

中國融資

CHINA FINANCIAL MARKET

中國融資

2016年7月 總第33期



今期焦點

把握「一帶一路」商機
中國實力率先起跑

鼓勵學習 重視年青人發展
中國實力積極履行社會責任

國家鼓勵「藏油於民」
光滙雲油「創新」先行

太平洋保險牽手百度

借「互聯網+」力量跨越25周年新篇章

目錄

CONTENTS

社長 汪長禹
 總編輯 汪長禹
 編輯部 G. Cheung 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6月

皓天快線

2 港交所行業指數期貨如期而至

今期焦點

6 把握「一帶一路」商機 中國實力率先起跑
 12 鼓勵學習 重視年青人發展 中國實力積極履行社會責任

股壇透視

16 紅星美凱龍三十而立 發佈「1001」戰略
 18 新能源需求增長 江西銅業銅消費潛力巨大
 20 小南國觸電「互聯網+」 建造餐飲新生態
 22 太平洋保險牽手百度 借「互聯網+」力量跨越25周年新篇章
 24 新華保險躍升福布斯全球2000強第297位
 26 積極拓展多元業務 徽商銀行前景可期
 28 國家鼓勵「藏油於民」 光滙雲油「創新」先行
 30 仁天科技控股：低調佈局的潛在物聯網巨頭
 34 充分發揮自身實力 優通海外業務再進一步
 36 聚焦有色供給側改革 江西銅業關注優質企業商機
 38 博華太平洋的塞班計劃

行業解構

42 品牌服飾行業全面復蘇
 44 兒童醫療服務行業受惠國策
 48 麵包糕點行業增長可期
 52 鋼結構行業成長迅速
 60 商業地產迎來發展契機

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。

港交所行業指數期貨如期而至

- 本月初，香港交易所正式推出七隻行業指數期貨合約，追蹤這些行業在港交所上市的股票表現
- 新合約將進一步拓展港交所現有的股票衍生產品業務
- 新的行業指數期貨可以增加指數套利、長短倉策略的交易機會，而對於一些結構性產品的發行商，則可以利用低成本的行業期指來對沖自身風險，亦為權證和ETF市場提供了新的標的

過去香港交易所(下稱「港交所」)只有市場指數和個股期貨、期權產品，近年來越來越多的投資

者對行業比如內銀、內房板塊的興趣增加，但缺乏相關行業的指數可以判斷整個板塊相對大市的表現。

隨著板塊輪動的趨勢在港股市場越發凸顯，市場對新的衍生產品需求日益高漲。港交所在本月初推出7只行業指數期貨，便於投資者捕捉個別行業的交易機會。其中，基於中華證券交易服務有限公司(下稱「中華交易服務」)的博彩業指數而推出的博彩業指數期貨亦是全球首個同類指數。

行業股票指數期貨及相關指數

七隻行業股票指數期貨及相關指數分別是：

博彩業指數期貨 — 中華交易服務博彩業指數(博彩業指數)；

內銀指數期貨 — 恒生中國內地銀行指數(內銀指數)；

內房指數期貨 — 恒生中國內地地產指數(內房指數)；

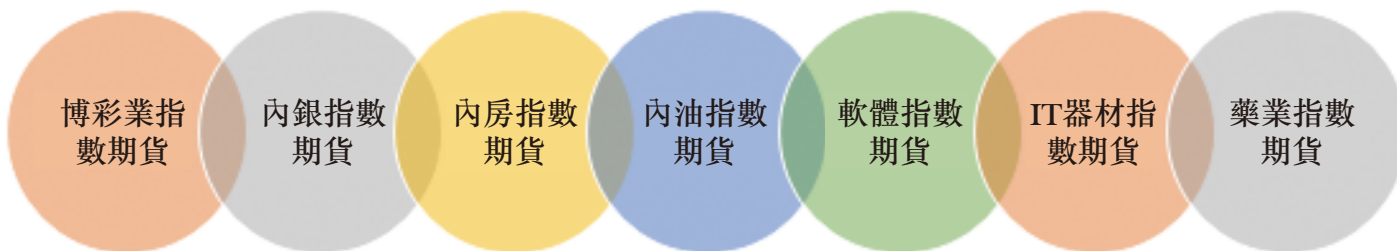
內油指數期貨 — 恒生中國內地石油及天然氣指數(內油指數)；

軟體指數期貨 — 恒生軟體服務指數(軟體指數)；

IT器材指數期貨 — 恒生資訊科技器材指數(IT器材指數)；

以及，藥業指數期貨 — 恒生中國內地醫療保健指數(藥業指數)。

行業股票指數期貨的特點



1. 七個行業指數覆蓋市值較大及成交金額較高的行業，行業指數總市值覆蓋超過香港股市總市值的一半。

2. 相關指數表現反映行業消

息及政策轉變，運用行業指數期貨不能反映整體行業股份的表現。

3. 可分散投資組合風險，避免風險集中於個股。相關指數的成份股均按市值加權並就流通市值

調整，同時設置權比上限，確保不會由一兩隻成份股佔去大半比重，且每個指數可包含最多十隻業內在上市而市值最大公司的股份。

七個行業指數前5大成份股列表

指數名稱	股票代碼	股票名稱	所佔權重
博彩業指數	27	銀河娛樂	16.44%
	1928	金沙中國	16.40%
	880	澳博控股	14.64%
	2282	美高梅中國	14.37%
	1128	永利澳門	14.19%
內房指數	1109	華潤置地	14.99%
	688	中國海外發展	14.55%
	2007	碧桂園	14.51%
	3333	恒大地產	11.94%
	3699	萬達商業	11.76%
軟體指數	700	騰迅控股	17.16%
	3888	金山軟體	14.98%
	327	百富環球	14.59%
	268	金蝶國際	12.94%
	777	網龍	9.26%
內銀指數	939	建設銀行	15.09%
	3988	中國銀行	14.91%
	1398	工商銀行	14.60%
	1288	農業銀行	13.58%
	3968	招商銀行	12.38%
內油指數	883	中國海洋石油	15.48%
	386	中國石油化工	15.39%
	2386	中石煉	14.63%
	857	中國石油	14.58%
	136	昆侖能源	14.47%
IT器材指數	303	偉易達集團	15.61%
	2018	瑞聲科技	15.32%
	992	聯想集團	14.25%
	763	中興通訊	13.79%
	2038	富智康集團	12.76%
藥業指數	1093	石藥集團	15.42%
	1099	國藥控股	15.36%
	1177	中國生物製藥	13.55%
	867	康哲藥業	11.29%
	2186	綠葉製藥	9.70%

4. 行業指數期貨無須繳付印花稅，無須借股票沽空，可用低交易成本捕捉行業表現，同時其槓桿率達到11至15倍，較低交易成本和較高槓桿更具資本效益。

5. 運用行業指數期貨可靈活執行更多交易策略，例如，大市指數期貨對行業指數期貨，較佳表現的行業指數期貨對較差表現的行業指數期貨，以及行業指數期貨對個別股票期貨等。

新的行業指數期貨可以增加指數套利、長短倉策略的交易機會，而對於一些結構性產品的發行商，則可以利用低成本的行業期指來對沖自身風險，亦為權證和ETF市場提供了新的標的。市面上現有股票期貨期權，亦有市場指數期貨期權，而行業指數期貨產品，恰好填補兩者中的空隙，既可完善衍生產品生態圈之餘，亦可為投資者省去選股的煩惱，且投資行業指數期貨的成本，亦遠較直接投資個股為低，故同時適合機構及個人投資者。

資料整理：投資者關係及研究部

* 2016年1月29日資料成份股佔指數的比重由於股價變動會自動調節，在每半年的檢閱前個別成份股比重或會超過上限



嚴選商場王者 策略動向火速匯報



把握「一帶一路」商機 中國寶力 率先起跑



中國寶力董事會主席楊俊偉先生

六月，全球經濟市場都在關注「脫歐」、美聯儲降息、A股入摩等熱點事件。但六月對於御濠娛樂來說亦是意義非凡，其在資本市場動作頻頻。收購俄羅斯移動設備製造商Yota Devices之30%股本之後，為更貼切反映新的發展方向，公司正式更名為中國寶力科技控股有限公司（以下簡稱：「中國寶力」或「公司」；股票代號：00164.HK）。並於6月6日，與中國青旅訂立戰略合作

框架協定，於香港設立「一帶一路」投資基金及相關投資管理公司。

「一帶一路」投資基金管家

「一帶一路」即「絲綢之路經濟帶」和「21世紀海上絲綢之路」，無疑是近幾年中國經濟發展的關鍵詞。自去年3月以來，中國和沿線國家高層頻繁互訪，至今簽署了30個共建「一帶一路」合作協議，達成一系列共識。除了政府之間的友好往來，港股公司在「一帶一路」

的議題上也是蠢蠢欲動。但放眼當下，暢想美妙前景的多，能拿出實質性、可操作性方案的少；圍繞「一帶一路」建設的大會小會多，實際達成的合作項目少。惟中國寶力首當其衝，被中國青旅選為「一帶一路」基金的指定投資管理公司，成為「一帶一路」投資基金的「管家」，為基金進行資產管理及尋找融資管道和合作項目。

按協議，基金將專注於對絲綢之路經濟帶和「一帶一路」區域沿

線國家工業及新興產業項目之投資，初步目標集資規模將為40億美元，中國青旅將作為劣後級有限合夥人出資5億美元，而剩餘資金將向其他潛在屬意之投資者籌集。據中國實力董事會主席楊俊偉先生介紹，基金會分為優先基金和定期基金兩部分。「優先基金會去找一些銀行、保險公司或家族企業作為投資者，獲得相對穩定的回報，而中國青旅及另一家央企採用股本回報。」

中國青旅將與其他大型國有企業共同擔任基金發起人。在是次「一帶一路」投資基金中，每一個發起人的角色都不同。楊俊偉表示：「中國實力的主要角色就是一

個基金經理、一個管理者，我們將協助中國青旅完成資金注入及後續集資活動，而中國青旅與另一家央企的主要角色是擔任基石投資者。」框架協議及基金為中國實力提供機會利用中國青旅現有網路及關係，並支援國家「一帶一路」戰略，亦為公司提供投資機遇拓闊其收入來源及改善其財務表現。

打高科技項目投資牌

細數「一帶一路」的關鍵詞，投資、貿易、物流、交通等都囊括其中。然而，如果說這些關鍵詞有一個共同的「詞根」的話，它應該是科技創新。「一帶一路」沿途國家地理環境、基礎設施建設、生活方

式和文化與中國存在一定差異，這就需要通過科技創新來設計、製造適合這些市場的商品。

楊俊偉深知科技創新是幫助「一帶一路」沿線的國家發展非常重要的一環。談到更名為中國實力科技，他解釋道：「新的名字是將中國的元素加上科技元素而成。配合中國的發展，我們現在投資的是智能手機的開發、推廣及銷售，科技本身的含量比較高。而『一帶一路』投資基金的主力也是投資一些新的科技和技術，來滿足國家的需求，並運用在國家本身。雖然投資房地產、能源都可以幫助到這些國家的需要，但到往後10到20年，相比傳統行業，科技這方面的





投資將會有更大的需求。」

對於中國實力來說，未來亦會繼續投資高科技相關項目。楊俊偉表示：「國家過去通過投資基金、高鐵、高速公路等大型基建去提升硬實力；但完成了這些之後，中國要在軟實力及科技方面更加抓住機會。用軟實力去補足，國家才能真正地富強。所以這次『一帶一路』投資基金，是希望通過沿線國家及城市能獲得科技相關方面的技術，以滿足國家在軟實力方面的需求。」

與沿線地區國企強強聯手

一如大家所想，「一帶一路」所涉及範圍非常廣泛，實踐起來會面臨非常多的困難。這也是很多人都發起「一帶一路」基金，但真

正落到實處的卻少之又少的原因。楊俊偉透露：「在每一個沿線的城市或國家，我們都會去找合適的戰略合作夥伴，與他們強強聯手。在俄羅斯，我們找了大型國企—俄羅斯國家技術公司Rostec作為戰略合作夥伴。」據介紹，Rostec由700個機構組成，包括22家直屬管理公司及14家控股公司，部分業務包括軍事和工業產品製造，以及創新產業發展。

在今年6月6日的合作簽約儀式上，Rostec首席執行官Andrey Korobov出席並表示，Rostec很重視中國方面提出的「一帶一路」戰略，這次與中國青旅合作，肯定會帶來實質利益。Rostec在過去一段時間有很多新研發產品，現在是時

候推出市場，推動俄中在高科技方面的合作。

楊俊偉認為合作夥伴對中國實力來說非常重要。他說：「其實『一帶一路』基金是有很多人響應，所以資金方面的壓力並不大。但我們不可能找到資金回來才開始人才招聘、看項目。所以我們收購項目回來之後，合作夥伴可以去當地找合適的投資項目，並管理和監測項目，這樣才能最終保證投資者的利益。另外，一般國企的規模都非常大，而我們的基金就是要運用我們私人企業的靈活性，以及國家和國企的支持，來發展項目。這一模式在俄羅斯已經成功體現，未來就是將這個模式複製到別的地方。」

與俄羅斯政府合作之後，中國

寶力計劃下一次與新加坡和越南政府合作。楊俊偉透露，在越南方面，將與最大的華商、中國總商會榮譽會長蔡其生合作。蔡其生在越南投資超過40年，涉獵非常廣，與越南政府關係也非常好。而楊俊偉與蔡其生家族關係良好，多年來在香港的慈善活動上也有合作，相信通過他們的關係，未來中國寶力不難在越南找到好的投資及「一帶一路」基金的投資者。

佈局高新科技領域

今年4月中國寶力完成收購Yota Devices之30%已發行股本，並獲得獨家授權，於大中華地區使用「YOTAPHONE」之知識產權進行營銷及銷售，為期7年。自那時起，「一帶一路」投資基金在俄羅斯的

項目實施就已經開始。楊俊偉當時表示：「作為一間在香港聯交所上市的投資控股公司，本集團將不斷尋求新的投資機會藉此多元化業務組合。我們的新重點將會是移動技術及不同項目，而投資於Yota Devices標誌著集團進軍智能手機行業的第一步。」

據悉，Yota Devices主要從事設計、研發、生產、營銷及銷售高科技消費LTE電子產品（如平板手機及路由器），其主要產品為「YOTAPHONE」品牌的智能手機。而YOTAPHONE2為目前最新型號，是一款嶄新且獨特的雙屏智能手機。Yota Devices的總部位於俄羅斯，並於歐洲、亞洲及中東設有辦事處。其研發團隊包括來自諾基亞的資深員工。

談到此次收購，楊俊偉說：「以前中國很多資源都放在製造業，為海外品牌去製作，例如蘋果、三星等國際大品牌，但是我們自主研发的手機真的不多。雖然有華為、中興等，但在外國人眼中，抄襲的成分更多一點。我們希望透過這次收購品牌，將中國製造發揚光大。」誠然，中國已經是世界製造業大國，但還不是製造強國，在製造強國建設的道路上，中國與美國、德國、日本等先行工業化國家還有較大的差距。這種差距不僅體現在物質裝備、能源效率、資源利用等硬實力方面，還體現在以設計、專利、品牌等為代表的無形資產，以及管理和服務水平、工業文明等軟實力方面。

中國企業理應高度重視軟實力



對製造強國建設的重要地位，加強頂層設計，借鑒發達國家的經驗和做法，抓住數字化革命的機遇，注重知識、信息、數據、文化、制度等軟實力核心要素的創造、開發、整合與運用，以軟實力建設帶動硬實力提升，實現中國製造由大到強的歷史跨越。中國實力率先意識到這一點，從智能手機開始，旨在將中國製造打造成世界品牌。「作為第二大經濟體，中國擁有13億人口，手機市場非常巨大。如果自主品牌數量太少，都用海外的手機品牌，會出現很多潛在的問題，例如國家安全。我們希望透過手機品牌『YOTAPHONE』補足現有該消費品市場、中國自主品牌的不足和缺口。以後亦將繼續研發其他技術來補充國家缺乏的軟實力。」

YOTAPHONE定位中高端市場

經歷過去幾年瘋狂後，中國智能手機市場出現環比下跌。但目前行業競爭較大的為廉價手機，故YOTAPHONE定位為中高檔路線，並計劃與內地三大營運商合作，確保銷售量。雖然蘋果及三星手機的市場佔比高，但楊俊偉對YOTAPHONE的銷售充滿信心。「現在市場都在追求更高像素的相機或者是更高系統的處理器或更大的屏幕，同時價格還要低，但這些都不是YOTAPHONE的價值所在。」楊俊偉表示，YOTAPHONE的價值在於創意，比如手機擁有雙面可讀屏幕，一面是正常手機屏幕，一面是不會熄滅的電子墨水屏，讓你在陽光直射下也可以看得清屏幕。通過水墨屏，用戶不需要解鎖就可以操控手機，而且對眼睛

傷害減至最低，還有超強續航能力，良好地解決了手機電池這一瓶頸等等。

2014年APEC峰會上，俄羅斯總統普京送了習近平的手機其實就是YOTAPHONE。據瞭解，俄羅斯所有政府官員都被要求用YOTAPHONE。兩位領導人賦予了它國禮身份，是因為其獨有的全球定位系統。楊俊偉稱：「現在我們所使用的手機都是海外定位系統，後台數據也在海外，這嚴重牽涉到國防與國安。YOTAPHONE使用自己的定位系統，後台數據都放在中國。對於中國市場，特別是政府機關及相關人員來說，YOTAPHONE在安保及保障信息無漏洞等方面具有極大的優勢。」

因為客源固定，相信市場仍然有足夠空間予其發展。不過，楊俊

偉稱，公司為減輕經營成本及增加靈活性，不會投放大量資源於宣傳上。未來所有YOTAPHONE將於內地生產，並專注中國市場，在站穩腳跟之後亦會擴展與中國友好國家的市場，包括非洲、南美洲的國家，而這些地區的人口總數已佔全球接近一半。他預期YOTAPHONE3最快今年年底推出，會儘量避免與iPhone7撞期。

