

中國融資

CHINA FINANCIAL MARKET

中國
融資

2016年7月 總第34期



紅星美凱龍上市一週年
企業推進智能化前景可期

中國手遊副董事長冼漢迪
傳奇再出發

本期焦點

歲月磨礪 始見真金

易方達15年踐行長跑中勝出的理念

投資達人陳宏初與他的投資之道

目錄

CONTENTS

社長 汪長禹
 總編輯 汪長禹
 編輯部 Tina
 製作 Jery
 美術總監 J. Lau

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
 cfm@cfmmagazine.com

出版月份
 2016年8月

皓天快線

2 英國脫歐對市場的影響

今期焦點

6 歲月磨礪 始見真金 易方達15年踐行長跑中勝出的理念
 12 易方達CIO陳宏初與他的投資之道

股壇透視

16 紅星美凱龍上市一週年 企業推進智能化前景可期
 18 珠江船務：業界老手的創新發展
 20 立足上海 邁進國際 東方證券潛力巨大
 22 北京汽車三大品牌銷量齊增 股價累漲12.02%
 24 中國通號邁向完整產業鏈 研發實力強勁保障軌道交通安全
 26 創人文商業地產先河 勒泰商業地產前景可期
 28 民辦教育獲行業風口 品牌效應助發展
 30 中國「郵輪經濟」助勢青島港
 32 旅遊地產成房企發展新熱點 海藍控股佔先機長線看好
 34 中國物流資產赴港IPO 行業第一股前景看好
 36 綠城服務赴港上市 瞄準高端物業服務行業前景佳
 38 品牌全面升級 賀光啟傳遞品牌文化
 40 中國手遊副董事長洗漢迪 傳奇再出發

行業解構

44 深港通預計下半年開通 證券行業迎新機遇
 52 互聯網金融行業走向理性繁榮
 60 併購整合加速 連鎖藥店行業潛力巨大
 66 天然氣行業前景向好

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。

英國脫歐對市場的影響

英國脫歐事件概覽

英國歷史性於香港時間2016年6月24日舉行公投，以51.9%對48.1%表達了希望脫離歐盟的民意，隨後英國首相卡梅倫更宣佈將於十月前辭職，而英國留歐派聯署第二次公投。

雖然本次公投結果為退歐，但具體到實施層面仍需要等待英國政府與歐盟重新談判經貿協議的結果，令英國經濟陷入不明朗前景，也令歐洲二戰後一體化大計遭受最嚴重挫折。因此，消息一傳出令環球金融市場進入未知領域並觸發全球市場出現大亂局，英鎊匯率曾大跌11.08%至31年低位，而投資者紛紛拋售股票避險。

脫歐之利	脫歐之弊
<ul style="list-style-type: none">為英國每年節約直接財政成本英國獲得關稅自主權難民問題或得到階段性緩解	<ul style="list-style-type: none">歐盟一體化受打擊經濟受到顯著負面影響匯率、貿易和情緒對全球造成負面外溢效應

英國作為世界第五大經濟體，脫歐會令全球貿易進一步受壓，增加投資風險。2015年第四季度，英國從歐盟進口佔比為54.8%，從歐盟出口佔比為47.5%。脫歐後需要與其他歐盟成員國單獨簽署協議，保護關稅將會增加，這會增加英國的貿易成本和難度，因而對外貿易造成負面影響。

根據英國財政部在最近的評估報告，脫歐對英國經濟主要有以下影響：

- GDP有可能在這兩年內下降3.6%至6%
- 失業率將增加1.6%至2.4%
- 房價降下降18%
- 人均收入減少4%

但英國脫歐也可能轉化為契機。英鎊下跌在短期內有利於那些創造海外利潤的大企業，但不利於

英國國內企業，例如建築商、零售商和金融公司等。歐洲未來幾年將受到不確定性的困擾，但由於美國和亞洲市場與英國市場相對隔絕，受到的影響較低。

英國脫歐對全球經濟和港股的影響

全球主要影響

1) 匯率市場：英鎊、歐元大幅下挫

此次公投點票前，市場普遍預期英國不會脫歐，英鎊、歐元在事前已較大幅度上揚。因此「脫歐」結果一出，令市場受到負面刺激，英鎊、歐元大幅下挫，並且推升隱含波動率。

意外的脫歐結果，將對前期上漲的英國股市、歐股、美股和港股

形成較大打擊，包括A股在內新興市場股市也會受到打壓。A股的壓力主要通過匯率、流動性和情緒上來傳導。以原油為代表的大宗商品也將遭到拋售。英國脫歐對全球心理層面影響較大，具體實體衝擊待觀察。

2) 避險資產短期將再獲青睞

短期避險情緒大幅升溫，對國債和黃金等避險資產自然形成明顯提振。隨著英國脫歐，市場擔心其他歐盟國會出現骨牌效應，中期市場出現不確定性和不明朗因素，這勢必將國債收益率壓至新低，黃金在短期內也可能再度衝擊階段新高。

3) 降低美聯儲年內加息機會

英國脫歐影響整體經濟，因此大大降低美聯儲年內加息機會；歐央行、英國央行和日本央行，以及



圖：英國脫歐對英鎊和歐元與港元匯率造成壓力和動盪

一些其他的歐洲國家獨立央行可能會聯手推出寬鬆貨幣政策，以應對脫歐造成的金融市場動盪，並對沖可能造成的經濟下滑等負面影響。

全球指數影響

英國公投結果因為與預期反差太大，所以導致市場出現情緒化的情況，環球資本市場大幅波動，歐洲主要股市急瀉，倫敦富時指數新報5,924點，跌413點或6.53%。巴黎CAC指數報4,121點，跌344點或7.72%。法蘭克福DAX指數報9,250點，大跌1,007點或9.82%。

港股方面，一度大跌5.8%，收市跌幅收窄至2.9%，報20,259，下挫609點，結束連升五日走勢。匯控(00005)首當其衝，最多急跌12.4%，低見44.5元，創至少52周

低，收市跌6.6%報47.45元，全日成交高達128.28億元。成交第二大是騰訊(00700)，收市僅跌1.3%報173.8元。工行(01398)跌3.1%，居成交榜第三位，下週三除息。

6月24日早上，新特蘭市開票顯示脫歐派大勝，恒指低開384點或1.8%，報20,483，開市後「留歐」得票率一度追貼「脫歐」，港股跌幅隨即大幅收窄，曾倒升165點，高見21,034，之後脫歐得票率再度明顯領先留歐，英鎊兌美元暴跌逾9%，恒指臨近中午已跌一千點。下午脫歐結果幾乎成定局，恒指最多暴跌1,205點，低見19,662，見逾一個月低位。國指收市跌254點或2.9%，報8,530。全日大市成交急增至998.48億元。

日本股市損失最大，日經平

均指數狂瀉1,286點或7.92%，收報14,952點，東證指數跌7.26%，收報1,204點，雙雙創2011年大地震以來最低。南韓股全日下瀉3.09%，創一二年五月以來最大跌幅。

資料整理：投資者關係及研究部



嚴選商場王者 策略動向火速匯報



歲月磨礪 始見真金 易方達15年踐行長跑中勝出的理念



在 巴菲特2014致投資者的信件中，他透漏了他的資產計劃，並提醒讀者要保持他們資產的安全性、低成本和長期持有。巴菲特提到：「我的建議是投資者應該要將10%的資產放在屬於短期的政府債券，剩下的90%放在低手續費的S&P500指數型基金。」隨著國民財富的不斷增長，以及低利率時代的到來，中國理財市場不斷發展，理財方式愈來愈多。基金行業亦成為近年來市場中獨樹一幟的投資渠道，眾多基金公司異軍突起，易方達基金管理有限公司（以下簡稱：「易方達基金」或「公司」）就是其中一家。

自2001年成立至今，易方達基金管理已走過十餘年的歷程。成立15年來，易方達管理的資產從最初的8個億擴展到約9,638億元人民幣的規模（含香港和國內子公司），從單一業務的公司發展成為國內領先的綜合性資產管理公司，從一家小公司到全國設有六個分公司和易方達國際控股有限公司、易方達資產管理有限公司等子公司，易方達基金得到了3,000多萬持有人的信賴與託付，這不僅促進易方達業務步入更多元化、更豐富的資產管理領域，也是對公司團隊、管理能力和風險控制更高的期待與要求。其實，無需用太多形容詞來

闡述易方達，其自身的定義就足以概括，它給自己的定義是：我們執著於在長跑中勝出。

**以誠信立足 以穩健的風格
贏得投資者信任**

基金行業屬於受託業，其生存發展的基石在於信任，核心是要給投資者帶來實實在在的回報，讓投資者能夠持續穩定地賺到錢。易方達資產管理（香港）有限公司（以下簡稱－「易方達香港」），易方達香港首席投資官陳宏初介紹道：「十餘年來，易方達始終將投資者利益放在第一位，以誠信立足，以穩健的風格贏得了投資者的信任。」

此外，完善的制度、嚴格的管理、規範的運作使公司始終保持各方面業務持續增長的良性發展態勢，投資業績綜合排名始終在國內基金公司中名列前茅。

易方達基金高度重視健全內部管理體制和完善風險防範機制，成立伊始便在業內率先制定「內部控制大綱」，對公司治理結構、內部控制制度體系與制度管理、內部控制基本要點、控制環境、持續的控制檢驗作出規範，在此基礎上制定了大量規章制度，初步形成了一套具有公司特色、合乎基金行業規範運作要求的制度化管理体系，保證了公司的合規、高效運作，獲得了國家主管部門和中介評估機構的充分肯定。

此外，易方達秉承「取信於市場，取信於社會」的宗旨，堅持在

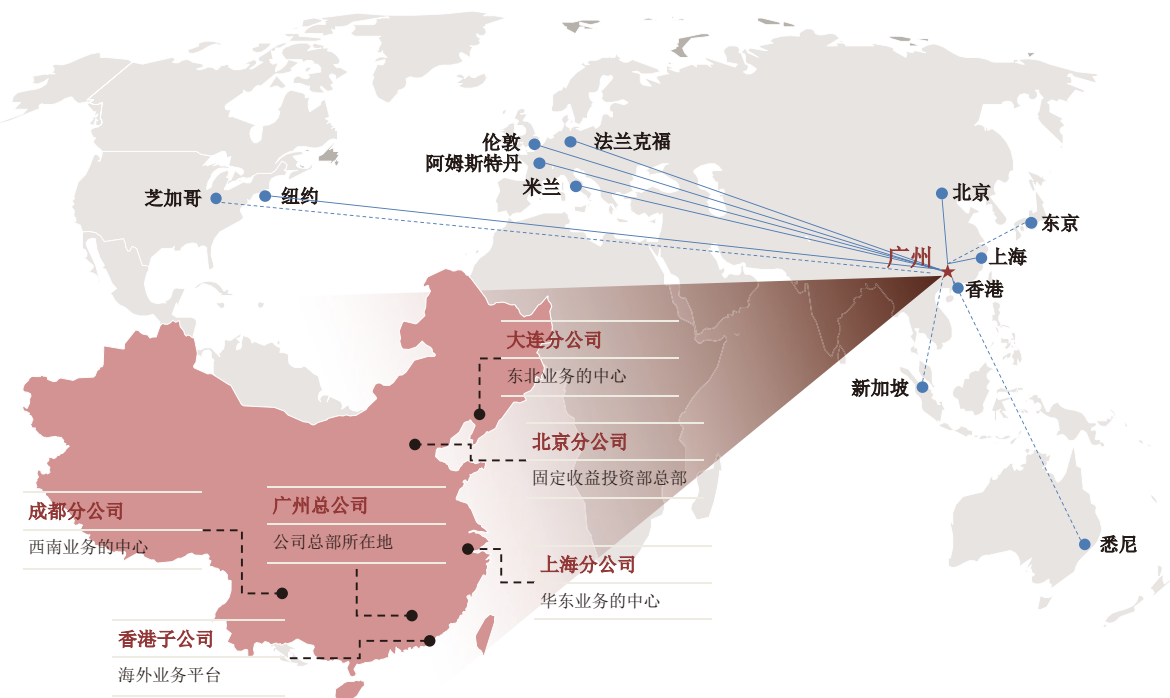
「誠信規範」的前提下，通過「專業化運作和團隊合作實現持續穩健增長」的經營理念，以嚴格的管理、規範的運作和良好的投資業績，贏得市場認可。2004年10月，易方達取得全國社會保障基金投資管理人資格。2005年8月，易方達獲得企業年金基金投資管理人資格。2007年12月，易方達獲得合格境內機構投資者(QDII)資格。2008年2月，易方達獲得從事特定客戶資產管理業務資格。2012年10月，獲得管理保險委託資產業務資格。

全球化佈局 易方達香港成為國際業務發展平台

易方達基金管理的總部設在廣州，旗下設有北京、廣州、上海、成都、大連、南京等六個分公司和

易方達國際控股有限公司、易方達資產管理有限公司等子公司，業務範圍遍及全球，包括紐約、米蘭、倫敦、新加坡、悉尼等地。2015年，易方達取得了飛躍的進步。截至2015年12月31日，易方達旗下共管理88只開放式基金、1只封閉式基金和多個全國社保基金資產組合、企業年金及特定客戶資產管理業務。與此同時，易方達基金服務的各類客戶的總數超過2,535萬戶且公司歷年累計分工660億元，為持有人創造了豐厚的匯報，為國內分紅最多的基金管理公司之一。

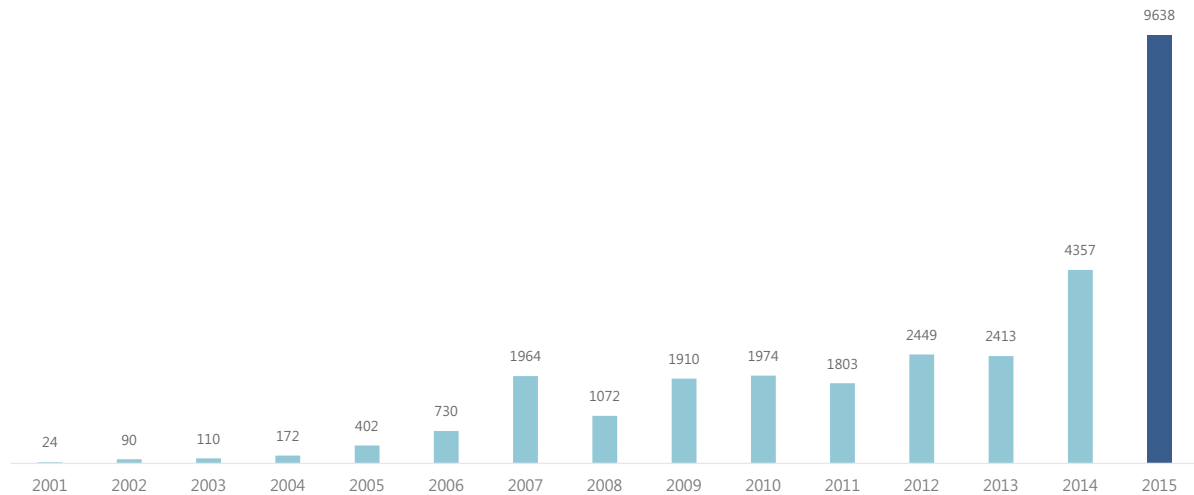
2008年，易方達資產管理(香港)有限公司(「易方達香港」)成立，獲得香港證監會核准，從事第一類(證券交易)、第四類(就證券提供意見)及第九類(提供資產管理)受規管活動。作為易方達基



信息來源：易方達，數據截至2015年12月31日

图表：易方达历年资产管理总规模

单位：亿元



数据来源：易方达，数据截至2015年12月31日

金管理有限公司（「易方達基金」）的國際業務發展平台，易方達香港在美國紐約設立了子公司，並於美國、歐洲及亞太地區等六個交易所分別掛牌上市了多隻RQFII ETF及RQFII/QFII公募基金。公司旗下產品多次被包括晨星、理柏、AsianInvestor、指標在內的權威機構授予殊榮，所獲成績在同行業中遙遙領先。易方達基金的資產管理規模（含香港和國內子公司）合計9,638億元人民幣，屬中國規模最大的綜合性資產管理機構之一。易方達基金擁有公募、社保、企業年金、專戶、QDII、QFII、RQFII等中國基金行業全部業務牌照。2014年8月，易方達基金通過了全球投資業績標準(GIPS)的獨立驗證，在投資業績上的評估已達到國際標準，在國際化的道路上又邁出了堅

實一步。

作為2008年首批在香港設立子公司的境內基金公司之一，易方達基金為易方達香港制定了清晰明確的戰略目標和業務定位，即積極服務和滿足國際投資者對中國資產的配置要求，同時研究與探索中國投資者對海外資產的配置要求。這一目標和定位確保了易方達香港在成立後各項業務的發展始終保持在既定方向上，不走彎路，並不斷地取得突破性的成績。陳宏初還表示：「除了共用易方達基金的豐富資源外，易方達香港自身亦擁有三支經驗豐富的投研團隊——RQFII/QFII投研團隊，海外投研團隊及另類投資團隊。結合易方達基金的全球戰略目標，易方達香港致力於運用專業化的管理能力，為境內外投資者在中華區以及

美國ADR市場提供優質的資產管理服務；並通過搭建國際資產配置平台，滿足國內投資者對全球金融資產配置的投資需求。」

憑藉優異業績及投研實力 易方達香港屢獲殊榮

易方達香港結合母公司的全球戰略目標，致力於運用專業化的管理能力，為境內外投資者在中華區以及美國ADR市場提供優質的資產管理服務；並通過搭建國際資產配置平台，滿足國內投資者對全球金融資產配置的投資需求。為積極配合機構及高淨值客戶的需求，易方達香港除了提供傳統的固定收益類產品（含(R)QFII系列）、權益類產品（含QDII系列），亦組建了一支高質素的另類投資團隊，為客戶提供直接投資、私募股權交

易、上市集資等服務。另外，易方達的股權結構均衡，前三大股東佔比均為25%，五家股東全部來自國內資產管理業，對行業發展有深刻理解，支持公司長遠、持續發展。得益於股東結構的穩定，高管團隊亦保持穩定，公司創立小組成員目前仍全部在公司留任。運營方面，易方達香港還擁有一支強大的跨境運營團隊，能夠同時滿足註冊在香港、開曼、歐洲和美國等不同國家和地區產品的高效運作。

憑藉其整體的優異業績及投研實力，近年來易方達香港屢獲殊榮，6月21日，公司連續五年榮獲「人民幣業務傑出大獎」，是次更為亞太地區唯一獲獎的資產管理公司。與前四年獲得傑出基金業務(RQFII)獎項不同的是，本年度易方達香港憑藉其整體的優異業績及投研實力，榮獲「傑出基金業務—資產管理業務大獎」。作為是

次獲獎唯一的資產管理公司，充分體現出金融業界對易方達香港在人民幣業務上傑出表現的再次肯定，同時亦是對公司在全新定位及良好執行全面佈局方面，給予的高度認同。據悉，自去年推出的基金互認，北上基金銷售額達14.5億元人民幣，南下銷售額5,900萬港元。此外，香港擁有多種人民幣工具，隨著『深港通』即將推出，可為投資者提供更多選擇。並預計香港在人民幣加入SDR後，可助中國與國際市場接軌，充分發揮橋樑作用。

更早之前，易方達勇奪《彭博商業週刊》「領先基金大獎2015」三大獎項並摘得《亞洲投資者》年度資產管理人兩項大獎。作為亞太區權威的資產管理雜誌，《亞洲投資者》旗下「年度資產管理人大獎」已走過16年的風雨歷程，而本次易方達母公司和子公司同時獲獎，屬該獎項開辦以來歷史首次。這不僅代

表易方達(母子公司)在中國內地和國際市場都具備了相當的投研能力和品牌影響力，而且也是對易方達在「國際化」戰略中不斷突破的肯定。

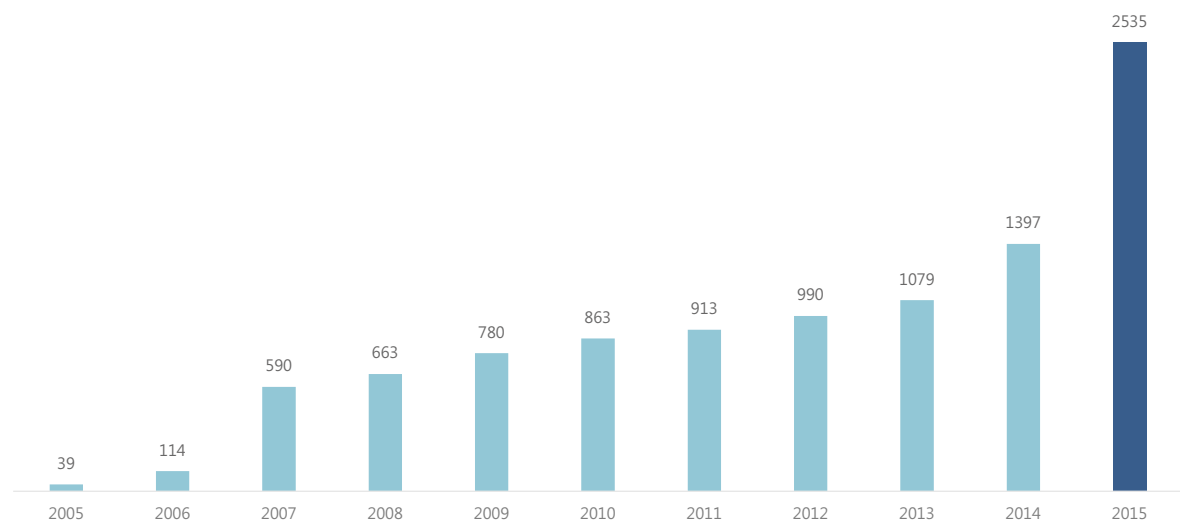
2015年銀行間市場本幣交易量排名 易方達拔得頭籌

除了獲獎無數，易方達在去年多項排名中一馬當先。早前，全國銀行間同業拆借中心公開披露了2015年銀行間市場本幣交易量排名，基金公司交易量排名大幅飆升，首次躋身三十強，拔得頭籌的就是易方達基金公司。易方達基金公司的交易量排名已連續三年居基金公司之首，並在2015年成為三十強中的唯一一家基金公司。

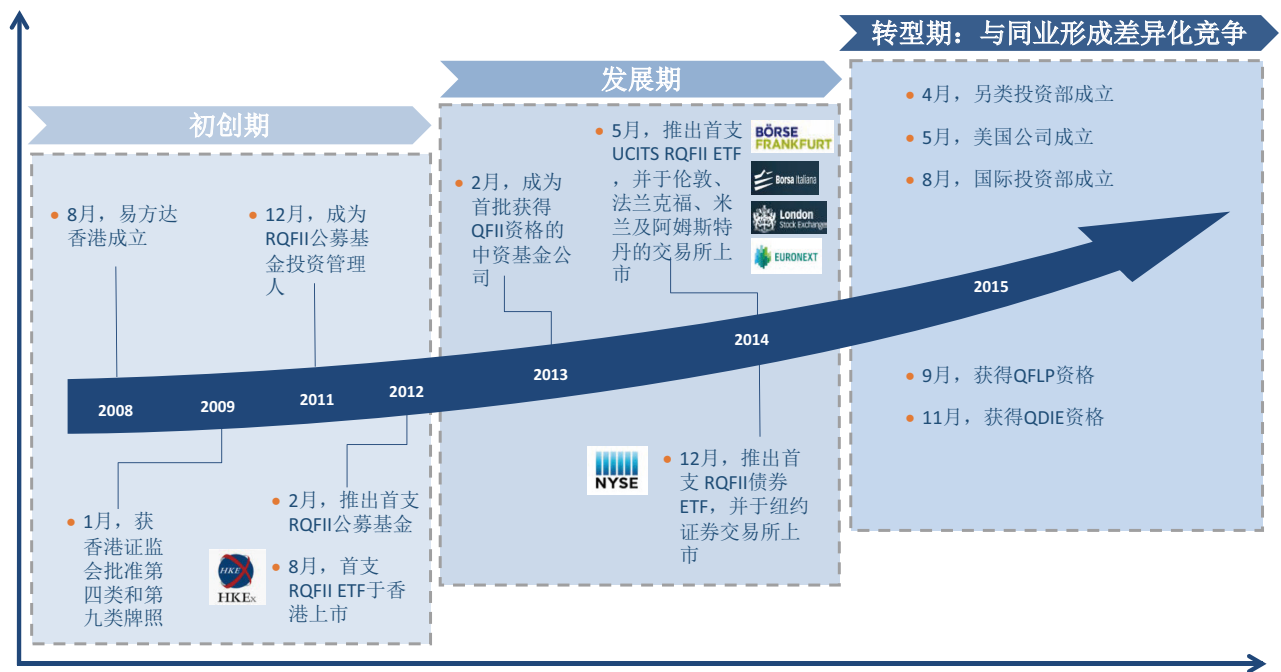
據悉，由於債券絕大多數交易都是在銀行間市場完成，銀行間市場本幣交易量是一家金融機構債券交易能力和固定收益綜合實

图表：易方达公募基金历年总开户数

单位：万户



数据来源：易方达，数据截至2016年3月



力的體現。從過去三年銀行間市場交易量排名來看，基金公司的排名整體出現了較大幅度的提升，顯示出以易方達為首的大型基金公司在銀行間市場的交易地位不斷上升。對比中型銀行的交易量，易方達2015年在銀行間市場本幣交易量已經和民生銀行、興業銀行、江蘇銀行、南京銀行等中型銀行交易量不相上下。

經過多年持續的團隊建設，易方達基金公司目前已擁有近60人的固定收益投資、研究和交易團隊，具備優秀的交易能力，高效的固收業務平台、持續穩定的投資業績體現了易方達固定收益管理團隊的綜合實力。此外，公司投研團隊相對穩定，離職率低於行業平均。穩定的團隊有利於投資管理的延續和業績的穩定。

此外，在全國社保基金理事會發佈的境內委託投資2015年度考評中，公佈了獲得最高A檔考評結果的委託組合和投資經理名單，6個投資組合和10位投資經理獲得A檔考評。其中，易方達基金獨佔三席A檔考評投資經理，分別為管理指數投資組合的林飛、管理固定收益投資組合的胡劍和張清華。全國社保基金的投資動向一直備受機構及個人投資者的關注，相關考評結果的公佈也是對表現優異基金公司的肯定和激勵。

固定收益兩類產品齊摘RQFII五星 實力有目共睹

根據晨星(Morningstar)規定每支基金要有連續36個月業績的標準才會予以評級，而第一批在香港成立的RQFII債基恰好滿足其要求，

其中就包括易方達。根據彭博數據顯示，易方達人民幣固定收益基金自成立日至2016年5月31日，A類和I類產品的總回報已分別達33.3%和36.14%，排名同業第一。

據悉，易方達擁有市場上最大的固定收益團隊，其中包含著46名專業人士以及獨立的信貸研究部門。易方達自己的團隊有能力分析每一隻債券，因此幾乎從不依賴外部的評級機構。由於中國債券收益率已經下降，易方達將維持中性的市場策略，在普遍看好市場的情況下，將把重點放在質量和價值上來，組合將繼續保持穩健操作的思路，信用債以獲取持有期收益為主，提高組合的靜態收益，股票和轉債部分把握波段操作的機會。

時刻為新機遇的到來做好準備未來發展可期

中國經濟目前正處在轉型升級的關鍵時期，基金公司作為專業的投資理財機構，其價值更顯重要。「對易方達來說，這也是我們肩負的一種社會責任。在新的發展起點上，我們還將時刻為新機遇的到來做好準備，完善各類產品線，為投資者提供多樣化的投資選擇，堅持一貫規範穩健的投資理念，嚴格執行投資流程，以誠信、專業、穩定、合作的團隊為核心競爭力，以持續、穩健、優異的投資業績為基礎，為投資者提供專業優質的投資服務，創造更好的長期投資業績水平，踐行易方達基金執著於長跑中勝出的理念。」陳宏初談到。

