整合



資料來源：國家統計局，中金公司研究部

圖表 66：乳品行業集中度不斷提高



資料來源：國家統計局，中金公司研究部

圖表 69: 全球乳製品企業估值比較

人民幣 億元	14收入 2015-07-02	05-14收入 CAGR	14營業利 潤	05-14營業 利潤 CAGR	毛利率	淨利潤率	15P/E	15P/S	市值	ROE	ROIC
雀巢	6,190.90	0.4%	916.79	2.2%	48.2%	15.7%	20.56	2.42	14,444.91	21.8%	9.5%
達能	1,730.89	3.0%	176.09	-0.1%	47.7%	5.3%	20.29	1.72	2,662.49	10.0%	5.2%
卡夫	1,121.48	-2.0%	116.43	-7.8%	26.6%	5.7%	27.58	2.89	3,244.59	21.7%	8.5%
明治	657.59	-4.2%	29.19	6.6%	34.7%	2.7%	26.95	1.02	617.05	8.9%	4.2%
賓格瑞	48.00	1.1%	2.45	-5.8%	28.6%	4.6%	18.51	0.97	45.39	7.9%	6.6%
養樂多	99.89	-2.1%	2.73	-3.2%	37.8%	6.4%	42.15	3.21	635.37	7.2%	N/A
迪恩	585.55	-4.2%	0.53	-40.1%	17.6%	-0.2%	17.90	0.18	95.13	-3.0%	-0.4%
Saputo	581.65	8.7%	50.39	10.7%	10.0%	5.7%	19.84	1.09	583.71	19.2%	9.6%
伊利	542.51	18.1%	45.92	28.7%	32.9%	7.6%	20.02	1.35	1,084.79	23.8%	12.8%
蒙牛	500.49	18.5%	25.52	16.4%	30.8%	4.7%	19.78	0.95	590.97	12.8%	5.3%
光明	202.99	12.8%	8.06	13.8%	34.3%	2.8%	30.89	0.90	248.71	12.9%	4.4%
全球平均 (調整後)		4.0%		3.6%	32.3%	5.1%	22.65	1.48		13.6%	6.7%

資料來源: 彭博資訊, 中金公司研究部整理

品企業有望通過三四綫城市消費升級、細分品類創新、產品結構優化、全球並購、供應鏈全球化和優化競爭格局實現收入和利潤的雙重提升。

### 三四綫城市／農村市場：消費量具備較大提升潛力

目前中國乳品消費的城鄉二元結構明顯，2013年中國農村市場人均乳製品消費量僅5.29千克／年，不足城鎮居民消費量的1/3，未來具備較大提升空間。一方面，大型綜合性乳企可以通過渠道向三四級鄉鎮及農村市場的進一步滲透獲得消費量的成長空間，另一方面，隨著中國城市化率的提升，鄉鎮及農村市場的乳製品消費結構也有望不斷優化，進一步向城市靠攏。

### 差異化細分品類帶動收入增長

近年來，兒童奶、常溫酸奶、乳酸菌飲料、植物蛋白飲料等差異化細分品類呈現爆發式增長，並逐漸成為乳品企業收入增長的重要來源以及現金流基座。我們認為消費者需求的細分化與差異化對企業的

產品創新力及消費者需求洞察力提出了更高要求，未來企業的競爭優勢將更多體現快銷化下對差異化細分品類的創新與培育上。

### 供應鏈全球化獲取成本優勢

中國從飼料到原奶價格均高於海外國家，因此下游乳品企業天然不具成本優勢。另外中國原奶消費供需缺口將長期存在，因此進口將成為行業供給的必要補充。我們認為，未來龍頭企業可通過供應鏈全球化優化長期成本綫，從供應鏈源頭開始提升競爭力。目前以伊利、蒙牛、光明為代表的乳品龍頭已經開始了在海外的奶源佈局，我們認為海外佈局未來將成為中國乳品企業的「新常態」，中國乳品企業已開始積極加碼進口UHT奶或原裝進口的嬰幼兒奶粉，且憑藉在國內強大的銷售渠道，將進口產品作為國產奶制品的有效補充。