直面挑戰無懼競爭

面對中國經濟走入「新常態」，手機市場激烈競爭，消費者需求不斷改變，楊俊偉認為在開始的一到兩年，中國實力受大環境的影響不大。因為作為新品牌，YOTAPHONE目前的市場佔比不高，而經濟下滑，反而讓公司製造、招聘、宣傳的成本比預算更加





便宜。而智能手機成功的關鍵，無疑是品牌成長起來之後的策略，楊俊偉用小米舉例，「一開始小米的饑餓銷售策略是對的，但當小米把市場做大的時候就迷失了自己，銷售額開始滑落。因為當他面對整個市場的時候，小米仍然在用起步時針對小米迷的銷售模式和策略。」

展望未來三到五年，中國實力仍將繼續專注發展手機和相關的移動設備，如YOTAPAD等，公司的研發團隊已經研發完成，只需要按照市場計劃去做，並逐漸加大力度。楊俊偉表示：「我們YOTAPHONE的設計團隊是芬蘭諾基亞的團隊，關於專利、版權、研發實力，我們都不擔心。甚至，我們能與所有海外品牌媲美。再加上

中國本土的優勢，我們找國內的代工、生產夥伴，都相對容易。作為後來者，我們只需要針對某一種客戶和群組去提升銷售額，並將這一銷售額做到最大。」

此外，透過「一帶一路」投資基金，中國實力會接觸到更多的高科技的業務，在移動設備領域方面不斷提升競爭力。除了作為基金的管理者，中國實力亦將在市場募集資金，參與合作一部分的投資。未來通過手機銷售的收益，公司將再投資與高科技和移動設備相關的項目。

東南亞、南亞、中亞、西亞、中東歐……，「一帶一路」沿線國家和地區大概有60多個，有44億人口，有著廣闊的市場空間。中國的「一帶一路」列車已開動，中國實

力緊抓這一機會，成為「一帶一路」投資基金管理人，並讓科技帶路，研究發售YOTAPHONE雙屏智能手機。未來中國實力仍然會不斷探索、實踐、創新，為基金尋找高科技及高新技術的項目進行投資，無論是新加坡，又或是越南，公司的市場空間將不斷擴展，讓我們共同期待。

鼓勵學習 重視年青人發展 中國寶力積極履行社會責任

作為一家致力於在大中華地區及全球範圍內的香港上市投資控股公司，中國寶力科技控股有限公司（以下簡稱：「中國寶力」或「公司」；股票代碼：00164.HK）在推動業務迅速發展的同時，對培育獨特企業文化，以及履行社會責任均非常重視。中國寶力董事會主席楊俊偉先生表示，公司鼓勵員工不斷學習，同時不斷投放資源，扶助弱勢社群。「六年前，我和幾位志同道合的朋友一同創立了香港兒童發展配對基金。基金的座右銘是『贏在終點線』，即使起步點較後，也不應放棄。」

晉升不論年資 鼓勵不斷學習

談及中國寶力的企業文化，楊俊偉請記者留意辦公室的設計。辦公室格局寬敞，給人一種年青、有活力的感覺，處身其中感覺舒服。他說：「雖然由投資銀行出身，但我個人較喜歡年輕、新穎的設計，外國許多成功的IT企業，其辦公室正是依照這樣的設計意念建成的。辦公室設計要年輕有活力，聘用員工也是一樣。在招聘時，除了公司高層要聘請經驗豐富，能力卓越的老行尊出任外，我們傾向聘用相對年輕的求職者出任公司的中低層職位。我希望培養出中國寶力獨特的企業文化，假如聘用在外面工作了近十年的員工，他們許多都已培養出自己的一套工作習慣和模式，較難接受新文化。自我三年多前成



立公司以來，所有同事至今都仍跟著我一起工作，看著辦公室愈遷愈大，在上海也開設了辦公室，公司至今漸有規模。從零開始，到今日我們同時管理著3、4間上市公司和眾多基金，管理的資金已超過十億美金，這正好反映了我們的公司文化：無私、年輕，大家為公司目標共同奮鬥。」

楊俊偉表示，中國寶力的全體員工每月都會召開大會，彼此分享意見和溝通。作為老闆和公司管理層，他會藉會議向員工介紹公司在過去一個月的成績，以及最新訂立的未來發展計劃。他說：「晉升，對員工而言無疑能起很大的鼓舞作用。在中國寶力，晉升標準是不論年資，只論能力。員工有能力，

公司一定給予機會。此外，我們要求所有員工盡力考取會計師牌照，因為無論任職哪一個部門，哪一個崗位，會計知識都有利工作。經營任何生意，會計知識都是必須的，否則只會造成溝通困難。我希望員工在累積工作經驗的同時，亦著重個人能力的提升，對自己負責，努力提升個人在社會上的競爭力。每個月，公司都會安排銀行或財務顧問為員工提供相關培訓。時代不斷改變，我們也要不斷學習，這是中國寶力的進取文化。」

重視年青人發展 積極扶助弱勢社群

在履行社會責任方面，楊俊偉表示，中國寶力已與香港大學和天津大學簽約，由大學每年派3、4名優秀同學到公司實習，由公司為學生計算學分，就學生的工作表現及情況向大學匯報。他說：「在培訓新人的同時，我們亦抱持『揀人』的心態，表現優秀的實習生於畢業後將會獲得聘任，此舉是借鑒投資銀行。」在個人層面，楊俊偉亦非常支持教育和文化發展，多年來為許多慈善工作出心出力。據悉，他是香港歌劇院的創辦人之一，也是香港管弦樂團的籌款委員會成員，並有資助樂團演出。去年，中國寶力與香港管弦樂團合辦了一場籌款晚會，所有公司員工均有參與籌備，享受到助人之樂。

楊俊偉指出，中國寶力投放了大量資源扶助弱勢社群，尤其在年青人的個人發展和教育方面。六年前，他與幾位志同道合的朋友一同創立了香港兒童發展配對基金，致力幫助生長在弱勢家庭的10-16歲小朋友圓夢。「基金的座右銘是『贏在終點線』，即使起步點較後，也不應放棄。目前，基金已幫助了

超過3000名兒童，為他們提供生命嚮導，以及儲蓄計劃。兒童會在生命嚮導的指導下訂立儲蓄目標，這些嚮導許多都是任職大企業中高層員工，能分享經驗，為兒童開闊眼界。在過程中，我們看到許多小朋友都很生性，為期兩年的儲蓄計劃結束後，他們就把儲得的錢給予父母，支持家庭開支，令我感到非常欣慰。」他表示，受助兒童的儲蓄基金由專業人士義務管理，管理所需的辦公室和全職人員都由公司免費給予，因此基金的行政費用很低，讓籌募所得的善款得以全數用於受助兒童身上。通過與如香港青協、突破、社署及小童群益會等社企的緊密合作，基金成功聯繫受助者，竭力補足其他基金資源所沒有涉及的範疇。

獨特工作經驗 有效提升收購合併效率

身為中國寶力董事會主席，楊俊偉表示，其獨特的工作經驗對於推動公司發展方面有莫大幫助。他說：「我曾在投資銀行工作多年，亦任職會計師多年，我認為企業和銀行在投資界來說像一條河的兩

面，投行及中介人為橋，將兩面加以連繫。我曾在美國銀行出任大中華區主管，亦曾是銀行亞太區執行委員會成員，對銀行的實際操作非常了解，當年就曾幫助摩根大通在中國成立了法人銀行。對於企業，我了解更深。我曾任職中國遠洋的財務總監，亦曾為新鴻基地產的財務總監，並曾任職於本港四大會計師樓。河岸兩邊的不同文化，以至不同企業的独特文化，我都曾以第一身經歷。這些經歷於我有很大幫助，因為發展收購合併往往需要投資銀行及很多其他第三方團隊協助才能完成一個項目，但因我的個人經歷及網絡有助我尋找合適團隊、判斷過程中的風險高低及資源分配，節省了很多時間，加強了公司在做收購合併時的效率。」

據悉，中國寶力在今年六月成為了目標規模40億美金的「一帶一路」基金投資之指定投資管理人。楊俊偉表示，目前公司雖未有就基金訂立具體的回饋社會計劃，但他承諾一定會按照過往慣例，分出一部分收益予社會機構，推動社會發展。



透視大市形勢 優秀公司逐一點算



紅星美凱龍三十而立 發佈「1001」戰略



從1986年成立至今，紅星美凱龍已經成為中國以至全球的家居零售業佼佼者

6月18日，在電商上演混戰之時，一場星光熠熠的盛典在上海世博中心上演。家居零售企業紅星美凱龍家居集團股份有限公司（以下簡稱：「紅星美凱龍」或「公司」；股票代號：01528.HK）舉辦以「為中國生活設計」為主題的30周年盛典，本刊記者受邀參加。盛典上紅星美凱龍正式發佈了「1001」戰略，全力推進線上線下業務。在過去30年裡，紅星美凱龍實現從0到1的突破，而現在公司將一切成績歸零，從0到1開啟下一個30年。

迎接「品質消費」時代 為中國生活設計

1986年，公司創始人兼董事

長一車建興先生從親戚貸款開辦木工家具作坊至今，紅星美凱龍的業務已經覆蓋129個城市，品牌經營181家商場，完成了從家具作坊向行業巨頭的完美蛻變，亦詮釋了「三十而立」的意義。在公司成立30周年慶典上，車建興表示：「在共享的理念下，紅星美凱龍將打造一個『商業生命共同體』：融合用戶、媒體、投資方、家具建材廠商、設計師、家裝公司、服務商、房產商等多方力量，以家為核心，為中國的中產階層提供包含產品、服務在內的家庭生活全套解決方案。」

「前10年中國消化過剩的中低端產能，成就了淘寶。現在，新一輪的商業升級正在蓄勢待發。」車

建興在採訪中講道：「紅星美凱龍的企業使命是提升中國人的居家品位，我們到每個地方並不是在賣家具，我們是在賣生活方式。通過我們情景化的佈展，能夠讓消費者借鑒體驗參考，做出有品位的家。」車建興認為，對於定位為城市中產的家居零售企業而言，隨著中國中高收入群體數量的增長，房產裝修、更新的頻次越來越頻繁，這家中國最大的本土家居零售商認為，「品質消費」的時代已經到來，而這會為其帶來更多機會。

1000家實體店 與1個互聯網平台同步拓展

如今對於以線下門店為主營業態的家居零售品牌而言，其最大的

挑戰便是如何跟上互聯網和移動互聯網的步伐。而此次「1001戰略計劃」中，則採用了互聯網+2.0的新模式，首創性地提出了「用實體店為互聯網賦能」的思路，亦可以理解為1000家居Mall+1個互聯網新模式。車建興預期能在2030年能確保公司開設1000家商場。而在互聯網戰略上面，曾經參與和主導蘇寧電器互聯網改造的原蘇寧雲商副COO兼運營總部執行總裁李斌加盟公司擔任總裁，也是紅星美凱龍堅定信心地擁抱互聯網的最好詮釋。

在李斌到來之時，紅星美凱龍2015年實現營收人民幣87.56億元，同比增長10.3%；公司擁有人應佔利潤人民幣40.98億元，同比增長12.8%；公司擁有人應佔核心純利人民幣25.53億元，同比增長20.1%。但是，另一方面，目前中國全部家居連鎖企業的銷售規模總和佔整體市場規模的比例約23%，而在美國，家得寶(Home Deport)僅一家企業就佔到整個市場28%的份額。

兩相比較，李斌認為，紅星美凱龍遠未觸及天花板。他告訴記者：「在中國市場，家具、建材、家裝、室內設計等相關產業的品牌化程度不高，消費者仍然需要花大量時間精力去篩選，而這都意味著機會。於線上方面，公司將構建一個大的互聯網平台，並以家為核心，進行房產交易、家裝平台、商品交易、服務平台和金融平台五大業務板塊的跨界外延。」據瞭解，紅星美凱龍A股申報中擬募集資金中，有5億元將直接投向互聯網家裝。

借互聯網+2.0模式 線上線下相互賦能

李斌表示：「很多傳統企業的互聯網轉型僅止於電子商務，這是一個比較膚淺的想法。紅星美凱龍提出『互聯網+2.0』的概念，是希望實體店與互聯網相互賦能，以實體店為基礎，在平台、模式和產業鏈三個維度上進行的全方位升級。」泛家居消費產業具有重服務、重體驗等特點，線下的商業資源具有重要的作用。而互聯網化可以為消費者提供更多便捷和信息，也可以為公司及其合作商戶提供數據支持。

在線下方面，紅星美凱龍將用自營和委管兩種方式建設1000座城市家居MALL。從原先的一二線城市，垂直拓展開到三四五線、重點縣城和城鎮。借助互聯網的特性，紅星美凱龍會首先將實體店面智能化，提升效率，進行擴張發展。記者在參觀位於上海金橋的第九代商場時就看到，紅星美凱龍已經開始使用導購機器人技術。通過將

底層的商品、品牌和空間數據化，借核心精準的用戶反饋，可以促進線上的跨界經營、業務外延，為線上平台多領域擴張和用戶積累賦能。

而立之年的紅星美凱龍，不破不立，提出的「1001」戰略將帶動泛家居行業革新升級，借互聯網+2.0模式，以一個商業生命共同體的形態，實現真正的為中國生活設計。盛典最後李斌公佈了紅星美凱龍的3個100天計劃：第一個100天，基礎平台上線；第二個100天，全鏈條產品上線；第三個100天，全面開放，共享協作。

對於投資互聯網的成功率，車建興滿懷信心地說道：「我們中高端市場份額在大城市佔領非常高的數字，所以這本身就可以線下為線上引流，線上又為線下引流。」有了正確的方向和轉型的決心，3個100天之後，甚至下一個30之後的紅星美凱龍都值得期待。



紅星美凱龍創始人兼董事長車建興先生發表開場致辭，宣佈公司將實施「1001」戰略

新能源需求增長 江西銅業銅消費潛力巨大



太陽能光伏以及可再生能源，或將會成為中國銅未來應用的主要領域

有色行業的供需平衡一直是業內關注的重點。

近年來由於粗放式的增長戰略導致部分企業產能過剩，供大於求，金屬價格全面下跌。自2015年11月份以來，銅、鋅、鎳、鋁和稀土等行業已先後公佈聯合減產計劃，一季度數據顯示，減產效果初顯。

從需求方面來看，由於有色金屬處於多行業上游，在經濟平穩持續發展的背景下，未來需求量不可小覷。尤其是在銅消費領域，存在不少新的增長亮點。

新能源發展帶動銅消費增長

銅的消費量與經濟增長保持高度的正相關性。雖然中國經濟陷入L型增長，但L型增長並不是不增長，更不是一件壞事。未來中國經濟運行態勢總體平穩，既不會出現強勁的反彈，也不會出現明顯的失速。因此，銅的消費量亦將隨之增長。

有分析認為，電動汽車、太陽能光伏以及可再生能源，這些政府正在大力推行的節能減排政策和新能源應用，將會成為中國銅未來應用的主要領域。

銅是發展可再生能源無可替代的材料。無論是太陽能、風能發電還是水電，高效可再生能源建設均依賴銅傳輸其產生的電能，銅傳輸可實現最高效率和最小環境影響。有機構預測，全球可再生能源的開發利用將導致銅需求出現井噴。

另外新能源汽車領域也將帶動銅消費增長。由於採用比傳統汽車更多的電力系統，新能源汽車對於銅的需求量隨之升高。依據國際銅業協會的統計，混合動力轎車用銅量約為40千克/輛；電動汽車用銅量稍多，約為80千克/輛。

新能源汽車是國家「十三五」的重點方向。2015年5月，國務院發佈的《中國製造2025》中明確提出到2020年，新能源汽車銷量預計將突破100萬輛。根據目前發展趨勢，預計到2020年，中國新能源汽車銷量將在140萬輛左右，至少需用銅5.6萬噸，相比傳統汽車用銅上升了220%-530%。軌道通訊電纜領域也將迎來新一輪消費高峰。「十三五」期間，高速鐵路里程將達到3萬公里，未來五年新增高鐵路里程將達1.1萬公里，至少需用銅8.9萬噸。

除中國以外，許多新興國家的快速發展也帶動全球銅需求量的增加。「一帶一路」沿線大多數為新興經濟體和發展中國家，普遍處於經濟發展的上升期。其電力、鐵路等設施的鋪設將帶來大量的銅需求，東北亞、歐洲等的銅消費潛力尤為突出。

龍頭企業江西銅業優勢凸顯

據安泰科2015年銅市場分析報告顯示，中國依然是銅需求最多的國家，未來對銅精礦的需求仍然保持穩定增長。

江西銅業股份有限公司（以下簡稱：「江西銅業」，股票代號：00358.HK）作為目前內地最大的銅行業上市公司，在銅以及相關有色金屬領域，擁有勘探、採礦、冶煉、加工為一體的完整產業鏈，銅資源儲量為全國最大。

在成本優勢上，江西銅業擁有業內最高的銅精礦自給率，因而實現更高的毛利率。在採、選、冶環節均具有成本優勢。其擁有的德興銅礦是國內最大的銅礦；貴溪冶煉廠是全球最大的單體冶煉廠。

在近日召開的第十三屆上海衍生品市場論壇上，江西銅業副總經理吳育能表示，江西銅業注重降本增效、提質增效，截至2015年，共

獲得授權專利942項，在將資源充分利用的同時，更要提高生產率及產品質量，將成本控制在較低的水平。

作為老牌企業，江西銅業利用自身資源優勢，合理降低運營成本，為公司長遠發展奠定堅實基礎的同時，也幫助公司順利度過近年來的行業低谷。在2015年幾乎全行業虧損的背景下，公司仍保持盈利。2016年第一季度更實現業績增長，淨利潤同比增加49.27%。在行業回暖背景下，其未來發展前景可期。