總的來說，易方達基金公司以「持信、抱樸、存儲、潛修」為企業文化，執著於在長跑中勝出，得益於一貫堅持的價值投資理念和嚴



2016年《亞洲投資者》資產管理大獎—易方達母子公司同時榮獲年度最佳資產管理公司（中國區及離岸）

格執行的投資流程，易方達基金投資業績始終保持穩定，並處於中國基金行業領先水平。過去這十五年，是易方達發展的重要里程碑，也是易方達再上新台階的嶄新

起點。展望未來，易方達將繼續保持穩健的經營風格，堅持以誠信和業績立足，不斷開拓創新，積極進取，堅持走正道、防風險、練內功，努力為投資者帶來更好的回報。



易方達香港首席投資官陳宏初於2015年《亞洲資產管理》頒獎典禮中，代表公司領取最佳中資基金公司（香港地區）

易方達CIO陳宏初與他的投資之道

業 務品種齊全、基金管理規模龐大、客戶數量穩年增長、極具發展潛力，易方達基金管理有限公司的業務擴展到全國各地乃至全球，並且發展腳步日趨穩健。而陳宏初作為現任易方達資產管理(香港)有限公司的首席投資官，一方面，公司發展的強勁勢頭離不開他的智謀，另一方面，公司的成績也反映出他在投資方面的卓越才能。在投資領域，他的一些獨到而實用的見解對於投資者來說，十分具有借鑒意義。

未來中國經濟 陰霾過後現曙光

中國目前的經濟情況對於很多環球投資者來說，都是充滿著悲觀的情緒：中國推行結構性改革的一系列指導方針和措施都讓投資者躊躇不前，無論是十三五提到的由「需求分析」轉向「供給分析」，還是逐漸淡化出口、投資、消費為驅動力的「三輛馬車」概念，這些改革指導思想都使投資者需要重新審視中國經濟。但實際上，投資者往往忽略了中國內地由製造業轉型為服務業過程中所提供的眾多投資機遇。

陳宏初作為一個具有多年投資經驗的專業人士，他對於中國未來經濟的發展持有相對樂觀的態度。在他看來，中國經濟轉型有非常明顯的特徵，「內地經濟轉型的情況已非常明顯，資訊科技、增值製造、服務與物流、娛樂消閒和健康護理業的轉型均取得重大進展，



從事相關行業的哦你公司市值的投資者深入分析的。」在中國內地，政府投入了龐大的人力財力物力來建造現代化的基礎設施，為各不同地區的經濟發展先打好硬件的基礎：無論是海陸空三棲交通運輸網絡的修建，還是高興科技如互聯網技術的飛速發展，中國的變化都為未來經濟強有力的發展勢頭做足準備。除了國家基礎設施建設以外，國民的收入也相應提高，這意味著中國內地購買力正在提高，

未來中國內地市場有巨大的消費潛力。陳宏初對於中國經濟的前景少有憂慮，他說：「中國經濟展現亮點，環顧整個中國市場，我們仍然有很多的機遇。」

「兩會」風向標 處處是投資啟示

陳宏初的投資經驗不僅僅是在進行金融投資的實踐經驗中得出，中國的一些經濟政策與措施的出台，同樣是他密切關注並且總結經

驗的重要來源。如兩會的召開，陳宏初從「供給側改革」這一方針的提出總結出了很多的投資機會。「供給側改革」提出的目的在於調整國家的經濟結構，然後使各要素得到最優化的配置，重視從「供給側」而非「需求側」來發展經濟。

在對怎樣進行「供給側改革」做出闡釋時，習近平提到了四個關鍵點：化解產能過剩、幫助企業降低成本、化解房地產庫存、防範金融風險。而陳宏初從這些闡釋中看出了很多投資契機，他認為週期性去產能概念股以及新興產業存在機會，關注醫療、教育、網絡科技、工業4.0等板塊會有較大可能獲得投資收益。在去產能過程中，鋼鐵、煤炭、水泥行業的併購機會增加，行業集中度提高；在產能出清、供需和資產負債表改善後，優質公司和從國有企業改革中脫穎而出的公司，存在潛在投資機會；

而在去庫存過程中，房地產銷售改善和租賃市場活躍度提高利好地產行業及相關服務業。除此之外，「供給側改革」也傾向於鼓勵發展新興產業，新興產業面臨的機會更多，醫療、教育、網絡科技、工業4.0、機器人等新技術存在投資機會。

深港通溫柔融合兩地市場，投資機會大有潛力

陳宏初作為擁有近二十年投資經驗的投資達人見多了金融圈的刀光劍影，深諳投資技巧與時機的把握，深港通開通在即，陳宏初已經看到了潛在的投資可能性。根據他的分析，從中長期來說，深港通的開通將進一步促進兩地市場的融合，這對兩地市場都有積極意義。鑒於滬港通正式開通前後，滬股通指數持續跑贏上證綜指和恒生中型股指。因而，深港通的開通可能也會帶來一小波主題性上

漲行情。首先，深港通對國內資本市場的影響不僅僅是資金面，其長遠意義更重大。深港通有利於引入海外機構投資者，或將改變A股投資者以散戶為主的結構以及目前A股主流投資方法，促使A股估值體系、投資風格國際化。其次，如果深港通納入恒生綜合小型股指中的公司，那麼將對港股小盤股有利。香港上市的許多中小盤股盈利增速較快，而且估值往往比內地的可比公司要低，對內地南下資金有較大吸引力。有較好基本面、較高盈利增速的優質稀缺標的會受投資者重點關注。

二十年的投資經驗讓陳宏初的建議實用又具可操作性，不空談理論，即使投資的風險不能徹底避免，但能通過合理的方式讓投資風險最大可能的降低，也保證收益盡可能的上漲，這就是陳宏初的投資之道。

陳宏初 (Craig CHEN)

超過20年的投資經驗，專注於大中華區域的絕對收益投資、基準投資以及對沖基金風格投資。現任易方達(香港)首席投資官。

任職經歷：曾任泰康資產管理(香港)和華安資產管理(香港)首席投資官，負責固定收益、股票以及全球資產配置方面的投資活動。此前，他還擔任過德意志資產管理(香港)和嘉實國際資產管理的資深投資經理，負責大中華區域的股票投資。在德意志資產管理(香港)任職期間，他管理的一個股票基金連續三年(2007-2009)被LIPPER評為最佳大中華基金。

學歷：西北大學凱洛商學院－香港科技大學商學院聯合授予的行政人員工商管理碩士(EMBA)學位，以及加拿大英屬哥倫比亞大學授予的商業學士學位。



透視大市形勢 優秀公司逐一點算



紅星美凱龍上市一週年 企業推進智能化前景可期



紅星美凱龍創始人兼董事長車建興先生連同代言人高圓圓、AngelaBaby宣佈公司將實施1001戰略

內地公佈一系列最新經濟數據，統計局新聞發言人指，上半年國民經濟保持總體平穩、穩中有進、穩中有好的發展態勢。在家居行業來看，目前已逐漸進入「循環消費時代」，2000-2015年的新增商品房和二手房將帶來巨大的新房家裝和二次裝修需求。國際研調機構沙利文的報告就預測，2014

年-2019年家居行業將每年增長10%。家居市場規模將狂飆至近人民幣3.4萬億。

國內家居裝飾及家具商場運營商龍頭紅星美凱龍（股份代號：01528.HK）從1986年成立至今已經30年，也是中國家居生活的黃金30年。2015年6月26日成功於香港上市至今，紅星美凱龍登陸香港資本市場踏入一週年，乘早前

發佈的1001戰略，紅星美凱龍有望背靠宏觀環境因素，利用已有的品牌實力、線下優勢，擴大市場領導地位，領跑國內家居市場。

線上線下協同效應 其他經營者難以仿效

在中國經濟快速增長下，中等收入群體的消費佔了國內消費總額大多數。中產階層快速崛起，

品質消費的時代將會來臨。創始人兼董事長車建興先生早前就宣佈企業的「1001」戰略。由於家具行業是重視體驗、服務的消費行業，買家重視場景視覺、觸覺，一直以來都難以利用非實體的互聯網渠道推進。紅星美凱龍的模式升級中，除借助互聯網為實體店賦能外，更首創性地提出了「用實體店為互聯網賦能」的思路。據瞭解，紅星美凱龍會首先將實體店面全面數字化，提升效率，進行擴張發展。其次，將統一底層數據庫，整合線上線下所有數據，充分利用「大數據」。市場人士認為紅星美凱龍這連串部署是中國家居行業、以至線上銷售的轉捩點，同時基於紅星美凱龍強大的品牌價值和門店基礎，其他經營者難以仿效。

屢獲資本市場肯定 國家部委引例表揚

作為行業領跑者，紅星美凱龍去年6月26日上市以來，屢獲資本市場的殊榮和肯定。創辦人兼董事長車建興先生接受本刊訪問時表示，衷心感謝香港資本市場對紅星美凱龍的肯定和支持。論及去年國慶黃金週，全國商品零售額錄得人民幣1.08萬億元，同比增長速度明顯放緩，然而，紅星美凱龍就逆市創出人民幣48.3億銷售總額，同比狂飆15%，客流量更是故宮7天接待旅客約60萬的3倍，達186萬人次，車建興就表示非常鼓舞，並把功勞都歸功於公

司上下員工不懈的努力和堅持。

根據中國品牌研究中心之資料顯示，「紅星美凱龍」品牌於2012至2014年連續三年佔據家居裝飾及家具行業首位。去年9月21日、29日紅星美凱龍剛完成港股上市3個月就先後獲得惠譽「BBB+」評級和「BBB+」的高級無擔保評級以及標普「BBB」評級和「cnA」的大中華區信用體系評級。去年，紅星美凱龍就獲得國家中宣部、發改委、商務部引例表揚公司在商業誠信維護、商戶信用分類管理的成效作出肯定。

積極創新領導市場 保持強勁業績增長

儘管去年內房市道較以往疲弱，紅星美凱龍去年全年業績仍能保持強勁增長，實現營收人民幣87.56億元，同比增長10.3%；擁有人應佔利潤人民幣40.98億元，

同比增長12.8%。業內經營人士表示，紅星美凱龍在商場選址、吸引人流、企業戰略方面均領先同行。另外，紅星美凱龍早在一個月前宣佈重投A股IPO。證明勢打造A+H平台，在資本市場上雙輪驅動，為轉型升級提供持久、有效的動力。

同時，紅星美凱龍致力吸引中高端品牌、優質商戶入駐，一切都是順應著市場追求品位的大需求方向。預料配合1001戰略的推出，紅星美凱龍將利用線上線下優勢，繼續鞏固市場領導地位，擴大業務優勢，建議投資者可趁機吸納。



紅星美凱龍去年6月26日上市以來，屢獲資本市場的殊榮和肯定

珠江船務：業界老手的創新發展



圖為珠江船務貨倉

作 為國際航運中心建設的重點，珠三角地區的航運服務體系不斷完善，體現了地區航運船務產業的生機和活力。之前備受關注的航運產業基金也在7月進入到了「快車道」，基金總規模達50億元（人民幣·下同）。這些資金的注入勢必會為珠三角地區的航運行業增添新的發展動力。

航運業利好不斷老牌企業受惠

資料顯示，今年上半年，廣州的航運交易完成了船舶交易238艘

次，交易額6.97億元。「一帶一路」概念持續帶動相關公司發展，地區的航運金融業務有條不紊地進行，相關公司正在謀劃成立負責對航運相關交易活動的資金支付、託管及結算等業務的航運結算中心。除此之外，航運經紀行業也得到了新的發展。粵港澳地區擁有世界上最大的城市群、港口群，光是粵港澳地區港口的集裝箱每年吞吐量就達6,000萬標箱，全球排名第一。

宏觀層面上，國家提出的戰略性發展計劃對珠三角地區的航運

船務等交通運輸行業亦有重要的意義。當前，除去「一帶一路」戰略，自貿試驗區、粵港澳深度合作等國家級大戰略的疊加對珠三角地區的發展來說也是重大利好消息，前景非常廣闊。為此，有專家建議，整合粵港澳地區的航運業務，整合航運交易，船舶登記以及航運現代服務業等方面的功能，三個地區聯手共同打造國際航運中心，進一步提升粵港澳地區的影響力和地位。隨著「一帶一路」戰略的不斷發展，珠三角地區作為重要的交通樞紐將會起到更大的作用，

也會為航運船務企業帶來成長空間。

由於行業自身週期性的特點，航運船務企業往往需要長期穩定的現金流才可以賺取收益得到蓬勃的發展，也因此這是一個特別適合長線投資的板塊。

在這些大背景下，珠江船務企業(股份)有限公司(以下簡稱：「珠江船務」；股票代號：00560.HK)受益於珠三角地區經濟快速增長和粵港澳三地的經濟融合，其投資價值也悄然體現。公司早在1997年5月於香港上市，正是中國最大的從事粵港澳航運業務的綜合性航運公司之一。

公司擁有完善的珠三角碼頭網路，在珠三角地區經營管理20個碼頭，在香港營運一個私家碼頭、8個公共裝卸區租用泊位。

作為粵港澳地區最大的高速水路客運營運商，珠江船務擁有16個航點、17條航線，超過50艘高速客船及16,000個客位，粵港市場佔有率超過94%，港澳航線市場佔有率超過三成。

同時，公司也是粵港間最大的內河承運商之一，擁有約30條集裝箱駁船航線，13條散貨航線，80艘營運貨船，在粵港間集裝箱運輸及散貨定期班輪市場佔有率分別達到26.5%及80%。

積極業務創新打造電商業務

公司並沒有停下創新和發展的脚步，在這些紮實的硬件條件和領先的行業地位基礎上，從未停止過前進的脚步，積極推進傳統業務的轉型升級。

目前公司正在積極開展保稅倉儲業務，打造港珠澳大橋的橋頭

堡——珠海西域碼頭。利用位處港珠澳大橋落腳點延長線的優勢，成為珠海地區的重點保稅物流基地。

公司也成立了華南地區唯一的跨境電商中心。母公司託管資產南沙物流園持有45.7萬平方米保稅用地，現已建成3座倉庫，提供約13萬平方米倉庫。其中第四號倉庫提供8萬平方米倉儲面積，已於2015年7月正式投入使用，開張即實現滿租。電商物流業務為電商提供倉儲、分揀、配送等增值業務。

值得一提的是，四號倉是華南地區唯一的跨境電商中心，在互聯網飛速發展，各行各業「移動化」，「電子化」的時代，四號倉具有不可比擬的地域和政策優勢。

母公司助力珠船穩步發展

青島港母公司省航集團是廣東省屬大型企業集團之一，廣東省七大物流龍頭企業之一，因此CKS也具有較高的市場和品牌影響力。航運金融業務依託河馬遊平台開

展電子商務、移動支付業務，依靠母公司的融資租賃平台，開展資產證券化等業務。

另外，公司也在發展高端物流倉儲。目前公司已有約40%的倉庫改造成為定制倉，為飛機工程及免稅煙酒等產品提供倉儲服務，使得毛利率大幅提高。

這些升級計劃與公司的宏觀戰略佈局相輔相成，產生了協同效果。為順應國家「一帶一路」和自貿區戰略，珠江船務提前佈局南沙，目前母公司在南沙區控股佔地超過90萬平方米，項目總投資超過27億元人民幣，運營多個項目。沿海絲之路大力發展貨代業務，已在馬來西亞建立貨代點，未來將在泰國、印尼等地佈點。配合客船運力更新，積極向印度、柬埔寨和塞班拓展。

在剛剛過去的六月份，財通國際給予公司「增持」的評級，認為公司今年的溢利能在客運和貨物處理聯號帶動下增加，2016年公平價值應更高。



珠江船務碼頭的地理位置得天獨厚

立足上海 邁進國際 東方證券 潛力巨大



東方證券上市儀式嘉賓合照

今年6月初開幕的陸家嘴論壇上，證監會副主席姜洋表示，中國資本市場的發展過程中，經驗之一便是穩步推進對外開放，並支持進一步拓寬境內企業境外上市融資渠道，支持境內企業做大做強。香港作為亞洲重要的金融中心，在國家金融開放方面，扮演了重要的角色。而自2014年滬港通開通以來，市場上關於深港通推出的聲音從未間斷，一眾證券股乘勢加快來

港上市集資之步伐。

作為投資能力卓越、高速增長的中國領先資本市場服務提供商，東方證券（股份代號：03958.HK）今年7月8日於香港聯合交易所主板正式掛牌交易。東方證券立足上海、覆蓋全國，主要從事交易及投資管理、經紀及證券金融、投資銀行、以及管理本部及其他業務，為客戶提供綜合金融產品和服務，憑藉穩健的經營策略和優秀的執行能力，多項業務均處於行業領

先水平。公司充分把握了中國證券行業創新發展的機遇，並取得了快速發展。

行業領先 快速增長的全國性資本市場服務提供商

極具進取心的企業文化和高度市場化的運營機制是東方證券增長的基礎。自1997年成立以來，東方證券從一家創立於上海的區域性證券公司迅速發展成為全國領先的資本市場服務提供商。作為中國發

展速度最快的證券公司之一，東方證券的收入和年度利潤的年複合增長率於2013年至2015年間分別為111.2%和174.0%。2002年12月31日至2015年12月31日，公司的淨資產規模從人民幣11億元，增長至人民幣354億元，增長幅度超過30倍。

截至2016年3月31日，東方證券在中國所有31個省、市和自治區內擁有120家證券營業網點，並成立了東方金融(香港)作為開拓海外業務的平台。截至2016年6月，東方證券擁有近968,600名客戶，其中約有750,800名活躍客戶。東方證券憑藉穩定、經驗豐富的管理層和高素質的專業隊伍，充分把握了中國證券行業創新發展的機遇，並取得了快速發展，於2015年3月23日成功在上海證券交易所上市。

立足上海 東方證券業務不斷拓展

作為全球最重要的金融中心之一，上海具備高效的市場化機制、活躍的金融及資本市場以及多種創新金融產品及服務。東方證券自1997年於上海創立，由區域性證券公司迅速輻射全國，發展成為全國領先的資本市場服務提供商，打造了優秀的投資管理及交易和財富管理業務平台。

公司充分發揮上海的地域優勢，積極開拓富裕及高淨值客戶，不斷加強業務創新，拓展服務深度，滿足客戶日益多樣化的財富管理需求，增加客戶黏性。根據上海證券交易所和深圳證券交易所數據，初步招股文件顯示，於2015年，東方證券代理買賣的股票及基金交易額達到人民幣65,114億元。2015年，公司股票質押式回購的業

務規模在所有中國證券公司中名列第9位。截至2016年3月31日，公司的證券營業網點、期貨營業網點分別達到120家和23家，證券經紀客戶數目和期貨經紀客戶數目分別達到925,400名和28,600名，網點覆蓋範圍遍及中國所有31個省、市和自治區。

邁進國際 東方證券增長動力十足

為實現國際化發展佈局，東方證券於2010年9月成立子公司東方金融(香港)。東方金融(香港)通過其全資子公司持有證券交易、就證券提供意見、期貨合約交易、資產管理、就機構融資提供意見、放債等業務牌照，核心業務包括證券交易、槓桿融資、股票及債券承銷、資產管理等。憑藉東方證券在中國的強大的客戶服務能力、產品和專業技術，公司計劃因地制宜拓展國際業務，以滿足客戶的國際金融服務需求，尤其是更多的中國公司正向海外擴張並進行海外交易。而東方證券的海外平台可為其位

於中國及海外的現時及潛在客戶創造更大價值。

此外，東方證券與花旗環球金融亞洲有限公司合資成立了投資銀行東方花旗，有效借鑒花旗集團的國際經驗，進一步提升專業水平，擴展了公司的投資銀行服務。截至2015年12月31日，東方花旗有17個首次公開發行項目待中國證監會審批或發行，以項目數量計在有國際投資人參股的合資券商中排名第2位。於2015年，東方花旗完成了3個首次公開發行項目和4個再融資項目，主承銷金額總計人民幣4,710.9百萬元。根據萬得資訊數據，按股權交易數量計，東方花旗在有國際投資人參股的合資券商中排名第3位。於2015年，東方花旗債券承銷業務的主承銷金額為人民幣58,314.3百萬元。根據萬得資訊數據，按總債券承銷金額計，東方花旗在有國際投資人參股的合資券商中排名第3位。按2015年公佈的併購重組項目數量計，東方花旗在有國際投資人參股的合資券商中排名第1位。



東方證券董事長潘鑫軍先生

北京汽車三大品牌銷量齊增 股價累漲12.02%



北汽奔馳全新E級長軸版轎車

7月6日，北京汽車(01958.HK)公佈6月銷量數據，得益於旗下自主品牌、北京奔馳、北京現代三大品牌同時發力，北京汽車合計實現銷量86.92萬台，同比增長14.1%，處行業領先水平。7月7日，港股市場反應劇烈，北京汽車盤中漲幅一度飆升至7.06%，以6.68%的增幅收盤，成為香港當天漲幅最高的汽車整車企業。7月8日上午開盤繼



7月7日至今北京汽車股價走勢圖



奔馳全新E級長軸版轎車

續保持高漲態勢，成交價持續走高，截至記者發稿時，北京汽車漲幅達5.01%，兩日累計漲幅達12.02%。

業內專業人士分析，北京汽車6月銷量的公告表現直接刺激了此輪的放量上漲。公告顯示，北京汽車上半年累計銷量同比增長14.1%，於中國上半年車市遙遙領先。自主品牌1-6月實現銷量20.3萬輛，同比增長36.69%，其中，紳寶品牌上半年同比增長80%，遠高於行業整體增速，此外，SUV上半年同比增長7.9倍，車型佔比達48%，新能源上半年同比增長144%，由此可見E+S戰略調整充分體現；北京奔馳在進入2016年後，銷量增速居國內豪華車品牌之首，是當之無愧的豪華車市場驅動力，上半年實現銷量14.34萬輛，同比增長高達39.2%，而下半年隨著奔馳全新一代E級轎車上市，將進一步為其奪取豪華車細分市場第一奠定堅實基礎；此外，

北京現代1-6月銷量52.28萬輛，同比增長2.45%，呈企穩回升之勢。

北京汽車上半年業績的上佳表現和股價的迅速攀升贏得了國際投資機構的重點關注。各分析機構紛紛更新了對北京汽車的評級。業內重量級分析師瑞信證券

王斌更新了其對北京汽車的分析師報告，重申北京汽車仍是其中國汽車板塊首推的股票之一，並維持「買入」評級。瑞信分析師認為：北京汽車2016年6月整體銷量同比增長超過60%、自2016年二季度以來業績有明顯的提升，同時，其對2016年3季度北京奔馳即將發佈的新一代E級轎車持樂觀預期。早在6月16日奔馳新E級轎車下綫當日，瑞信已更新其分析師報告，將其對北京汽車的目標價由7港幣上調到7.2港幣，並把北京汽車作為其首推的股票之一。本次6月銷售數據的出台，意味著其目標意見進一步得到了公司業績的印證。

北京汽車作為中國汽車行業的領軍企業之一，在港股市場這個價格窪地中，一度被價值低估。隨著上半年銷量的發佈，迅速引起市場關注，兩日累計漲幅達12.02%，成為近期最大亮點。



北京奔馳全新E級內部圖

中國通號邁向完整產業鏈 研發實力強勁保障軌道交通安全



中國通號積極拓展海外業務，參與非洲、拉丁美洲等十餘個國家的軌道交通項目

隨著國家「一帶一路」戰略
延展鋪開以及國家各個
層面的資本輸出和企業
「走出去」戰略全面啟動，今年及
未來幾年將成為鐵路國際工程項
目爆發期。在早前公佈的5月基礎
設施投資按年增20%，較4月累計
增速多1個百分點，表現優於其他
產業。其中，鐵路運輸業投資增
長12.2%，增速加快8.3個百分點。
瑞銀報告亦指，中國5月基建固投
強勁復甦。市場預期，在鐵路加
速發展的關鍵時刻，領先行業的
中國鐵路通信信號股份有限公司

(03969.HK)將充分發揮自身獨特優
勢，助力中國鐵路發展。

鐵路發展勢不可擋 中國通號保障軌道交通安全

近年來，中國高鐵技術的飛速發展，不僅成為推動中國經濟社會快速發展的巨大引擎，更吸引了世界的目光，成為中國的一張靚麗名片。作為高鐵最關鍵的三大核心技術之一的列車運行控制系統，中國通號走出了一條以自主創新實現「彎道超車」的獨特發展道路，在中國高鐵「走出去」過

程中扮演著舉足輕重的角色。

中國通號去年業績穩健，新簽合同額378.2億元（人民幣，下同），按年增長24.4%，其中，城市軌道交通領域合同99.2億元，按年增長209.1%。在城市軌道交通控制系統方面，中國通號在信號系統市場獲得合同額超過51%，排名第一，隨著中國通號併購卡斯柯，中國通號下屬企業設計院、卡斯柯均有自主研發的CBTC系統進入市場，未來中國通號在城市軌道交通領域的市場佔有率將進一步增加。中國通號在保持既有市場的

領先地位同時，大力拓展新興市場和新興業務，成功中標石濟客專、雲貴高鐵等多條鐵路重大項目以及先後與廣東、河南等多個省、市政府開展戰略合作。

按中國已建成高鐵控制系統項目的累計中標里程計，公司的中標里程覆蓋中國6成以上的高鐵線路，排名第一，管理層預計通訊號設備新一輪的更換週期到來，帶動業務發展。日前，高盛發表報告指，預期高鐵維修、系統更換週期縮短、利潤增加，及獲得地鐵合約強勁的預期。摩通亦指，中國擬降低城市興建城軌門檻，預期城軌將取代高鐵，成為內地鐵路業增長動力，料作為內地最大的軌道交通控制系統解決方案提供商中國通號是主要受惠者。

中國通號已完全掌握了C3列控系統自主知識產權，建立了中國完全自主的技術和裝備標準體系，形成了涵蓋系統規範、工程設計規範、製造工藝標準、施工驗收規範、運用維護規則、安全評估辦法六大方面標準規範。截至2015年底，中國已開通時速300km以上高鐵9,000多公里，由中國通號提供C3核心裝備並建設開通的達8,500多公里，佔93%。中國通號憑藉其強勁的研發實力及世界領先的列控技術，為中國的軌道交通安全保駕護航。

力拓海外業務 打造高速鐵路國際品牌

2015年，中國通號全年新签合同額378.2億元，同比增長24.4%，其中海外領域合同11.3億元，同比

增長57.6%。中國通號正積極拓展海外業務，部分產品和技術出口至亞、非、拉美等十多個國家和地區，與巴基斯坦、烏茲別克斯坦、埃塞俄比亞、安哥拉、阿根廷等國家和地區開展合作並進行工程建設。公司大力實施聯盟合作、併購重組、業務創新的「大海外」戰略。通過併購、聯合、合資、合作等多種方式，與國際諮詢機構共同開發海外市場，融入全球化的市場競爭格局。中國通號通過海外併購重組，獲取核心技術、高科技產品及市場資源，培育優秀海外人才，規範海外管理，由單一的海外施工向海外投融資、工程總承包、裝備生產一體化等創新業務發展，成為具有廣泛國際合作基礎、具有強大有行業影響力的跨國集團。

目前，中國通號廣泛參與了亞洲、非洲、拉丁美洲等十餘個國家的軌道交通項目，並正在國家有關部門牽頭下積極參與印尼雅萬高鐵、中泰鐵路、莫斯科喀山高鐵及美國加州高鐵等項目。其中，中泰鐵路項目是繼中老鐵路項目後，中國鐵路產業和技術標準整體走出去的又一重大成果。該鐵路與

中國 — 老撾鐵路相連，實現中國與泰國鐵路的互聯互通，促進泛亞鐵路中通道的貫通，構建中國與東盟間安全、通暢的鐵路運輸網絡，發揮鐵路在推進「一帶一路」建設中的服務保障作用，有力推動東盟各國在貿易、投資、物流、旅遊、科技、文化等方面的交流合作。

中國通號是保障國家軌道交通安全高效運行的核心企業。作為中國軌道交通控制系統行業的先行者和領導者，中國通號憑藉全球獨具的設計集成、設備製造和工程服務「三位一體」的一站式服務優勢，能夠為客戶提供軌道交通控制系統設計諮詢、定制開發、系統集成、設備製造、施工安裝、系統調試、運營維護的一站式服務。隨著「一帶一路」建設的推進，中國通號正積極開拓國際市場，致力於將中國成熟、領先的鐵路和軌道交通控制系統技術與全球共享。中國通號董事長周志亮表示，公司將堅持以質量安全為生命，肩負國家鐵路通信信號民族產業走向世界的使命。



城軌市場增速強勁，中國通號城軌業務佔比進一步提升

創人文商業地產先河 勒泰商業地產發展潛力大



勒泰 - 唐山勒泰城

今年以來，內地商業地產投資頻創紀錄，金融業、服務業發展迅速帶動寫字樓需求上升，加上政策利好等因素，利好二、三線城市的商業地產市場發展。主力商業地產開發及運營的勒泰商業地產有限公司（以下簡稱：「勒泰商業地產」或「公司」，股票代號：00112.HK）競爭優勢眾多，除資本運作能力強，海外佈局廣泛，更擁有獨創的投資模式，發展前景獲投資者看好。