### 競爭格局優化驅動利潤率改善

近年來，中國乳制行業正不斷整合，2009年之後企業數量明顯下降，前三大企業集中度逐步提升，

地方性的小企業正加速退出。長期看，預計中國乳品行業競爭格局改善與龍頭企業規模效應釋放將使得其管控毛利率和費用率能力提升，從而帶動營業利潤率的逐步提升。

### 下游乳品企業已具備國際估值比較優勢

中國是全球乳製品市場中增長最快的市場之一，過去十年中國乳品龍頭無論是收入還是利潤的複合增速均高於海外可比企業，而收入規模和利潤率水平又具備提升空間。從估值的角度看，穩健的龍頭企業伊利和蒙牛市盈率估值具備明顯的安全邊際，光明因業績的成長性較高享受一定的市盈率溢價，而市銷率仍然位於低位。我們認為中國的乳品龍頭無論是成長空間還是估值，均具備國際比較優勢。

# 節能環保行業分析

## 節能環保行業投資快速增長

**根**據《國家環境保護「十二五」規劃》，國家從氮氮排放總量、二氧化硫排放總量、化學需氧量排放總量、氮氧化物排放總量、地表水國控斷面劣V類水質的比例額七大水系國控斷面水質好於III類的比例，以及地級以上城市空氣質量達到二級標準以上的比例等六個角度提出環境保護目標。

在此基礎上，國家一系列的政策出台，直接帶動了國內節能環保領域的投資規模。2013年，全國環境污染治理投資總額達到9,516.5億元，相比2000年增長了近8.4倍，期間複合增長率達到了18.8%。2013年，國內環境污染治理投資總額佔當年GDP比重1.67%，相比2000年提升了0.54個百分點，不過相比於歐洲等發達地區還遠遠不夠。

未來隨著中國經濟的進一步發展，以及投資比重的不斷提升，

表 2 “十二五”期間，國家環境保護的主要指標

指標	2010年	2015年	2015年比2010年增長
化學需氧量排放總量(萬噸)	2,551.7	2,347.6	-8%
氮氮排放總量(萬噸)	264.4	238	-10%
二氧化硫排放總量(萬噸)	2,267.8	2,086.4	-8%
氮氧化物排放總量(萬噸)	2,273.6	2,046.2	-10%
地表水國控斷面劣V類水質的比例(%)	17.7	<15	-2.7個百分點
七大水系國控斷面水質好於III類的比例(%)	55	>60	5個百分點
地級以上城市空氣質量達到二級標準以上的比例(%)	72	>=80	8個百分點

數據來源：《國家環境保護“十二五”規劃》、國元證券研究中心

國內環境污染治理投資規模還有很大提升空間。持續的高額投入成為國內節能環保行業快速發展的重要保障。根據《節能環保產業「十二五」發展規劃》，到2015年，國內節能環保產業總產值將達到4.5萬億元，期間複合增長率超過17.6%。

從投資規模來看，近十年來，環保產業內「三廢」治理投資仍佔主要部分，尤其是工業領域的「三廢」治理投資額佔到90%左右，其中又以廢水、廢氣為主，廢氣約佔

74%，廢水約為14%。高額的投資規模，帶來廣闊的市場空間，加上市政領域的投資規模，目前國內水處理領域的市場空間規模最大。根據中國環境保護產業協會的研究，目前國內水處理市場空間佔整個環保產業的40%左右，大氣治理佔30%左右，固廢為10%左右。

**政府態度：全國性政策定調，部分省份積極倡導**

2014年全國性煤電超淨排放規劃政策出台，超出市場預期。2014

圖 13. 新世紀以來，國內環境污染治理投資總額年均複合增長率達到 18.8%



數據來源：國家統計局、國元證券研究中心

年9月，發改委印發《煤電節能減排升級與改造行動計劃(2014~2020年)》，明確東部地區新建燃煤發電機組大氣污染物排放濃度基本達到燃氣輪機組排放限值；到2020年，現役30萬千瓦及以上公用燃煤發電機組、10萬千瓦及以上自備燃煤發電機組以及其他有條件的燃煤發電機組，改造後大氣污染物排放濃度基本達到燃氣輪機組排放限值。

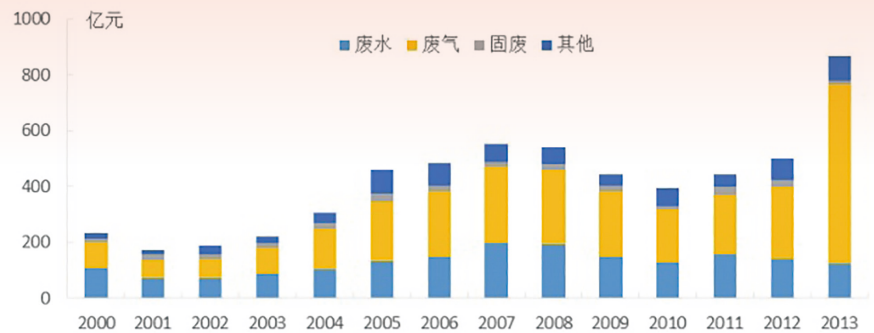
陝西、浙江、廣東、山西、江蘇陸續出台地方性的煤電超淨排放改造政策。建設進度方面，部分地區提出2017~18年前完成超淨改造；補貼條款方面，區域性的環保電價、一次性改造補貼、每年增加機組利用小時數，是主要手段。