圖為江西銅業旗下露天銅礦開採現場



江西銅業作為目前內地最大的銅行業上市公司，在銅以及相關有色金屬領域，擁有勘探、採礦、冶煉、加工為一體的完整產業鏈，銅資源儲量為全國最大

小南國觸電「互聯網+」 建造餐飲新生態



上海小南國餐廳門口

在中國，B2B的迅速發展順應了當前政府去產能、去庫存、降成本需求。2015年中國人大會議上李克強總理提出「互聯網+」戰略，同年11月在中央財經領導小組會議上，國家又提出了「供給側改革」的戰略，「互聯網+供給側改革」共同影響就是推動B2B的進一步發展。B2B電子商務正可以充分發揮互聯網高效連接的特點，實現上下游供需的高效對接，幫助化解產能過剩、流通成本高等問題，成為助力「供

給側改革」的利器。在這大好經濟形勢以及「營改增」的推行下，對於國內有著每年營業額3萬億規模的餐飲市場，將會迎來下一個高增長期，但增長的內容不再是營業面積和數量，而是餐飲企業對於市場的適應和鏈入。其中明顯的是中高端餐飲市場的政策性限制消費影響，而同時受到互聯網和中產崛起帶來的消費能力提升，中國的餐飲市場正進入到新生代的消費元年。雖然轉型升級仍然是今明兩年餐飲業的主基調，但

中國烹飪協會相信，以大眾化市場為主體、適應多層次多樣化消費需求的中國餐飲業消費將向著2020年銷售額達到人民幣50,000億元的目標邁進，期間的複合年增長率為9.1%，其中轉型比較快及受惠上海迪士尼開業的小南國的業績預期將於2016年明顯改善。

此前有報導表示，小南國餐飲控股有限公司在這一趨勢背景下，將從戰略佈局方面將逐步減少重業務經營模式，快速增加輕模式形態的品牌投資和經營，把品牌發

展、業務轉型、供應鏈體系再造、互聯網應用等重要方面全系納入小南國整體轉型的框架範圍，全速推進「餐飲+」迭代轉型的「小南國模式」新生態，為行業的前進發展找到又一突破路徑，同時也是加速實行「彎道超車」，推行小南國餐飲新生代的價值主張。

據瞭解，小南國當下及未來的發展，將從戰略上緊抓市場變化趨勢，充分利用核心競爭力，積極整合國際化、品牌化、供應鏈方面的深度合作，為國內餐飲行業帶來更加多樣化的市場選擇。近期，小南國在上海迪士尼小鎮開業的WOLFGANG PUCK 和 The BOATHOUSE餐廳，均是國際知名連鎖餐飲品牌的代表。

日前，小南國發佈公告稱，以3.68億港元擬收購WOWO LIMITED（納斯達克代號：JMU）9.82%的股份。根據中國烹飪協會資料顯示，2015年中國餐飲行業包括商戶400萬，線上商戶48萬。餐飲行業進入門檻低的特點導致整個行業競爭激烈，普遍面臨成本高企的經營困境，而WOWO LIMITED的成立發展正是順應了中國餐飲服務行業對垂直B2B的迫切需求。若收購成功，公司擬全面鏈入到餐飲酒店B2B全球採購體系，並與WOWO LIMITED旗下眾美聯商城平台（中國領先的餐飲酒店B2B全球採購平台）進行供應鏈體系的深度戰略合作，這一合作預計將大大降低小南國倉儲、物流、供應鏈採購等成本費用，並促使小南國獲得更加標準化的供應鏈操作模式以及食品安全追溯體系的保障，這一重要戰略舉措也是小南

國為下一步將國際品牌進入中國市場構建資源基礎。

公告顯示，WOWO LIMITED於2015年9月，其業務成功由團購及其他非餐飲業務過渡至利用B2B模式下的自有線上平台專注提供餐飲服務，從而令WOWO LIMITED為餐飲企業提供垂直縱深的一站式綜合採購解決方案。公司為中國領先的提供餐飲業供應鏈管理綜合服務的B2B線上電子商務平台，在內地和香港擁有1,042家餐飲集團採購會員，超過5,000家供應商會員，覆蓋全國逾100個重點城市；以及充分利用行業互聯網B2B供應鏈平台，實現源頭直供、減少中間環節、健全食品安全追溯機制、進一步降低供應鏈成本並提高產品力，為餐飲公司提供一站式採購配送解決方案。於2015年，其B2B交易額達人民幣56億元；2016年的協定訂單超過人民幣百億元，規模化效應顯著。

事實上，小南國和WOWO LIMITED之間淵源頗深。2013年，小南國創始人兼主席王慧敏女士與40餘家中國一線餐飲酒店品牌企

業共同發起創立了餐飲酒店產業鏈整合服務平台——眾美聯。2015年6月，眾美聯與窩窩合併成立眾美窩窩，王慧敏女士擔任眾美窩窩董事，而小南國執行董事朱曉霞女士任聯席董事長，兩人分別擁有WOWO LIMITED約10.31%及18.63%股權。

對於互聯網模式的應用，相信小南國將憑藉其公司資源及品牌影響力，以終端渠道合作的模式，與市場各方合力構建起從產品到商品的新模式，為傳統餐飲產品賦予新的商品價值。這也被視為小南國接下來轉型的輕運營及品牌投資模式的發展，提前構建與市場終端直接「觸電」（餐飲+互聯網+市場終端）的平台橋樑。

小南國這一極具「餐飲+互聯網」特色的「彎道超車」，可以看到這種充分結合未來市場發展及互聯網消費趨勢，必將助推小南國全速融入餐飲發展新時代。



南小館餐廳門口

太平洋保險牽手百度 借「互聯網+」力量跨越25周年新篇章



集團董事長高國富先生在業績發佈會上海會場與香港連線

近日，中國太平洋保險(集團)股份有限公司(02601.HK)旗下子公司太平洋產險與百度簽署戰略合作協議，共同發起設立新的互聯網保險公司。這是雙方在互聯網金融領域的重大戰略舉措，在中國保險業的發展過程中具有標志性意義。未來，新公司將聚焦於汽車保險及相關服務，致力於成為國內首家真正基於大數據的科技型互聯網汽車保險公司。

經過多年快速發展，中國已經

成長為全球最大的車險市場之一。保監會此前表示，近期將把商業車險改革試點推向全國。在利好政策的推動下，汽車保險行業將進入一個更加市場化、亟需創新力的新階段。新公司將充分利用百度的大數據建模和機器深度學習的能力，以及太平洋產險的保險精算定價能力和線下網絡服務資源，有望在車險領域進行革命性、差異化的發展。

根據公告，此次合資財險公司註冊資本20億元(人民幣，下同)，

太保產險投資不少於10億元，持股不低於50%。中國太保稱，投資完成後，通過整合公司和百度的優勢資源，有利於提升太保產險在財產保險領域的專業化經營能力和業務創新能力。

太平洋產險是國內位列前三的綜合性財產保險公司，致力於為客戶提供全面的財產保險產品和服務。在車險領域，太平洋產險積累了豐富的客戶資源和專業管理經驗，建立了覆蓋全國的服務網絡，並在業內率先開啟移動理賠等創

新應用，在保險市場擁有較高的影響力。自2012年起，公司持續獲得國際評級機構標普「A」和穆迪「A1」的保險財務實力評級。百度是全球最大的互聯網入口之一，擁有超過6億移動用戶和14款用戶過億的移動APP，其中百度地圖作為一款車主用戶過億的產品，具備全方位提供汽車後市場服務的能力。百度擁有業界領先的大數據處理能力和世界最大的深度神經網絡，為實現精細化的風險管理提供了堅實保障，基於人工智能的多款車聯網產品也將為車險產品的個性化帶來更多創新洞察。

太平洋產險董事長兼總經理顧越表示：「車險與百姓生活密切相關，也是百姓最為關注的保險產品。我們期待通過此次與百度的戰略合作，充分借助百度的大數據、地圖、人工智能等技術，實現科技與傳統車險業務的有機融合，為新一代數字化、年輕化消費群體提供更多元化的產品選擇、更便捷的交互界面以及更佳的保險服務體驗。」

百度總裁張亞勤表示：「人工智能將推動互聯網的下一輪升級與變革，互聯網將進入『智能+』的時代。在這一背景下，百度與太平洋保險的戰略合作不僅是互聯網+保險，更是智能+保險。新公司融合百度與太平洋雙方的優勢，將探索出車險產品設計、風控、運營的全新模式，為我國保險業的發展提供範本。」

據介紹，新公司將深度融合股東雙方的優勢資源，重點打造「差異化、創新型的汽車保險產品」、「數字化的客戶體驗」、「可持續的成本優勢」這三大核心競爭力，推動「互聯網+」時代汽車保險行業的創新性發展。

今年是太平洋保險成立25周年，回望2015年，太平洋保險實現營業收入2,472.02億元，同比增長12.5%；實現淨利潤177.28億元，同比大幅增長60.4%。太保壽險實現一年新業務價值120.22億元，同比增長37.8%。集團內含價值2,056.24億元，較上年末增長20.0%；集團有效業務價值905.59億元，較上年末增長22.3%——在業內人士看來，2015年的這份滿意答卷，也是太平洋保險過去25年不斷與時俱進，銳意創新，專注做大做強保險主業，連續多年躋身《財富》世界500強企業的縮影。

太平洋保險集團董事長高國富坦言，「2016年，太平洋保險迎來建司二十五周年，我們將步入一個新的發展時空。未來很美好，但是我們的努力須臾不能停止，以客戶需求為導向的轉型戰略，就是要求我們從產品的生命週期管理昇華為客戶生命週期管理，從客戶的需求和體驗出發主導公司的發展戰略，更好地發揮集團綜合保險的優勢，為客戶提供全方位的保險需求服務。」

如今的太平洋保險，位列國內保險機構前三甲之列——以客戶數量測算，每14個中國人裡，就有一位是太平洋保險客戶。近年太平洋保險果斷求變，借助大量先進的大資料分析技術，在產、壽險總公司以及79家分公司推廣客戶臉譜繪製工作，即從客戶年齡、性別、地域、管道、產品、保單件數、保障種類、繳費水準、接觸方式等多個維度分析客戶，洞見發現客戶的保險保障缺口和多元化的財富管理需求，為客戶構建全方位的、專業周到的保險保障生態圈。

互聯網+時代的來臨，也給傳

統的保險業務操作模式帶來翻天覆地的變化。以往，保險行銷往往遵循「酒香不怕巷子深」的經營思維，即好產品永遠不怕沒客戶，但在互聯網時代，要打動客戶的心，除了提供一份性價比更高、保障更全面的保險產品，還要構建一個便捷高效的客戶交互頁面，讓客戶能以最舒適的方式快速全面瞭解產品資訊，以最簡單的方式完成投保、理賠與其他保險服務。

太平洋保險在新技術引入環節，已經實現了用戶端、銷售端及理賠端的多領域覆蓋，目前逾5000萬客戶已經體驗到這些新科技產品所帶來的投保、諮詢、理賠服務便利性；在用戶端服務環節，太平洋保險專門建立了一個客戶交流互動平台——太平洋保險線上商城，開發了「中國太保」微信服務號，提供一站式、多元化、基於移動端的便捷線上服務；在業務端，「神行太保」智慧移動保險平台的APP應用項目已覆蓋銷售、契約、服務、管理四大領域，成為壽險行銷員的標配服務工具，並獲得國家許可專利；在理賠端，產險3G快速理賠已經升級到2.5代，實現了全司雙覆蓋，提高了理賠效率，降低了查勘員的工作量，已有753萬人次客戶體驗過該項服務。

此次與百度的合作，更是應證了太平洋保險充分發揮互聯網技術的各種優勢，秉承「開放、協同、共用」的互聯網精神，開創全新的客戶交流介面，全面切入客戶各個生活場景下的各個保險保障需求，打通線上、線下的一體化保險服務生態圈，以多維度、深層次的經營模式提高保險服務效率，開創了互聯網時代的保險服務新標杆。

新華保險躍升福布斯全球2000強第297位



從左至右：新華人壽保險股份有限公司會計部總經理孟霞女士、總裁助理兼總精算師龔興峰先生、董事長兼首席執行官萬峰先生、新華資產總裁李全先生、總裁助理兼董事會秘書朱迎先生

新華保險位居福布斯全球2000強第297位 同比上升11位

5月26日「福布斯2016年全球上市公司2000強(Forbes Global 2000)」榜單出爐，新華保險(股份代號：01336.HK)連續第三年入圍前500強，今年位列第297位。得益於新華保險近年來的業務轉型，在全球經濟增長放緩的背景下，公司保費收入、投資收益、資產規模及淨利潤等經營指標仍持續攀升，排名較上年提升11位。

《福布斯》雜誌每年根據營收、利潤、資產和市值四大指標評的綜合評分選出「全球上市公司2000強」，榜單收錄了全球規模最大、最有實力的上市公司。今年登上福布斯全球企業2000強榜單的公司來自63個國家和地區，2015年總營收達到35萬億美元，總利潤2.4萬億美元，總資產價值162萬億美元，總市值44萬億美元。根據2016年榜單，新華保險市值達162億美元，營收達251.6億美元。

2015年全年，新華保險總保費

收入人民幣1118.59億元(下同)，同比增長1.8%；總資產規模達到6,605.6億元，同比增長2.6%；總投資收益率達7.5%，同比增長1.7個百分點，創歷史新高；實現歸屬於母公司股東的淨利潤達86.01億元，同比增長34.3%；內含價值達1032.8億元，同比增長21.1%；新業務價值達66.21億元，同比增長34.8%；償二代下，綜合償付能力充足率為280.96%。

2016年新華保險發展的總基調是：規模穩定，價值增長，結構優

化，風險可控。工作主題是：加快轉型發展，強化自主經營。業務推動方面，一方面公司大力發展保障型產品，優化產品結構，另一方面發展期交業務，優化年期結構，一季度關鍵資料表現不俗，首年期交保費約80億元，同比增長60%以上，十年期及以上保費收入同比增長40%。

2016年適逢新華保險成立二十周年、公司上市五周年。新華保險從2014年開始躋身「福布斯全球上市公司2000強」前500強榜單，從當年排名第474位，到2015年第308位，至今年成功闖入全球前300強，一路風雨兼程，二十年拼搏奮進，用自身發展為20歲生日獻上了一份最好的禮物。

感動20年 見證新華保險的成長飛躍

1996年至今，新華保險快速發展，實現A+H上市，躋身世界297強，從壽險業的新生力量成長為中國保險業領先力量，締造了令業界矚目的快速成長，成長為中國保險業領先力量。

1996年，新華保險的總資產約為7.7億元。到2015年底，公司總資產規模達到6605.60億元。

成立之年，新華保險的保費收入約為2.6億。到2013年底，公司保費突破千億大關。截止至2015年底，公司保費錄得1118.59億元，連續多年穩居壽險行業三甲地位。

1996年，新華保險只有個人壽險產品和團險產品共10餘種。20年來，新華保險專注產品創新，秉承以客戶為中心的理念，堅持回歸保險本原，深耕壽險行業。公司關注客戶需求，針對市場的業務特點提供多樣化的選擇。目前，個人保險方面，新華保險已推出養老、少兒、健康、意外、終身壽險、定期

壽險等險種；企業保險方面，則有7大系列產品，包括員工福利、學生平安、建築工程、金融貸款、出行保證、旅遊景點和醫療安全系列產品。

剛成立之初，新華保險只有北京營業總部1個營業機構。20年來，公司上下共同努力，把堅定的腳步邁向全國各地。到2015年末，新華保險擁有約1600家各級分支機構，遍佈全國。目前新華保險旗下擁有新華資產管理股份有限公司、新華家園養老企業管理(北京)有限公司和新華卓越健康投資管理有限公司等子公司。另外，在新華家園養老項目中，公司建立了延慶養老住區、海南博鰲養老住區和北京蓮花池住區。

1996年，新華保險約有5000多名個人壽險客戶和約40家機構客戶。到2015年底，公司擁有約2710.6萬名個人壽險客戶和約7.1萬名機構客戶。

1996年，新華保險的內外勤員工只有約1000人。到2015年底，新華保險僅個險代理人渠道隊伍規模就達到25.9萬人。

從1996年到今天，20年唯一不變的，是新華保險回報社會的堅持。

項目一：向老運動員贈送保險

1996年，新華保險開業慶典暨向老運動員贈送保險儀式在人民大會堂舉行。接受贈送保險的老運動員有陳鏡開、穆祥雄、邱鐘惠、王金玉、鄭鳳榮、侯加昌、潘多、李淑蘭、錢澄海、年維泗等。

項目二：向1998年抗洪搶險烈士捐款

1998年，公司將員工及公司捐獻的50萬元人民幣送到中國人民解放軍總政治部有關部門，以此向在抗洪搶險鬥爭中犧牲的人民子弟致以崇高的敬意。

項目三：捐建新華小學

1998年9月，公司向北京市平谷縣鎮羅營鄉捐助25萬元人民幣，共建一所山村小學，並將其命名為「下營新華小學」。

項目四：捐建萬口母親水窖

2006年以來，新華保險向甘肅、內蒙等嚴重缺水地區捐款1000萬元，建設1萬口「母親水窖」，受益戶數為11333戶，受益人口達53421人。

項目五：四川汶川地震捐款1500多萬

2008年，在汶川地震中，公司和員工捐款1500多萬元用於救災和災後重建，為赴災區救援的13000多名消防官兵贈送總保額35億元的意外傷害保險。

項目六：玉樹地震捐款600多萬
2010年，在青海玉樹7.1級地震中，新華保險快速反應，發起「一個也不能少」尋找災區客戶行動，公司和員工向災區捐款超過600萬元。