「中國製造」到「中國創造」
首創人文商業地產投資模式

公司首創人文商業地產投資模式，秉承「連鎖不複製」的規劃理念，以尊重城市文化基礎，不破壞周邊環境，嚴格執行「一城，一景，一地標」的企業宗旨，實現了由「中國製造」到「中國創造」轉變，為中國城市經濟發展作出了卓越貢獻。此外，公司堅持國際化的設計理念，以獨特的建築設計，分為烘托提高客戶忠誠度，基於顧客高品質的文化韻味消費體驗。

一直以來，公司旨在整合城市坐標，改變城市生活，致力於讓每座建築都能將當地歷史文化和民眾需求完美結合。從商業、文化、

體育的多角度提升百姓的生活品質。在商業地產同質化嚴重的情況下，勒泰找到了自己獨有的，有別於其他商業地產公司的發展模式，打造城市文化項目，創造自己獨特的市場價值。

受惠國策 商業地產發展潛力巨大

據仲量聯行日前在上海發佈的報告，去年中國內地商業地產投資創紀錄，完成交易資產總值約1,500億元（人民幣，下同），其中內地資本佔比達到四分之三。此外，資產證券化等五大趨勢將持續幫助

內地投資者的投資活動，內地商業地產投資在未來數年有望頻創紀錄。同時，金融業、服務業發展迅速，亦有利於市場對寫字樓的需求。據統計，去年金融業增加值同比增長15.9%，高出同期GDP增速9.0個百分點，市場對商業寫字樓的需求仍在不斷擴大。去年辦公樓銷售面積同比增長16.2%，同年全國商業營業用房銷售面積亦同比增長1.9%。

目前，中國內地政策對二、三線城市的商業地產市場發展正起著顯著的利好作用。據業內人士分析，縱觀今年的行業形式，庫存去化主基調不會改變，政策面在二三四線去化主基調之上，一線城市房價受政府嚴格管控，政策面則是直接利好二線城市，特別是經濟比較發達的長三角、京津冀等地區。另外，二線城市的供需較為健康，在政策的鼓勵下邊際受益大。在此大背景下，在京津冀地區具備充足土地儲備的地產公司將具有區域優勢。另一方面，萬達商業地產、華潤置地、寶龍地產等均在商業地產領域發展較快，說明商業地產行業整體發展態勢良好。然而，相關商業地產公司主要於長三角、珠三角地區的一線城市發展，較少涉及京津冀地區及其周邊的二三線城市。而勒泰地產在石家莊、邯鄲以及唐山均有大型商業地產項目，屬當地核心地標商住區域，未來發展潛力巨大。

充分運用國際資本平台 境內境外雙引擎擴張

放眼海外，勒泰商業地產佈局全球，在美國、加拿大、印度等國

家和地區投資興建商業地產項目。其中，於2014年投資收購位於美國大洛杉磯地區的「South Hills Plaza (美國南山廣場)」，同年，於美國加州阿納海姆白金三角區域購得優質土地，投建「Lerthai Platinum Center (美國南加州勒泰中心)」，打造南加州白金商業中心。進入2016後勒泰集團充分運用國際資本平台，全面進入「地產+金融」的雙平台發展模式。

與此同時，隨著中國對外投資即將進入「資產配置」時代，為最大限度享受全球範圍內的經濟增長，公司亦將眼光投入具有投資潛力的海外市場，策略性地尋找優質的投資項目。目前，勒泰商業地產境內在建項目2個，美國儲備項目1個，美國成熟經營項目1個。總建築面積為160多萬平方米，已經完成總投資100多億。2016年後陸續完工並投入運營。未來或將會有更多地標性商業地產項目陸續誕生。

深耕商業地產 佈局金融領域

隨著中國樓市房地產「金融化」的趨勢愈加明顯，金融化已成為房企面臨的不可違逆的大勢。勒泰商業地產旗下全資子公司勒泰證券(香港)有限公司近期獲得香港證監會頒發的1號、2號牌照，是集團打造香港大金融產業核心平台的重要舉措之一。在取得牌照後，公司將正式在香港開展證券和期貨的相關金融業務，協助勒泰集團全面參與國際資本市場，引入更多投資機會。

未來，公司將依託集團品牌及全球資源配置優勢，全面推進資本投資與商業運營等領域發展戰略，堅持商業地產立本，產融結合，為集團發展增加多元化投資管道，將業務進一步輻射到歐美等經濟發達地區和亞太等新興經濟體，提升其股東價值及令公司及其股東整體受益，實現集團「攜手世界商業，改變城市生活」願景。



勒泰 — 唐山遠洋城

民辦教育獲行業風口 品牌效應助發展



成實外教育上市

剛剛過去的6月，作為中國內地的「高考月」，再次受到了大眾的關注。「十年寒窗無人問」已是幾百年前的舊態度，如今，教育作為「人才戰略」中不可缺少的一環，正站在時代發展的浪尖上，儼然已是新的發展風口，備受資本與政策青睞。

政策利好造就行業風口

從政策層面上看，在2016年發佈的「十三五」規劃綱要中，提出

「把提升人的發展能力放在突出重要位置，全面提高教育水準，著力增強人民科學文化，加快建設人力資本強國。」

而在早前頒佈的《國家中長期教育改革和發展規劃綱要（2010-2020年）》，已有提出大力支持民辦教育。「民辦教育是教育事業發展的重要增長點和促進教育改革的重要力量。各級政府要把發展民辦教育作為重要工作職責，鼓勵出資、捐資辦學，促進社會力量

以獨立舉辦、共同舉辦等多種形式興辦教育。完善獨立學院管理和運行機制。支援民辦學校創新體制機制和育人模式，提高品質，辦出特色，辦好一批高水準民辦學校。」

近幾年，民辦教育勢頭好，學校數和在校生均增加。2015年全國共有各級各類民辦學校16.27萬所，比上年增加7,435所；招生1,636.68萬人，比上年增加72.83萬人；各類教育在校生達4,570.42萬人，比上年增加268.52萬人。民辦幼稚園入

園人數比上年增加44.53萬人(全部幼稚園入園人數比上年增加21.07萬人)，民辦小學招生比上年增加9.55萬人(整體小學招生比上年增加70.62萬人)，民辦初中招生比上年增加2.99萬人(整體初中招生比上年減少36.80萬人)，民辦高中招生比上年增加11.78萬人(整體高中招生比上年增加106人)，民辦高校招生比上年增加5.01萬人。民辦教育從幼稚園到高等教育的新招生人數均較去年提升。

民辦教育促進法有望今年三審通過。在今年2月教育部制定的《教育部2016工作要點》第16條提出，推進民辦教育分類改革。進一步修改並出台鼓勵社會力量興辦教育促進民辦教育健康發展的若干意見。研究制訂民辦學校分類登記實施細則、營利性民辦學校監督管理實施細則等，有序實施民辦學校分類管理。召開全國民辦教育工作會議。雖然去年12月《民辦教育促進法》未能通過，但教育法修正案草案已經提出了「民辦學校可以自主選擇登記為非營利性或者營利性法人」，已經邁出了關鍵一大步，同時教育部2016年的工作要點也再次提出民辦教育的分類，若能對民辦教育分類改革，將有利於更多優質的教育類上市公司進入資本市場，以及目前已上市公司進行併購整合。

從市場需求上來看，隨內地居民的家庭總財富的增長及二胎政策的推行，對高品質教育的需求也逐漸增高。家長選學校也像購物一樣，漸漸開始重視優質「品牌」。近幾年來，隨著內地民辦學校發展迅速，市場預測，目前內地教育

產業規模保守已經達到數萬億元，而且繼續保持兩位元數字增長。

「品牌效應」助力企業發展

目前港股中教育股雖不多，但近來股價表現十分亮眼，例如成實外教育(股票代號：01565.HK)。今年年初上市初期正值市場低落期，當時上市價為2.4港元，但公司卻能不受大市影響逆勢上揚，6月內公司股價最高已達4.8港元。股價上揚與公司的「品牌效應」不無關係，在今年內地高考中，成實外教育旗下的成都市實驗外國語學校一舉包攬成都市文理第一名。外界對於「高考狀元」的崇拜與關注必將為公司帶來優質生源。

成實外教育於今年高考取得佳績並非偶然，自2000年以來，成實外就培養出13名四川省高考狀元和20名成都市高考狀元。

課程種類多樣化，語言課程顯優勢

在過去16年中，公司立足於中國的課程系統，側重以英語為特色的小班英語教學課程。學校從小學開始引入英語課程，初中和高中繼續設立英語必修課。學生能夠打下紮實的語言基礎備戰高考以及海外大學入學考試。另一方面，成實外還設置了多樣化的選修課。通過協力廠商教育服務提供者的支持，學生能夠在成實外參加國際項目。國際項目提供美國和加拿大課程，由合格的中國老師及外教進行教授。截至2015年6月30日，約300名學生被國際項目招收，約佔成實外高中招收總人數的12.2%。

嚴選優秀師資，保證優質教育服務質量

成實外提供的教育服務品質與師資密切相關。為吸引優質師資，成實外提供具有競爭力的薪酬，並實施嚴格的篩選流程。截至2015年6月30日，成實外共有1,978名老師，包括43名外教，其中約85%具備學士或以上學位。教師平均具有7年的教學經驗，約29%的教師具有高級教師資格，這是中國從學前到十二年級教師最高資格。

輕資產戰略佈局西南

目前成實外教育綜合聯屬實體成都外國語學校已與獨立協力廠商普潤控股、成都益瑞訂立學校開辦協議學校選址為中國四川省自貢市普潤城園區，預期將於二零一七年九月一日開始其首個學年。課程包含幼稚園、小學及初中，預期學生容量為4,500人。該學校的投資總額預期為2.5億元。

成實外教育表示，這是集團輕資產辦學+集團品牌拓展到中國成都市以外的中國西南地區的又一成果。擴充學校網絡及增加於中國民辦教育市場的市場佔有率是集團業務策略的一部分，包括與作為獨立協力廠商的業務夥伴訂立合作安排以開辦新學校。董事相信集團可大幅降低其資金要求以輕資產模式及通過學校開辦協議擴充其營運。

隨著政策的推動與教育市場的逐步打開，未來將有更多資本介入教育領域，成實外的優質品牌效應若能成功轉化成優質生源，公司在未來將有更亮眼的業績表現，股價亦有望再破旗。

中國「郵輪經濟」助勢青島港



圖為青島港港區俯瞰圖

隨著科學技術的不斷發展，現代郵輪強大的拉動能力和吸附能力越來越強大，馬力的提升順勢帶動了城市經濟的增長，增加了運輸效率，使得全球經濟貿易活動處在一個前所未有的密集期。也正因此，發展郵輪經濟深受重視，並已逐步上升到了國家戰略層面的高度。

郵輪經濟的中國時代

中國的海上運輸事業一直在高速發展。以今年5月為例，全國港口集裝箱吞吐量為1,838.34萬TEU，同比上升2.5%，全國港口貨物吞吐量約為十億噸，同比上漲2.8%。分析人士認為，人民幣出現的持續性貶值為運輸帶來成本

優勢，而總體來說中國郵輪經濟的巨大發展潛力也為市場所看好。預計未來5年，中國郵輪市場有望保持30%以上的增速，並在2020年接待郵輪遊客達到900萬人次以上，成為亞太地區最有活力、最大的郵輪市場。「郵輪經濟的中國時代」正慢慢地悄然到來。

而中國交通部於去年發佈的文件也給港口基礎建設、運輸船舶等「海洋經濟」概念相關的領域帶來利好消息。中國郵輪港口分為訪問港、始發港和郵輪母港三種類型。《全國沿海郵輪港口佈局規劃方案》顯示，未來一段時期，中國郵輪港口發展將以始發港為主體，重點佈局大連港、天津港、青島港、煙台港、上海港、廈門港、

深圳港、三亞港。

青島港是世界領先的綜合性港口之一，其主要經營者為青島港國際股份有限公司（以下簡稱：「青島港」；股票代號：06198.HK）。公司港口服務的綜合性及貨物的多樣性構築了集團多元化的客戶基礎，並使公司有效應對宏觀經濟及貨物需求的週期變化。青島港的戰略位置、天然深水優勢及發達的聯運網路是其成功的關鍵，並將繼續對其未來增長帶來顯著貢獻。

青島 — 國際郵輪城

去年青島市政府出台的文件指出，青島將以郵輪母港為核心，以郵輪延伸產業為依託，以旅遊休閒和港航服務兩大產業為支柱，藉助

郵輪經濟帶動老城區改造，著力打造成為具有全球示範作用的「國際郵輪城」。

在很大程度上，青島港受益於強勁的腹地經濟及中國政府的宏觀經濟規劃。公司與領先的國際企業的長期合作關係提高了公司獲取貨物來源並維持吞吐量持續增長的能力。

截至目前，青島港吞吐量增速仍領先於其他沿海港口。資料顯示，2015年全年吞吐量達4.3億噸，同口徑同比增長5.6%，其中集裝箱吞吐量1,734萬TEU，同比增長5.2%。

青島港轉型升級之路

在港口吞吐量增長的同時，青島港也在積極打造「互聯網+」智慧港口，加快轉型升級步伐，力求提升青島港物資採購的便利性和貨品的多樣性。青島港在行業蓬勃發展的前景下逐漸轉型升級，發展前景可期。

目前青島港延續此前的步伐和目標，積極發展業務，不斷創新。在青島郵輪母港靠泊的「中華泰山號」郵輪和「新金橋5號」輪同時出境，標誌著青島郵輪母港首次實現兩條郵輪旅客同一時間出境的新突破，節省了郵輪乘客的等候時間。公司表示隨著郵輪船舶密度和航線的不斷增加，今後還將探索多艘郵輪與客班輪同時入境或出境的快速通關模式。

青島國際郵輪母港地處青島老城區，佔地35公頃，總建築面積約50萬平方米，投資約50億元。自2015年5月29日開港首航以來，青島郵輪母港當年共接待郵輪35航次，旅客輸送量32,188人次，創國

內郵輪母港開港首年接待旅客人數之最。2016年，該港還將迎來皇家加勒比海洋神華號、地中海抒情號等國際郵輪。據統計，2016年一季度郵輪突破19個航次，旅客人數達到11,526人次。

聯手阿里巴巴 打造智慧港口

除去郵輪設施的升級優化，青島港也在新的領域上進行創新探索。今年6月，青島港與阿里巴巴（中國）簽署戰略合作備忘錄，標誌著青島港向「互聯網+」智慧港口建設邁出重要一步。

根據備忘錄，雙方將在青島港專有雲、跨境電商、互聯網金融和物資採購等領域加強合作。在雲建設方面，青島港將藉助阿里雲在雲計算、大數據上的優勢，搭建港口專有雲；在跨境電商方面，雙方共同合作打通支付、倉儲、物流、通關平台業務環節，實現港口物流服務平台與阿里電商平台的融合貫通；在互聯網金融方面，雙方將在青島港互聯網金融綜合服務平台

上建設電子支付及融資等互聯網金融業務展開合作。同時，雙方將實現青島港採購系統與阿里巴巴電商平台聯通，提升物資採購便利性和貨品多樣性。

分析人士認為，高端船舶製造無疑同中國製造2025、建設海洋強國等戰略聯繫在一起，而相關港口基建等方面不僅有穩增長的含義，還直接體現了「一帶一路」中加強海上絲綢之路建設的目的，此外發展郵輪產業下游的服務業等，完全可以理解為是打造新的經濟增長點、成為撬動地區經濟轉型發展的新引擎。

全球郵輪業市場顯現出了「東移」的趨勢，而中國正是亞洲郵輪業未來的發展重心。分析人士預計今年中國大陸母港港口運力將實現超過80%的增長。國際郵輪巨頭因此指望在亞太地區，尤其是快速增長的中國市場中分到最大的一塊蛋糕。而青島港，也將會藉助「一帶一路」等國家戰略擁有長足的發展。



圖為青島港集團與迪拜環球港務集團簽署深化全面戰略合作備忘錄現場

旅遊地產成房企發展新熱點 海藍控股佔先機長綫看好



右二為海藍控股主席楊敏，左三為港交所總裁李小加

在 中國經濟新常態下，中國房企已經感受到市場壓力，紛紛開始謀求新的發展之路。各大有實力的品牌地產開發商似乎是形成了出奇一致的觀點，越來越多的實力地產品牌開始進軍旅遊地產項目的開發。

旅遊地產潛力足 國際旅遊島受熱捧

中國擁有廣袤的土地，和富饒的自然風景，隨著科技的發展和經濟實力的提升，不少人對於居住的需求早已悄然發生變化。住房不再僅僅以「居住」為唯一目的，更成為生活品味的體現和生

活質量提升的載體。不論從物質的享受，到精神的寄託，都是旅遊地產項目越來越受青睞的原因。

而提到旅遊地產，海南是里程碑式的一站。海南省是中國具有低空氣污染的唯一熱帶省份，以旅遊景點及對旅客交通方便而聞名，吸引著國內外遊客。自

2010年1月國務院發佈《國務院關於推進海南國際旅遊島建設發展的若干意見》以來，海南國際旅遊島建設突飛猛進，於2010年至去年期間的旅客人數由25.9百萬人急增至53.4百萬人，複合年增長率達到15.6%。

國際旅遊島的定位，為海南的房地產市場注入一針強效興奮劑，於2010年至去年間，海南省的房地產投資維持穩定；於去年底錄得的投資額為1,704億元，按年增加19.0%。旅遊業的繁榮大大推動了房地產市場的繁榮，千億元房地產資金湧進海南，萬科、保利等地產大鱷紛紛大手筆圈地。而7月15日剛剛完成港股主板上市的海藍控股有限公司（「海藍控股」，股份代碼：02278.HK）也在海南如火如荼的房地產投資浪潮中搶佔先機，坐擁一席之地。

專注海南地產開發 海藍控股佔先機前景佳

作為專注在海南省開發住宅

物業項目的地產商，海藍控股的房地產發展項目主要位於三亞、海口及儋州，目前發展項目擁有總地盤面積1,173,189.9平方米及總建築面積約1.6百萬平方米的土地使用權。據戴德梁行報告，以2014年及去年的銷售額計算，該公司是三亞十大房地產發展商之一；而於同一期間，三亞佔海南省房地產發展行業的市場份額分別為21.1%及20.7%。根據招股書披露，海藍控股的營業額自2013年的1.92億元人民幣猛增至2015年的15.57億元。

據過往經驗，以及海南其他具類似質素的房地產發展項目的市場反應，海藍控股堅持著在海南省開發綜合住宅物業項目的策略，並相信著對於購入物業作投資及休閒用途的客戶具吸引力。該公司計劃繼續在海南省尋找合適地點以發展大型綜合住宅物業項目，計劃於2017年至2018年完成三亞紅棠灣、三亞荔枝溝及海口桂林洋的實地研究，且可能繼

續收購土地以可持續發展。市場對海藍控股亦看好；其首掛開報6元，高低見6.34元港幣，全日收4.8元港幣，較上市價3.96元港幣高84港仙或21%。

2015年以來，伴隨著全國樓市回暖，及央行連續降息等政策，海南省在公積金貸款額度、住房商貸可轉公積金貸款等政策方面也做出相應調整，加快了購房人入市腳步。總的來說，海南房產是中國旅遊房產最具投資潛力的區域，大批避寒過冬的候鳥型人群，以及鍾情於海南度假投資的時尚白領，和社會成功人士的一致看好，海南正以一流的人居環境而成為國內、國際人士理想的第二居住地。分析者認為，旅遊房產升值空間巨大，未來三亞以及海南的房地產市場將持續向好。



項目效果圖

海藍控股三亞鳳凰水城左岸項目效果圖

中國物流資產赴港IPO 行業第一股前景看好



左起依次是：李明朝先生（副總裁）、孫利民先生（高級副總裁）、李士發先生（董事長兼總裁）、潘乃越先生（首席運營官）、張瓏先生（首席投資官）

中國物流資產控股有限公司（以下簡稱：「中國物流資產」或「公司」，股票代號：01589.HK）於2016年6月30日起在香港公開發售，並於7月15日在香港聯交所主板掛牌交易。

本次中國物流資產全球發售1,035,707,000股股份（視乎超額配股權行使情況而定），其中包括初步提呈之103,572,000股香港發售股份（可予調整）及932,135,000股國

際發售股份（可予調整及視乎超額配股權行使情況而定），指定發售價範圍介乎每股2.55港元至3.25港元。集資約30.1億元至38.7億元，每手1,000股，入場費約為3282.75元，下週四（7月7日）截止認購。是次全球發售1,035,707,000股，其中90%為國際發售，10%為香港發售。

國際發售初步提呈發售的股份已獲超額認購。國際發售項下發售股份的最終數目為1,003,453,000

股股份，佔全球發售初步可供認購發售股份的96.89%。公司已收到根據香港公開發售提交的1,292份有效申請，相當於總數共32,254,000股的有效申請。

本次全球發售所得款項淨額約15.2%（或492.6百萬港元）將用作開發新的物流園項目；根據凱雷購股協議，約38.7%（或1,257.9百萬港元）將用作購買Seed Holding II價值161.8百萬美元（含稅）的股權。根

據高力刊發的估值報告，收購Seed Holding II預期會使本集團資產淨值增加約420百萬美元；約41.1%或1,336.8百萬港元將用於償還部分來自Credit Suisse Singapore不超過300百萬美元的信貸融資；餘下約162.4百萬港元（佔所得款項淨額不超過5%）將用作撥付公司的營運資金及其他一般公司用途。

據悉，瑞士信貸（香港）有限公司和德意志證券亞洲有限公司擔任是次IPO的聯席保薦人，並且公司還引入四位基礎投資者，分別為遠洋集團間接全資擁有的投資公司—悅洋投資有限公司、LRC Belt and Road Investment Limited、China Fintech Investment Company及安邦投資控股有限公司。

擁有龐大的土地儲備 營造全國性物流網絡

中國物流資產作為首批進入中國物流設施市場的專業公司之一，於2003年開始開發、營運及管理優質物流設施，正好乘上物流業迅速發展的風口，不斷發展至今，成為中國領先的優質物流設施供應商。截至2016年3月31日，公司在8個省份或直轄市的物流樞紐的12個物流園擁有59個在運營的物流設施。並且公司在內地擁有450萬平方米的土地儲備，覆蓋內地19個省份或直轄市。龐大的土地儲備支持著公司在未來能夠快速地發展。

據招股書披露，公司計劃於2017年、2018年及2019年，完成多個物流園項目建築工程，總建築面積為約450萬平方米。這一系列計劃顯示出公司在積極擴張地域覆蓋面的同時，利用自身優勢，更好地營造出一個強大的「網絡效應」。

高度可擴展模式加強公司可觀回報

目前在港上市的物流設施供應企業較少，而中國物流資產是首批進入中國物流設施市場的專業公司之一。公司擁有逾十年的行業經驗，並且結合自身經驗發展出一套高效的業務模式，使公司能在整個中國擴充業務時快速複製公司的成功經驗。此外，公司也不斷深耕潛在市場，深入瞭解市場環境，同時依靠綜合性的市場研究，制定有效的市場策略，積極規劃全國性網絡，並在時機成熟時迅速擴充至嶄新市場。而且公司也會根據最新的市場需求及趨勢，靈活調整設計及施工流程，繼而在實現最大租戶滿意度的同時降低整體成本。資深股評人陳永陸認為集團是首批進入中國物流設施市場的國內單一業務經營企業之一，並且擁有逾10年經驗，並已發展了一種高效、回報驅動的業務模式。

租戶組合優質多元 行業專家團隊領導

中國物流資產擁有優質租戶組合，包括京東、聚美優品及本來生活等領先的電子商務公司、順豐速運及利豐等。集團優勢在於可為租戶訂製物流解決方案，提供高度安全、保安及環保標準的倉儲設備。而客戶組合多元化，可避免單一行業受經濟的影響。截至去年底，集團核心純利為4,367萬元人民幣，按年升5.8倍。

公司由一個致力及專注於優質物流設施行業的行業專家團隊所領導，高級管理層團隊的成員在各自領域擁有逾10年的經驗，涵蓋了

營運的各個方面。公司創辦人、董事會主席兼總裁李士發先生乃中國優質物流設施市場的先驅，對中國物流設施行業具有深刻且獨特的見解。優質多元的租戶組合加上強大的管理團隊，不僅已吸引了4名基礎投資者認購17.14億元股份，同時也得到駿盛金融有限公司董事總經理林家亨先生的認可。林先生在其專欄中稱近十年的中國網購行業壯大，是令物流業同步壯大的原因，估計此趨勢暫未有改變。加上深港通憧憬，對新股有較大刺激作用，中國物流資產在同期眾新股中較穩健，建議以現金認購。

中國物流資產首個交易日交投活躍，全日最高股價達每股3.50元港幣，收市報每股3.44元港幣，較招股價3.25港元上升5.85%。股份全日交投量達19.11百萬股，總成交額約63.52百萬元港幣。

中國物流資產董事長兼總裁李士發先生表示：「中國物流資產在香港聯合交易所主板成功掛牌上市，正式登陸國際資本舞台，是公司發展歷程的一個重要里程碑，我謹代表公司衷心感謝投資者對我們的肯定及支持。中國物流資產在香港上市，為公司未來的發展注入雄厚的資本實力，開闢更加廣闊的發展空間。公司將以此為契機，鞏固貫穿戰略物流樞紐的全國網絡，加快租約週期及優化我們的租戶組合，使資本來源多樣化並降低資本成本。同時，我們將吸引、激勵及培育管理人才，以配合營運及未來擴張，繼續致力於提高我們的市場競爭力，積極發展成為中國最大的甲級物流設施供應商。」

綠城服務赴港上市 瞄準高端物業服務行業前景佳



左起依次 吳志華(運營總監兼執行董事)、李海榮(主席兼執行董事)、楊掌法(行政總裁兼執行董事)、何啟忠(財務總監兼聯席公司秘書)

綠 城服務赴港上市瞄準高 端物業服務行業前景佳

綠城服務集團有限公司(「綠城服務」或「公司」；股份代號：02869.HK)於2016年6月27日起在香港公開發售，並於7月12日在香港聯交所主板掛牌交易。

綠城服務集團有限公司是中國具領先地位的高端住宅物業服務供應商，提供的服務種類多元化，包括物業管理服務、顧問諮詢服務及園區增值服務三類業務。

根據中國指數研究院於2014年12月進行的市場調研，綠城服務集團有限公司在2014年中國十大高端住宅物業服務供應商當中名列首位。公司通過為住戶提供種類廣泛的產品及服務組合，滿足客戶、業主及住戶不斷變化的日常及品質生活需要從而在眾多物業服務供應商中脫穎而出。公司於2014年9月推出「智慧園區」項目，並被公認為是開發「智慧園區」項目方面的行業先驅，其中「幸福綠

城」移動應用的已登記用戶於2015年12月31日超出180,000位，覆蓋中國50個城市中405個居住園區的137,206個註冊家庭。

本次公司全球發售777,776,000股股份(可予重新分配及視乎超額配股權行使與否而定)，其中包括初步提呈之77,780,000股香港發售股份(可予重新分配)及699,996,000股國際發售股份(可予重新分配及視乎超額配售權行使與否而定)，指定發售價範圍介乎

每股1.74港元至2.20港元（不包括1%經紀佣金、0.0027%證監會交易徵費及0.005%香港聯交所交易費）。公司已經引入多位基礎投資者，分別為綠城中國、中國東方資產管理（國際）控股有限公司、浙江天堂硅谷資產管理集團有限公司作為基石投資者。此外，國際發售初步提呈發售的股份已獲超額認購。國際發售項下發售股份的最終數目為740,660,000股股份，佔全球發售項下初步可供認購發售股份的95.23%。公司已收到根據香港公開發售提交的942份有效申請，相當於總數共37,116,000股的有效申請。公司於首個交易日交投活躍，全日最高股價達每股2.28港幣，收市報每股2.20港幣，較招股價1.99港幣上升10.55%。股份全日交投量達5.75千萬股，總成交額約1.18億元港幣。

公司擬動用全球發售的所得款項淨額作下列用途：公司計劃動用所得款項淨額約49%（約690.4百萬港元）收購物業服務公司及提供增值服務的公司；公司計劃動用所得款項淨額約22%（約310.0百萬港元），用作開發及推廣我們的「智慧園區」項目及園區產品及服務。公司計劃動用所得款項淨額約19%（約267.7百萬港元），用作償還貸款。公司計劃動用所得款項淨額約10%（約140.9百萬港元），用作運營資金及一般企業用途。

美林遠東有限公司及中銀國際亞洲有限公司為全球發售的聯席保薦人；Merrill Lynch International、中銀國際亞洲有限公司、海通國際證券有限公司及瑞士信貸（香港）有限公司為