### 本輪火電「超淨排放改造」與2011年「提標改造」的區別：除塵改造是核心

限值要求來看，上一輪提標改造主要針對NOX、SO<sub>2</sub>，本輪超淨改造更多針對顆粒物。

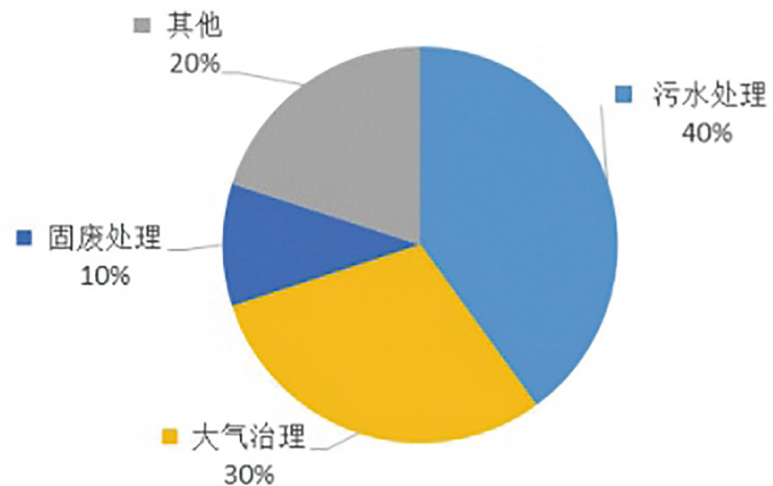
2011年《火電廠大氣污染物排放標準》修訂稿發佈，引發一輪火電煙氣治理的「提標改造」；2014年超淨排放政策出台，要求燃煤機組排放標準向燃機看齊，引發了「超淨排放改造」(其實質相當於變相提標)。1)從兩輪改造的標準限值下降幅度來看，提標改造降幅最大的是NOX (-91%~-78%)，其次是SO<sub>2</sub> (-75%)，最後是顆粒物(-40%)，而超淨改造中降幅最大的是顆粒物(-83%)。2)從兩輪改造的標準限值下降絕對額來看，超淨改造中，SO<sub>2</sub>、NOX的下降額明顯低於提標

图 16. 近十年来, 工业领域“三废”治理投资占环保产业投资主要部分



数据来源: 国家统计局、国元证券研究中心

图 17. 国内环保产业市场份额占比情况



数据来源: 中国环境保护产业协会、国元证券研究中心

改造，而顆粒物的下降額高於提標改造。

工藝路綫來看，差異主要體現在除塵段，濕式電除塵目前居主流。1)脫硝、脫硫改造路綫趨同。脫硫改造一般為增加噴淋層，脫硝改造則增加催化劑。2)除塵段，目前採用在脫硫末端增加濕式除塵居多(可參表6匯總的案例)，主流工程商多採用此技術；此外，個別企業研發幹式技術，如國電清新採用的管束式除塵除霧器。上述兩