項目七：雲南省魯甸救災公益專案

2015年1月，因雲南省魯甸6.5級地震，新華保險捐400萬元用於實施20輛母親健康快車、7500個母親郵包、災區醫生培訓等專案。

項目八：惠助77位滇西抗戰老兵

2015年8月，惠助中國遠征軍和滇西抗戰老兵公益活動在雲南省大理市啟動。新華保險在向生活在雲南省大理白族自治州的77名抗戰老兵提供每人8000元的惠助金。

展望2016，新華保險將繼續秉承以客戶為中心的戰略，堅持回歸保險本原，堅持變革創新，推動公司在轉型中抓住先機，打造具有新華特色的專業壽險公司。

積極拓展多元業務 徽商銀行前景可期



徽商銀行董事長李宏鳴先生

2016上半年中國經濟發展低緩，國內需求疲弱將制約中國經濟增長。國內各行業受整體經濟環境影響發展速度平緩，反觀銀行股卻從2月以來取得較大的超額收益，反映出市場資金的偏好正在發生變化，不良貸款的積極化解將改善行業的盈利預期，這些利好點都將成為新一波股市

下半年行情的催化劑。

作為全國首家由城市商業銀行、城市信用社聯合重組成立的區域性股份制商業銀行。徽商銀行股份有限公司(03698.HK)緊抓發展的有利趨勢加強城鎮化基金投放，推進PPP項目試點，推行綜合金融服務，推廣政銀擔、易連貸等特色產品，實現小微企業「三個不

低於」；聚焦中端客戶，強化交叉銷售，探索普惠金融服務體系，開展網點產能提升，完善財富管理體系，實現儲蓄和縣域存款份額「雙提升」；抓住利率下行、流動性較為寬裕的時機，及早加大投放，實現了同業業務較快發展。

深耕安徽市場 開拓商業合作新地域

徽商銀行具備城市商業銀行的業務特色，深耕細作安徽本土市場，大力拓展南京等省外市場，按照「研究需求、創新產品、上下聯動、整體推進」的思路，運用多種產品、多種途徑、多種工具提供綜合化服務，推進業務綜合化經營。早前，徽商銀行亳州分行就與安徽省蒙城縣簽訂銀政戰略合作協定。根據合作協定，徽商銀行亳州分行將對該縣提供專項業務，為該縣社會發展與經濟建設提供金融支撐。此次簽署戰略合作協定，是政銀合作的積極探索和有益實踐，雙方的精誠合作和共同努力成為金融機構與地方政府合作的典範，實現互利共贏、共同發展。

積極與政府合作首創省級資本聯盟

為配合安徽省政府經濟發展需求，徽商銀行亦積極推進開展PPP模式基金，PPP模式是服務基礎設施建設的重要方式，對於發揮市場機製作用，引入社會資本，降低融資成本，創新投融資體制機制，提高項目建設運營效率等具有重要意義。目前，安徽新型城鎮化、工業化加速推進，投資消費潛力巨大，城鎮化、國省幹線改造專案融資需求旺盛，發展空間廣闊。希望參與城鎮化PPP基金和PPP產業聯盟的政銀企各方在更大範圍、更廣領域、更高層次上深化合作，實現互利共贏。

據瞭解，安徽省住房和城鄉建設廳與徽商銀行共同設立的安徽省城鎮化PPP基金，是全省首個省

級層面的PPP引導基金，基金總額500億元人民幣，將引入專業基金管理人，嚴格按照基金管理的要求專業化運作，重點投向省內城市基礎設施PPP建設項目。同時，徽商銀行作為發起人已與12家知名央企和民營企業共同成立PPP產業聯盟，徽商銀行將發揮自身熟悉地方經濟、瞭解企業的優勢，推薦PPP專案，引入社會資本，為PPP專案提供全流程融資支援。

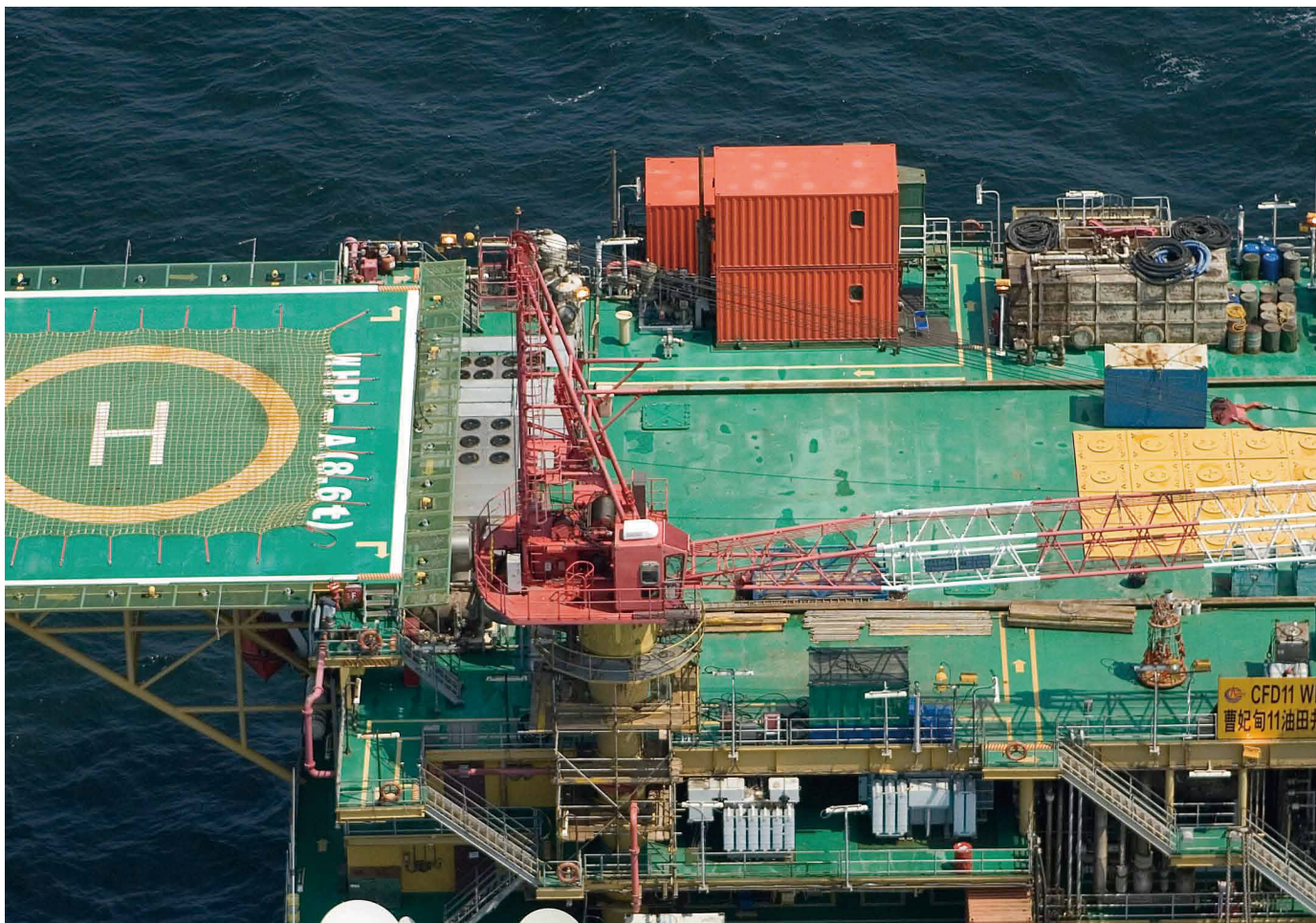
15年度業績穩步上升投資前景吸引

回顧徽商銀行2015全年業績，營業淨收入大幅上漲至169.77億元人民幣，淨資產達到人民幣423億元。實現淨利潤人民幣62.12億元，同比增長9.44%。平均資產回報率(ROA)為1.11%，平均淨資產回報率(ROE)為15.75%，資本充足率13.25%，不良貸款率0.98%，撥備覆蓋率達250.49%，各類指標均處於較好水準。

未來，徽商銀行將增強自身創新優勢，通過與省直單位合作設立省級PPP母基金，創新對接政府新建項目融資需求；基於受益權、收費權、收益權「三權」，創新相關資管計劃、ABS等產品，盤活政府存量資產；建普惠金融線上服務管道，加強縣域市場營銷和品牌宣傳；推進綜合支行、徽農支行、徽民支行等網點建設，建設惠農金融服務室，搶佔縣域零售市場，提高縣域儲蓄市場份額；大力發展綜合金融，圍繞新型城鎮化、戰略性新興產業、傳統產業改造升級和新型消費等方面金融需求，開展「投行+資管+財富管理」等方面的業務創

新。展望徽商銀行將把握發展勢頭，繼續運用地區優勢及具備良好基本面，投資前景看好。

國家鼓勵「藏油於民」 光滙雲油 「創新」先行



國家鼓勵「藏油於民」光滙雲油「創新」先行

日前，中國國家能源局公佈了《國家石油儲備條例（徵求意見稿）》，規定「從事原油加工、成品油批發和原油進出口的企業，應當承擔企業義務儲備；鼓勵社會資本參與石油儲備設施建設運營；並強調政府儲備石油的收儲、輪換原則上應當通過交易市場公開進行。」其中最大的亮點是首次明確了政府和

企業兩類儲備角色，鼓勵「藏油於民」。這標誌著大眾儲油時代即將全面開啓。

大眾儲油，利國惠民

中國從1993年開始成為石油淨進口國，隨著經濟的發展，石油對外依存度不斷攀升。目前，中國石油對外依存度已突破60%。根據海關總署數據，2015年，我國原油進

口量為33550萬噸，淨進口量達到33263萬噸。根據已經公佈的公開資料顯示，2015年我國已建成的石油儲備基地從4個增加到8個。而隨著我國石油儲備建設的不斷推進，石油儲備涉及的主體越來越多，產權關係、利益關係也日益複雜。除了硬件建設的需要，軟件配套也要上馬。意見稿相關說明指出，為了完善國家石油儲備管理體制，使國

家石油儲備的建設、管理、動用、監管有法可依、有章可循，保障國家石油儲備建設和管理有序進行，需要儘快制定相關規定。

國家建立石油儲備的初衷是為了能源安全和平抑油價波動，也是增強中國在全球能源市場上的主動性與話語權。一旦發生不可控的情況導致油價急速上漲，國家將通過釋放石油儲備來平衡油價，以保障企業和大眾的正常需求。反之，在低油價的機遇下，民營企業的原油儲備能力若是可以得到充分發揮，並集合大眾資源，必將有助於進一步提高我國石油儲備的效率。考慮到中國的能源需求龐大，長期來看國際油價依然會出現上漲趨勢，在低油價時代增加儲備對於保障國家石油供應安全、穩定經濟增長、推動石油儲備能力建設等具有積極作用。

光滙雲油，「藏油於民」先行者

光滙石油依託24年的產業經驗、上下游完整產業鏈和國際性能源資源核心競爭力，把握先機，不斷拓展海內外市場，做大做強國內外油品貿易、油輪運輸、石油倉儲和海上供油業務，一直積極響應著「藏油於民」的號召。隨著中國「一帶一路」戰略的順利推進和實施，能源產業迎來新的發展機遇。光滙石油吐孜洛克氣田新增吐孜-4深層勘探井工程發現良好氣藏，實現達產後，將可大幅提高天然氣產量，上游油氣儲量和產量將可實現大幅增長。今年舟山的儲運基地也會投入使用，將會增加穩定的收入，再加上計劃籌建中的大連儲運

基地，集團在全國沿海總共會有超過1,000萬立方米的油庫，在助力國家石油儲備方面極具優勢。

2016年1月12日，光滙石油率先推出國內首個「石油產業鏈+互聯網」的能源金融電子商務平台，為國家石油儲備提供了一種全新的運作模式，號召大眾儲油，建立石油與金融相結合的綜合消費數據庫，讓石油成為大眾的硬通貨，利用儲備功能應對市場波動，給大眾帶來實惠。讓大眾享受到低油價帶來的市場紅利，實現儲油惠民；讓國家、企業、個人三方利益通過一個平台有機結合，利國惠民。

光滙雲油改變了成品油的傳統消費模式，為消費者提供了儲油投資渠道，這種商業模式的創新符合中央的精神，對行業的發展也有借鑒意義。油品的終端消費者一直以來對於油價漲跌、油荒或過剩都只能被動接受，用油成本難以控制。在原有石油流通體系和市場供不應求的狀態下，終端消費體驗和服務往往容易被忽略。「光滙雲油」，使得消費者可以自主規劃消費和調節用油成本，通過線上儲油、綫下加油、靈活變現、通儲通兌的方式，享受用油、消費、保值、增值等多樣化體驗。

光滙雲油2016年1月12日上線桌面版，1月28日上線手機APP，得到國內外各類媒體包括央視財經等各大財經主流媒體的關注和連續報導，成為油氣企業從重資產經營向輕資產經營模式創新轉型的典範。憑藉著「先儲油後加油，綫上儲油，綫下加油，消費理財兩不誤」的創新消費模式及在收益、安全等方面的優勢，光滙雲油獲得

了廣大用戶的青睞。該平台的順利開展，將可有效整合光滙石油各項下游業務產業鏈，集中國內外優勢資源，抓住巨大的市場契機，借助互聯網平台，預計陸地及海上供油業務以及下游業務產業鏈實現的收入將會實現爆發式增長，為集團帶來豐厚的回報。

仁天科技控股：低調佈局的潛在物聯網巨頭



現代工業產業鏈智能中樞物聯網整體解決方案領導者

近日，於美國上市的BOSC.Nasdaq大幅暴漲吸引了公眾的關注，單日升幅100%，換手率800%。這間公司作為以色列的小創業公司，市值不大，主要業務是提供射頻識別及供應鏈解決方案。該公司的RFID及移動部門提供一站式的綜合服務及獨立的產品，向航空，防禦，醫療，電訊行業提供電子配件加強服務，也就是傳說中的物聯網業務。究其原因，此輪暴漲源於公司一季度的經營情況超預期，接連簽了幾個大客戶，也意味著，物聯網行業開始進入實質性的盈利階段。

物聯網這個概念已經存在很多年，但一直沒有利潤支持。任何概念的真正爆發都必須建立在實質性的盈利基礎上，而物聯網可

能就快要進入這個關鍵的時間窗口，已經有部分企業開始盈利好轉了。隨著對行業的梳理和對中港兩地個股的梳理，發現行業確實有機會，而港股中的仁天科技控股(00885.HK)又是其中低調佈局得最多，擴張速度最快的一個公司。

一、物聯網奇點臨近

物聯網，即IOT(Internet Of Things)，物物相連的互聯網。其以互聯網為基礎，延伸其網絡至任何物品與物品之間，進行信息交換和通信，是從通過射頻識別(RFID)等信息感測設備，對物品的智慧化識別、定位、跟蹤、監控和管理的一種網絡。

簡單來說物聯網=智能傳感器+網絡傳遞+數據分析。智能

傳感器隨時隨地獲取物體的信息，通過電信網絡與互聯網的融合，將物體信息實時準確地傳遞，然後利用雲端運算、模糊識別等智慧計算技術，對大量數據和訊息進行分析和處理，以及對物體實施各種智能控制。

物聯網平台主要為三大部分所構成，包括：

1、感知層：該層以硬件設備為主，包括：傳感器用作數據採集、ZigBee的發射與接收、RFID標籤、ARM嵌入式軟件等。

2、網絡層：該層以軟件平台建立，包括：數據感知系統軟件、中間件系統軟件、網絡操作系統(包括嵌入式系統)、物聯網管理和信息中心。

3、應用層：該層以數據管理和處理為主，包括：物聯網中間件

(主要是獨立系統軟件或服務程序以提供給物聯網應用使用)、物聯網應用(主要是用戶直接使用的各種應用,如智能操控、安防、電力抄錶、遠程醫療、智慧農業等)、雲計算(主要是物聯網數據的存儲和分析,其服務類型分為:基礎架構即服務(IaaS)、平台即服務(PaaS)、服務和軟件即服務(SaaS)。

如果簡單點理解,以人為比喻的話,感知層就是眼睛(收集信息),網絡層就是神經(傳輸信息),應用層就是大腦(處理信息並反饋),整個信息傳播和控制就像我們的視覺,看到的事物信號通過神經傳輸到大腦,然後大腦處理完之後通過神經反饋信息。整個物聯網是一個系統,牽涉到很多個環節,但要各個環節緊密配合,才能真正發揮效果,因此一個整體解決方案的物聯網解決方案供應商就比只做單個環節的供應商更有價值。

這個概念已經在大A股炒了無數輪,但依舊沒辦法真正體現在具體業務上的核心原因是:傳感器價格較高;傳感器的傳輸數據功耗較大;信息化處理的能力和方案滯後;難以解決具體的企業痛點並形成行業解決方案。

由於人工成本的上漲和物聯網技術優化帶來的成本下降疊加,目前物聯網在某些領域已經開始普及,例如亞馬遜機器倉庫管理系統,快遞公司的快件電子化處理,安防領域的監控干預等等,倉儲、物流、安防幾個領域的市場已經足以支撐若干個物聯網解決方案的集成商。但過去行業內沒有發展出

一個絕對領先的企業,仍舊處在各個公司守著自家一畝幾分田的階段。目前行業的發展則處在一個歷史性的轉折點,如果篤定物聯網是個風口,整合上下游資源做整體方案提供商,必然有機會做出大項目。

快遞行業則是當下物聯網行業的重要突破口,申通、圓通、中通,甚至連順豐都紛紛借殼。為什麼都要趕在這個時間窗口來借殼,除了估值高,能賣個好價錢,更重要的是因為快遞企業經過十多年的發展,如今已有發展瓶頸,增速的放緩使得越來越多快遞公司資金吃緊,競爭加劇、人工成本提高帶來的必然是產業升級。各大快遞公司都有上綫相類似的項目,快遞運營成本的下降必須是信息化,智能化,物聯網就是唯一的解決方案,幾大快遞公司都借殼圈到錢了,接下來必然要投出去,快遞物聯網這塊蛋糕比過去任何時候都大,就看誰搶得更多了。