聯席全球協調人；Merrill Lynch International、中銀國際亞洲有限公司、海通國際證券有限公司、瑞士信貸（香港）有限公司、摩根士丹利亞洲有限公司、建銀國際金融有限公司及康宏証券投資服務有限公司為聯席賬簿管理人；美林遠東有限公司（僅就香港公開發售而言）、Merrill Lynch International（僅就國際發售而言）、中銀國際亞洲有限公司、海通國際證券有限公司、瑞士信貸（香港）有限公司、摩根士丹利亞洲有限公司、建銀國際金融有限公司及康宏証券投資服務有限公司為聯席牽頭經辦人。

多元化互惠業務模式 有助抓緊市場機遇

綠城服務擁有由三個互利互惠的業務板塊及多元化的服務所構建的用戶驅動業務模式，有助迅速抓住嶄新市場機遇。公司為客戶提供多元化的服務，並會根據客戶需求進行調整。除了傳統的物業管理服務外，公司還提供顧問諮詢服務和園區增值服務，相關服務讓公司與開發商在房地產開發項目前期建立起業務聯繫，助公司在爭取新項目委聘時佔有優勢地位。相關服務通過提供豐富的服務及產品提升在管物業的業主和住戶的滿意度和忠誠度，有助於提高市場對公司收取的較高的物業服務費的接受程度。三大業務板塊之間互動的業務模式，為公司提供多元化的收入來源，降低個別行業波動帶來的風險。公司管理多種類型的物業，包括住宅園區及非住宅物業，例如寫

字樓、工業園、公共設施及兼具住宅和非住宅部分的混合用途物業。

行業先驅 率先推出「幸福綠城」網站及手機程序平台

綠城服務是開發和實施智慧園區項目的先驅者，亦是業界公認的領導者。公司早在2014年9月在由公司管理的部分住宅園區推出「智慧園區」項目，結合物業管理服務和園區增值服務，通過「幸福綠城」網站及手機程序的平台為客戶提供線下服務和體驗。相關項目有效增加園區增值服務項目、提升公司的服務效率，並減少公司對人力的依賴。去年，公司獲中國指數研究院認可為發展「智慧園區」系統的領導物業服務企業。在住房和城鄉建設部指定進入國家「智慧城市」專項試點計劃的19家公司當中，公司為物業管理行業唯一一家入選的單位。目前，公司共有六個住宅園區獲住房和城鄉建設部指定為「智慧城市」試點單位。

綠城服務集團有限公司主席兼執行董事李海榮女士表示：「於聯交所成功上市是公司業務發展的一個重要里程碑，我謹代表綠城服務集團有限公司衷心感謝投資者對我們的信任及肯定。我們相信投資者的信心將會大大提高，我們對此也感到鼓舞。成功上市，標誌著有更多機遇擺在綠城服務前面，我們亦會不斷努力在未來爭取更好的表現。我們有堅定的決心和信心延續公司一貫具創意、可信賴的方針，堅定不移的為股東爭取最大的回報。」

品牌全面升級 賀光啟傳遞品牌文化



呷哺+升級十八變：呷哺呷哺董事長賀總(左)+中國烹飪協會副會長李亞光(中)+市場部副總裁李意雯(右)

「快」速休閒火鍋第一股
呷哺呷哺餐飲管理
(中國) 控股有限公司
(「呷哺呷哺」或「公司」，股票代號：00520.HK) 董事長賀光啟近日參加2016里約奧運會火炬傳遞，代表中國餐飲企業向世界傳遞中國飲食文化和精神。呷哺呷哺在迎來18歲「成人禮」，在結合傳統飲食文化與現代健康理念的基礎上，全新推出了呷哺+品牌升級計劃。

「有華人的地方就有呷哺呷哺」

他開創了吧台火鍋新業態，550家門店均直營，3天開一家新餐廳，一年開100家新餐廳。他就是

被評為中國火鍋代言人的呷哺呷哺董事長賀光啟。

「想到自己代表著華人，代表著中國餐飲企業去傳遞這第81棒，那是我生命中最有使命感的時刻之一。」當賀光啟回憶起自己近日在巴西伊瓜蘇參加的奧運聖火傳遞活動時，今年55歲的他，仍止不住一臉的神采奕奕。

賀光啟在巴西的時候發現，呷哺呷哺小火鍋在當地華人圈知名度頗高，每當提及自己來自呷哺呷哺，總會聽到年輕人希望呷哺呷哺能到巴西開分店的聲音。「事實上，海外中餐業還存在品牌發展、文化宣傳等意識欠缺，尤其是頗具中華特色的火鍋業態發展不

佳，甚至出現有外國人士不知如何吃火鍋的趣事。」

「有華人的地方，就有呷哺呷哺」是呷哺呷哺的企業願景，18年來，呷哺人始終在為這一企業願景不懈努力奮鬥。自上市以來，公司的品牌影響力持續提升，以其創獨特的用餐形式，成為都市時尚年輕人追捧的品牌餐廳。目前，旗下門店已遍佈國內13個省份，成為國內規模最大的中式速食連鎖企業之一。

呷哺+品牌升級計劃

隨著市場經濟的發展，餐飲消費市場日趨成熟，火鍋產業競爭越來越表現為連鎖品牌的競爭。據大眾點評研究院去年的資料調查

顯示，全國共有超過35萬家火鍋商戶，滲透率達7.3%。因此，想要在傳統火鍋品牌「圍剿」中沖出重圍，打造個性化品牌以及凸顯品牌特色，對任何一個火鍋企業可持續發展而言都至關重要。

今年，在公司迎來18歲「成人禮」之際，呷哺呷哺正式對外宣佈啟動「呷哺+品牌升級計劃」，從戰略上做出全面改革。18歲的呷哺呷哺將邁入一個新的里程碑，實施「變」與「不變」相結合的品牌升級戰略。在此次品牌升級中，呷哺呷哺改變了其品牌識別，以呈現更優雅內涵的視覺感受；改變了餐廳風格，在揉合東、西方文化的基礎上以嶄新的風格帶給消費者不同的體驗；改變了一人一鍋的吧台式小火鍋，為年輕人聚會休閒提供場所。但不變的是呷哺呷哺一直以來對消費者的承諾和對自身品質的堅持，讓更多人在快節奏的現代社會享受健康、營養、美味與時尚。

最值得一提的是本次呷哺+品牌升級計劃的店面風格升級，可謂是精益求精。歷經2年世界各地的實地考察，與海峽兩岸十幾位設計師交流溝通，最終確定了文創小清新、小資輕奢風，極簡工業風和現代中國禪4種風格，作為呷哺+品牌升級計劃亮相的第一批店面風格。

以北京悠唐餐廳為例，呷哺呷哺特別邀請到海峽兩岸知名設計大師一周易老師親自操刀，以時下最流行的文創風為創意出發點，將餐飲原生態的味道與現代時尚流行元素充分結合，為消費者營造頗具「情懷、匠心、生活美學」的用餐體驗。

推出中高端新品牌「湊湊」 打造中國式「茶飲+火鍋」

以副牌的出現突破現有品牌的發展局限，這是很多餐飲企業都會

選擇的道路，呷哺也不例外。歷經3年時間打磨，呷哺集團首次推出針對中高端市場的子品牌——「湊湊」（同「湊」），並於4月落戶北京時尚地標三里屯，並計劃未來將在全國開設100多家店。

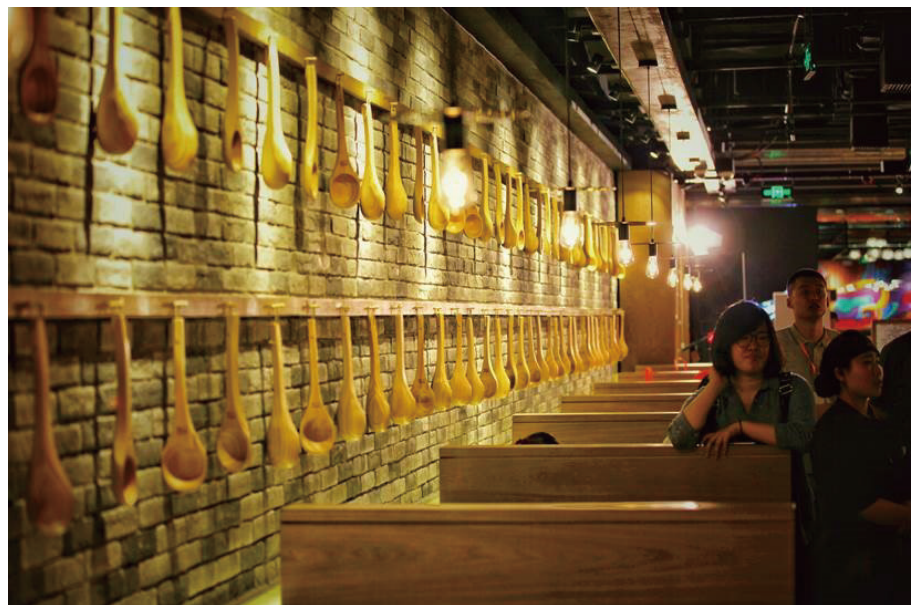
不同於常見火鍋店的緊湊結構，「湊湊」給人的第一感受是新奇而舒適，低調穩重的古典設計讓用餐環境顯得「顏值」頗高。面對呷哺呷哺跨越式的轉變，賀光啟十分自信地表示，不會擔心消費者會「顧此失彼」。「這就好比，有些人以前喜歡用諾基亞手機，現也有人習慣用蘋果手機，呷哺集團現在能成熟運用這兩種商業模式。」賀光啟認為，如今的城市都需要有像「湊湊」這樣的中高端火鍋市場需求，不同於呷哺的「快」，部分消費者更想追求優質的環境以及國際化的食材，而人均150元左右的中高端火鍋品牌也符合他們的消費能力。

火鍋解決了親朋好友聚餐的需求，茶飲則滿足了休閒聚會的需求。「湊湊」與其他中高端火鍋品牌最大的區別就在於是「茶飲+火鍋」的台式新奇組合，將這兩種業

態嫁接在一起，能發揮出1+1>2的效應。永無止境的追求卓越，永遠不斷的求新求變，這也是呷哺呷哺一直以來得到消費者青睞的重要原因。

在不懈努力下，公司得到了社會各界的關注和肯定，獲得了多項榮譽和稱號。2016年2月由北京商業聯合會、北京商報、北京商委共同評選為「2015年北京十大商業品牌金獎」，這也是呷哺呷哺連續六年獲得十大商業品牌，其中三年被評為金獎。同時，2016年6月被中國烹飪協會評為「2015年度中餐餐飲業火鍋十大品牌」「2015年度中國餐飲百強企業」，因其獨特的吧台式休閒小火鍋的運營模式被評選為「中國火鍋代言品牌」，同期還被中國飯店協會評為「中國十大火鍋品牌」。這一系列的榮譽背後都代表了整個行業對於呷哺呷哺的肯定，也代表呷哺呷哺一直在努力讓自己更優秀。

呷哺集團國際化的目標一直如一，在未來，公司計劃將「呷哺呷哺」和「湊湊」兩個品牌都推向海外市場，讓更多華人以及海外人士品嚐到最正宗的中國火鍋。



呷哺呷哺新門店部副總裁 李意雯(右)

中國手遊副董事長洗漢迪 傳奇再出發



中國手遊聯合創始人及副董事長：洗漢迪

2011年1月，中國手遊娛樂集團有限公司正式掛牌成立。2012年9月25日，中手遊一掃中概股陰霾，成功登陸納斯達克全球市場，成為中國首家登陸國外資本市場的手機遊戲公司、以及當年僅有的三家在美成功上市的中國公司之一。2015年8月，中手遊以85天的超高速不可思議地完成了價值7.4億美元的私有化，正式於美國納斯達克退市。而在這一系列傳奇的背後，操盤領軍的幕後英雄是身負眾多光環卻鮮少步入媒體視野的中國手遊

聯合創始人兼副董事長：洗漢迪 Hendrick。

然而退市只是又一個開始。在書寫一個又一個精彩故事後，洗漢迪與其說是早已踏上新的征程，不如說是找到了自己的另一大興趣。退市後，洗漢迪設立了新的私募基金－國宏嘉信資本。

力爭上游的「中國手遊」

生於香港的洗漢迪在全美計算機科學專業排名第一的卡內基梅隆大學取得計算機科學／數學、經濟及工商管理三個理學士學位

後，又拿到斯坦福大學的工程經濟及運籌學雙碩士學位。九七回歸那年，洗漢迪返港就職於法國巴黎銀行和滙豐銀行的投行部，曾師從大名鼎鼎的「紅籌之父」梁伯韜。12年的投行經歷不僅帶給他紮實的操盤功力和豐富的資本經驗，也讓他成為香港資本圈中最早接觸中國大陸市場的投資銀行家之一。

2009年洗漢迪出任香港主板上市公司第一視頻的CFO兼執行董事。彼時，初顯輪廓的移動互聯網行業已經吸引許多先行者佈局。

因出於和第一視頻主席兼CEO張力軍博士的相同理念，二人決定通過並購成立一家手遊企業。在做足功課後洗漢迪找到了肖健和馬志強的KKFUN和王永超的廣州盈正。2011年1月，中國手遊娛樂集團有限公司正式掛牌成立。

洗漢迪說：「當初給公司起名時，我相信我們這個彙集了中國最頂尖人才的團隊一定能做出國內最好的遊戲公司，所以就起了中國手遊這個名字，算是我對我們團隊的信心和願景。」

三年進出納斯達克

2012年9月25日，中手遊成功登陸納斯達克全球市場，成為中國首家登陸國外資本市場的手機遊戲公司、以及當年僅有的三家在美成功上市的中國公司之一。三年後的8月，中手遊以85天的超高速不可思議地完成了價值7.4億美元的私有化，正式於美國納斯達克退市。

三年間在這個全球最多人熱望的資本市場一進一出，幕後的洗漢迪是個頭腦非常清晰的人。他心裡清楚：「A股市場更懂我們的遊戲，更懂我們的價值」。除了回歸A股獲得更合理的估值與股價之外，洗漢迪更慶幸於終於回歸了一個可以有完善激勵機制的好地方，可以有利於公司人才的招聘及留存。事實上，美國資本市場向來不曾真正認可中國企業的經營理念同模式，大多數中概股公司未得到合理估值。因此中手遊在市期間也是迎難而上，上下而求索，表面的風光背後是夜以

繼日的突圍。目前A股上市公司世紀華通正在積極落實對中手遊及點點通兩家領先的遊戲公司的收購交易。

投資是最大興趣

把投資當做最大的興趣洗漢迪對於同時能擁有中手遊和投資這兩件喜歡的事，感到十分知足。在正式成立的短短半年裡，國宏嘉信資本基金通過各種行業資源收到的商業融資計劃書已經超過了百份，然而洗漢迪只取一瓢飲，國宏嘉信資本僅投資了其中最優秀的七間公司。已投的幾間公司目前為止帳面估值已經翻了數倍，足見國宏嘉信資本運籌帷幄的穩健運作。

不得不說，作為新來者的國宏嘉信卻有著不可替代的獨特優勢。「對於我們來說，從團隊建設，到融資、並購、搭建組織架構、上市、轉換業務類型、拓展海外市場，再到私有化、再上市，這一系列創業者可能會遇到的各種困難和關鍵節點我們都親身經歷過。順境的時候我們知道怎麼判斷，怎麼去抓住機會；發生突發狀況的時候，我們也能快速地去應對」。

下一站：泛娛樂文化產業鏈和VR/AR

「我們想投泛娛樂文化產業鏈和VR/AR，想做整合資源的人！」踏足投行12年和移動互聯網7年，下一站是哪裡？洗漢迪新成立的私募基金瞄準了移動互聯網及TMT相關產業，與中手遊產生協同效應，他表示會繼續大力支持

中手遊的持續發展。

移動設備端的普及和4G網路的普遍催生出時泛娛樂文化和VR/AR的火爆。而排在國宏嘉信資本心願清單第二位的則是IP資源整合。中手遊作為手遊界最早開始購買正版IP並製作手遊內容的廠商，洗漢迪明白IP能孵化出巨大能量。在國宏嘉信資本已經投下的公司中就有十分優秀的網劇公司、IP運營公司和動漫製作公司等，國宏嘉信為這些勢單力薄的個體提供平台集體合作，互助共贏，爆發出強大的協同效應。

洗漢迪對資本的深刻理解和豐厚經驗令許多著名投資者青睞有加。這些投資者包括了曾入股第一視頻的中國人壽、奧氏資本(Och-Ziff)及匯友資本，和曾對中手遊進行戰略投資的國家主權基金、聯發科技(MediaTek)、惠理基金、正源資本及新世界集團等。幾乎是從決定做私募之初，洗漢迪立刻就獲得積極回應。

不過洗漢迪表示他並不限於投TMT項目。他個人也會根據自己的喜好來投一些其他產業的項目，比如紅酒和教育。在書寫一個又一個精彩故事後，洗漢迪與其說是早已踏上新的征程，不如說是又找到了自己的另一大興趣。

The background is a deep red color with a fine, white grid pattern. In the center, there is a dark, metallic-looking scale of justice, which is slightly out of focus. The scale has a flat top and a circular base. The overall aesthetic is professional and analytical.

深度解構潛力行業
經濟動向輕易掌握



深港通預計下半年開通 證券行業迎新機遇

上市券商15年業績回顧：資本實力和盈利能力均創新高

2015年，上市券商資本實力大大增強，淨資本達到7,423億元，同比增加97%，淨資產達到9,003億元，同比增長61%，槓桿倍數為3.56，同比增加0.29。

2015年，上市券商盈利能力也得到大幅提升，創下歷史新高，實現營業收入4,096億元，同比增加121%，實現歸母淨利潤1,659億元，同比增加146%，平均ROE為18.43%，提升6.38個百分點。但2016年由於股市的震盪，盈利能力有所下滑，2016年一季度營業收入同比下降34%，歸母淨利潤同比下降51%，ROE也下降為7.48%（年化）。

2015年，受到股市行情火爆的影響，傳統業務如經紀業務收入佔比有所提升，自營業務收入佔比位居第二，創新業務如融資融券業務收入佔比較為穩定，從總體上看，各項業務發展較為穩定。從2016年1季度的數據看，上市券商的資管和投行業務收入佔比有所提升，業務結構更加均衡。

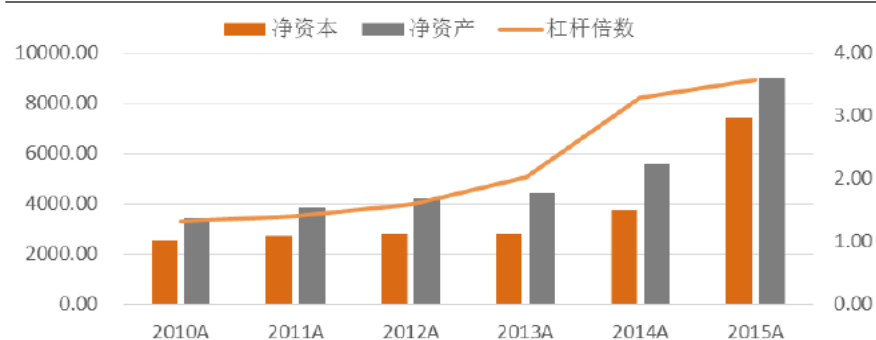
上市券商16年業績展望：震盪下行，靜待回升，經紀、自營業務收入佔比下滑

從上市券商月度數據看，2016年的營收和淨利潤與2015年相比，震盪下行，但目前有企穩跡象，未來隨著行情的改善、政策利好等，上市券商業績有望回升。此外，預計2016年的業務結構將有所變化，與行情相關度較高的經紀、自營業務收入佔比將會有所下滑，而投行、資管業務收入佔比將會提升。

經紀業務：交易量和佣金率有雙降壓力，互聯網和差異化服務是大勢所趨

交易量和佣金率存在雙降壓力。

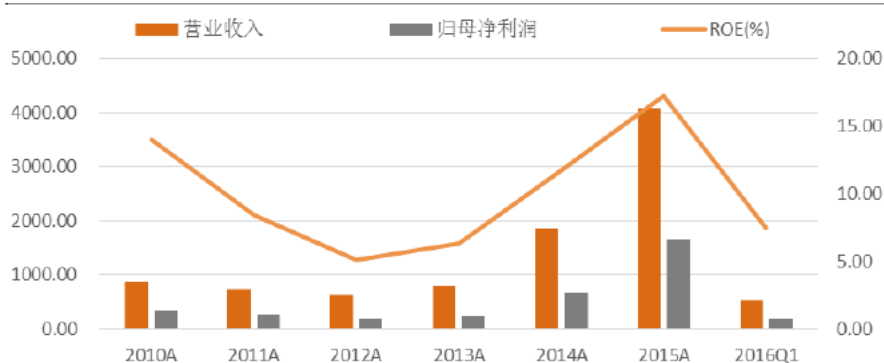
圖表1 上市券商 2010-2015A 淨資本（億元）、淨資產（億元）、槓桿倍數的變化情況



資料來源：wind、券商年報、平安證券研究所

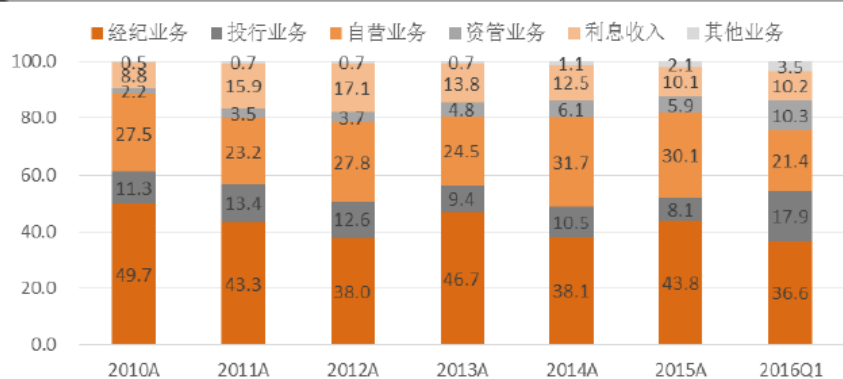
槓桿倍數 = (總資產 - 客戶交易結算資金) / 淨資產

圖表2 上市券商 2010-2015A 及 2016Q1 營業收入（億元）、歸母淨利潤（億元）、ROE (%) 的變化情況



資料來源：wind、券商年報、平安證券研究所

圖表3 上市券商 2010-2015A 及 2016Q1 業務結構變化情況 (%)



資料來源：wind、券商年報、平安證券研究所

2015年，受到「一人多戶」政策和市場行情火爆等因素的影響，股基日均交易量平均維持在萬億以上，全年股基交易量累計達到270萬億，但2016年，股基日均交易量同比腰斬，平均維持在5,500億的水平，假設宏觀經濟政策沒有太大變化，股市行情也沒有太大改善，預計2016年日均股基交易量約為6,000億。

同時，由於經紀業務同質性較強，再加上互聯網的出現，各家券商為了搶佔市場份額，不惜打起了價格戰，導致佣金率近幾年持續下滑，截止2015年底，行業佣金率降低為萬分之5.99，上市券商平均佣金率更低，為萬分之5.31，2015年一季度上市券商平均佣金率繼續下降，達到萬分之4.51，其中，互聯網業務開展較好的華泰證券，佣金率已經突破了萬三，接近行業成本線。《經紀業務管理草案》公佈後，規定允許證券公司與客戶自主約定服務價格，不再強制要求佣金收費必須與交易金額掛鉤，預計未來佣金率仍會走低，但由於成本線的限制，降幅將會收窄。

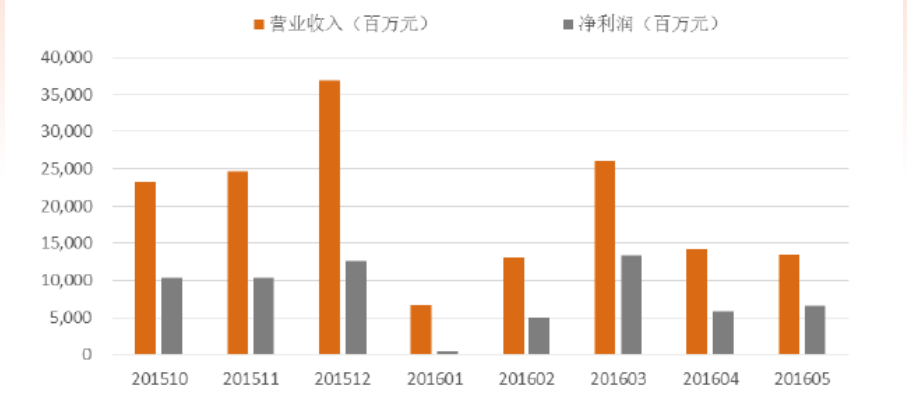
未來互聯網+、差異化服務將是經紀業務的轉型方向。由於互聯網辦理業務的便利性，網上開戶和交易人數迅速提升，網上開戶人數佔比從50%提升到92%，網上交易人數佔比由79%提升到84%。其中，手機端用戶增長的表現更為亮眼，未來手機端將成為互聯網證券的主流渠道。

截至2015年底，根據證券業協會的數據，列入統計的95家證券公司中，有83家擁有移動APP，其中，多數證券公司是與東方財富、同花順、大智慧等專業公司合作搭建的，少部分是自主創建的。這些APP分為兩類：一類僅提供交易和諮詢服務，多存在於小型券商；一類提供綜合金融服務，例如華泰掌樂財付通。

同時，互聯網金融機構也在不斷向證券業務滲透，主要通過以下方式：一是收購、參股證券公司；二是與證券公司合作，進行流量和數據的交互；三是自行建立股票、理財平台。

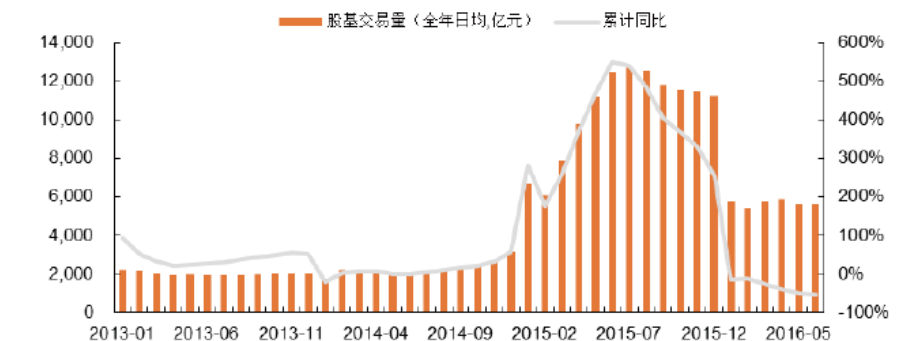
雖然證券公司互聯網佈局開展的如火如荼，但是日活不足的問題嚴重，截

圖表4 上市券商 201510-201605 主要業績指標



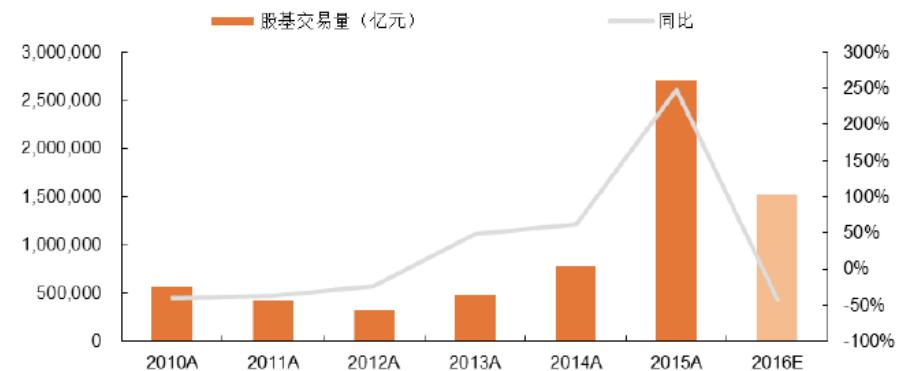
資料來源: wind、券商月報、平安證券研究所

圖表5 201301-201605 股基日均交易量 (億元) 及变化情况 (%)



資料來源: wind、平安證券研究所

圖表6 2010-2015A 及 2016E 股基交易量總額 (億元) 及变化情况 (%)



資料來源: wind、平安證券研究所

至15年底，83家證券公司的APP交易日的日活總數為1,448萬戶，僅與同花順一家相當。究其原因，與互聯網公司相比，證券公司在用戶體驗、生活場景的接入、社交維度等方面缺乏經驗，此外還存在大數據不足、技術缺乏、同質化嚴重等問題，所以，未來證券公司與互聯網公司進行更為深度的合作是大勢所趨。