類工藝在類似條件下，建設成本相當，後者運營成本顯著更低，主要是幾乎不增加新的人工、電耗、廢液處理成本。

市場空間：若改造時限提前至2017年，則年均投資可與脫硫、脫硝高峰期媲美

超淨排放改造的市場空間約480億元，約佔煙氣治理設施新建投資的20%。1)煙氣治理新建市場空間估算方法：按全國火電機組7.9

圖表 1: 地方出台的超淨排放政策一覽

地區	出臺時間	政策名稱	規劃內容	補貼條款
陝西	2014/5/13	關於關中火電機組實施煙氣超低排放技術改造的通知	要求各發電公司積極推薦試點，改造達到超低排放標準；關中新建火電機組要求按超低排放標準建設。	將對開展超低排放改造試點機組給予環保改造補助、發電量計劃等政策支持
浙江	2014/7/31	浙江省統調燃煤發電機組新一輪脫硫脫硝及除塵改造管理考核辦法	2017 年年底前，所有新建、在建、在役的 60 萬千瓦及以上省統調燃煤發電機組必須完成新一輪脫硫脫硝及除塵設施改造	當年可達到煙氣清潔排放標準的，年初按機組煙氣清潔排放平均容量獎勵年度發電計劃 200 小時
山西	2014/8/25	關於推進全省燃煤發電機組超低排放的實施意見	到 2020 年，全省單機 30 萬千瓦及以上常規燃煤機組確保達到超低排放標準；從 2014 年 8 月 30 日起，新建燃煤機組執行超低排放標準	對現役機組一次性改造投資給予 5%~10% 的資金支持 對於新增運營成本，要制定由全省燃煤火電企業分攤的政策 每年給予不低於 200 小時的電量獎勵
廣東	2014/10/23	廣州市燃煤電廠“超潔淨排放”改造工作方案	到 2020 年，廣州燃煤電廠將全面使用“超潔淨排放”技術	將積極爭取國家和省有關政策資金支持，包括電價優惠等
江蘇	2014/11/10	江蘇省煤電節能減排計劃與升級改造計劃(2014-2020 年)	到 2018 年底，全省 10 萬千瓦及以上燃煤機組煙氣排污濃度基本達到燃機標準	在一定期限內增加發電利用小時數，並在同類機組中優先調度其發電 給予電價支持。國家政策出臺前，研究制訂臨時電價補貼政策
	2014/11/21	江蘇省物價局關於明確燃煤發電機組超低排放環保電價的通知	-	暫定江蘇省超低排放環保電價為每千瓦時 1 分（煙塵、二氧化硫、氮氧化物分別為 0.4、0.4、0.2 分）。

資料來源：各地方政府網站，中金公司研究部

億千瓦，除塵、脫硫、脫硝設施新建的單位造價分別為80、120、100元／千瓦，對應市場空間合計約為2,400億元。2)超淨改造市場空間估算方法：按東部地區燃煤裝機4億千瓦，超淨改造單位造價120元／千瓦(包含脫硫、脫硝、除塵整體改造)，對應市場空間約480億元。

若改造時限提前至2017年，則年均投資可與脫硫、脫硝新建高峰期媲美。1)超淨改造若按2020年前改造完畢，對應年均投資約80億元(480億元／6年)；若按2017年之前完成，則對應年均投資160億元。2)回顧「十一五」的脫硫建設高峰、「十二五」的脫硝建設高峰，其對應的年均投資約在170億元。

### 未來火電脫硝市場潛力巨大

中國火力發電裝機容量快速增長，但目前國內建設和擬建煙氣脫硝設施的火力發電裝機容量還不足總煤電裝機容量的10%。可以預見，未來一段時間內國內對脫硝催化劑及其載體有很旺盛的市場需求，預計「十二五」期間，SCR用催化劑材料的研發製造必然會發展形成一個重要的新興產業。目前，中國火電SCR脫硝項目中裝機總容量達到55,150MW。

截至2010年底，中國火電裝機容量約707,000MW，至2015年末預計火電裝機容量將達到約933,000MW。按照火電裝機容量估算，SCR新建工程投資約90元

／kW；SCR改造工程會涉及空氣預熱器、引風機的改造及脫硝設施支架的加固等，投資更高，約120元／kW，「十二五」期間中國SCR改造工程將佔SCR工程的多數。SCR工程催化劑用量約為1m<sup>3</sup>/MW，催化劑價格約40,000元／m<sup>3</sup>。TiO<sub>2</sub>載體價格約25,000元／噸。中國現有SCR脫硝設施對催化劑的總需求量約為5.5萬m<sup>3</sup>，催化劑壽命一般為3年，到期需要更換，預計「十二五」期間國內對SCR工藝催化劑的需求量將達到約70萬m<sup>3</sup>，「十二五」期間平均每年催化劑需求約13萬m<sup>3</sup>；「十二五」期間TiO<sub>2</sub>載體總需求量將達到62萬噸，TiO<sub>2</sub>載體平均每年需求約12萬噸。可進一

步預測，「十二五」期間SCR催化劑市場需求將達到280億元，平均56億元／年；TiO<sub>2</sub>載體的市場需求將達到155億噸，平均31億元／年。目前國內脫硝催化劑及其原料產能與「十二五」期間需求尚有一定差距，這對從事火電脫硝產業、生產脫硝催化劑及催化劑載體TiO<sub>2</sub>的企業而言，是一個難得的機遇。

### 新《環保法》將推動脫硫脫硝除塵設備升級發展

1月1日，被稱為「史上最嚴」的新《環境保護法》(簡稱「《環保法》」)實施。同時，《環境保護主管部門實施按日連續處罰辦法》、《環境保護主管部門實施查封、扣押辦法》、《環境保護主管部門實施限制生產、停產整治辦法》、《企業事業單位環境信息公開辦法》、《行政主管部門移送適用行政拘留環境違法案件暫行辦法》等相關規定