二、 創投式佈局物聯網

之所以如此關注仁天科技控股(00885.HK)是因為這是第一個將上市公司這個平台當創投公司來運營的,以物聯網為軸進行行業上下游的收購及整合,在併購過程中靈活的使用股權支付及對賭協議,迅速的建立起物聯網整體解決方案的框架。以下是近年併購事件的梳理:

2014年4月2日,2.53億港幣現金收購實達集團83%股權,2015年9月9日6389萬收購剩餘17%股權,成為全資子公司。主要業務處在感知層,主要為打印機業務、終端機

業務、POS業務、及其他相關信息科技服務。

2015年4月24日,8302萬港幣收購東方龍馬40%股權,主要業務處在應用層,主要為甲骨文於中國分銷之數據庫產品提供升級及維護服務。

2015年5月7日,3844萬港幣收購中光遠38.75%股權,同時注資3750萬,控股權提高到51%,業績對賭2015年下半年、2016年及2017年利潤不少於人民幣600萬、1560萬及2240萬。如完成對賭則分階段支付2906萬CB+829萬現金給中光遠CEO,如小於50%不支付任何CB及現金,50%以上視利潤水平進行兌付。主要業務處於感知層,為客戶提供一站式從物聯網技術、產品至商業模式的物聯網應用解決方案。

2015年7月20日,6150萬港幣收購廣州大庫工業45%股權,99.5萬港幣增加註冊資本,再2500萬港幣注資,完成後占目標公司51%股權,業績對賭2015年,2016年,2017年淨利潤指標為1500萬,2100萬,2938萬。收購款中有4100萬用0.63元/股的股權支付,如小於承諾60%不支付任何股份,60%以上視利潤水平進行兌付。主要業務處在感知層,主要為設計及製造標準可流通射頻識別智能物流箱,及實施智慧倉儲及智慧物流的整體解決方案業務。

2015年8月7日,6875萬港幣收購海億康科技70%股權,再增資2500萬補繳註冊資本,業績對賭2015年,2016年,2017年淨利潤指標為1250萬,1875萬,2812萬,收購款中有5000萬用0.622元/股的

股權支付，視利潤水平進行兌付。主要業務在傳輸層，主要為從事研發、生產和銷售物聯網及工業4.0網絡解決方案，同時提供寬帶網絡、光傳輸網絡及移動網絡相關網絡設備及軟件產品。

2016年3月31日，11.01億收購目標公司51%的股權，其中7.71億以0.51元/股進行股權支付；3.3億以分期承兌票據進行支付。業績對賭2016年，2017年淨利潤指標為1.44億，2.16億，視利潤水平進行兌付，極端情況下如標的公司虧損，需退回所有股份及現金。主要業務為大宗商品行業之公司提供一站式解決方案業務。

2年間6筆併購，建出涵蓋感知層、傳輸層、應用層的物聯網整體解決方案提供商的架構，從這麼多筆併購也可以梳理出：

1、圍繞著物聯網的戰略進行快速併購，併購的對象以感知層為主。目前行業還在很初級階段，傳輸和應用層基本是通用的，多一個感知層就多一個應用的行業，感知層的擁有就是行業解決方案的擁有。

2、併購手法日益成熟，後期的併購已經是股權支付+業績對賭進行推進，保障各個分部1+1=2的業績基礎，同時股權支付的模式不消耗上市公司現金，降低併購風險。

3、從幾個併購方案中，都有注資進入標的公司的步驟，說明行業內的公司都擁有一定的技術及成果，但公司賬上都沒多少錢。形勢比人強，傍上了上市公司的金主，在資金上就不會再有限制，業務上可以放開發展了。

4、通過收購，使公司迅速建



仁天科技軟件系統應用

立了物聯網整體解決方案的能力，作為客戶物聯網方案的提供商，而不是獨立的產品提供商，使得收購前各個公司的業務協同能力，客戶開發效率大大的得到提升，有效地推動公司內生增長。

整體梳理下來，公司已經舊貌換新顏，2015年報，885物聯網分部收入為8.1億港幣，比增254.77%，占集團收入89.67%，從業務收入結構上已經轉型為較純正的物聯網公司。業務上依託上市公司平台，在行業初期快速併購卡位，通過業績對賭確保併購項目1+1=2，業績對賭失敗迅速止損，然後依託管理層的經驗對收購公司的生產、技術、銷售、客戶進行全面整合和共享，迅速建立起行業

的解決方案和標杆案例，卡住物聯網的風口。

三、代碼往事

885前身是福方集團，通過翻查往年的公告發現，公司整體變化發生在2014年，12月3日臨時停牌，18日復牌，公告景百孚透過證券經紀收購公司30.4%股權，涉及2.2億股，總代價2.64億元，同時提出強制性收購要約，每股現金作價1.2元，較停牌前折讓24.53%。

2015年2月3日邀約期結束，共有40.31%的股東接受邀約，景老闆持股提升到70.71%，自此借殼完畢，之後股價一路最高殺到7元以上，隨後改名，1送9股一起來，自此仁天科技控股準備工作基本完

成，隨後股價在0.4-0.6區間震蕩。

景總成功收購，具體事務則交由專業人士來打理：885主持工作的也是一個行業領頭，目前885的CEO:楊曉櫻，中國電子科技大學計算器科學學士學位，中歐國際工商學院工商管理碩士學位。在信息科技行業擁有27年銷售及市場推廣、業務發展、營運及諮詢經驗。2006年至2014年期間，任甲骨文(中國)軟件系統有限公司大中華區客戶服務部副總裁。還同時為神州信息(000555.SZ)獨立非執行董事。

從CEO過往的履歷已經可以得出一個簡單的結論，在甲骨文身居高位者繼續走高管路線肯定沒問題，想跳出來做點事肯定是有想法的，在科技行業經營多年，行業經驗和視野肯定沒問題，人脈就更不用說，跨國平台高管的管理經驗也是靠得住，看項目首先得看人，人靠得住了，項目也就八九不離十了。

從借殼以來，沒有合股供股之類的老千大招，在併購方面雖然是配股，但是都輔之以對賭，沒完成還真扣股份，短短兩年就從一個空殼搭起了物聯網整體解決方案的架子，收入也慢慢做起來，至少可以得出一個結論，不是老千，有在運作。

港股小盤股，不怕老千，不怕業績好，就怕沒人折騰，從一些新聞可以發現，公司的併購還會繼續：

在「端」的方面，企業仍需繼續採取收購的動作，並延伸更多的行業，奠定企業未來更加牢固的發展基礎。

在「管」的方面，企業在收購方

面，會持續關注有可能演變成行業標準的物聯網通訊技術企業。

在「雲」的方面，未來企業的收購重點，收購方向，仍然注重於更細化、更專業化的目標，或提升整體團隊能力，來實現提升未來企業的發展預期。

充分發揮自身實力 優通海外業務再進一步



前排左起為：中興通訊股份有限公司中興南非子公司董事會主席韓勁建，中國優通控股有限公司董事長兼執行董事姜長青，中興通訊股份有限公司高級副總裁許明，FibreCo Telecommunications (Pty) Limited CEO Arif Hussain

近日，國內領先的全方位光纖佈放解決服務商，中國優通控股有限公司(06168.HK)宣佈旗下南非附屬公司與非洲企業FibreCo及中興南非簽約合作。中國優通主要在中國從事提供光纖佈放服務，為全方位光纖佈放解決服務商，受惠於中國快速發展的寬頻網絡建設和4G移動網絡升級，擁有如微管及微

纜系統佈放專利技術等多項排他性專利，並在中國多個城市／地區獲得排他性使用權—公專兩(污)水管道系統使用權。此次簽約合作，優通憑藉自身獨特微管低成本快速鋪纜方案及資金優勢，以深耕非洲多年的中國高科技企業ZTE SA提供的專業項目管理和最新寬帶解決方案為基礎，利用本地合作夥伴FibreCo自身客戶資源

及對南非寬帶市場的深刻認知，參與在南非境內20個城域及接入網絡建設項目，項目涉及約合9千9百餘萬港幣。

此次優通於南非的業務合約乃優通海外業務發展的切實一步，而早在去年，優通便已採取多項措施，把握各類機遇以推動業務擴展。在尋求國際商機方面，優通建立了海外業務拓展部經多次實地

考察、進行可行性研究及評估商機後，並分別於加納、利比亞和南非註冊成立全資附屬公司並開展了相關業務。同時，優通與多個國家與當地的合作夥伴探討成立合資公司，發展當地市場。憑藉優通自身在微纜微管技術及雨水管道佈放光纖網路的應用在國內擁有的豐富經驗和絕對優勢，隨著向外走的發展計劃，優通已和多家國內與國外的電訊運營商與設備提供商探討於海外全面提升建設當地的光纖網路，利用當地雨水管道和微纜微管技術鋪設新網路，並考慮以「運營商的運營商」業務模式經營以光纖資源（裸光纖、管道）租借的業務。通過此模式，除了在海外發展原有工程業務外，優通成立了業務投資專項團隊，選擇一些有大量光纖網路建設需要的「運營商的運營商」，考慮以不同的商業合作方案，包括以投資、業務合作、租賃合同等方式，並以獨家承包的方法，承包光纖網路建設工程，在增加旗下工程業務收益的同時，以較低的代價、低風險進行業務多元化。

此次協議的簽署，是優通積極在海外拓展業務的一大進程。此次協議的商務模式，讓優通從原本光纖佈放服務商業務增加上了光纖網路供應商業務，自然也讓其在行業的持份有所提升。而憑藉長達20年的租用合約，更可為公司的經常性收益帶來穩定的增加，也為未來的規劃提供了一定的資金準備。同時，此次協議，讓優通在海外的業務模型從傳統的分包模式轉變成運營模式，成為了海外拓展計劃有了里程碑式的發展，也可以為優通爭取、獲得及帶來更多可能進行的

各項海內外業務上的增長及可觀收益。而作為優通在南非提供業務的首次嘗試，既是公司將業務拓展至南非樹立良好開端，也可為公司提供南非建築行業的本地專業知識。

優通表示，從業務未來來看，這次協議的商務模式是可複製的商務模式，在南非實踐成功後，可以考慮向其他有相似市場環境的國家拓展。從行業未來來看，市場對於無綫技術的應用、雲計算、大數據和數據中心等普及化，加上系統技巧升級、4G的應用及5G的開發，令全世界的帶寬的需求在未來數年以倍數增加。光纖寬帶網路建設是各基建的先頭部隊，是一帶一路周邊、中東、非洲國家經濟發展的第一環，需要更新及鋪設新的網路以配合當地未來的發展需要。加納、利比亞及南非等國家當地未來的發展要求中，光纖寬帶網路需求量正盛。因此，結合此次新型業務模式優勢及行業未來前景，希望可以借助公司本身擁有的技術與施工優勢，同時順應國家一帶一路、輔助友好國家建設的利好政策，積極與海外當地電訊運營商在佈放光纖網路上合作，做出投資配合發展，持續分享業務收益。

簽約儀式上，優通董事長姜長青先生致辭表示，優通很榮幸能與FibreCo及中興通訊合作，成為南非基礎設施建設項目的一份子。憑藉優通自身獨特微管低成本快速鋪纜方案和中國資金優勢，以深耕非洲多年的中國高科技企業ZTE SA提供的專業項目管理和最新寬帶解決方案為基礎，利用本地合作夥伴FibreCo自身客戶資源及對南非寬帶市場的深刻認知，此次合

作，將是優通著力發展海外業務計劃進程中的堅實一步，也讓優通從原本光纖佈放服務商，增加至光纖網路供應商業務，為未來優通的持續發展開拓了嶄新的商務模式。

同時，對於公司未來發展進程，優通相信在國家的一帶一路、扶助友好國家建設的政策計劃下，把帶寬連上國內及香港再發展海外，作為一個區域性的行業領導者，海內外業務同步發展行進，必可爭取、獲得及帶來更多業務上的增長及可觀收益。

聚焦有色供給側改革 江西銅業 關注優質企業商機



圖為江西銅業集團公司大樓

近年來，粗放的經濟發展模式在引領中國經濟快速增長的同時也留下了隱患。體現在有色行業，供給體系逐漸失衡，投資驅動下，部分盲目投資造成了產能過剩的後果，削弱了經濟效率。

在此背景下，積極響應國家供給側改革政策，淘汰低效產能，是有色行業發展的必經之路。在產業整合過程中，不乏行業中的龍頭企業以及優質企業蘊藏商機，有望在產業結構調整中實現穩步增長。

供給側、保增長齊發力，供需平衡逐步改善

改革開放三十多年來，中國經濟持續快速增長，創造了「中國奇蹟」。但在一系列外因和內因的作用下，中國經濟發展進入「新常態」。國家主席習近平在近日召開的中央財經領導小組會議上再次強調，要堅定不移推進供給側結構性改革，減少無效供給，提高供給結構對需求結構的適應性。

供給側改革著眼於淘汰落後、過剩產能，將有限的生產資源分

配到更有效率的優質企業中。2015年年底，江西銅業股份有限公司（以下簡稱：「江西銅業」）(00358.HK)、銅陵有色等10家銅冶煉企業聯合發佈減產聲明，表示將在2016年削減精銅產量35萬噸，根據安泰科數據顯示，約佔中國2015年精銅總產量的4.75%。隨著行業供求關係的有序改善，促進了多數金屬價格的上漲，供給收縮在今年一季度逐漸顯現。

同時，今年政府出台多項保增長措施，在政策利好下，需求也有



江西銅業擁有的德興銅礦為全國最大的露天銅礦

所增加。有分析指出，金屬價格持續下跌造成庫存已處歷史低位，市場補庫存預期加強，一季度銅、鋁、鋅、錫等供給收縮的工業金屬價格出現明顯上漲。2015年供給側改革實施後，2016年初現成效，但改革仍任重道遠。

政策利好、行業回暖，優質企業孕育商機

得益於其稀缺性及下游廣泛，銅一直是有色行業的龍頭品種。根據AME最新發佈的相關報告，預計2016年平均銅價將在5000美元每噸左右。在經歷了市場對於銅價的過度反應後，預計中長期銅價將企穩並有所回升，預計至2020年，銅價將處於7250美元每噸左右的水平。總體來說，目前銅價已經在低位企穩，並開始展露復蘇跡象。

江西銅業作為行業中的領軍企業，資源優勢突出，擁有內地最大的銅資源儲量。公司目前擁有6座在產銅礦，其中，德興銅礦為全國最大的露天銅礦。同時江西銅業也

是黃金、白銀、硒、碲、銻等稀貴金屬和硫化工的重要生產基地。

在全行業大面積虧損的背景下，2015年公司業績理想，保持行業領先地位，實現了經營收入超過1800億元（人民幣·下同），歸屬於上市公司股東的淨利潤超過6億元。2016年第一季度，在行業回暖背景下，公司業績增長顯著，營業收入388.5億元，同比增加19.66%，歸屬於上市公司股東的淨利潤超過2億元，同比增加49.27%。2015年，



自2015年11月份以來，各有色企業紛紛響應供給側改革號召，其中銅、鋅、鎳、鋁和稀土等行業先後公佈聯合減產計劃。

江銅集團在財富世界500強中排名第354位，在中國製造企業500強排名第22位。

作為行業龍頭，江西銅業響應國家供給側改革號召，加大供給側改革力度，就優化銅產品供給結構採取系列措施，成效初顯。為更充分發揮資源優勢、補充流動資金，江西銅業董事會已於2016年2月審議通過非公開發行方案，擬募資金額不超過35億元，投資城門山銅礦三期擴建工程項目、銀山礦業公司深部挖潛擴產技術改造項目、德興銅礦五號尾礦庫項目和補充流動資金。有市場分析表示，隨著金屬價格的逐漸反彈，江西銅業業績有望得到進一步回升。

博華太平洋的塞班計劃



「香港直飛塞班航線推廣會」剪綵儀式

美國塞班島，水清沙幼，是一個世外桃源，距離中國主要城市飛行時間只需4-5小時，是距離中國最近的美國領土，全年平均溫度大約攝氏26-29度，是冬天避寒勝地，美國政府更對中國公民開放落地簽證政策。當地政府提倡共融，健全的法制保障治安及遊客安全，無庸置疑是休閒旅遊度假的天堂。

由7月6日起，香港航空正式開通每周兩班往來香港至塞班國際機場的直航服務。香港直飛塞班

航線的推出，豐富了遊客前往塞班島的選擇，飛行時間大大縮短，能吸引更多遊客的到來，促進塞班島的旅遊業發展。此次直飛航線的開通，擁有塞班島獨家賭牌的博華太平洋（股票代號：01076.HK）將是最大的受益者。

博華太平洋國際控股有限公司是一家極具規模的綜合娛樂博彩度假發展及營運公司，其股份於香港聯合交易所有限公司主板上市。公司專注於博彩業及綜合賭場度假村的開發和運營，在全

世界範圍內尋求旅遊業、娛樂業和博彩業的發展新機遇，立志為旅行者提供世界一流博彩設施及專業服務。博華太平洋2014年於美國的塞班島投得免賭稅、牌期長達40年的獨家賭牌後，立即於當地開始發展一系列綜合度假村項目。

博華太平洋於2014年7月進駐塞班島，投資不少於30億美元，分5期在塞班島興建及經營包括博彩設施在內的酒店及綜合度假村，面積超過100公頃，預計2020年全面開始營業，並有望每年可吸引

逾220萬名中國遊客。第一期項目計劃於2017年第一季度開業，包括擁有300張賭枱及500台老虎機的賭場，及總數365間房的豪華酒店及別墅。

博華太平洋全球資本市場部主席嚴衍申先生表示：「博華太平洋計劃將塞班島打造成一座世界級的大型度假村和賭場，在不久的未來將建立水上樂園，發展20家超五星酒店和娛樂場所，打造亞洲最大折扣鎮，創造低稅營商環境。遊客不僅可以進行各式各樣的水上活動，還可以盡情享受購物的樂趣，品嘗世界各地的特色佳餚。」