從證券帳戶結構來看，流通市值在

100萬元以上的帳戶數量增長迅速，高於帳戶數量總體增速。伴隨高淨值投資者數量的快速增長，證券公司有針對性的財富管理業務和綜合金融業務將成為新的業績增長點。

投行業務：依舊「看天吃飯」，併購和新三板業務仍是業績重要增長點

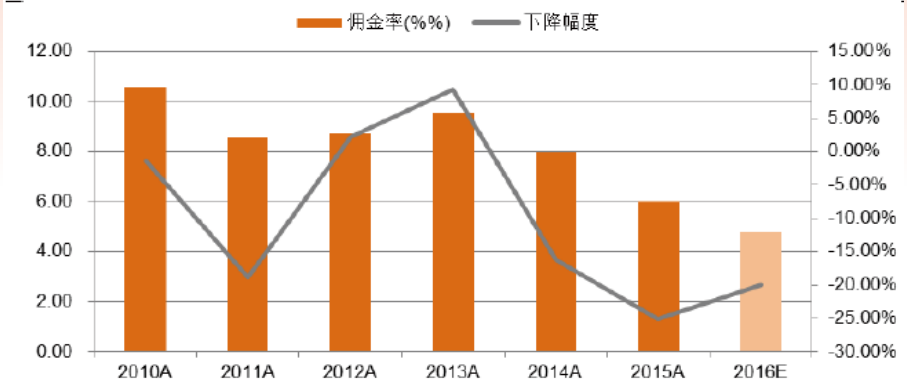
股權融資：IPO靜待市場回暖，增發規模將繼續維持高位。2015年，

股票發行規模為8,519億元，同比增加11.22%，其中IPO規模為1,767億元，同比增加164.16%，增發規模為6,709億元，同比增加5.22%，增發佔主導地位。進入2016年，IPO規模同比縮減，下半年IPO規模是否回升取決於市場行情，而增發規模預計將依舊維持高位，預計2016年股權融資規模同比將有微升。

債券融資：公司債發行規模將創新高。2015年，債券發行規模達到10,694億元，同比下降31%，源於目前發行的企業債中有七成為城投債，受存量債務和企業轉型壓力的限制，整體投資意願低落，從而導致企業債規模急劇收縮，但2016年規模有所回升。同時，公司債發行規模快速擴張，2015年達到7,274億元，同比大增140%，這是由於2015年初證監會發佈《公司債券發行與交易管理辦法》，將發行主體擴大至所有公司制法人、豐富了發行方式、增加債券交易場所等。2016年1-5月，債權融資規模已經超越2015年全年規模，但由於年初是發債的窗口期，再加上今年年初以來，債權違約事件頻發、整體市場收益率下行趨勢放緩、國家去槓桿的大環境，預計債券發行量在下半年將縮減，但發行規模依舊有望破兩萬億。

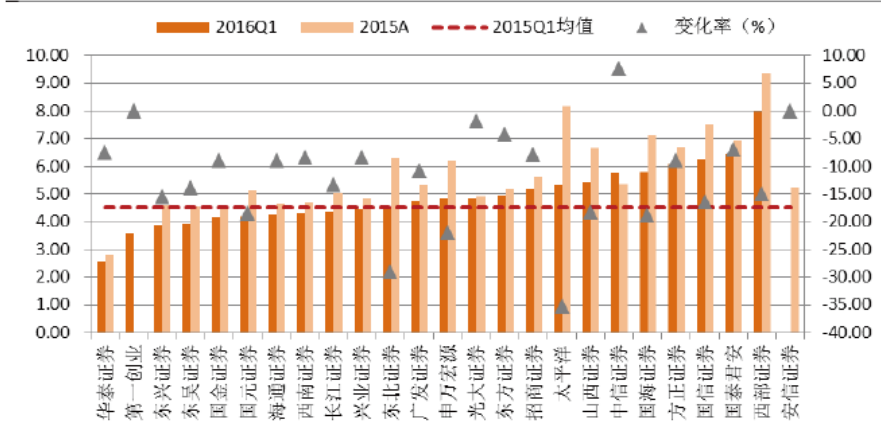
併購重組業務：監管可能趨緊，但經濟轉型的需求將支撐其持續發展。2015年，併購重組達到空前的規模，過審或完成的併購重組交易總價值達到9,553.62億元，同比增長243.3%，其中橫向整合佔比38.86%、買殼上市佔比29.42%、多元化戰略佔比8.40%。併購的快速發展得益於政策紅利和資本青睞，主要驅動因素有併購重組政策不斷放寬、國企改革、通過併購TMT和金融等新興產業實現跨界轉型、「中概股」回歸、「一帶一路」推動海外併購等。假設政策沒有太大變動，市場行情沒有太大改變，且2016年1-5月併購重組規模已近6,000億元，預計2016年，併購重組業務規模將再創新高，超過萬億規模，同時考慮到6月監管層表示，將加強對併購重組的監管，強化業績承諾的信息披

圖表7 行業 2010-2015A 及 2016E 佣金率 (%) 及下降幅度 (%)



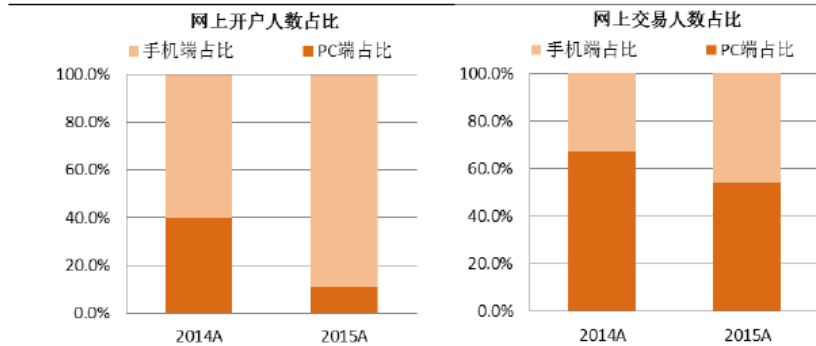
資料來源: wind、平安證券研究所

圖表8 上市券商 2015A 和 2016Q1 佣金率 (%) 及變化率 (%)



資料來源: wind、平安證券研究所

圖表9 2014-2015A 網上 (PC+手機) 開戶和交易人數占比 (%)



資料來源: 證券業協會、平安證券研究所

圖表10 2014-2015A 滬深 A 股證券帳戶結構

期末已上市的 A 股流 通市值	自然人帳戶 (萬戶)			機構帳戶 (萬戶)		
	2015A	2014A	變化率	2015A	2014A	變化率
100 萬以下	4867.78	3691.15	31.88%	2.86	2.78	2.99%
100 萬元-500 萬元	131.56	91.13	44.37%	1.19	1.08	10.04%
500 萬元-1000 萬元	11.00	7.30	50.56%	0.44	0.35	26.96%
1000 萬元-1 億元	6.02	3.89	54.78%	1.17	0.82	43.25%
1 億元以上	0.44	0.26	69.69%	0.89	0.74	21.31%
總計	5016.79	3793.73	32.24%	6.55	5.76	13.81%

資料來源: 中證登、平安證券研究所

露監管，因此預計下半年併購重組業務規模增速將會放緩。

新三板業務：受政策紅利影響將延續火爆行情。2015年，是新三板井噴發展年，截止到15年底，新三板累計掛牌數量為5,133個，15年新增掛牌數量為3,568個，同比增長3倍，同時交易活躍度也迅猛提升，2015年交易金額達到1,911億元，同比增長13倍，換手率為53.88%，同比增長近2倍。進入2016年，截止到5月底，新三板累計掛牌數量為7,445個，16年1-5月新增掛牌數量達到2,312個，增速高於2015年，而且受益於新三板轉板規定的落地、監管層支持私募掛牌新三板、擬引入私募為新三板做市商等政策紅利，預計新三板勢必延續快速發展的勢頭。

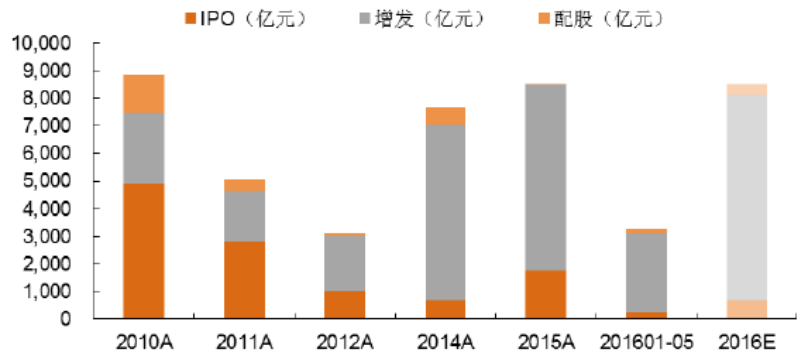
自營業務：傳統自營業務波動性較大，直投業務或逆市上揚

傳統自營業務：隨行就市，收益率大幅下滑。券商的傳統自營業務可以分為權益類和固收類兩類，上市券商權益類自營規模約佔三成，2015年隨著行情向好佔比有所提升為34.49%，預計2016年權益規模佔比將有所下降。

由於上市券商自營權益規模佔比還是較高，所以自營收益有很強的波動性，2015年投資收益率和投資規模雙升，分別為7.63%、15,819億元，從而帶動自營收益達到1,207億元，同比大增118%。2016年，雖然投資規模微升，但隨著行情的震盪，投資收益率急劇下滑，一季度投資收益率僅為2.79%（年化），預計隨著大盤企穩，投資收益率將會上升，但難以達到2015年的水平。

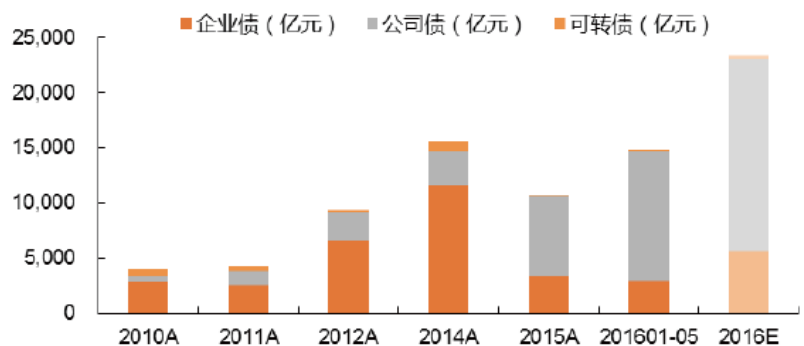
直投業務：發展迅猛，經濟下行週期或迎來價值投資良機。2015年，隨著《證券公司設立子公司試行規定》的頒佈，放寬了證券公司設立子公司的經營期限和經營標準，券商直投業務發展迅猛。截止2015年底，有62家證券公司設立了直投子公司，2015年實現淨利潤35.09億元，同比增長30%，對外投資項目382個，同比增長128%，對外投資總額149.49億元，同比增長107%。此外，

圖表11 行業 2010-2015A 及 2016E 股權融資規模 (億元)



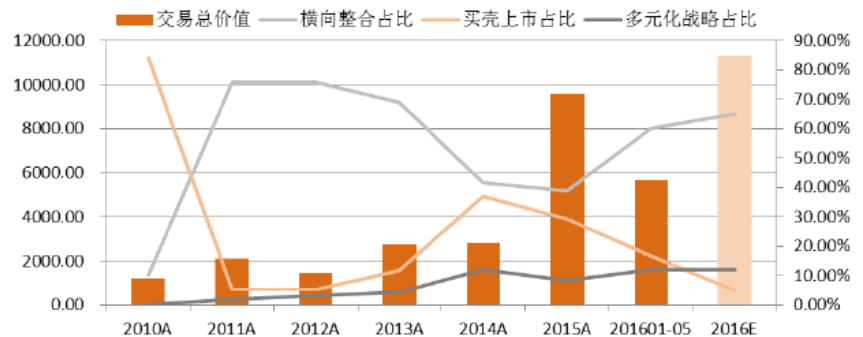
資料來源：證監會、wind、平安證券研究所

圖表12 行業 2010-2015A 及 2016E 債券融資規模 (億元)



資料來源：證監會、wind、平安證券研究所

圖表13 行業 2010-2015A 及 2016E 交易總價值 (億元) 及橫向整合、買壳上市、多元戰略占比 (%)



資料來源：wind、平安證券研究所

注：以最後公告為時間點，包括過審、完成的併購重組項目

2015年，證券公司直投子公司設立直接投資基金178隻，已募集總額1,193.23億元，同比增長86%，基金對外投資項目243個，同比增長53%，投資總額170.63億元，同比增長23%。

近年來，中國宏觀經濟處於下行週期，估值全面下降，存在價值投資良機，同時一些新興產業如雨後春筍般欣

欣向榮，存在大量投資機會，預計2016年直投業務將會持續向好。

資管業務：集合資管收入佔比將持續提升，專項資管仍處在發展快車道

業務結構：定向資管佔比將繼續下滑，集合和專項資管佔比將進一步提升。2015年，上市券商資管規模大幅

提升，預計2016年仍將維持這一趨勢。在上市券商的資管業務規模中，定向資管仍是最主要的構成部分，但是佔比有所下滑，截止15年底，定向資管規模佔比為71.11%，同比下降了15.41個百分點。集合資管規模增長較快，15年規模佔比16.74%，同比上升5.64個百分點。專項資管規模增長最快，15年規模佔比12.15%，同比上升9.78個百分點。預計16年定向資管規模佔比將繼續下滑，集合和專項資管規模佔比將進一步提升。

雖然定向資管規模大，但是由於其收益率遠低於集合資管，所以集合資管的收入佔比最高，達到57.63%，同比提升9.54個百分點，預計16年集合資管的收入佔比將繼續提升。

集合資管：總體和單體規模將繼續穩步提升。近幾年，上市券商集合資管規模屢創新高，截止2015年底，累計總淨值達到8,108.2億元，同比增長304%，市場佔比提升為67.09%，提升25個百分點。總體和單體發行份額雙升，截止2015年底，累計發行份額達到7,341.4億份，同比增加319%，累計單個產品平均發行份額為5.6億份，同比增加72%。隨著對非標產品和通道業務監管的加強，以及上市券商提升資管收入的動力驅動，預計集合資管的規模將繼續穩步提升，同時，根據2016年1-5月的數據，我們預測集合資管規模增速將放緩。

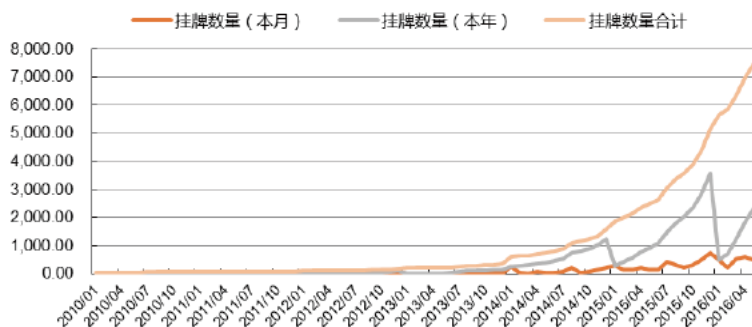
專項資管：不良資產化解需求推動其持續快速增長。2015年，伴隨著證券公司資產證券化備案制、負面清單等制度的推行，券商的專項資管規模迅猛增加，2015年新發行規模為1,612億元，同比增長了3倍，增速快於銀行ABS。

未來幾年，不良資產持續暴露的風險依舊存在，對不良資產的化解需求也越發迫切，證券公司在處置不良資產方面，具有專業性更強、業務協同等優勢，在這種大環境下，預計2016年證券公司專項資管業務仍將快速增長。

兩融業務：規模將企穩，活躍度改善取決於行情

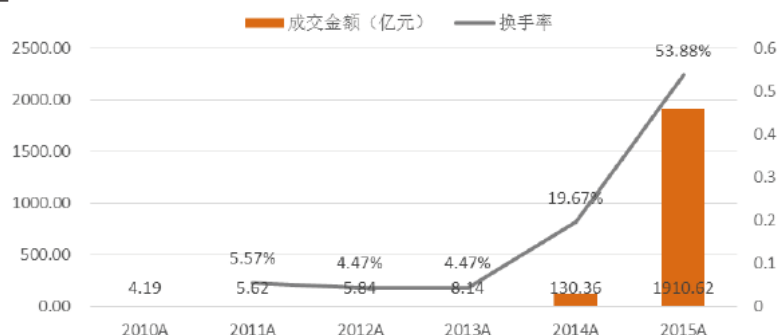
2015年，兩融規模繼續增長，截止

圖表14 201001-201604 新三板挂牌數量統計(個)



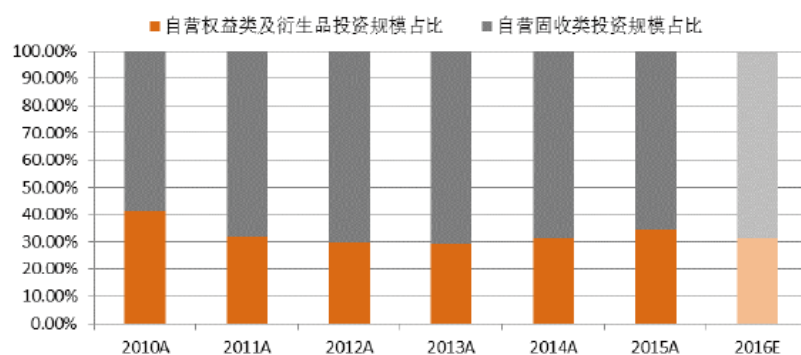
資料來源: wind、平安證券研究所

圖表15 2010-2015A 新三板交易量(億元)和換手率(%)



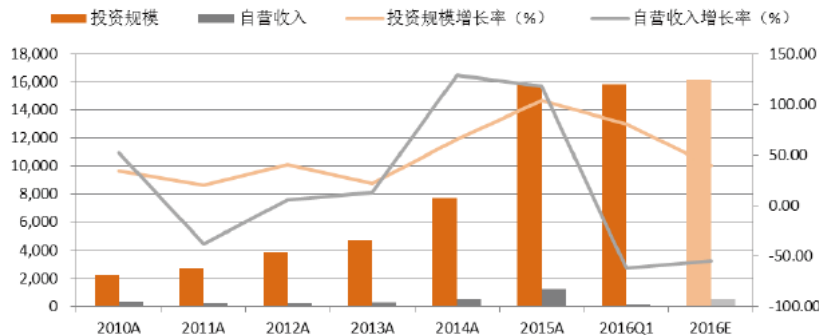
資料來源: wind、平安證券研究所

圖表16 上市券商 2010-2015A 及 2016E 權益類和固收類投資規模占比(%)



資料來源: wind、平安證券研究所

圖表17 上市券商 2010-2015A 及 2016E 投資規模和自營收入的規模(億元)及增長率(%)



資料來源: wind、平安證券研究所

15年底，兩融餘額為11,913.22億元，同比增長15.81%。其規模與滬深300指數存在相關性，但波動幅度更大，兩融餘額在15年年中達到頂峰逾2萬億，進入2016年，兩融規模腰斬，假設宏觀經濟政策沒有太大變化，股市行情也沒有太大改善，我們預計兩融規模在2016下半年穩定在8,000億以上。

融資和融券的活躍度在2016年均有下滑，融券活躍度下降主要是由於從15年下半年起，大部分大型券商暫停融券業務；融資活躍度的下滑可能受制於券商淨資本的限制、市場行情的走弱。未來活躍度的改善取決於市場行情和政策走向。

此外，從2015年四季度起，兩融擔保比例總體上升，且上升比例大於兩融擔保物價值上升的比例，說明兩融市場的風險有所下降，預計未來將維持穩定。

股權質押業務：規模穩定增長

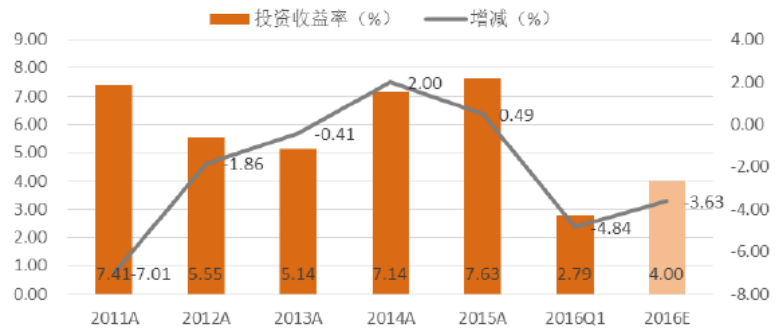
2015年，證券公司全年累計股權質押規模破萬億，同比增長82%，市場份額達到55.9%，提升1.3個百分點，預計2016年將延續穩定增長的態勢。同時，新三板股權質押業務的持續升溫將帶來新的增量。

合資券商申請潮來臨

2015年底，證監會提出，落實CEPA補充協議十有關政策、進一步擴大證券經營機構對外開放，自此，出現了一波合資券商設立潮，主要有兩類，一類是國內民營資本「曲線救國」，通過海外公司來參股合資券商，實際控制人仍是內資，例如華菁證券、雲峰證券；一類便是真正的外資參與合資券商的設立。

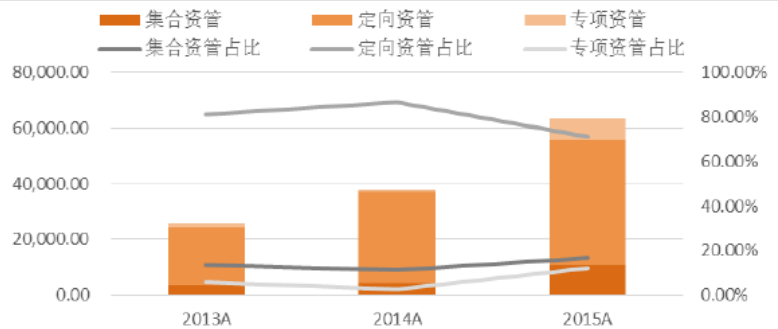
根據申請合資券商的相關規定，港資、澳資在上海市、廣東省、深圳市各設立全牌照證券公司，持股比例可達51%，在若干金改試驗區，港資、澳資證券公司在合資證券投資諮詢公司中的持股比例可達50%以上。但按照現行規定，除港資、澳資以外的外資，持股比例仍有49%的限制，但未來有可能會放開。

圖表18 上市券商 2010-2015A 及 2016E 投資收益率 (%) 及增減情況 (%)



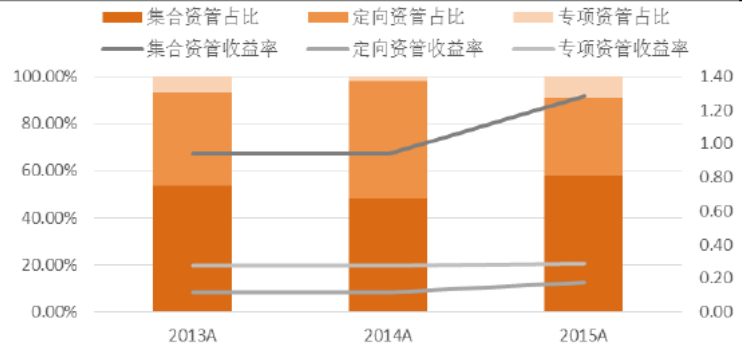
資料來源: wind、平安證券研究所

圖表19 上市券商 2013-2015A 資管規模 (億元) 和占比 (%)



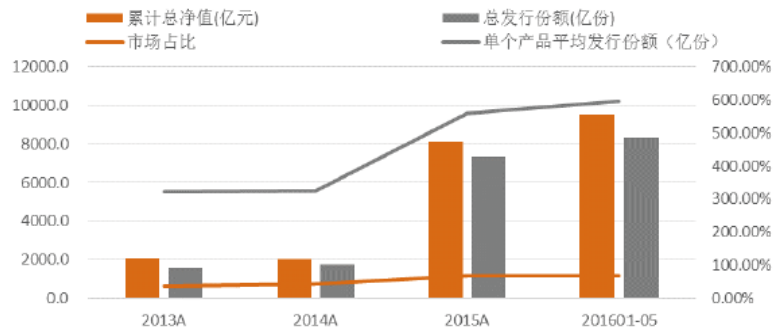
資料來源: 上市券商年報、平安證券研究所

圖表20 上市券商 2013-2015A 資管收入占比 (%) 和收益率 (%)



資料來源: 上市券商年報、平安證券研究所

圖表21 上市券商 2013-2015A 及 201601-06 集合資管累計總淨值 (億元) 及市場占比 (%), 總發行份額 (億元) 及單個產品平均發行份額 (億元)



資料來源: wind、平安證券研究所

上半年申港證券、華菁證券成立獲批，一定程度上反映出監管層對牌照的放開，而且合資券商一般在自貿區、金改試驗區設立，可以享受相關的優惠政策、方便境外業務開展等。

但是，從行業競爭格局來看，合資券商的影響應該是十分有限的，具體公司業務的開展情況可能取決於資本實力、業務範圍、經營思路等。就現有的合資券商來說，大多數註冊資本在8億元~39億元，外資出資比例均不超過33.3%，除了光大、中金、中銀國際由於強大的股東背景、資本實力雄厚等因素業績居前以外，其它合資券商的業績排名均處於較為靠後的位置。

預計深港通下半年開通，滬倫通值得期待

滬港通2014年11月17日正式實施，催化了2014年底券商股主導的上漲行情。滬港通總額度為5,500億元，其中滬股通總額度為3,000億元，每日額度為130億元；港股通總額度為2,500億元，每日額度為105億元。截至6月底，滬股通額度使用45%，剩餘額度1,638億元人民幣，滬港通港股通額度已使用70%，剩餘額度751億元人民幣。

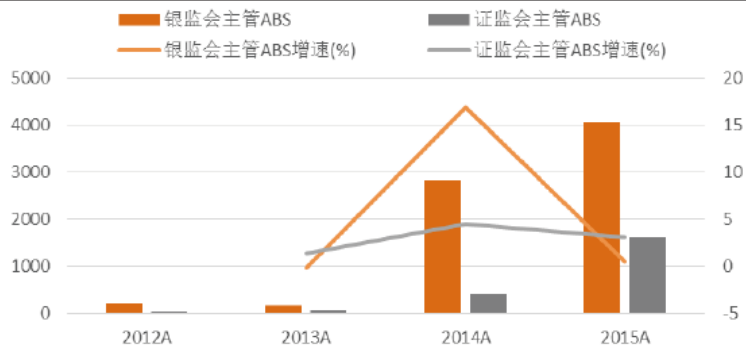
證監會表示，深港通下半年將擇機開通，據港交所刊發的資料冊，「滬港通和深港通將分開的額度」，預計總額度與滬港通相比，將有所提升。深股通試點初期標的範圍有可能是深證100指數、深證300指數成分股，以及深港兩地均同步上市的A+H股票。深港通實施後，將對股市有提振作用，利好券商。

此外，證監會還表示，滬倫通也在籌備過程中，在6月12日由上海市人民政府和中國人民銀行、中國銀監會、中國證監會、中國保監會共同主辦的「2016陸家嘴論壇」中，證監會相關人士表示，目前中英雙方正在推動「滬倫通」可行性研究。但與滬港通短幾個月就能推出不同，滬倫通橫跨兩個國家，需要面對更複雜的情況，需要的時間可能會較長。

政策趨勢展望

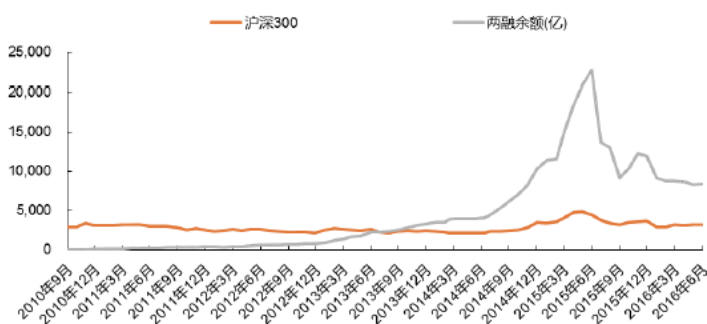
2016年，證券行業的發展趨勢大體

圖表22 2012-2015A 銀監會和證監會主管 ABS 新發行規模 (億元)