也施行，中國環保整治力度空前提高。

由於近些年來大氣等環境污染問題日益突出，中國對發電設備節能減排等環保性能的要求也越來越高，去年火電廠大氣污染物排放新標等的施行，既向發電設備提出了新挑戰，也給脫硫脫硝等環保行業帶來了發展良機，新《環保法》的實施，無疑將加快發電設備等環保升級。

圖表 2: 火電廠煙氣處理設施兩輪改造適用標準對比

mg/m <sup>3</sup>	提標改造				超淨排放改造			
	改造前適用標準	改造後適用標準	限值下 降絕對 額	限值下 降幅度	改造前適用標準	改造後適用標準	限值下降 絕對額	限值下 降幅度
	火電廠大氣污染 物排放標準(2003)/ 燃煤	火電廠大氣污染 物排放標準(2011)/ 燃煤			火電廠大氣污染 物排放標準 (2011)/燃煤	火電廠大氣污染 物排放標準(2011)/ 燃氣		
SO <sub>2</sub>	400	100	-300	-75%	100	35	-65	-65%
NO <sub>X</sub>	450~1100	100	-350~-1 000	-91%~ -78%	100	50	-50	-50%
顆粒物	50	30	-20	-40%	30	5	-25	-83%

資料來源：環保部，中金公司研究部（注：以上限值均取全部地區）

圖表 3: 市場空間對比：新建 vs 超淨排放改造

種類	指標	單位	數額
除塵-新建	除塵工程造價	元/千瓦	80
	火電總裝機	萬千瓦	78600
	除塵工程新建投資	億元	629
脫硫-新建	脫硫工程造價	元/千瓦	120
	火電總裝機	萬千瓦	78600
	脫硫工程新建投資	億元	943
脫硝-新建	脫硝工程造價	元/千瓦	100
	火電總裝機	萬千瓦	78600
	脫硝工程新建投資	億元	786
超淨排放改造 (包含除塵+脫硫+脫硝改造)	工程造價	元/千瓦	120
	東部火電總裝機	萬千瓦	40000
	超淨排放改造投資	億元	480

資料來源：中電聯，中金公司研究部



## 十二五規劃明確減排目標， 脫硝催化劑潛力巨大

據中國電力聯合會日前發佈的產業信息顯示，截至2013年底，內地已投運火電廠煙氣脫硫機組容量已佔全國現役燃煤機組容量的91.6%，而已投運的脫硝機組容量則只佔到現役機組容量的50%。

分析人士指出，已投運的脫硝機組容量佔現役機組容量的比例與已投運火電廠煙氣脫硫機組容量佔全國現役燃煤機組容量比例的巨大差距，意味著按照十二五規劃提出的脫硝裝機佔比100%的目標，今後兩年內地火電脫硝市場仍有一倍釋放空間。按照十二五規劃目標，剩下的50%火電機組脫硝任務將在十二五末前完成，這預示著

內地火電脫硝行業仍將處於快速發展階段。

事實上，據數據顯示，2012年，國內現役火電機組完成脫硝改造的比例僅為28%，2013年新增的脫硝裝機規模幾乎呈現100%增長。這一成長性與火電脫硫、除塵等其他大氣治汙板塊相比，明顯滯後。2012年，國內火電廠煙氣脫硫機組佔全部現役機組的比重已達到90%，2013年佔比僅提高1.6個百分點。市場分析人士指出，火電脫硝相較於脫硫起步滯後，隨著大氣污染防治成為環保治汙重中之重，特別是撬動市場迅速擴容的脫硝補貼電價政策不斷完善，大力調動了火電廠積極性，火電脫硝正快步趕上。

火電廠脫硝市場擴容，有力帶動產業鏈上游細分行業的崛起。脫硝催化劑作為佔據火電脫硝成本30%空間的細分市場，成為其中典型代表。根據中電聯統計信息，截至2012年底，內地在冊6家脫硝催化劑生產廠家總產能為8.9萬立方米；而到2013年底，內地在冊10家脫硝催化劑廠商總產能猛增至17.1萬立方米，同比增長率突破100%。據一券商分析師曾經測算，十二五後兩年國內脫硝催化劑新增需求達65萬立方米，相比於當前17萬立方米的產能，潛在市場空間巨大。



CHINA FINANCIAL MARKET

ISSN 2305-3585



9

772305

358506