塞班島臨時賭場已於2015年7月開幕，為塞班本島第一家賭場，此臨時賭場為公司的一期賭場運營提供有效的培訓，並帶來現金流。公司租用塞班最大的免稅商場DFS約3,000平方米樓面，並擁有45張賭台以及140台老虎機。塞班島一期項目酒店將於2016年底開業，包括擁有300張賭台及500台老虎機的賭場，及總數365間房的豪華酒店及別墅。酒店位於Garapan地區，該區是目前塞班島旅遊業的中心。博華太平洋還在當地致力於發展公共事業，包括發起全面清理和保護島上重要自然景點的「美化家園」活動，以促進當地旅遊業的持續發展以及提高當地居民的環保意識。

2016年4月20日，博華太平洋成立顧問委員會並委任前美國民主黨全國委員會主席兼賓夕法尼亞州州長Edward G. Rendell先生、前美國紐約州州長David A. Paterson先生及前美國聯邦調查局局長Louis J. Freeh先生為創會成員。顧問委員會旨在向公司管理層提供戰略性及技術性意見。三名被

委任的顧問委員會成員擁有資深的公共服務經驗，會就有關政制及法規事宜向本公司提供專業意見。Edward G. Rendell先生曾於2003至2011年連任兩屆賓夕法尼亞州州長，任內成功把博彩業及賭場引進當地。Rendell先生出任賓夕法尼亞州州期間，亦曾於2000年美國大選時獲當時超過200名來自美國50個州份的代表選出成為美國民主黨的核心架構——民主黨全國委員會主席。David A. Paterson先生現年61歲，曾於2008至2010年擔任紐約州第55任州長並於2014至2015年獲委任為紐約州民主黨主席。Louis J. Freeh先生現年66歲，曾於1993至2001年擔任紐約州第五任聯邦調查局局長，並獲美國前司法部長John Ashcroft稱讚為「執法人員的典範」。

2016年2月，博華太平洋管理層到訪美國加州。由公司大股東暨非執行主席崔麗傑女士率領的包括博華的全資附屬公司Best Sunshine總裁及首席執行官馬克布朗先生(Mark A. Brown)等代表團一

行六人受到了美國總統奧巴馬的親自接見。管理層表示，塞班島項目受到美國聯邦政府的密切關注，代表博華過去幾年在塞班島的投資和努力卓有成效，也代表塞班島項目正在國際上產生積極的影響。崔麗傑女士表示：「塞班島項目獲得美國社會的支持與關注，是對公司成就的肯定，也是對項目後續工作成功的另一層保障。塞班島項目於國際上獲得的肯定，預示著公司在新的一年將會得到更多關注。」

塞班島項目不僅為遊客提供世界頂級的度假服務，也為當地人提供了千載難逢的就業機會。為感謝博華對於塞班島的地區經濟、文化、社會發展所做出的傑出貢獻和對於推動國際社會融合所達到的顯著成就，加州監事長代表加州政府對崔麗傑女士等二人授予加州榮譽市民的稱號，並授予其好萊塢市金鑰匙，以示加州政府對該項目的支持與肯定。相信博華太平洋的塞班計劃會越來越成功。



博華太平洋全球資本市場部主席嚴衍申先生致辭

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



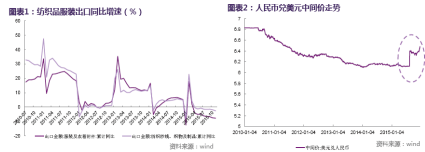
品牌服飾行業全面復蘇

紡織服裝行業出口頹勢持續

從出口資料來看，2015年下半年以來紡織服裝行業出口同比增速持續為負，出口總體形勢繼續不振。

從匯率政策方面，人民幣兌美元匯率於8月大幅貶值，以及12月人民幣加入SDR等對行業出口有一定利好影響。

出口方面預計未來表現繼續不佳，人民幣匯率貶值利好影響有限：1) 國外需求放緩，對歐盟、日本、俄羅斯等國出口持續下滑；2) 經濟新常態背景下人力成本優勢



順應潮流，海外產能擴張成應有之義

隨著國內人力成本上升、東南亞國家成本優勢顯露，中國紡織服裝企業紛紛選擇順應潮流在越南、緬甸、柬埔寨等地投資建廠。

TPP達成一致，未來享受關稅優惠的越南在國際上更有競爭力；利好在越南有產能佈局的紡服企業。

公司名稱	海外產能建設	產能佔比
安邦股份	越南：13年11月越南順化10萬件/年，14年11月二期30萬件/年，15年4月三期10萬件/年，目前總產能50萬件/年，產能佔比20%； 緬甸：13年11月緬甸仰光10萬件/年，14年11月二期10萬件/年，目前總產能20萬件/年，產能佔比10%； 柬埔寨：2013年11月柬埔寨金邊10萬件/年，2015年11月二期30萬件/年，目前總產能40萬件/年，產能佔比15%。	20%
華豐股份	越南：2015年越南順化12萬件，總產能佔比5%左右；2016年底越南順化增至30萬件，佔比20%左右。	20%
羅萊夏朵	越南：一期10年越南金邊10萬件，二期2012年11月開工（包括上期的10萬件）；目前產能20萬件/年佔比20%。	20%
探路者	越南：一期10年越南金邊10萬件，二期2012年11月開工（包括上期的10萬件）；目前產能20萬件/年佔比20%。	20%
天虹股份	越南：2013年7月越南順化10萬件/年，14年11月二期30萬件/年，總產能40萬件/年，目前產能25萬件/年佔比25%。	25%
探路者	越南：2013年7月越南順化10萬件/年，14年11月二期30萬件/年，總產能40萬件/年，目前產能25萬件/年佔比25%。	25%
探路者	越南：2013年7月越南順化10萬件/年，14年11月二期30萬件/年，總產能40萬件/年，目前產能25萬件/年佔比25%。	25%
探路者	越南：2013年7月越南順化10萬件/年，14年11月二期30萬件/年，總產能40萬件/年，目前產能25萬件/年佔比25%。	25%
探路者	越南：2013年7月越南順化10萬件/年，14年11月二期30萬件/年，總產能40萬件/年，目前產能25萬件/年佔比25%。	25%
探路者	越南：2013年7月越南順化10萬件/年，14年11月二期30萬件/年，總產能40萬件/年，目前產能25萬件/年佔比25%。	25%

資料來源：光大證券研究所

棉價有望企穩反彈，內外棉價差縮小

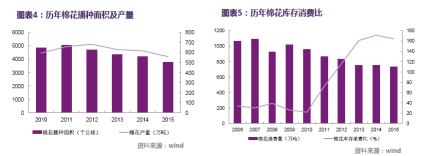
政策面：2014年棉花直補政策促進棉價市場化。2015年進口配額

降至89.4萬噸，但國內國儲棉庫存仍達1000萬噸左右。

國際棉價：主要產棉國種植面積下降，同時需求端疲軟，預計未來外棉走勢企穩。

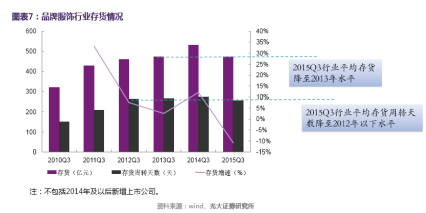
國內供給端：15年棉花播種面積3799千公頃，同比降10%，棉花產量560.5萬噸，同比降9.3%；天氣因素等造成今年棉花品質下降；國儲棉今年7/8月輸出6.34萬噸，對棉價影響不大。

國內需求端：2015年棉花庫存消費比為164%，較14年的171%小幅下降。預計16年消費量繼續下調至650~700萬噸。



復蘇進行時 —— 去庫存進入尾聲

經歷近四年調整，品牌服飾板塊庫存消化進入尾聲：平均存貨周轉天數恢復到2012年水準；存貨金額較去年同期有明顯下降。



復蘇進行時 —— 訂貨會資料改善

從最近幾年訂貨會資料來看，體育、休閒服飾行業復蘇較早；家紡復蘇但反復較大；男裝仍在調整，預計將築底回升。

公司名稱	2013年	2014年	2015年	2016年
安邦股份	訂貨會 5	訂貨會 20	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
華豐股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
天虹股份	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
羅萊夏朵	訂貨會 15	訂貨會 10	訂貨會 10	訂貨會 10
探路者	訂貨會 15			

提價：後提價時代，價格高企缺乏提升空間

內因 — 定價模式導致目前價格高企。流通環節冗餘：加盟模式流通環節多，各主體均有利益訴求；管道年輕：前幾年外延擴張發展的次新店需要提價降低虧損；上下游：原材料、人力、管道成本上升。

外因 — 需求變化導致缺乏提價空間。追求性價比的消費觀念使得服裝提價缺乏空間。

分行業 — 男裝：行業弱復蘇+店鋪調整升級

高端男裝仍處調整中（卡奴迪路三季度收入同比下跌8%），中端男裝已進入弱復蘇通道；海瀾之家逆勢增長。外延擴張方面仍處於關店調整期，增長主要由同店驅動。

圖表13：男裝各公司經營情況

公司	14年淨開店(家)	15年上半半年淨開店(家)	15H1收入(億元)	15H1淨利(億元)	14Q1收入(億元)	14Q1淨利(億元)	15H1收入增長(%)	15H1淨利增長(%)	15H1市佔(億元)	15H1毛利率(%)	15H1淨利潤同比變動(%)
海瀾之家	448	34	73.53	16.66	72.56	75.85	39.58	39.68	588	1.24	29.25
卡奴迪路	-64	-88	3.73	0.24	(0.21)	(0.01)	2.19	18.60	51	(0.36)	8.47
報喜鳥	18	-69	10.04	0.75	12.72	(16.60)	0.56	12.08	80	0.95	1.42
九牧王	-179	-77	10.26	2.23	(7.34)	(8.76)	5.62	2.04	135	0.93	11.16
七匹男裝	-681	-185	11.30	1.12	(13.79)	(21.84)	10.20	26.20	92	(4.98)	24.17
雅芳兒	-61	-	5.06	0.05	(0.25)	(163.20)	8.27	12.83	48	(0.76)	0.79
中國男裝控股	-23	-52	5.28	0.96	(1.38)	(46.97)	(0.74)	(0.76)	20	1.05	1.97
利昂	-52	-33	8.38	(0.37)	(3.71)	(47.91)	(7.62)	(10.01)	17	(0.99)	1.77
長安國際	-52	-55	2.31	(0.33)	(20.89)	(143.97)	(22.67)	(245.90)	6	3.55	7.61
金利來集團	-130	-40	5.78	1.65	(7.82)	1.56	(0.71)	(15.82)	26	1.96	2.76
中國利華	-376	1	12.21	2.77	5.86	7.52	11.63	11.64	57	0.19	19.97

資料來源：wind

分行業 — 女裝：仍處調整之中

業績上高端女裝仍處調整之中，三季度歌力思、維格娜絲收入再現負增長；低端女裝拉夏貝爾快速增長。毛利率仍未改善；關店接近尾聲。

圖表14：女裝各公司經營情況

公司	14年淨開店(家)	15年上半半年淨開店(家)	15H1收入(億元)	15H1淨利(億元)	14Q1收入(億元)	14Q1淨利(億元)	15H1收入增長(%)	15H1淨利增長(%)	15H1市佔(億元)	15H1毛利率(%)	15H1淨利潤同比變動(%)
朗姿股份	13	-106	5.69	0.43	(0.40)	(48.1)	(0.79)	(35.48)	151	(2.35)	7.76
聖丹佛斯	-26	8	4.40	0.74	13.52	1.99	8.62	(34.46)	46	(1.32)	9.13
歌力思	-1	-20	3.64	0.66	4.72	1.00	11.66	75	(3.60)	2.23	
拉夏貝爾	1503	260	42.27	2.76	25.54	23.61	20.39	22.10	56	(1.09)	10.73
班傑斯	84	45	5.85	0.91	47.73	60.34	31.08	81.41	43	0.12	4.14
聖田股份	-42	1	8.52	0.16	(2.07)	(75.09)	(11.99)	(20.38)	13	0.04	6.08

資料來源：wind

分行業 — 休閒：較早復蘇，幅度較弱，行業洗牌

A 股中森馬和搜於特先後實現業績好轉，美邦仍處於調整期，預計業績短期難以恢復。

圖表15：休閒各公司經營情況

公司	14年淨開店(家)	15年上半半年淨開店(家)	15H1收入(億元)	15H1淨利(億元)	14Q1收入(億元)	14Q1淨利(億元)	15H1收入增長(%)	15H1淨利增長(%)	15H1市佔(億元)	15H1毛利率(%)	15H1淨利潤同比變動(%)
森馬服飾	-418	-	33.69	4.23	3.33	47.27	14.93	22.94	316	0.83	30.93
美邦服飾	-24	-	8.64	1.09	(0.08)	(30.84)	52.02	47.39	156	(0.20)	6.93
美都服飾	-978	-	27.77	(0.95)	(6.47)	(194.79)	(2.26)	(152.58)	153	(3.33)	11.37
維多利亞	-573	-161	74.24	6.13	(5.41)	15.70	-	-	92	0.81	10.36
恒日企業	-320	-472	18.55	0.30	11.70	21.09	(23.11)	(16.41)	9	2.50	6.33
思捷環球	-866	-184	153.16	(29.15)	(19.84)	(180.00)	-	-	132	(0.26)	0.00
康樂香	-55	-24	20.06	0.91	(0.85)	(0.23)	-	-	8	(0.97)	0.00
佐丹力國際	-100	-164	21.95	1.64	(13.30)	(13.70)	2.92	19.54	47	(1.33)	6.80

注：數據均根據上市公司會計標準中披露，以最近披露的半年度數據計算，以財報為準。資料來源：wind

分行業 — 體育戶外：體育服飾好轉

體育服飾業績全面實現增長，毛利率普遍提升，現金充裕；體育休閒定位的貴人鳥業績轉正迎復蘇趨勢。

戶外方面，探路者處於業務整合期；

體育行業高景氣度催生行業消費升級需求，品類細分化、專業化帶動行業量、價均有中長期較大增長潛力。

圖表16：體育服飾各公司經營情況

公司	14年淨開店(家)	15年上半半年淨開店(家)	15H1收入(億元)	15H1淨利(億元)	14Q1收入(億元)	14Q1淨利(億元)	15H1收入增長(%)	15H1淨利增長(%)	15H1市佔(億元)	15H1毛利率(%)	15H1淨利潤同比變動(%)
探路者	-	-	6.76	1.24	18.67	18.28	8.61	1.17	102	1.85	6.22
貴人鳥	-334	-	10.17	1.74	(20.21)	(26.27)	2.19	6.32	196	5.58	14.16
三夫戶外	0	3	1.35	0.09	2.65	(14.55)	-	-	56	-	0.70
麥子	-289	-	36.47	(0.59)	13.44	(99.98)	163.10	94.98	71	0.28	17.87
安踏體育	-135	-282	32.19	9.65	23.21	29.32	25.34	20.24	460	1.49	44.53
特步國際	-250	70	23.95	3.44	10.02	(11.12)	12.03	20.86	81	1.42	32.10
中國男裝	-27	21	6.01	2.90	(0.40)	(33.33)	27.67	200.58	84	4.06	14.73
161度	20	85	22.14	2.70	8.62	88.22	5.88	2.36	51	1.52	19.99
利華體育	-8	7	13.81	1.76	8.71	31.26	6.98	45.39	44	(0.54)	22.02

資料來源：wind

分行業 — 鞋類：男鞋復蘇，女鞋仍處困境

以男鞋業務為主的奧康明顯復蘇，收入增速回復至兩位數。男女鞋業務相當的紅蜻蜓增速基本持平。

女鞋業務繼續低迷，主要為管道受到衝擊所致、短期暫無復蘇跡象。除千百度由於基數原因出現正增長，百麗、達芙妮、星期六均在2015年出現加速下滑趨勢。

百麗鞋業務同店錄得雙位數下跌，達芙妮同店跌幅接近20%。

圖表17：鞋業各公司經營情況

公司	14年淨開店(家)	15年上半半年淨開店(家)	15H1收入(億元)	15H1淨利(億元)	14Q1收入(億元)	14Q1淨利(億元)	15H1收入增長(%)	15H1淨利增長(%)	15H1市佔(億元)	15H1毛利率(%)	15H1淨利潤同比變動(%)
奧康國際	-	-	16.27	2.18	6.05	(5.83)	12.12	37.95	122	(1.66)	11.28
紅蜻蜓	-107	-	14.23	1.32	(2.97)	27.19	(2.6)	2.16	119	0.33	15.8
星期六	-36	-107	8.45	0.27	(6.68)	5.67	(5.9)	(10.93)	37	(2.13)	6.11
百麗國際	1380	-329	193.82	21.98	8.74	8.22	4.33	3.86	403	0.42	25.55
達芙妮國際	55	-188	34.55	0.62	(0.89)	(66.53)	(14.52)	(98.53)	17	4.29	5.87
千百度	11	1	14.18	1.11	16.01	4.71	14.11	13.48	65	(0.20)	4.36
鴻源集團	-627	-766	1.18	(3.07)	(26.53)	(281.09)	(87.89)	(136.87)	8	(18.65)	2.82
九興控股	-44	1	49.44	3.30	7.44	(1.59)	10.79	2.73	127	(1.11)	5.93

資料來源：wind

分行業 — 家紡：14年已企穩，但復蘇尚缺明顯動力

家紡行業雖然從14年訂貨會開始企穩，但出現了兩個新變化：(1)線下：加盟商提貨積極性不高，使得報表收入低於訂貨會增速；(2)線上：電商增速開始放緩，雙十一低於預期。