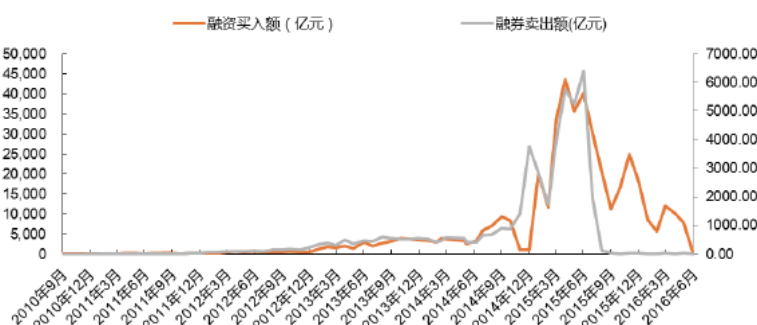
資料來源：證券業協會、平安證券研究所

圖表23 2010Q3-2016Q6 融資融券餘額 (億元) 與 滬深 300 指數變化情況



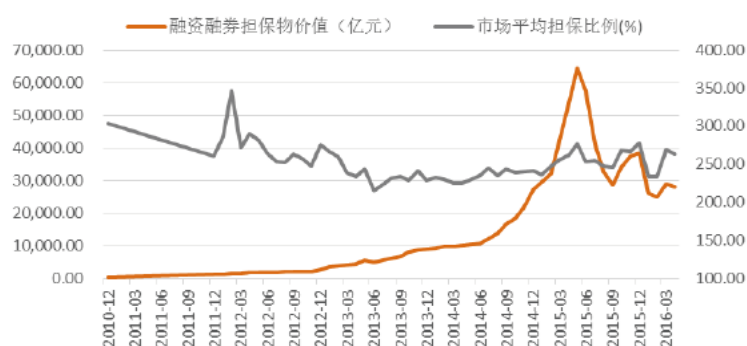
資料來源：wind、平安證券研究所

圖表24 2010Q3-2016Q6 融資買入額與融券賣出額情況 (億元)



資料來源：wind、平安證券研究所

圖表25 2010Q3-2016Q4 兩融擔保物價值 (億元) 及市場平均擔保比例 (%)



資料來源：wind、平安證券研究所

有以下幾個方面：

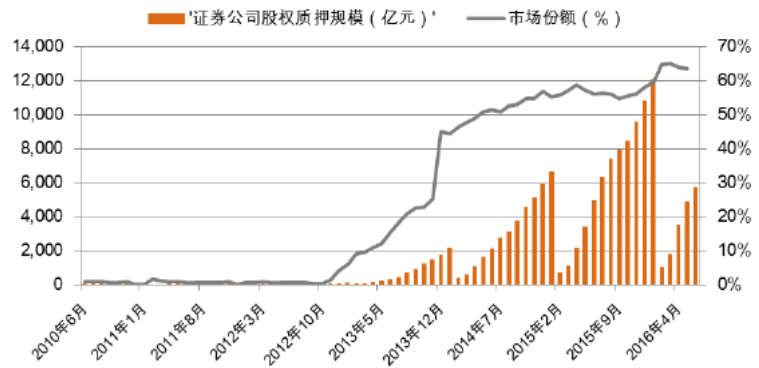
監管鬆緊結合。15年證監會實行了很多「松」的政策，例如取消9項行政審批，推動並購重組、放開公司債的相關規定、推動期權期貨發展等。同時，又「鬆」中有「緊」，加強監管，實施多項專項檢查，並加強制度建設，例如15年修訂了《證券發行與承銷管理辦法》、《證券公司融資融券業務管理辦法證券期貨經營機構參與股票期權交易試點指引》，對相關業務進行規範，16年頒佈《證券公司風險控制指標管理辦法》公開徵求意見等。未來，在併購重組、期貨、私募等方面，監管將會趨嚴。

場內外並舉，推動多層次資本市場建設。15年，在場內市場的再融資規模、公司債發行規模迅速增長的同時，場外新三板更是實現了井噴式發展。16年，新三板分層方案落地，同時監管層表示，符合條件的私募可以掛牌融資、擬允許私募參與新三板做市，未來新三板將繼續蓬勃發展的勢頭。

實現傳統和創新業務協同發展，提高盈利水平。除了實現經紀、自營、投行、資管等傳統業務穩步發展和改進外，創新業務如兩融業務、股權質押業務、收益互換業務、直投業務、衍生品業務、資產證券化業務將繼續快速擴張，逐漸成為穩定的利潤來源，未來可能有更多創新業務會放開。

國際化進程加快。一方面，在政策上持續推進資本市場雙向開放：15年成立了離岸人民幣證券產品交易平台，滬港通進一步完善，16年，深港通有序籌備中，滬倫通也在積極探索中。一方面，證券公司不斷推進國際化進程：一是證券公司紛紛在海外上市或融資，例如華泰證券、廣發證券和國聯證券在聯交所發行上市，招商證券和光大證券等公司發佈H股發行方案；二是證券公司通過設置分支機構、併購海外證券公司等加快海外佈局；三是在業務方面，不斷提高國際金融服務能力，例如投行方面積極參與海外IPO、資管方面積極佈局RQFII業務等。

图表26 201001-201605 证券公司股权质押规模 (亿元) 及市场份额 (%)



资料来源: wind、平安证券研究所

图表31 截止 2016 年 6 月 (拟) 合资券商基本情况

名称	状态	注册地	(拟) 注册资本	(拟) 股本结构
申港证券	2016年3月批准	上海自贸区	35亿元	港资: 民信金控 15%、民众证券 15%、嘉泰新兴资本 4.85% 内资: 赛领国际投资基金(上海) 10%、中诚信投资 10%、上海长甲投资 10%、北京国泽资管 10%等 10 家股权比例共计 65.15%
华菁证券	2016年4月批准	上海	10亿元	港资: 万诚证券 49% (华兴资本的全资子公司) 内资: 上海光线投资控股有限公司 46.1%、无锡群兴股权投资管理有限公司 4.9%
广东粤港证券	审核中	南沙自贸区	35亿元	港资: 高信证券 10%、恒明珠证券 10%、伟禄美林证券 10% 内资: 粤财投资 40%、泓景投资 20%、保利物业 10%
云峰证券	审核中	上海	10亿元	港资: 瑞东金融 43% (马参股的云峰金融控股)、巨人投资 30% 内资: 鱼跃科技 27%
东亚前海证券	审核中	深圳前海	5亿元	港资: 东亚银行 73.9% 内资: 银之杰 26.1%
汇丰前海证券	审核中	深圳前海	-	港资: 汇丰银行 内资: 前海金控
大华继显陆金(云南)证券	审核中	云南沿边金融综合改革试验区	-	港资: 大华继显(香港)证券 内资: 云南金控股权基金
众鑫证券	审核中	温州金融综合改革试验区	-	-
横琴海牛证券	审核中	-	-	-

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表32 现有合资券商基本情况

名称	注册资本	业务范围	2015 年营收排名
光大证券	39 亿元	全牌照	12
中金	23 亿元	全牌照	23
中银国际	25 亿元	全牌照	36
瑞银证券	15 亿元	全牌照	87
中德证券	10 亿元	投行业务	98
东方花旗	8 亿元	投行业务	99
摩根史丹利华鑫	10 亿元	投行业务	107
高盛高华	8 亿元	全牌照(间接持有)	110
华英证券	8 亿元	投行业务	115
第一创业大摩	8 亿元	投行业务	117
瑞信方正	8 亿元	投行业务	121

资料来源: wind、平安证券研究所

互聯網金融行業走向理性繁榮

中國互聯網金融市場勃然而興

在過去的3-5年，互聯網金融在全球範圍內上演了一場盛宴，金融科技創業公司、創新的業務模式與解決方案不斷湧現。在中國，其火爆程度更是令人矚目。截至2015年底，中國互聯網金融的市場規模達到12-15萬億元人民幣（佔GDP的近20%），互聯網金融用戶人數超過5億為世界第一。其中，P2P網貸交易額（數千億元人民幣）為世界第一；第三方支付交易額（超過10萬億元人民幣）亦為全球

領先，遠超Paypal等歐美領先者；理財領域以阿里的餘額寶為代表，在短短兩年內資產管理規模達到7,000億元人民幣，一躍成為全球第二大貨幣市場基金。

同時，中國互聯網金融產業也深受資本市場青睞，相關企業的估值遠超其他行業。在全球上市的互聯網企業前10名中，中國佔據4席（騰訊、阿里、百度、京東）。此外，中國的35家「獨角獸公司」（估值超過10億美元）佔據了全球20%以上份額。互聯網金融公司也不斷刷新估值紀錄，如螞蟻金服（600

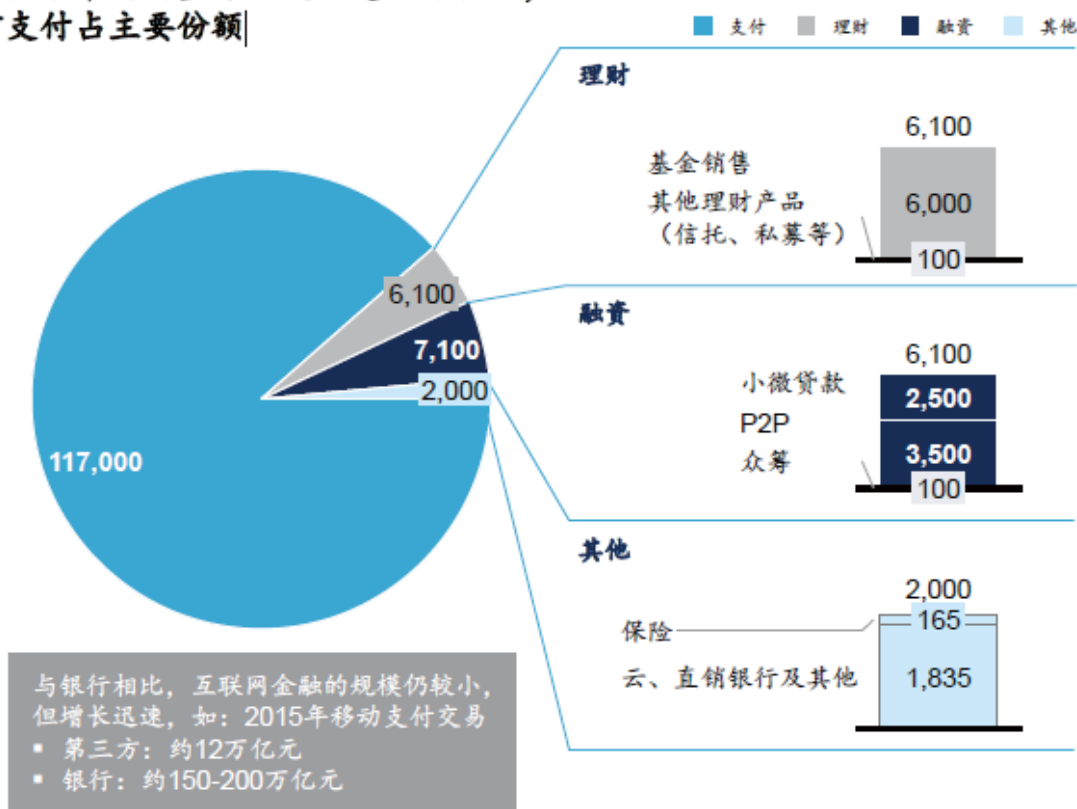
億美元）、陸金所（185億美元）、微眾銀行（55億美元）等。

2013年被廣泛認為是中國互聯網金融的發展元年，出現了一連串熱點事件，例如餘額寶和微信支付的問世，以及百度、京東、蘇寧等多方巨頭宣佈進軍互聯網金融。各類創新主要圍繞著以下四個細分板塊，每一領域都各有領跑者。（見圖1）

第三方支付是中國互聯網金融最早、最大和最成熟的細分市場，也是其他眾多金融應用的基礎，各大業者正努力爭取用戶對其支

圖1

中國互聯網金融市場的整体規模已超12萬億元，其中第三方支付占主要份額



資料來源：中國互聯網信息中心（CNNIC）；艾瑞諮詢（iResearch）；麥肯錫分析

图2

四大利好力促中国互联网金融市场异军突起，居全球领先



1 2015年Paypal年交易额约为2820亿美元

资料来源：艾媒咨询 (iiMedia Research)

付工具的好感和粘性。支付细分市场主要被先行一步的行业巨擎所主导：阿里巴巴旗下的支付宝占据约一半「江山」，而腾讯的财付通也拥有将近五分之一左右的份额。其他的领先者还包括银商和快钱等。

财富管理是第二大板块，其中货币市场基金的销售占据最大的份额。其他产品（如信托、私募股权、共同基金等）也陆续推出，但市场份额及影响力仍然很小。与支付产品类似，理财产品在所有互联网和移动用户中的普及率非常高。相比银行的理财产品，互联网理财产品回报更高，几乎没有准入门槛，且具有T+0产品的高流动性。阿里旗下的余额宝和腾讯的理财通，以及专业的理财公司如诺亚财富和汉唐，都是领先的業者。

融资领域的创新模式最为丰富多彩。当前主要存在四种模式：(1) 供应链融资；(2) 消费融资；(3) P2P 借贷；(4) 众筹。前两类为电商、零售巨头所用最多，例如京东和国美。中国的P2P借贷始于2007年上线的P2P平台拍拍贷，并从2013年开始爆红。然而，P2P平台良莠不齐，其风险控制也一直是市场参与者的一大顾虑。目前陆金所被认为是最好的P2P平台之一。

其他板块例如互联网保险、云服务、虚拟货币等还相对不成熟，尚未形成规模化的市场，但其中不乏一些新兴机会。如国内首家互联网保险公司众安保险充分利用大数据技术和互联网直销，将保险的理念引入生活的各类场景。

四大利好因素力促市场繁荣

中国的互联网金融之所以能够以其他国家和市场难以企及的速度异军突起，离不开一系列有利的外部条件。（见图2）

1. 开放和包容的监管环境支持创新

开放和包容的监管环境对于中国互联网金融的繁荣至关重要。早在2013年，央行就多次表示支持科技创新以推动互联网金融发展。中国总理李克强曾多次提及互联网金融，互联网金融也连续三年被写入政府工作报告。李克强在2015年达沃斯世界经济论坛所作的发言也重申鼓励创业和创新。这些都明确显示了中国政府以包容的态度支持互联网金融创新。政府不仅鼓励公司（无论是否金融

圖3

开放和包容的监管环境支持互联网金融创新



政府鼓励

“应鼓励互联网金融在适当的监管协调和监督机制的支持下探索健康发展的道路”“互联网金融异军突起”“规范发展互联网金融”

— 中国总理李克强，
2014/2015/2016年政府工作报告

“‘支持互联网金融发展，不会禁止余额宝或其他类似产品’，‘但仍需改进相关监管’”

— 央行行长周小川

监管包容：

- 鼓励大型金融机构互联网金融创新
- 出台政策促进互联网金融健康发展



業)積極進行互聯網金融創新，並發佈指導意見及政策法規以推動市場秩序建設和健康發展。(見圖3)

2. 發達的互聯網／電商業務顛覆人們的生活方式

除了市場面的欣欣向榮，互聯網更在深層次上影響甚至顛覆人們的生活方式。互聯網經濟佔據了中國GDP的7%，遠超美日德等國家的4-5%，且在過去幾年以50%的速度增長。智能手機和社交平台已經成為普通人日常生活不可或缺的一部分，72%的智能手機滲透率亦遠超發達國家水平。超過30%的中國人口是網絡(包括移動)支付的使用者，網絡支付的使用場景涵蓋了人們衣食住行的方方面面，推動中國成為全球最大的電子商務市場(約16萬億元人民幣)。網

絡理財、炒股等也擁有近億用戶。未來互聯網金融的滲透率有望進一步提高，並拓展到更多的細分領域，成為不可逆轉的消費者行為趨勢。(見圖4)

3. 龐大的普惠金融需求未得到有效滿足

由於長期以來的嚴格監管和行業保護，傳統業者行動遲緩。供需之間存在持續的結構性不匹配，非競爭性環境使得很大一部分市場需求(主要為長尾「草根」客戶)未能得到滿足。例如，中國有近一半的「低收入家庭」(年可支配收入不足人民幣10萬元)，銀行理財產品5萬元的投資門檻往往把他們擋在了門外。此外，小微企業的需求也難以得到滿足。中國的小微企業對全國的就業率和GDP的貢獻相

當重要，然而在缺少抵押和完整的信用紀錄的情況下，只有很少的小微企業能夠從銀行獲得融資。這些客戶對互聯網金融以及真正的普惠金融有著迫切的需求。(見圖5)

4. 中國銀行業長期的高利潤使其具備了積極試錯的實力

中國傳統的金融機構一直享受著比外國同行更輕鬆和更穩定的回報，因而更能承受風險積極試錯，參與互聯網金融的競爭。中國的銀行業淨資產收益率(ROE)穩定在15-20%，美國銀行業是9%左右，歐洲銀行業僅為3%左右。倚靠豐厚的利潤，中國的銀行有實力在創新數字領域展開相對激進的投資，以低價格甚至免費的服務來獲取客戶、快速擴張。(見圖6)



類型一：「來自門外的野蠻人」

一 互聯網新軍

數量最多、聲勢最猛的無疑是來自於互聯網行業的「門外的野蠻人」。BAT等巨頭依據自身原有優勢定位，試圖構建多牌照互聯網金融帝國。這些公司主要依靠龐大的客戶群和低獲客成本，歷經多年建立起全面的金融生態系統。通過充分利用原有的核心業務(如電商和社交網絡)，並針對不同的目標群體，從而形成各自生態系統獨特的側重點而建立彼此之間的差異性。

例如，阿里作為全球最大的電商企業之一，借勢電商先機佈局金融版圖，首先拓展至支付，隨後進入融資和理財領域，尤其側重於服務數億量級的個人客戶與數千萬量級的小微企業客戶。而騰訊

基於微信的強大社交平台，圍繞多種生活場景建立其金融生態圈。京東則將金融服務定義為電商業務的助力因素，重點發展融資類業務，以供應鏈融資和消費金融產品為特色。

除此以外，中國市場還湧現出了數以萬計的中小型互聯網創業公司，大多有著明確的細分市場定位，以財富管理與融資貸款領域為主。來自互聯網的進攻者需要全面運用以下五個利器來獲得持續的成功：(見圖7)

類型二：傳統金融機構快速推進數字化革新

與此同時，傳統金融機構紛紛加快了其互聯網轉型的步伐，希望從容駕馭這一波新浪潮。以平安為代表的金融控股集團近年來加速推進數字化革新，將互聯網

金融納入其戰略板塊，並通過陸金所、平安好車、平安好房等一系列子公司積極構建其「衣食住行生態圈」。

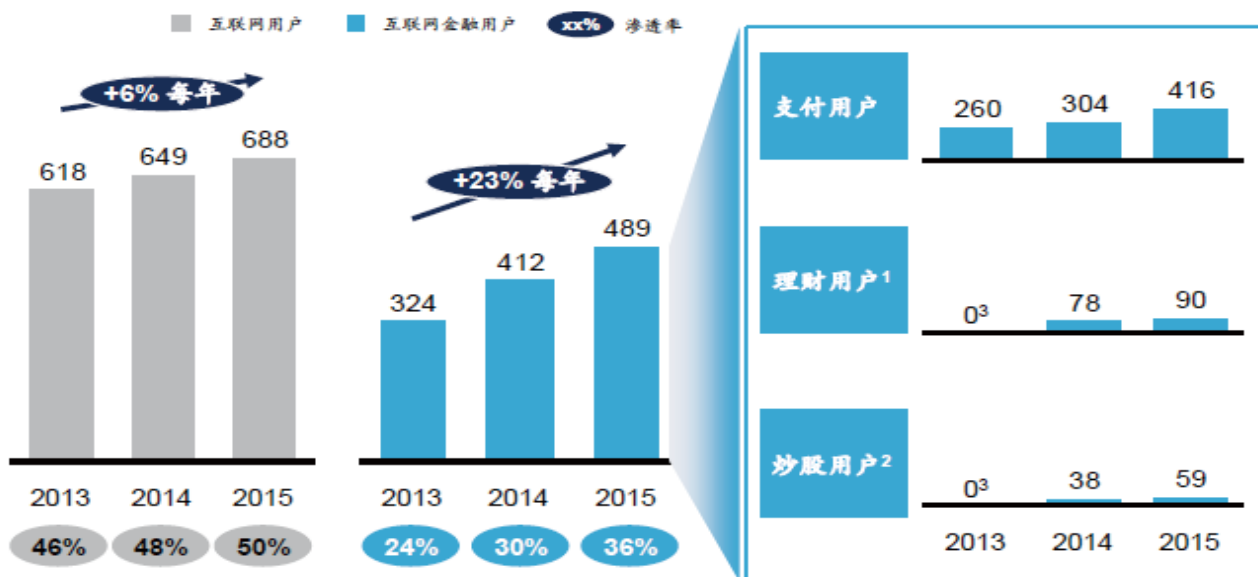
而以工行、建行等為代表的大型商業銀行亦在去年公佈了雄心勃勃的互聯網金融戰略，大舉進軍電商領域以打造互聯網業務平台。工行的融e購交易平台在2015年已達到8,000億元的交易規模。更多的中小銀行(包括城商行和農商行)也不甘落後，或自建或合作建立直銷銀行，開拓互聯網融資等業務。

與互聯網業者相比，嚴格的監管法規和相對保守的思維模式影響了傳統業者的前行速度。總體而言，傳統金融機構在互聯網金融創新的道路上更像跟隨者，但仍在積極運用四大優勢來投身於競爭。(如圖8)

圖4

發達的互聯網/電商業務改變了消費者的生活方式，互聯網金融用戶增速遠超互聯網普通用戶

百萬用戶



1 包括貨幣市場基金
 2 包括共同基金
 3 無統計數據

資料來源：中國互聯網信息中心 (CNNIC)；艾瑞諮詢 (iResearch)；麥肯錫分析

類型三：非金融核心企業積極跨界

第三類市場參與者來自於與互聯網和金融都不沾邊的傳統行業，如零售和房地產。例如，蘇寧和國美作為線下零售巨頭，全面拓展金融業務經營版圖，支持其主營零售業務。而萬達集團利用其商業地產業務和文旅遊業務為其金融業務進行引流。這類參與者積極佈局，獲取多類代理牌照，金融產品和服務覆蓋多個細分領域，以較完整的生態系統來獲取、服務並保留其客戶。

這些傳統行業裡的核心企業更多採取「線下資源+線上平台+金融服務」的三合一模式，利用其龐大的線下客戶資源與全供應鏈信息，撬動了原本屬於銀行的核心公司客戶，並進一步帶動上下游的小

微企業與零售個人客戶。儘管此類參與者還不太多，但其快速打造自身的四大成功要素，對前兩類市場參與者形成了有力的威脅。

(見圖9)

六大機遇即將到來

在未來幾年內，中國互聯網金融行業將從一個多方混戰的「戰國時代」進入整合期。現有的互聯網金融業態將被逐漸納入監管體系而進入更有序的增長階段，而新的技術與應用也將不斷湧現。未來五年內，有六大機遇值得重點關注。

(見圖10)

機遇一：移動支付和理財

作為互聯網金融各領域中最早、最成熟的一個板塊，支付的應用場景日益豐富，消費者的使用粘性也逐漸提高。儘管第三方線上支付出現了較大優勢的領先者，

且市場集中度已初步形成，然而作為其他諸多金融應用的基礎，基於手機、連接線下的移動支付仍是各方必爭之地，市場格局充滿不確定性與潛在機遇。線下移動支付是O2O商業閉環的關鍵環節，可能為互聯網金融帶來下一個熱點。目前由於其涉及相關方較多而產業鏈較長，消費者尚未形成穩定的使用習慣，各方業者正進行激烈博弈以爭取市場份額。除了互聯網企業通過二維碼等方式進行的線上線下結合，傳統金融機構聯合手機硬件生產商(如2016年3月蘋果支付在中國上線)以近場支付的方式帶來了強烈衝擊。線下移動支付具有更多小額、高頻的屬性，便利性、安全性和個性是消費者更為看重的因素。在這三點形成差異化優勢的從業者將成為主流。

圖5

对长尾“草根”客户的服务缺位，造成旺盛的普惠金融需求未被满足

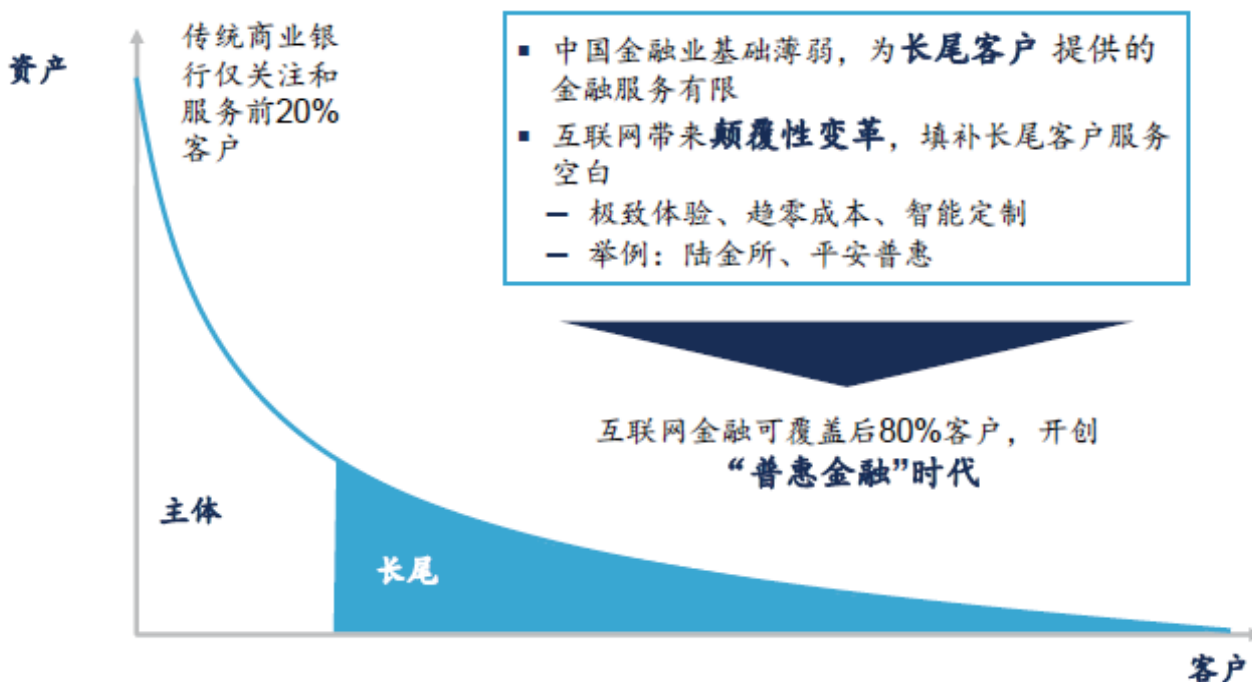


圖6

中國銀行業長期的高利潤允許較大試錯空間，有實力參與低價甚至是免費的互聯網服務競爭

中美歐銀行業淨資產收益率 (ROE) 對比

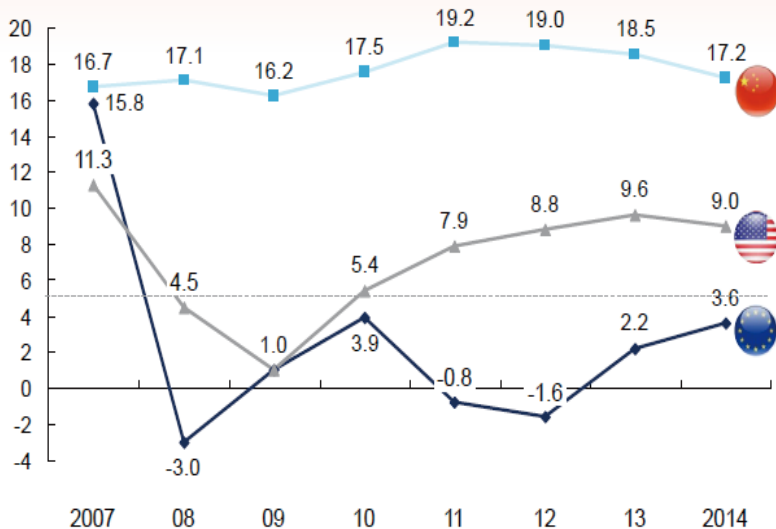


圖7

來自互聯網的進攻者的五大成功要素



- 來自“門外的野蠻人”
- 由少數巨頭主導，側重各有不同，在核心的電商或社交業務基礎上建立全面的金融生態系統
- 眾多小型公司專注於理財和貸款領域
- 依靠龐大的用戶基數快速增長

同時，中國資本市場不斷開放，業務模式和產品種類不斷豐富，中國的資產管理和財富管理市場近年來呈現爆發式增長態勢。中國消費者在不斷成熟和積累財富的過程中尋求更高的投資回報，幾乎所有非儲蓄類的投資產品預計都將保持快速增長，給互聯網理財的進一步發展提供了良好的契機。

機遇二：線上消費金融和小微信貸

在2C端，隨著中國消費者需求的提升，互聯網金融將繼續釋放其潛力。過去十年間，消費對於國內生產總值的貢獻一直差強人意。隨著中國經濟進入「新常態」，單靠投資拉動的經濟將不可持續，而消費正日益成為當前中國經濟

轉型的關鍵驅動力。為了提振消費和國內需求，中國政府出台了一系列刺激政策。隨著家庭收入的增加和購買力的增強，中國的家庭消費增長迅速，從而催生了更多金融需求。

80後與90後的一代現已成為消費的主力軍。作為依賴互聯網和電商的一代，他們既是創新的早期接受者，也是創新的積極推動者。這一代人的消費能力較強，金融風險的耐受性也更高。他們也更容易接受網絡的金融產品，例如電商產品（包括家電、服裝、旅遊等多種類）的分期付款等。與此同時，大數據和雲計算使得迅速的遠程決策成為現實，加快了傳統消費金融產品（如信用卡和消費貸款審批）互聯網化的進程。

另外，中國小微企業的金融需求仍然在很大程度上不能為傳統銀行服務所滿足。小微企業是中國規模最大、最具創造力的群體，為國內生產總值和就業機會做出可觀的貢獻（分別達到將近80%與60%的比例）。然而，小微企業的發展持續受到資金短缺的困擾。隨著經濟趨於下行，銀行為它們提供融資的意願進一步減弱，如此一來形成了惡性循環。而互聯網金融的高效率、低成本，有望在普惠金融的大勢所趨之下解決其融資難題。

機遇三：B2B互聯網金融

到目前為止，互聯網金融已經在2C端取得了較大發展，而2B端的嘗試只局限於某些領域，參與者的數量也相對有限。在未來五年內，公司銀行業務仍將貢獻中國銀行業收入的主要部分，並預

圖8

傳統金融機構的四大成功要素



- 領軍企業已加快數字化及互聯網轉型步伐
- 通過一系列子公司來涉足眾多細分領域
- 進軍電商領域以打造互聯網業務平台



在客戶需求複雜度不斷升級時，快速對接差異化的資金需求，並且具有客群拓展和市場營銷優勢。

機遇四：金融雲等基礎設施

與金融機構在內部自建並運營其數據/IT中心的傳統模式不同，金融雲為其客戶（各種金融/非金融機構，尤其是小型公司）提供了遠程的、基於需求的服務，而客戶按照服務的使用情況來進行付費。整體開支的節約與具有靈活性的架構是金融雲受到歡迎的兩個關鍵原因。

節約成本是一個重要優勢。金融雲使其客戶能夠花最少的建設與日常管理費用而輕鬆獲取所需要的信息，同時也避免了常規的更換和升級費用。客戶按其具體的商業需求來使用並付費，從而可以更靈活高效，提高了對需求把控的前瞻性。

另外，客戶可以通過靈活的架構來迅速擴大或縮小規模。由於金融雲服務可以對用戶使用量的預期變化做出較好的應對，客戶就可以根據需求來增加或減少其容量。這對於小型公司（甚至是從未涉足過金融業務的小公司）來說尤為重要，因為它們需要快速建立IT能力來滿足其爆發式增長的用戶基數和波動劇烈的業務量。

中國成千上萬的地區性/村鎮銀行及非金融公司對於金融雲計算與存儲服務形成了旺盛的需求。阿里巴巴、IBM、華為等許多IT企業正在利用其技術專長，提供雲解決方案和平台。隨著越來越多的從業者進軍互聯網金融，我們將看到金融雲服務帶動更多充滿活力的金融創新。

圖9

非金融核心企業的四次成功要素



- 積極構建“線下資源+線上平台+金融服務”三合一模式
- 由零售和房地產巨頭領軍，獲得多項業務的牌照
- 利用線下客戶資源及其在全產業鏈的核心地位



計在中國進行大規模產業升級的階段進入改革轉型期。B2B業務的長價值鏈會催生出更多互聯網金融的機遇和創新。

中國企業正在從單純的以借貸為主的金融需求向更複雜、更定制化的金融需求轉變，比如交易銀行和資產管理。在交易銀行業務中，互聯網金融有能力提供更方便快捷的供應鏈融資及銀行服務，從而能更好的貼近企業客戶自身的

經營模式，協調資金流、貨物流、單證流的統一。同時，大型企業對自身的財務及資金管理有更高、更精細化的要求，而互聯網金融可以助力推動數字化現金管理系統的發展。在資產管理業務中，由於其信息的廣泛性與傳遞的低成本，互聯網金融可能成為一個更好的搜索及匹配平台。中國的市場現狀是資金相對充裕而優質資產匱乏，互聯網平台能發揮網絡優勢，

機遇五：大數據應用

大數據在互聯網金融中具有戰略意義，尤其在產品創新和風險控制方面。精準預測消費者的行為及其演化方式，對於如何定制化設計與定價產品至關重要。大數據應用幫助金融機構收集並分析消費者數據獲得洞見，從而能夠以更個性化的產品、更精準的營銷體驗來獲取並服務客戶。

而在風控方面，大數據通過先進的統計工具模型挖掘內外部數據，建立並理解風險與各種影響因素之間的關聯。再通過與雲計算的結合，大數據可以進一步支持實時、低成本的信貸調查、決策和授權。金融機構如果能夠掌控這些先進的數據技術，便可以大大提升運營效率與業績表現。

這些優勢催生了可觀的、卻又尚未被滿足的大數據應用的需求。越來越多的數據分析公司正在興起，為無法從內部建設這一能力的機構提供商業化服務，如銷售線索開發、精準營銷、客戶細分、風險管理、貸後管理等方面迅捷的解決方案。與雲服務類似，商業化的大數據分析服務可以令成千上萬家無力自建數據分析能力的中小型參與者大大受益。

機遇六：以區塊鏈為代表的顛覆式技術

近來，區塊鏈等顛覆式技術成為了金融領域高度關注的話題，而與其相關的創業公司也成為了硅谷等地投資人的熱點目標。區塊鏈技術通過數據的分布式存儲和點對點傳輸，打破了中心化和中介

化的數據傳輸模式，其特點是安全、透明且無法篡改。區塊鏈是支撐比特幣交易和流轉的技術基礎，但區塊鏈本身包含的潛力和應用要比數字貨幣廣泛得多。

區塊鏈在金融服務上的應用場景包括支付和清算等，它能夠規避繁雜的系統，在付款人和收款人之間創造更直接的流程，低價、迅速實現銀行的價值存儲和資產轉移的核心功能。在交易領域，區塊鏈技術可實現點對點交易，無需清算中介，使得交易時間和成本都大幅降低，結合智能合約將數字證券自動發行和金融衍生品交易變為可能。另外，保險領域也將給區塊鏈應用提供新機會。

圖10

在未來五年應抓住六大市場機遇

- 1 **移动支付和理财**: 线上线下结合、基于手机的移动支付带来下一个热点。财富管理进一步快速增长
- 2 **线上消费金融和小微信贷**: 传统的消费信贷、信用卡、普惠金融各业务全面线上化
- 3 **B2B互联网金融**: 公司银行需求更加复杂和定制化, 互联网推动更高效的交易银行和资产管理业务
- 4 **金融云和基础设施**: 节约开支, 建立灵活的架构, 尤其有利于大量小型从业者和非金融从业者进入
- 5 **大数据应用**: 进入平台化、商业化阶段, 精准预测消费者行为, 建立实时、低成本的风险管理体系
- 6 **颠覆式技术**: 区块链去中心化、去中介化, 应用于支付、清算、交易等多领域



併購整合加速 連鎖藥店行業潛力巨大

3,000億零售藥店市場迎來整合新機遇

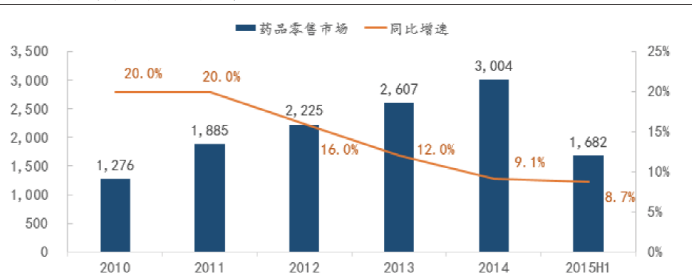
根據商務部數據，2014年全國藥品零售市場達3,004億元，同比增長9.1%，增幅回落2.9pp；2015年上半年零售市場銷售總額1,682億，同比增長8.7%。中國經濟進入新常態，藥品零售市場增長也由高速（2010年20%左右）逐步放緩至平穩增速（10%以下）。

行業集中度仍較低，未來整合空間大

根據CFDA數據，2014年全國藥品零售行業連鎖率為39.4%，隨著三大藥店上市及行業整合開始加速，2015年11月，連鎖化提升至45.7%。截至2015年11月底，全國零售藥店門店總數達44.81萬家，其中藥品零售連鎖企業4,981家、下轄門店20.49萬家，零售單體藥店24.31萬家，以連鎖率=連鎖企業下轄門店/零售藥店門店總數計算，該指標自2010年後穩步上升，但直到2015年11月底仍只有45.7%。

看規劃：行業集中度尚有較大提升空間。 商業部《2014年藥品流通行業運行統計分析報告》顯示，2014年前100位藥品零售企業銷售額佔零售市場總額的28.1%，比上年下降0.2個百分點。根據國家商務部曾於2011年5月5日發佈的《十二五全國藥品流通行業規劃綱要》，規劃到2015年藥品零售連鎖百強企業年銷售額佔藥品零售企業銷售總額60%以上；連鎖藥店佔全部零售門店的比重提

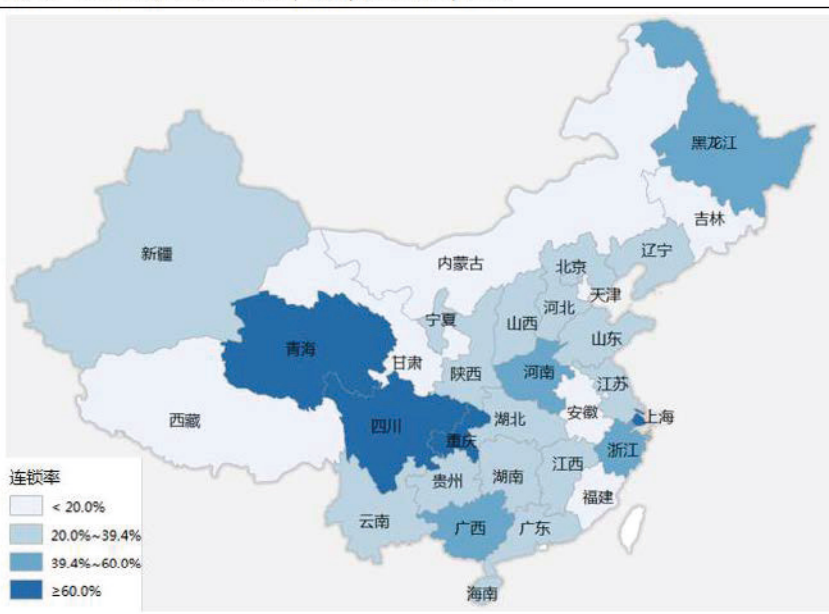
圖1：藥品零售市場增速已換擋（單位：億元）



資料來源：商務部，國泰君安證券研究。

注：同比增速為扣除不可以因素後的同比增長率，由商務部直接給出。

圖3：北方地區藥店連鎖率尚有較大提升空間



資料來源：CFDA，國泰君安證券研究。為方便各省對比，本圖採用2014年數據。

注：連鎖率=連鎖企業下轄門店/零售藥店門店總數

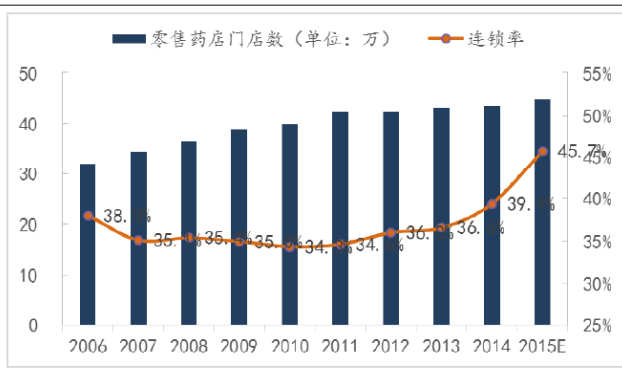
高到2/3以上。而當前百強僅佔28.1%，連鎖率僅佔39.4%，距規劃目標尚有較大提升空間。

分區域：北方地區連鎖化率提升空間更大。 根據CFDA2014年數據，中國各省中僅重慶、上海、四川、青海連鎖率超過60%；廣西、黑龍江、浙江、河南四省連鎖率高於全國平均；大部分省份連鎖率低於平均水平；安徽、福建等省份連鎖率低於20%。相對來看，北

方地區連鎖化水平提升空間更大。

作對比：對比美國，藥店連鎖率仍有巨大提升空間。 20世紀90年代初，美國零售藥店行業在競爭加劇和上游藥品批發經銷商整合的帶動下，持續地大規模併購整合，經過多年兼併收購，基本形成由CVS、Walgreens和RiteAid三家企業主導的寡頭市場。根據IBISWorld數據，2015年CVS一家就佔據市場58.1%份額，三寡頭合計佔市場份額99.4%。

圖2：零售藥店連鎖化率提升緩慢



資料來源：CFDA，國泰君安證券研究。2015年為11月數據。

注：連鎖率=連鎖企業下轄門店/零售藥店門店總數

2015年10月27日Walgreens宣佈收購RiteAid，美國連鎖藥店在市場上形成雙頭壟斷格局。

找巨頭：中國藥店巨頭還待成長。

根據《中國藥店》發佈的報告，2014-2015年國內零售藥店企業按照直營店數量排名前三甲為：一心堂、國大藥房、海王星辰。無論是從絕對門店數還是相對佔比，中國都遠未形成全國性藥店巨頭，未來尚有巨大的整合拓展空間。

零售藥店行業回顧：進入資本整合時期

2011年以來，國家出台了一系列政策，鼓勵藥品零售企業通過兼併重組擴大規模，提升市場集中度，為2014年後的大規模併購奠定政策基礎。

2014年以前，市場上也存在零售藥店併購現象，但整體規模不大。2014年後，隨著一心堂、老百姓、益豐藥房等大型區域性連鎖藥店的上市，連鎖藥店進入資本整合期，整合方式開始多樣化、整合力度逐步加大。

2014年12月10日復星醫藥發佈公告，擬向國藥控股子公司國大藥房轉讓公司持有的金象大藥房53.13%的股權、復星藥業97%的股權以及復美大藥房92%的股權，本次收購後，國大藥房門店數從不到2,000家增長到2,500多家。

一心堂12月10日發佈公告，公司董事長阮鴻獻擬與中鈺資本管理(北京)有限公司共同發起設立雲南昆明鈺心醫藥產業併購投資基金。一心堂在2015年前三季度成對9家連鎖企業收購，收購門店共457家。

表 1: 2014-2015 中国连锁药店排名

营业额排名	企业名称	直营店数目	加盟店数目	门店总数	医保定点药店
1	云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	2623	0	2623	2039
2	国药控股国大药房有限公司	2365	0	2365	N/A
3	中国海王星辰连锁药店有限公司	1980	0	1980	N/A
4	广东大参林连锁药店有限公司	1600	0	1600	N/A
5	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	1356	7300	8656	2624
6	云南健之佳健康连锁股份有限公司	1130	0	1130	700
7	老百姓大药房	1000	0	1000	N/A
8	金天医药集团股份有限公司	953	0	953	N/A
9	益丰大药房连锁股份有限公司	810	0	810	N/A
10	哈尔滨宝丰医药连锁有限公司	800	0	800	N/A

资料来源: 中国药店, 国泰君安证券研究。本数据为 2014 年数据。

注: 因资本市场和其他原因, 重庆和平药房(直营店约 1800 家)等未报数据, 故不在榜单中

表 2: 政府鼓励行业兼并的政策文件

发布时间	部门	文件	主要影响
2011/5/3	商务部	《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015年)》	引导下药品流通行业积极推进经济结构调整和发展方式转型升级, 鼓励企业兼并重组提速, 市场集中度、流通效率和管理现代化水平进一步提升。
2013/1/22	CFDA	《药品经营质量管理规范》(卫生部令第90号)	提高了对企业经营质量管理要求, 增强了流通环节药品质量风险控制能力, 推动了大型医药批发和零售连锁企业对小散企业的兼并重组。
2014/3/24	国务院	《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发[2014]14号)	继续鼓励企业兼并重组、做大做强, 提高行业集中度, 鼓励药品流通企业利用产业基金、上市融资、引进外资等多种方式加快兼并重组步伐, 努力提高行业组织化水平, 实现规模化、集约化经营。

资料来源: 商务部, 国泰君安证券研究。

表 3: 三家连锁药店上市公司均推出大额定增发力外延并购

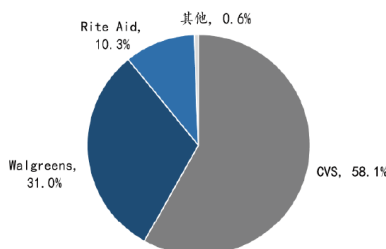
	一心堂	益丰药房	老百姓
现有门店数	3403	973	1122
定增预案股东会通过时间	2015/12/29	2015/9/24	2015/12/25
定增最新进展	回复反馈意见(2016/03/11)	审核通过(2016/03/19)	证监会受理(2016/02/16)
定增总金额	21.1 亿	13.5 亿	19.8 亿
门店拓展计划	拟在 3 年来在云南开设 550 家, 海南 300 家, 重庆 360 家, 山西 300 家, 贵州 200 家, 合计 1710 家门店	拟在 3 年内 在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江等地建设连锁药店共 1000 家	拟在 3 年内 采用租赁现有商业铺面的方式新开药店 1047 家
门店拓展计划投资	15.7 亿	11.3 亿	6.7 亿

资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。注: 现有门店数统计截止 2015 年 9 月 30 日

图 21: 连锁药店上市历程回顾



图 4: 2015 年美国零售药店行业格局: 三寡头瓜分市场



资料来源: IBISWorld, 国泰君安证券研究。2015 年 10 月 27 日 Walgreens 宣布收购 RiteAid

资料来源: Wind, 中国药店, 国泰君安证券研究。

表 4：2015 年以來涉及醫葯分離的重要政策文件

發布時間	發文部門	文件	相關內容
2015/5/17	國務院辦公廳	《國務院辦公廳關於城市公立醫院綜合改革試點的指導意見》	要求破除公立醫院逐利機制，建立公立醫院科學補償機制，以破除以葯補葯機制為關鍵環節，降低葯品耗材費用、取消葯品加成等。
2015/11/3	新華社	《中共中央關於制定國民經濟和社會發展第十三個五年規劃的建議》	轉變公立醫院補償機制，破除以葯補葯機制。全面推進公立醫院綜合改革，堅持公益屬性，破除逐利機制，建立符合醫療行業特點的人事薪酬制度。
2015/11/6	衛計委	《關於印發控制公立醫院醫療費用不合理增長的若干意見的通知》	公立醫院葯品收入占醫療收入比重逐年下降，力爭到 2017 年試點城市公立醫院葯占比（不含葯飲片）總體下降到 30% 左右。（目前國內醫院葯占比普遍在 45% 以上）
2016/2/6	北京市	《北京市城市公立醫院綜合改革實施方案》	大力推進醫葯分開改革，探索患者可自主選擇在醫院門診葯房或憑處方到零售葯店購葯的途徑，破除以葯補葯機制。

資料來源：國務院，北京市國泰君安證券研究。

表 5：連鎖葯店承接門診葯房的三大條件

一級指標	葯品質量保障	葯事服務保障	葯品可及性保障
二級指標	<ul style="list-style-type: none"> 環境與設施 採購與驗收 陳列與儲存 文件管理 	<ul style="list-style-type: none"> 葯事服務設施 制度建設 人員 服務項目 	<ul style="list-style-type: none"> 可負擔性 市場可及性 時間空間可及性

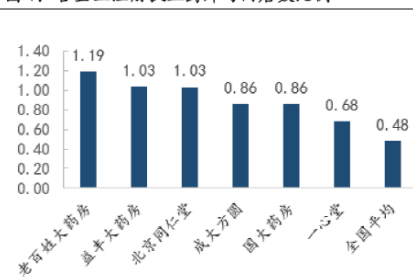
資料來源：中國衛生事業管理，國泰君安證券研究。

表 6：連鎖葯店有望替代醫療機構門診葯房

	社區醫療機構門診葯房	連鎖葯店
環境與設施	佔地面積一般不大	其中醫保定點門店佔地面積一般較大，營業環境更好，庫房規模更大，布局更為規範，基本硬件設施的配備也為更到位。
採購與驗收制度		受到 GSP 嚴格規制
陳列與儲存能力	社區醫療機構門診葯房則缺乏法律法規層面的相關要求	新版 GSP 對零售葯店的光照、濕溫度控制、冷藏儲存、規範養護等均做出了明確且嚴格的要求
文件管理		新版 GSP 要求制定質量管理制度、崗位職責、操作規程、檔案、記錄和憑證等。大型連鎖葯店已在此環節逐步落實並走向規範。
葯事服務質量		上市的益豐葯房、老百姓大葯房的葯店執業葯師配比較已經超過 1 人/門店
葯品價格	隨著新葯改的不斷推進，社區醫療機構逐步實施了基本葯物零差率銷售，給零售葯店帶來了一定沖擊。	連鎖葯店的葯品價格一般較低，有不少連鎖葯店在營業之初的市場戰略即是平價戰略。因此，絕大多數連鎖葯店可較好地實現葯品的可負擔性。
葯品種類	多為醫保品種，規格少，可配備毒、麻、精及兒童處方	品種、規格一般更為豐富，但不可配備毒、麻、精等特殊葯品
覆蓋人群	3-5 萬人	1 萬人左右
營業時間	最長不超過 10 小時	工作時間則一般在 7:30-21:00 之間，有些為 24 小時店

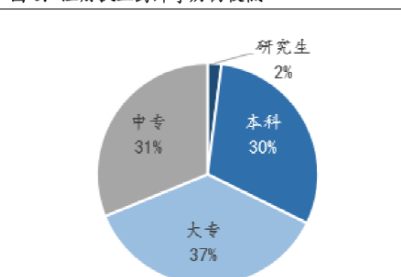
資料來源：中國衛生事業管理，國泰君安證券研究。

圖 7：各企業註冊執業葯師與門店數比例



資料來源：執業葯師資格認證中心，國泰君安證券研究。2015 年數據

圖 8：註冊執業葯師學歷仍較低



資料來源：執業葯師資格認證中心，國泰君安證券研究。2015 年數據

而益豐葯房、老百姓大葯房上市後也紛紛通過各種手段加快收購速度，目前三家上市公司均相繼出台大額定增方案，強勢發力門店拓展，零售葯業跨入資本整合期。

連鎖葯店行業資產證券化加速推進

2007 年 11 月 9 日，海王星辰在美國紐約證券交易所上市，成為中國葯店第一股；2009 年 9 月 23 日，國葯控股登陸港幣，其是中國最大葯品和醫療保健產品分銷商及領先的供應鏈管理商，下屬子公司國大葯房是國內銷售額最大連鎖葯店企業。2014 年 4 月 10 日珠海嘉寶華掛牌新三板，隨後第二家南京上元堂於 7 月 31 日掛牌。2014 年 7 月 2 日，一心堂成為第一家登陸 A 股的連鎖葯店；隨後益豐葯房、老百姓也相繼上市，廣東大參林也於 2015 年 12 月 4 日發佈了首次公開發行股票招股說明書。2016 年 3 月 10 日，國大葯房作價 21 億路入到國葯一致實現上市，國大葯房是目前中國銷售收入最大的連鎖葯店，2015 年收入約 80 億元。

連鎖葯店的行業性機遇：醫葯分開+產業鏈延伸

「醫葯分開」是本輪醫改的重要內容之一。2015 年接連出台重要政策文件，要求破除公立醫院逐利機制，降低葯佔比，推進醫葯分開。連鎖葯店通過門店佈局和葯師服務的優勢，可以承擔醫院門診葯房的職能。

社會葯店承接醫院葯房職責需要有三個可行性條件：葯品質量保障、葯事服務質量保障、葯品可及性保障。

具體到葯師服務能力看，大型連鎖葯店在配置執業葯師方面顯著領先，註冊人數與門店數比例高於全國平均水準一倍，凸顯出大型連鎖葯店在葯事服務方向的競爭優勢。

有空間：零售葯店處方葯只佔比 29%，未來提升空間大

根據中康 CMH 數據，2014 年中國葯品零售市場規模 2,817 億元，其中葯品銷售佔總體市場的 78%；含非處方葯

(OTC)佔比43%，處方藥(RX)佔比29%，藥材佔比6%。增速方面，OTC與處方藥增速相當，近3年來份額較為穩定。預計隨著醫藥分開的進一步推行，連鎖藥房如能承接醫院門診藥房功能，處方藥銷售佔比將有望上升，從而帶動整體收入提升。

從數據看，連鎖藥店處方藥銷售排名中，慢性用藥佔比較大，連鎖藥店在佈局上緊貼消費者。目前大型連鎖藥店均有龐大的會員系統，可對患者用藥行為建立檔案，進行長期監測，做到個性化藥事諮詢與服務，以提升服務水平，增強客戶黏性，且未來可逐步增加相關慢性病管理服務，拓展增值業務。

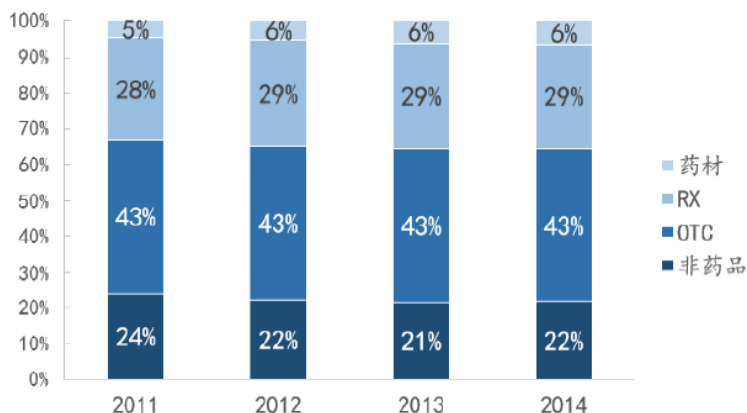
處方藥外流趨勢不可擋。2016年4月26日，國務院公佈了《國務院辦公廳關於印發深化醫藥衛生體制改革2016年重點工作任務的通知》以下簡稱「《工作任務》」，部署了十大方面重點任務。其中《工作任務》指出，要新增100個試點城市，使全國試點城市達到200個，新增試點城市所有公立醫院取消藥品加成(中藥飲片除外)；禁止醫院限制處方外流。同時，組織醫療機構處方信息、醫保結算信息與藥品零售消費信息共享試點，推動醫藥分開。我們認為，將處方信息與醫保結算的零售渠道共享列入今年的重點工作任務，或將加速打破醫院渠道對處方藥的壟斷，處方藥外流趨勢不可擋，連鎖藥店行業有望受益於處方藥外流的政策紅利獲得迅速發展。

打通產業鏈：連鎖藥店上游拓展

連鎖藥店核心競爭力是掌握有銷售渠道，通過產業鏈積極拓展整合，可以更有有效的發揮渠道優勢。

規模採購以縮短供應鏈。大型連鎖藥店整合供應鏈，直接向製藥企業批量採購；生產企業將營銷費用、渠道費用的一部分讓渡給零售藥店，提高零售藥品的毛利率。此外，零售藥店還可享有更加便利的產品售後服務和較大的賒銷額度。獨家代理品牌藥物，形成差異化競爭優勢。獨家代理在直接採購之上