電商衝擊背景下，家紡行業遭遇外延瓶頸期，轉型拓展大家居行業有望突破這一瓶頸；家紡行業估計市場容量在2000億，而家居行業估計在2-3萬億水準。目前3家A股公司均在進行家居品類拓展，但佔比僅10%左右，且毛利率不高，羅萊、夢潔均與和而泰簽訂了智能家居戰略合作，富安娜則側重定制衣櫃品類。

圖表18：家紡各公司經營情況

公司	14年淨開店(家)	15年上半半年淨開店(家)	15H1收入(億元)	15H1淨利(億元)	14Q1收入(億元)	14Q1淨利(億元)	15H1收入增長(%)	15H1淨利增長(%)	15H1市佔(億元)	15H1毛利率(%)	15H1淨利潤同比變動(%)
羅萊生活	0	0	12.50	1.94	9.96	19.65	12.28	16.78	120	3.53	6.20
富安娜	-193	-223	8.63	1.83	5.68	19.56	1.01	16.09	95	0.01	5.63
夢潔家纺	78	-	6.00	0.56	10.08	50.27	(16.07)	5.44	62	4.43	1.87
多麗寢	-285	-	2.54	0.09	(17.28)	(23.72)	(15.72)	(43.35)	47	-	3.00
七彩太陽	-36	-65	1.40	(0.07)	(6.49)	15.30	(23.35)	(116.67)	8	3.13	1.42

資料來源：wind

分行業 — 內衣：朝陽行業，高性價比品牌空間大

內衣行業三家公司並未出現調整，收入和利潤增長較為健康；

內衣行業正處於品牌化紅利期，高性價比品牌市場份額提升空間巨大。

三重驅動因素：開店、提價、同店增長。

圖表19：內衣各公司經營情況

公司	14年淨開店(家)	15年上半半年淨開店(家)	15H1收入(億元)	15H1淨利(億元)	14Q1收入(億元)	14Q1淨利(億元)	15H1收入增長(%)	15H1淨利增長(%)	15H1市佔(億元)	15H1毛利率(%)	15H1淨利潤同比變動(%)
汇洁股份	-46	-1	9.28	1.27	11.66	22.08	13.92	33.53	89	-	8.43
安莉芬	45	-50	11.05	1.15	6.88	(5.18)	12.53	16.56	14	0.20	1.61
都市丽人	1236	649	22.19	2.70	37.97	54.34	26.51	40.67	105	4.56	9.67

注：汇洁股份與安莉芬為百貨類百貨零售，服飾類均為服裝類收入。資料來源：wind

兒童醫療服務行業受惠國策

二胎政策全面放開，兒童醫療需求添增量

第四次嬰兒潮來臨，兒童人口佔比近2成。近年來中國人口的年齡分佈發生了結構性變化，人口年齡主要分佈以20-34歲人口為主，此人群正值婚育最佳年齡。從中國新出生人口分佈看，今後5年將迎來第四次嬰兒潮，每年新生兒的數量有望提升到1900萬。截止2014年，中國0-14歲兒童約2.3億人，佔全國總人口16.6%。目前兒童人口數處於低谷向上爬上的起步階段，未來10年將持續增長，到2024年，兒童人口有望達到2.65億，佔比達到18.3%。

二胎政策全面放開，兒童醫療需求添增量。30年的計劃生育政策使得中國人口出生率10年以來一路走低，2014年只有12.37‰，人口老齡化嚴重，撫養人口比重持續增大，人口結構失衡問題嚴重，2013

年的單獨二胎政策實施，由於小孩的撫養成本高等原因，從資料反應看並未有預期中的井噴態勢，但隨著2016年全面二胎政策全面放開實施，新生兒數量將在未來幾年呈遞增態勢，根據國家衛計委預測，未來每年將新增新生兒約300至400萬人。

我們認為，在全面放開二胎的基礎上，未來在鼓勵生育二胎方面將出台更多新的政策，從而保證二胎政策的實施有效性，此舉將有力刺激人口出生率，為兒童醫院發展帶來更廣闊的空間。

兒童患病率高企，兒科門診量爆棚醫療需求旺盛

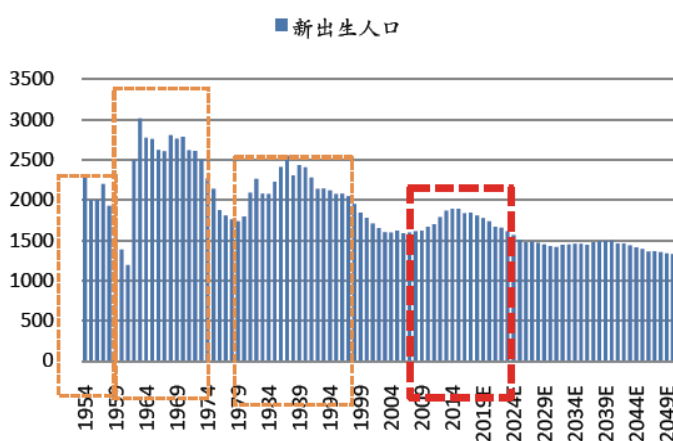
兒科門急診量增長迅速，兒童疾病患病率高。根據2013年衛生部第五次中國衛生調查研究報告顯示，0-4歲兒童的兩周患病率高達10.6%，5-14歲的兒童兩周患病率達到5.3%。

綜合醫院兒科門急診量增長迅速，佔總的診療比例持續上升，2013年達9.75%。兒童醫院門急診量佔專科總量保持高位，2012與2013年均排名第一。

近年來，中國部分區域受霧霾等惡劣天氣的影響，空氣品質明顯下降。據世界衛生組織的資料說明，在全球環境污染引發的各種疾病中，有40%的患病者都是5歲以下兒童。以空氣污染為典型，由於兒童的身體正在快速成長，呼吸量按體重比要高於成人50%，因此相比於成人更容易受到室外和室內空氣污染的侵害。霧霾等惡劣天氣導致的空氣品質下降，增加了兒童健康受影響的風險，導致兒童就診率隨之上升。

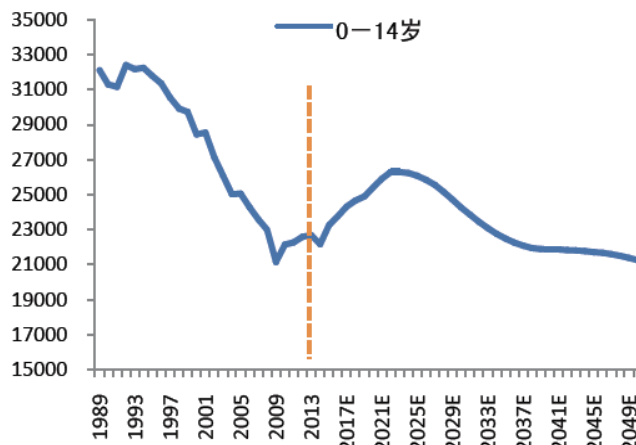
據衛生部統計，預計2015年中國醫療機構（不包括診所、衛生所、醫務室和村衛生室資料）兒科門急診人數將達到5.4億人次，佔全部門急診人數的9.6%。

圖表1. 我國迎來第四次嬰兒潮 (萬人)



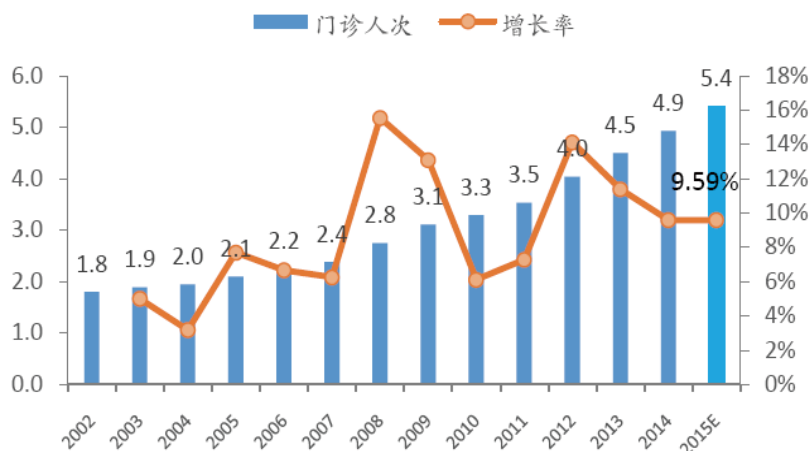
(資料來源: WIND、廣證恒生)

圖表2. 我國0-14歲人口變化走勢: (萬人)



(資料來源: Wind、廣證恒生)

图表6. 2002-2015年儿科门急诊量(亿人次)



资料来源: 国家卫计委统计数据、广证恒生

供給嚴重不足，兒童醫療機構超負荷運行

兒童醫院總量不足，區域分佈嚴重不均

根據中國衛計委資料，中國0-14歲人口兒童約2.3億，佔全國總人口的18%，而兒童專科醫院僅有99家(其中公立醫院69家，私立醫院30家)，佔全國醫療機構的0.38%；兒科床位25.8萬張，僅佔全國醫院總床位數的6.4%。

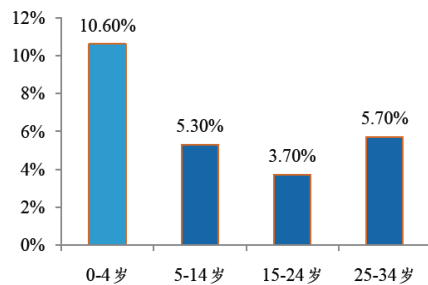
根據中國經濟社會加速發展的

新形勢，全國分為四大經濟區域：東部地區、東北地區、中部地區和西部地區。兒童醫院集中分佈在東南沿海經濟發展好的地區，西部地區兒科醫療服務資源嚴重緊缺。

兒科醫生嚴重短缺，兒科執業醫師佔比不足6%

根據2016婦兒醫療高峰論壇的資料，2014年中國平均每千個兒童只有0.53位兒科醫師來為他們治療，換言之，面對中國2.3億14歲以下的兒童，兒科醫師的數量居然只

图表3. 2013年我国不同年龄段两周患病率情况

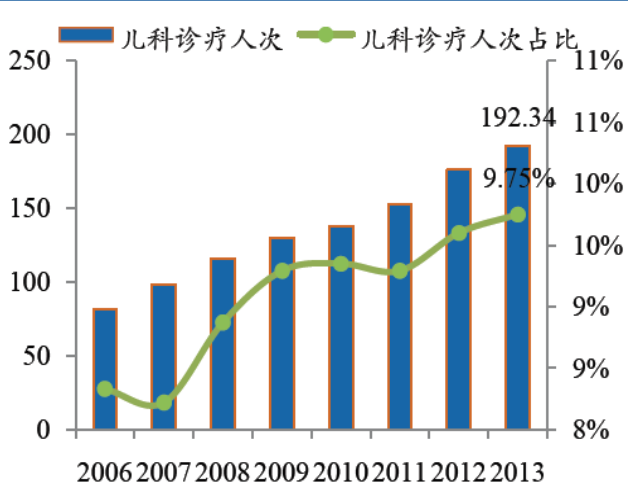


资料来源: 国家卫计委统计数据、广证恒生

有11.8萬。而在美國，平均每千名兒童則擁有1.46位兒科醫師。參照美國兒童醫師人均比例，中國兒科醫師的缺口至少為20萬。中國兒科醫師人力資源嚴重不足，培養機制長期缺失，近15年裡，全國兒科醫生僅增加了5000人。

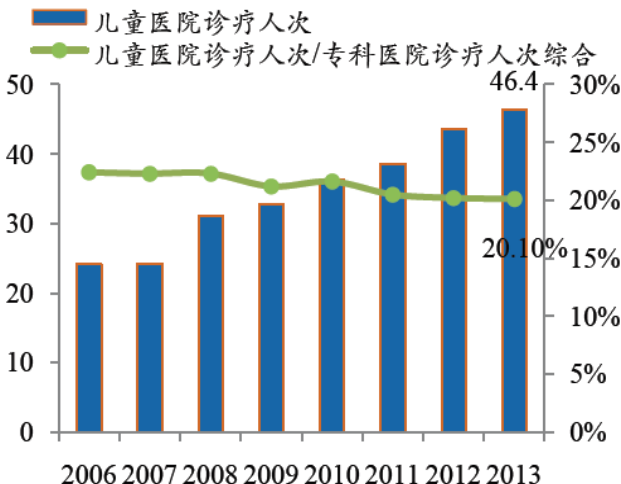
兒童醫院(專科)醫療衛生人員總數雖逐年增加，然而兒童醫院的執業醫師和註冊護士佔醫療機構總醫師和護士的比例但仍處於較低水準，14年兒童醫院(專科)執業醫師數量為1.39萬人、護士2.33萬，佔比分別為0.58%、0.77%。兒科執業醫師在2009-2014期間佔比基本維持在6%以下的較低水準，遠低於內科，外科和婦產科等科室。

图表4. 综合医院儿科门诊量及占比增长迅速(百万)



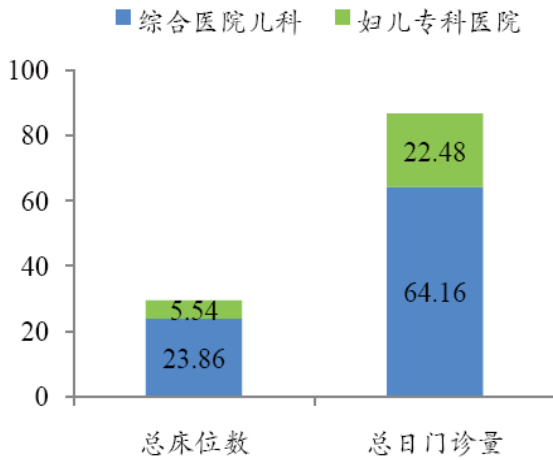
资料来源: 中国卫生统计年鉴、广证恒生

图表5. 儿童医院门急诊量及占比保持高位(百万)



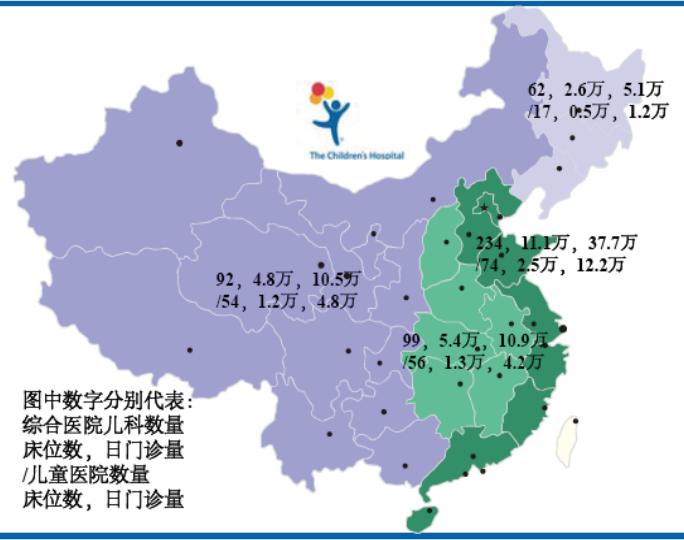
资料来源: 中国卫生统计年鉴、广证恒生

图表7. 日门诊量和床位分析 (万)



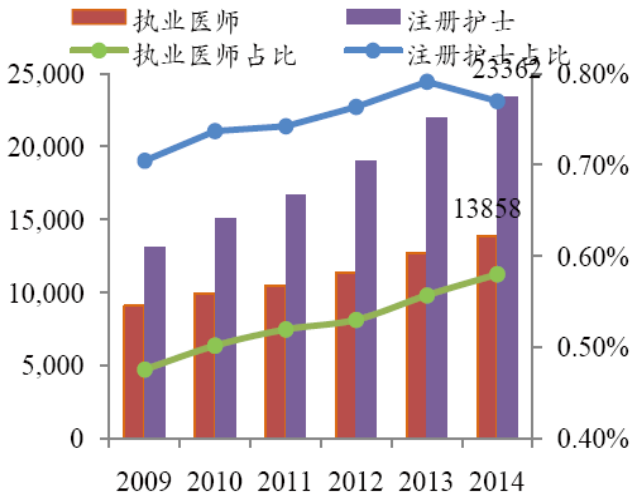
资料来源: 南方所, 广证恒生

图表8. 儿童医院区域分布严重不均衡



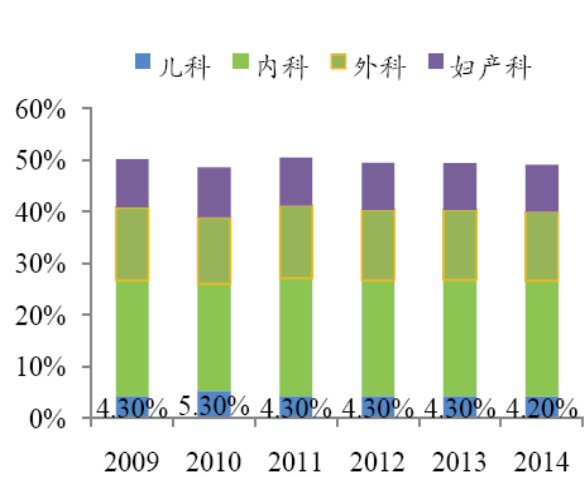
资料来源: 南方所, 广证恒生

图表10. 儿童医院医疗卫生人员严重短缺



资料来源: 中国卫生统计年鉴, 广证恒生

图表11. 儿科执业医师占比不足6%且常年不增



资料来源: 中国卫生统计年鉴, 广证恒生

兒童醫院病床使用率高企，醫師超負荷運行

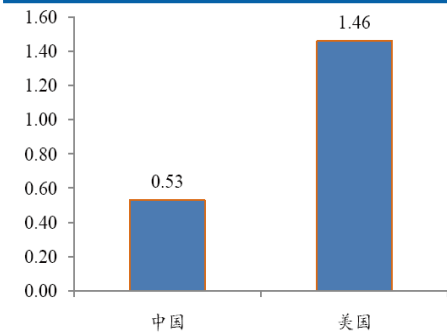
兒童醫院病床使用率高企，2014年達到103.8%，僅次於腫瘤醫院，排名第二。較大幅度超過整體床位使用率(2014年為88%)。醫師日均擔負診療人次同樣遠超醫療機構整體平均值，2014年兒童醫院醫師日均擔負診療人次約16人次，遠超醫療機構整體7.5人次的平均水準，兒童醫院醫師工作強度大，超