图 9: 处方药销售额占比约 29%



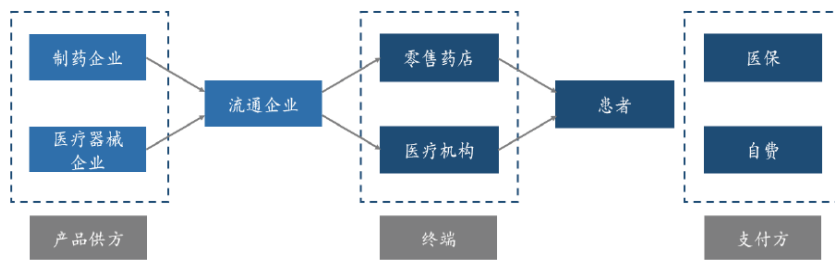
资料来源：中康资讯 CMH，国泰君安证券研究。

表 7: 处方药销售排名 TOP5: 慢性用药占主导

处方药品类	2013 占比	2014 占比	GR
心脑血管类	18.21%	16.61%	10.92%
降血压药	17.66%	17.53%	7.70%
抗感染药	14.74%	13.75%	1.26%
糖尿病用药	10.68%	10.59%	7.61%
泌尿补肾类	7.61%	7.83%	11.78%

资料来源：中康 CMH，国泰君安证券研究。

图 10: 医药行业产业链概览



资料来源：国泰君安证券研究。

图 11: 独家代理拥有众多优势



资料来源：一心堂招股说明书，国泰君安证券研究。

進一步拉近藥店和上游企業的關係，也是品牌共建的主要方法。獨家代理下的藥廠實際上替代了批發商的地位，有效縮短了藥品流通鏈條；藥廠和藥店激勵相容，有助於市場拓展。一心堂品牌共建品種TOP100中，獨家代理銷售收入佔比超過94%，非獨家代理品種僅佔6%。

貼牌代理(OEM)模式充分利用銷售終端潛力。「貼牌代理」是指為了更好地與藥品生產企業合作、實現共贏，公司將自有商標授權製藥企業對於其指定產品外包裝，並約定規格，公司對OEM產品有全國總代理權限。

拓展上游藥廠。考慮到資產較重及競爭靈活性，連鎖藥店往上游藥廠的拓展一般都較為謹慎，目前比較常見的幾種方式是：

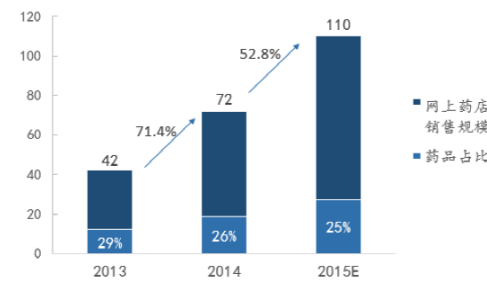
- 直接設立新建相關公司，如一心堂2009年設立的雲南鴻翔中藥科技有限公司，主要從事中藥生產加工銷售。
- 參股或者收購工業資產，如一心堂大股東參與成立併購基金，用於拓展醫藥工業資產。
- 引入大型醫藥工業作為戰略股東，部分連鎖藥店上市公司可通過引入大型醫藥工業公司作為股東，從而達成戰略同盟。

拓展跨境產品市場。部分國內企業通過跨國收購拓展海外市場，如一心堂2016年1月29日宣告擬收購美國瑞福祥經貿有限公司80%股權和美國瑞富進出口貿易有限公司80%股權，為公司提供符合要求的跨境購、銷售業務平台，增強跨境業務實力。

DTC/DTP:或將成零售藥店新亮點

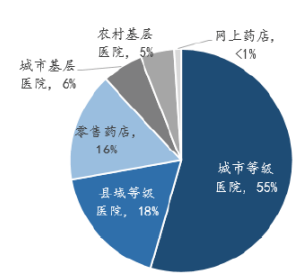
高值藥品直送 - DTC/DTP (Direct-to-Customer/Direct-to-Patient) 是指以價值較高的自費藥品為主的多點配送，主要銷售藥品多為大病用藥，如腫瘤藥、血液用藥、精神用藥等。其主要特點是：要求醫藥商業或者工業公司和病人建立密切聯繫，而後通過DTC/DTP藥房，根據醫師的處方，以病人或者家屬指定的時間和地點送藥上門，並且開展追蹤病

图 16: 医药电商销售增速迅猛



资料来源: 新康界, 国泰君安证券研究。

图 17: 网上药店占比不足 1%



资料来源: 新康界, 国泰君安证券研究。

图 12: DTC/DTP 共赢模式及类型

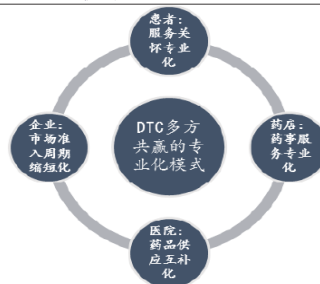
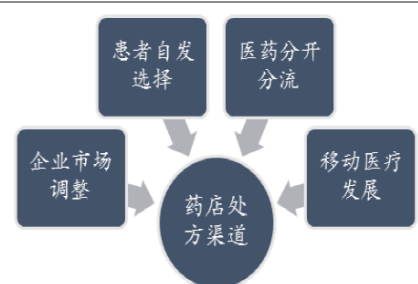


图 13: 药店处方来源渠道



人的用藥進展、用藥諮詢教育、病人數據管理等配套服務。這是近年來在醫藥零售領域逐步發展並快速成長的一種商業模式。

儘管DTC/DTP業務的整體毛利率較低，大約5%-6%，但考慮單品價值高，整體經銷效率較高，整體收入利潤狀況要好於一般的普通連鎖藥店。我們認為隨著政策和行業經營狀況逐步演變，未來DTP模式或將成為新的亮點：

人口老齡化帶動慢性病用藥需求穩步提升。2014年中國65歲以上人口數量達到1.38億人，佔全國人口比重10.1%。伴隨著老年人口的快速增長，慢性治療用藥需求持續擴張，在醫療機構，尤其是高等級醫院就醫程序繁瑣的情況下，DTC/DTP藥店成為慢性病患者快捷方便購藥的優先選擇。

工業企業亟需拓展新的銷售渠道。隨著各地藥品招標採購的推進，降價壓力逐步加大，各個環節都面臨利潤空間的較大壓縮，部分處方藥工業企業選擇將渠道轉移至院外零售藥店，通過提升自身產品在零售終端的市場規模，從而彌補「棄標」損失的市場份額。

互聯網醫療改善購藥用藥環境。

在互聯網+的衝擊下，遠程診療、慢病管理、醫藥電商等創新業務開始興起，互聯網醫療企業能幫助優化醫療資源配給，包括開展患者健康數據管理、藥品物流配送，再到後續專業服務的全部流程，為DTC/DTP模式的進一步擴張奠定了良好基礎。

醫藥電商：B2C模式方興未艾

增速快，空間大。據新康界統計，2014年網上藥店銷售額達72億，同比增長71.4%；網上藥店數量達到269個，同比增長79.3%。但網上藥店銷售僅佔藥品整體市場規模約0.5%。無論是相對還是絕對空間，醫藥電商尚有巨大增長空間。

B2C：多方巨頭成長中。從2014年中國醫藥B2C的渠道分佈看，天貓醫藥館、自主官網、京東醫藥館是三大主渠道。天貓醫藥館依然是最大的銷售渠道，全年交易規模達到36.6億元，佔比為46.9%，同比2013年的20.4億元增長79%；自主式醫藥B2C網站（醫藥B2C官網）2014年交易規模為28.6億元，佔比

達到36.7%，同比2013年的16.8億元增長70%；京東醫藥館（京東POP平台中的醫藥類目）2014年交易額達到6.1億元，佔比為7.8%，同比2013年的3.5億元增長74.3%。

在B2C網站中，2014年前十位網上藥店銷售額差距較小，暫無行業龍頭產生，屬於多方並進的格局。由於天貓醫藥館、京東醫藥城等已經吸引大量藥店入駐，預計未來再形成一家平台型B2C電商的可能性不大，未來醫藥B2C將以自營品牌類B2C和特色細分類B2C為主。

垂直型B2C儘管在收入總額上不會很高，但因在細分領域深耕細作，在利

潤增速和穩定性上同樣有較強的吸引力，是上市公司外延併購的好標的。目前在醫藥領域，已經有部分垂直型B2C企業嶄露頭角，包括春水堂（主要經營成人用品、2013年銷售額約3億元）、可得眼鏡（主要經營隱形眼鏡，2013年銷售額約2-3億元），這些企業在各自細分領域已有擁有較強的品牌優勢，但要獲得長期發展還亟需外部資金的大力支持。

處方藥網上銷售政策期待放開

目前處方藥不能在網上銷售，導致醫藥B2C的潛在市場空間只能約束在不到2,000億元的OTC市場，而不是超

過萬億元的藥品市場，而OTC市場競爭激烈，僅線下零售藥店數量就多達44萬家，此外隨著OTC品種進入到基本藥物目錄（新版520基本藥中有超過150種OTC品種），醫院OTC市場所佔份額也在逐步提升。

2014年5月28日，國家食品藥品監督管理總局發佈《互聯網食品藥品經營監督管理辦法（徵求意見稿）》，根據11月7日，國家藥監局相關部門負責人在全國醫藥經濟信息發佈會的演講內容，意見徵求稿目前已經進入內部協商討論階段，目前基本確定的內容包括：

- B2B第三方交易平台、藥品生產企業和藥品批發企業開展網上藥品
- 購銷活動無須審批或備案
- B2C牌照不再審批，採取備案制
- B2C第三方交易平台由省級食品藥品監管部門按照審批條件進行審批。
- 暫定以正面清單形式逐步放開處方藥網售。
- 允許委託第三方物流配送。

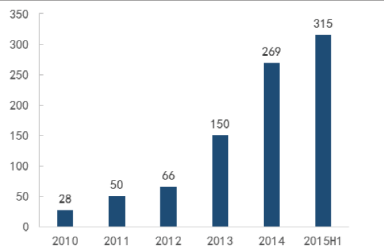
我們認為處方藥網上銷售放開儘管過程曲折，但是產業發展大趨勢，醫藥電商三大約束：「可以賣、有得賣、能報銷」走出第一步。隨著處方藥網上銷售政策頒佈，預計藥監部門還將陸續出台銷售目錄、第三方物流配送標準等相關政策，而國家和各地發改委、衛計委、人保部將會就電子處方、引導處方外流、醫保報銷對接等一系列問題出台相關的配套措施。

表 8: OEM 模式的优缺点对比

优点	减少流通环节	药品流通环节多，流通费用高，是药价居高不下的原因之一，也限制了零售药店毛利率。OEM模式由委托厂商直销，减少流通环节，有效提高企业毛利，同时让利于消费者。
	提升影响力	零售药店作为销售终端的影响力通过贴牌产品被充分利用，同时企业也收获品牌这个无形资产，提升了经营附加值。
	避免跨业风险	直接收购上游制药厂商进行产业链拓展风险较高，贴牌包销可以有效避免跨业风险。
弊端	存在质量隐患	流通企业联合的基本是中小制药企业，产品品质不高。贴牌加工使得利益不一致，受托企业只赚取加工费，缺乏质量求精的动力。
	破坏与供应商关系	贴牌产品排挤品牌产品，导致制药企业与药店产生利益冲突。
	影响药事服务公正性	自产自销的“贴牌药物”可能破坏药事服务的公正性，以贴牌药挤压品牌药，可能招致部分消费者的反感。

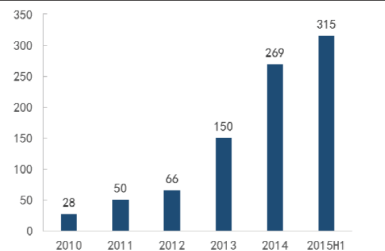
资料来源：中国卫生事业管理，国泰君安证券研究。

图 18: 网上药店数量快速增长 (单位: 个)



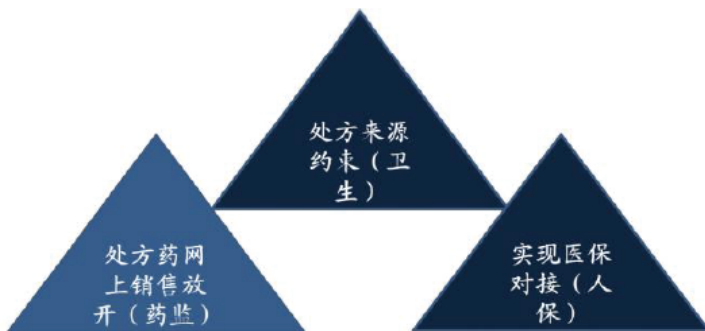
资料来源：新康界，国泰君安证券研究。

图 18: 网上药店数量快速增长 (单位: 个)



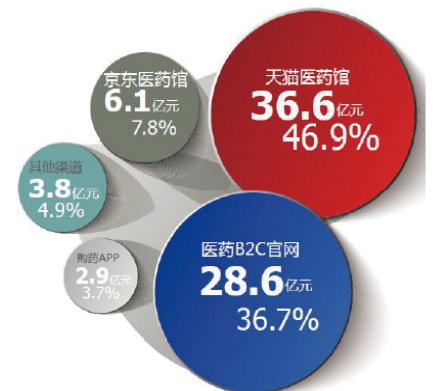
资料来源：新康界，国泰君安证券研究。

图 20: 医药电商三大政策约束，期待迈出第一步



资料来源：国泰君安证券研究。

图 19: 天猫医药馆、B2C网站、京东医馆是三大主流渠道



资料来源：中国药店医药电商研究中心。数据为2014年数据。

天然氣行業前景向好

總體情況：生產、消費增速上升

4月份，天然氣產量106億立方米，同比增長12.77%；天然氣進口量65億立方米，增長27.45%；天然氣表觀消費量169億立方米，增長18.46%。

1-4月份，天然氣產量480億立方米，同比增長11.62%；天然氣進口量266億立方米，增長23.42%；天然氣表觀消費量738億立方米，增長15.98%。

總體來看，1-4月份，天然氣

生產和消費增速上升。

4月，液化天然氣進口189萬噸，同比上升22.35%，環比增長11.05%；1-4月，液化天然氣累計進口790.20萬噸，同比增長18.43%。4月，進口價格為343.02美元/噸，同比下跌19.12%，環比下跌0.86%；1-4月，平均進口價格為361.52美元/噸，同比下跌30.92%。

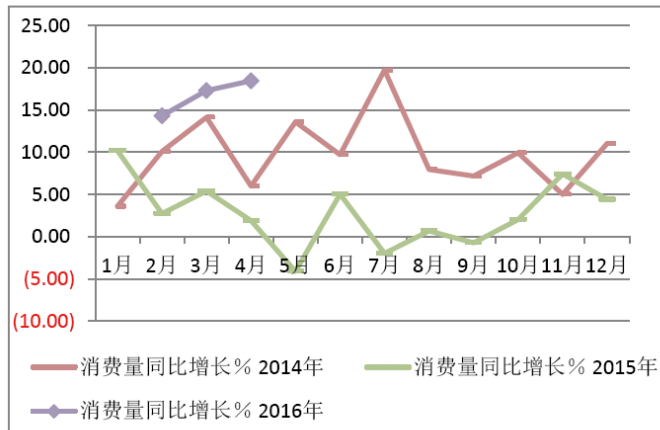
價格：V形走勢

6月3日，NYMEX天然氣期貨

收盤價為2.40美元/百萬英熱單位，較去年底上漲0.05美元/百萬英熱單位，漲幅2.12%。今年以來，天然氣價格表現為V形走勢，1-2月份持續下跌，3月低點震盪上漲。

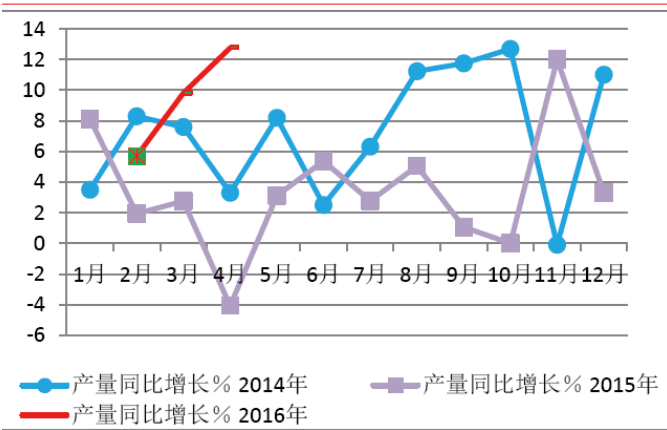
今年以來，國內液化氣出廠價格相對穩定。其中廣州華凱液化氣出廠價為4,820元/噸(6月1日)、燕山石化液化氣出廠價為3,690元/噸、揚子石化液化氣出廠價為3,700元/噸、武漢石化液化氣出

图 1: 天然气消费量增长情况



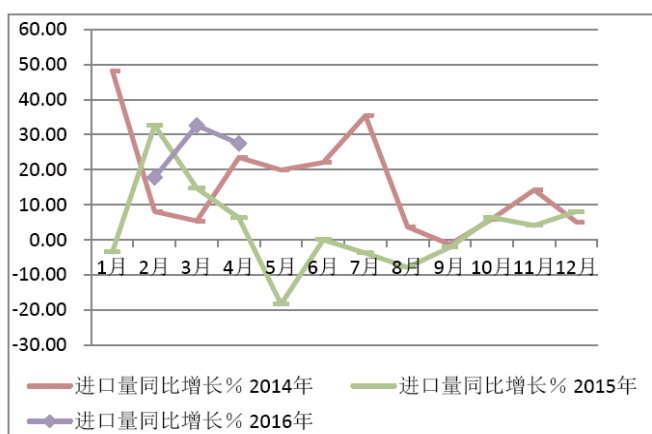
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 2: 天然气产量增长情况



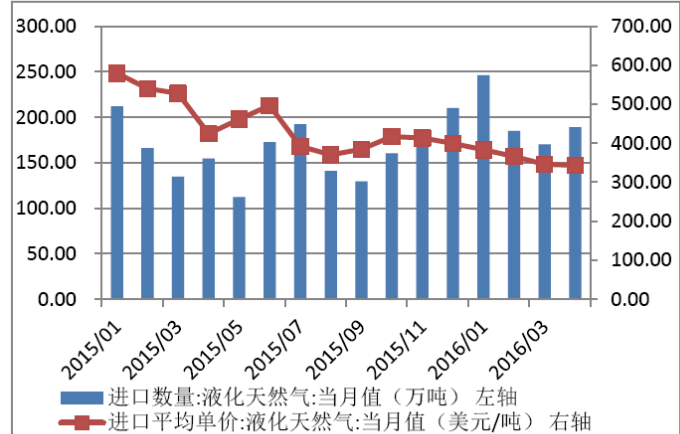
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 3: 天然气进口量增长情况



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 4: 液化天然气进口数量和价格走势图



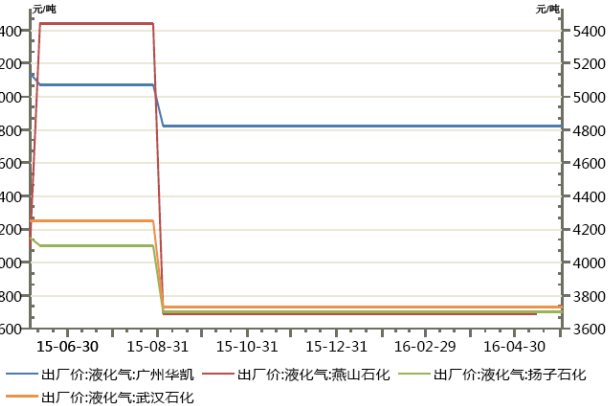
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 5: NYMEX 天然气期货收盘价走势图 单位: 美元/百万英热单位



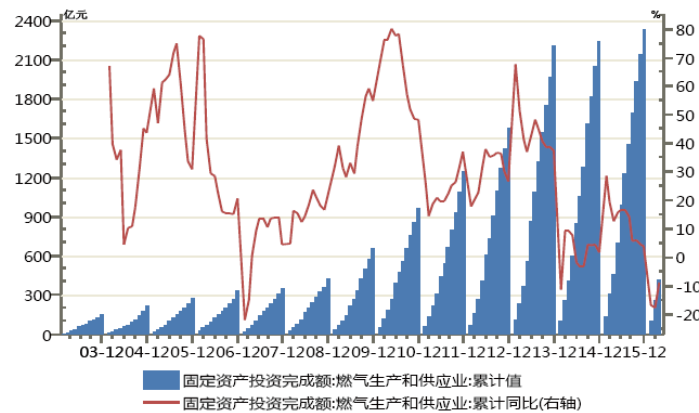
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 6: 国内部分液化气出厂价格走势图



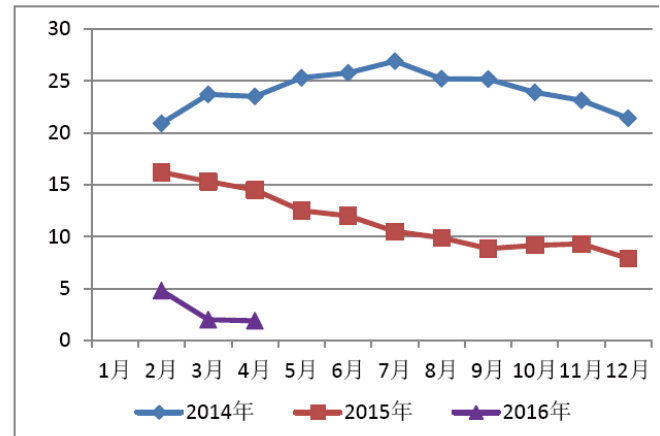
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 7: 天然气投资增速



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 8: 燃气生产和供应业月收入总额增长情况%



数据来源: WIND 上海证券研究所

廠價為3,730元／噸，均與上年底（12月25日）價格持平。

投資增速下降

2016年1-4月，燃氣生產和供應業固定資產投資完成額415.52億元，同比下降8.80%。可以看出，2016年1-4月，年燃氣生產和供應業固定資產投資完成額下降，1-3月份下降超過兩位數，4月降速略有收窄。

根據wind資訊統計數據，燃氣生產和供應業2016年1-4月收入總額為1,991.50億元，同比增速為1.90%，低於上年同期12.59個百分

點；利潤總額174.10億元，同比增速為22.70%，高於上年同期13.84個百分點。收入增速略下降，利潤增速上升。

清潔能源使用促進天然氣消費

1、生產和消費增速回升

2016年1-4月，天然氣表觀消費量738.50億立方米，增長15.98%，消費增速回升，重回兩位數增速。

2016年1-4月，天然氣產量480億立方米，同比增長11.62%，產量增速回升。近期的數據顯示，天然

氣消費增速回到兩位數，生產也快速回升。

加大清潔能源消費

在能源消費中，加大清潔能源特別是天然氣使用，降低煤炭消費，是減少大氣污染，改善環境質量的主要途徑。2015年，全國一次能源消費總量為43.0億噸標準煤，比2014年增長0.9%，「十二五」年均增長3.6%。其中，煤炭消費量佔能源消費總量的64.0%，比2010年下降5.2個百分點；石油佔18.1%，比2010年上升0.7個百分點；天然氣佔5.9%，比2010年上升1.9個百

分點。非化石能源消費比重達到12.0%，比2010年上升2.6個百分點。

2015年，全國萬元國內生產總值能耗比2014年下降5.6%。「十二五」期間，全國萬元國內生產總值能耗累計下降18.2%；火電供電標準煤耗由2010年的333克標

煤／千瓦時下降至2015年的315克標煤／千瓦時。

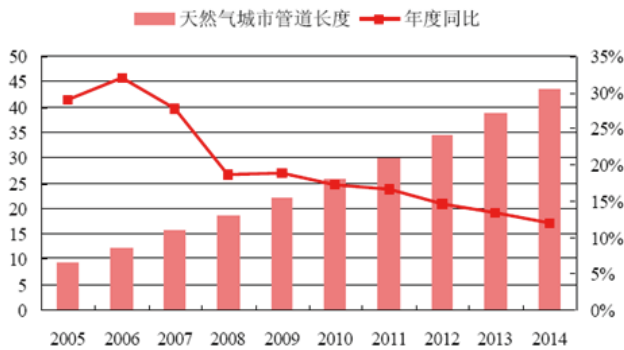
在國家發改委、國家能源局和環境保護部印發的《能源行業加強大氣污染防治工作方案》中提出，中期目標是到2017年，非化石能源消費比重提高到13%，天然氣（不

包含煤製氣）消費比重提高到9%以上。遠期目標是能源消費結構調整和總量控制取得明顯高到9%以上。遠期目標是能源消費結構調整和總量控制取得明顯成效，能源生產和利用方式轉變不斷深入，以較低的能源增速支撐全面建成小康社會的需要，能源開發利用與生態環境保護的矛盾得到有效緩解，形成清潔、高效、多元的能源供應體系。

天然氣管道建設將繼續保持增長勢頭

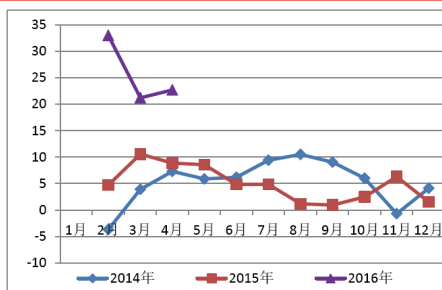
中國天然氣消費集中於沿海及中部人口密集、經濟發達的地區，而天然氣供應主要集中於中西部地區及領海。自2004年以來，天然氣管網建設一直處在高峰建設階段，目前初步形成了「西氣東輸、海氣登陸、就近供應」的供氣格局。2015年全國天然氣城市管道共43.46萬公里，十年複合增長率19.8%。在天然氣進口回暖的情況下，預計中國天然氣管道建設將繼續保持增長勢頭，負責省級管網建造的相關上市燃氣公司將受益。

天然氣城市管道長度（單位：萬公里）



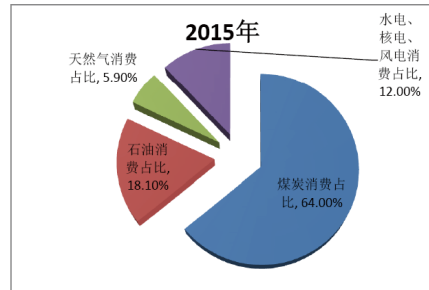
資料來源：國家統計局，中信建投證券研究發展部

圖 9：燃氣生產和供應業月利潤總額增長情況%



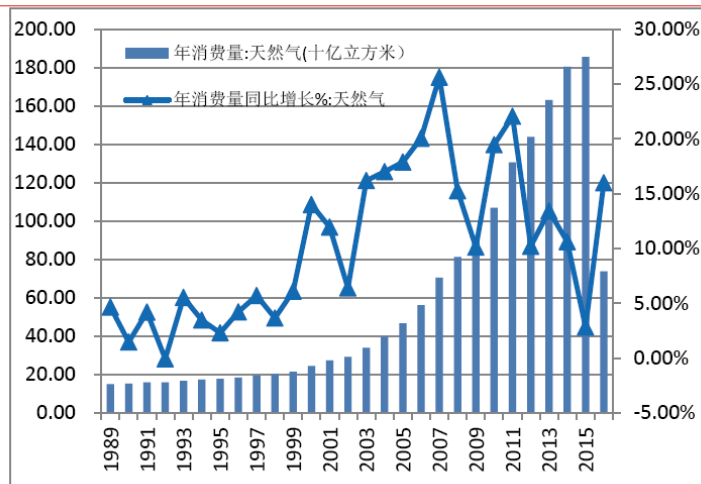
數據來源：WIND 上海證券研究所

圖 14：2015 年能源消費結構



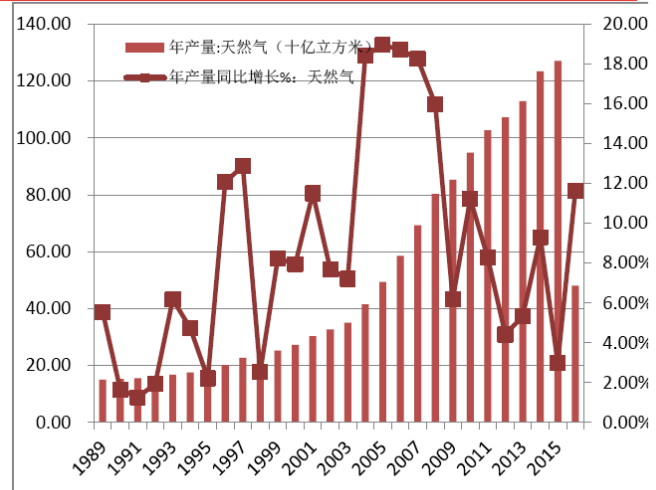
數據來源：2015 中國環境狀況公報，上海證券研究所

圖 10：天然氣消費量同比增長情況



數據來源：WIND 上海證券研究所

圖 11：天然氣產量同比增長情況



數據來源：WIND 上海證券研究所



CHINA FINANCIAL MARKET

ISSN 2305-3585



9

772305

358506