負荷運行。

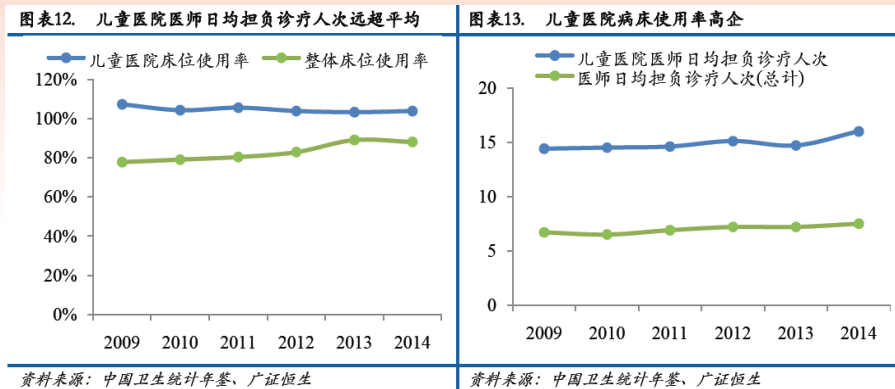
兒童門急診供應遠低於理論需求

2014年兒科診療人次理論值達到9.36億人次，而實際兒科年門急診量為4.71億人次，其中2.27億人次為醫院兒科年門急診量，實際門急診量遠遠低於理論需求值，兒童醫療需求遠未得到滿足，未來空間巨大。

图表9. 每千名儿童拥有儿科医师数



资料来源: 2016 儿科医疗高峰论坛, 广证恒生



图表14. 儿童医院供需需求分析

对比情况	
理论值	
年儿科诊疗人次需求理论值 (2014年) (百万人次)	15.9%*365/14*225.69=935.56
实际值	
综合医院儿科日门诊量 (万)	74.16
妇儿专科医院日门诊量 (万)	22.48
医院儿科日门诊量 (万)	86.64
医院儿科年门诊量 (百万)	227.5
2014年儿科门急诊人次 (百万)	471.0

注: 理论值计算方法为 $15.9\% \times 365 / 14 \times 225.69 = 935.56$, 15.9%为0-14岁儿童两周患病率, 225.69为当前我国0-14岁儿童人数。实际值计算方法: 全国所有儿童医疗机构的门诊量之和, 以每年251日计算。

资料来源: 广证恒生

加強兒童醫療衛生改革，政策利好兒童醫療服務發展

2016年3月22日中央全面深化改革領導小組第二十二次會議審議通過了《關於加強兒童醫療衛生服務改革與發展的意見》，其主要內容如下：加強兒童醫療衛生服務改革與發展，要緊緊圍繞加強兒科醫務人員培養和隊伍建設、完善兒童醫療衛生服務體系、推進兒童醫療衛生服務領域改革、防治結合提高服務品質等關鍵問題，系統設計改革路徑，切實緩解兒童醫療服務資源短缺問題。要落實政府責任，加強組織領導，密切協作配合，完善配套措施。

我們認為中央頂層政策利好兒科醫療服務發展，後續有望陸續出台配套措施為少兒醫療解困境，合理配置兒科醫療資源並加快兒

科醫生培養。

醫院兒科建設受重視：兒童專科醫院迎發展，綜合醫院兒科建設有望加強，基層兒科資源增加。如北京市在衛生發展規劃中，提出了優化兒科資源結構，增加基層醫療結構兒科資源數量，逐步加強二級以上綜合醫院的兒科建設，提高兒科服務的整體能力。只開設兒科門診，尚未設置兒科病房的綜合醫院需要開放兒科病房。綜合醫院的兒科急診需24小時開放。並將兒科設置與發展納入醫療機構、綜合醫院建設發展目標和管理評價體系之中。新增兒科床位資源重點向資源短缺的城市發展區域和人口增長較快的城市功能拓展區域配置。

兒科區域聯體模式及區域兒科協調加強，社區兒科發展有望加快。一家兒童專科醫院負責幾個

區，將區域內所有的兒科醫師集中起來，視作一個整體，統一進行培訓提高，統一派往區域內醫院。促使鬆散的各醫院兒科之間建立緊密的協調機制，提供分層次分級別的兒科醫療服務。通過實施社區兒科醫師工作站、專家下社區、開展社區全科醫師培養計劃、編寫《社區全科醫師兒科工作手冊》、完善專家轉診預約綠色通道，將同質化和連續性的兒科資源輻射到社區，推進社區兒科發展，改變患者集中湧向三甲醫院就診的現狀，有針對性地打消患者顧慮，引導患者合理流動。兒童專科醫院在制定診療標準、規範診療行為、在職培訓和臨床科研等方面發揮輻射和帶動作用。

兒科學科建設及人才培養體系建設或得以加強，兒科繼續教育培訓補貼力度有望加強。兒科醫生的短期制約了兒童醫療的發展，預計後續會有政策促使醫學院校恢復或擴大招收臨床醫學兒科方向的招生生源，同時加大財政投入增加對兒科學科建設。國家衛生計生委和教育部2月25日發佈，兩部委將採取多項措施，恢復兒科本科招生，國家衛生計生委和教育部將支持中國醫科大學等8所高校舉辦兒科學本科專業，並將於今年7月起開始招收兒科學專業本科人才。兒科繼續教育與培訓有望加強補貼支出力度，兒科醫生的待遇有望提升，以吸引人才與提升其專業水準。

社會資本辦兒童醫院有望獲政策支援。政府財政投入有限，公立兒科服務主要保兒科基本醫療需求，預計會鼓勵社會資本參與兒科醫療服務發展，滿足多層次兒科醫療服務需求。

麵包糕點行業增長可期

麵包糕點行業千億市場，未來可保持10%以上增長

麵包糕點行業增速放緩至11%，中國仍是增長最快國家。烘焙行業2014年營收規模為2426.67億元，主要包括麵包糕點、餅乾及其他麵包糕點食品，2014年麵包糕點行業市場規模900億，佔比37%。麵包糕點食品於20世紀80年代從香港台灣地區引入中國大陸，經歷了一段適應期，中國的麵包糕點行業從21世紀初開始呈現出快速發展的趨勢。1999~2013年複合增速高達18.6%，2014年以來增速略有放緩，維持在11%左右。2015年前10月行業增速11%，預計2015年麵包糕點市場規模1000億，其中麵包行業規模270億，增速也在10%以上。

中國麵包糕點市場規模僅次於美國，近兩年增速雖略有放緩仍是增長最快國家。根據歐睿資料統計（從消費終端統計），目前中國麵包糕點行業消費規模已超千億，

居亞洲首位，在全球範圍僅次於美國。且從行業增長率來看，近幾年由於其他國家的麵包糕點市場已經漸趨成熟，增長速度趨於緩慢，中國的麵包糕點行業增長速度一直維持在10%以上，是麵包糕點產業增長最快的國家。

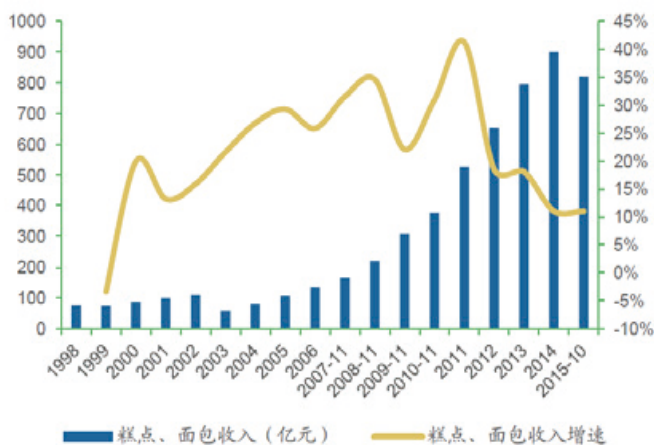
量價齊升，未來仍可保持10%以上增速。中國麵包糕點食品人均消費量已超過韓國台灣，但與香港、日本相比仍有2-3倍空間。我們認為麵包糕點食品初入中國大陸市場，人均麵包糕點食品消費水準較低，2000年以來主要是消費者對麵包糕點食品的接受程度逐漸上升的過程，人均麵包糕點食品消費量的增速持續保持在5%以上，峰值接近9%，2014年以來人均消費量增速趨緩，2015年增速為6.4%，人均消費量6.31千克/人，超過韓國和台灣，但與美國日本香港等還有較大差距，日本香港人均消費量大約是中國的2-3倍。因此未來人均消費量提高仍是行業增

長的推動力之一，但推動力度較前幾年有所減弱。

麵包的人均消費量較低，只佔韓國、日本、美國、英國的2/3、1/5、1/10、1/20，麵包行業銷量增速略高於麵包糕點行業增速。近幾年資料顯示，麵包的人均消費量的增速高於麵包糕點行業整體，2015年增速達到6.8%，且目前中國麵包產品的人均消費量相較成熟市場而言仍然處於較低水準，麵包子行業未來的發展空間仍較大。

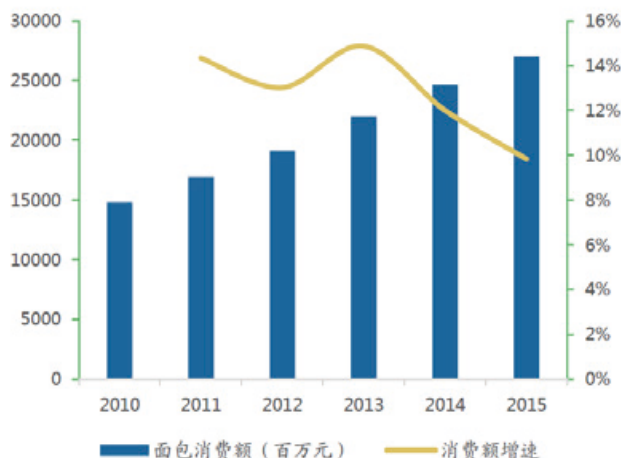
麵包糕點行業「價」漲效應自08年開始，量價齊升持續至今，未來價格仍將是行業增長的主要推動力之一。歷史資料顯示，08年之前麵包糕點行業的價格漲幅低於5%，小於CPI漲幅，一度呈現負增長，這段時間行業的增長主要靠銷量的增長帶動，即08年之前麵包糕點食品價格增長緩慢，行業的增長主要來源於量的增長；08年之後，隨著麵包糕點產品品質的不斷提升與消費者收入水準的提

圖1: 2000年以來面包糕點行業高速增长，近年略有放緩



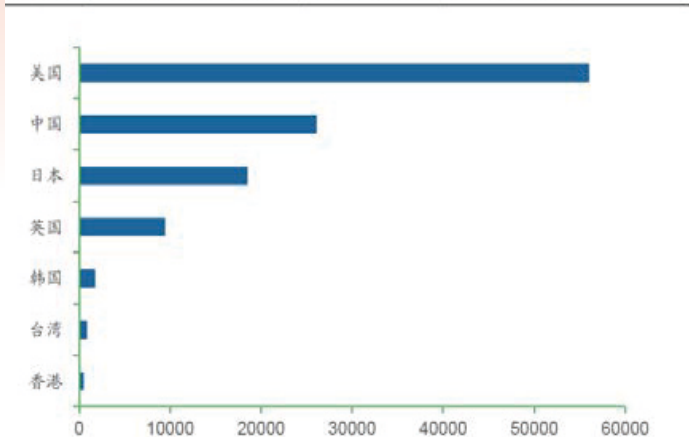
資料來源: wind, 廣發證券發展研究中心

圖2: 面包行業增速在10%以上



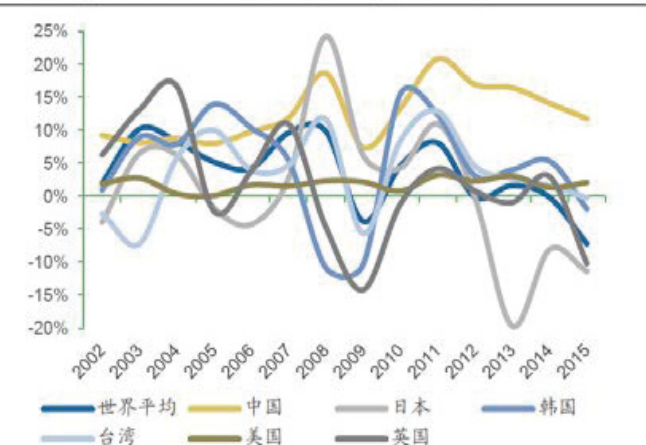
資料來源: wind, 廣發證券發展研究中心

图3: 中国的面包糕点销售额居亚洲首位(百万)



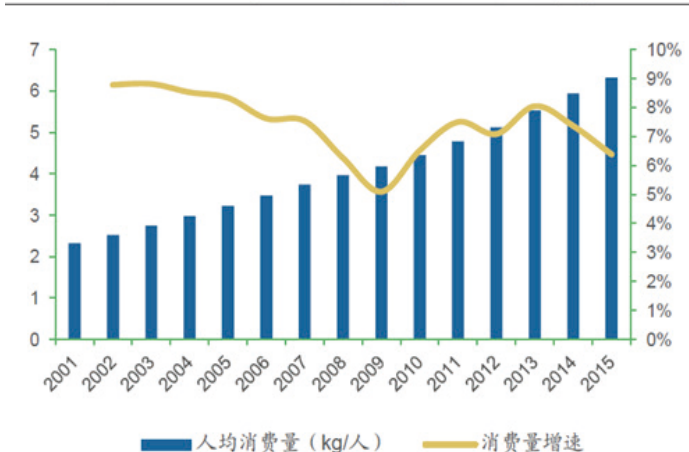
资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

图4: 中国面包糕点行业增速快于其他国家



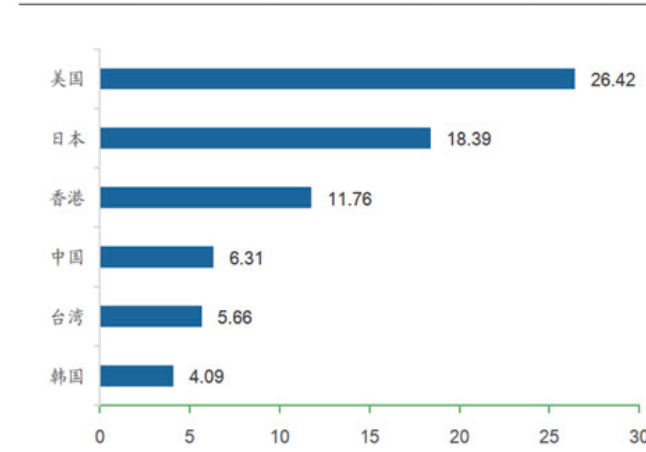
资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

图5: 我国面包糕点食品人均消费量增速维持在高位



资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

图6: 我国面包糕点食品人均消费量已超韩国台湾



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

高，消費者更多的選擇品質更好價格更高的產品，行業平均價格漲幅大幅度超過CPI漲幅，而這段時間的人均消費量增速維持高位穩定，即2008至今是行業量價齊升的階段，未來隨著消費升級和產品結構升級，價格仍有提升空間，價格的增長仍將是行業增長的主要推動力之一。

麵包糕點行業未來將受益於主食消費習慣轉變和休閒食品快速發展

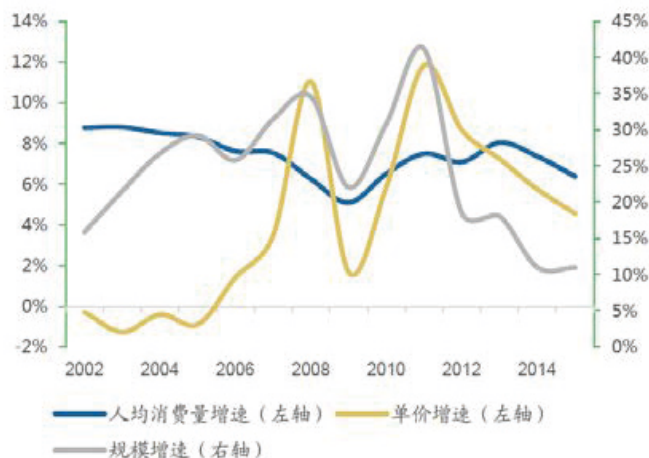
主食消費：年輕人群飲食習慣西化，推動麵包主食消費增長。飲

食習慣改變促進麵包糕點食品家庭早餐消費增長。麵包糕點食品早餐有較高的營養價值，應時適口，無論是麵包還是糕點在品種上都是豐富多彩，不斷推陳出新。除傳統的普通麵包糕點食品外，近些年又出現了強化營養，注重保健功能的麵包糕點製品。中老年人飲食習慣固定，一般選擇傳統家庭早餐；選擇麵包糕點類食品為家庭早餐的，年輕家庭居多，年輕人生活節奏較快，喜歡追求多樣化的早餐。未來麵包糕點食品的主食消費，尤其是其中年輕人的飲食習慣的改變將是增長點。

休閒性消費：休閒食品增長迅速，麵包糕點食品受益。麵包糕點類食品可當作休閒食品，消費人群主要是年輕消費者，以及有下午茶習慣的小眾消費者群。電子商務的發展，網上購物更加便捷，極大的刺激了年輕消費者的休閒食品消費。有下午茶習慣的消費人群相對小眾，消費能力較高，對麵包糕點食品的消費頻率、品質要求更高，一般選擇專賣店購買或自己製作。

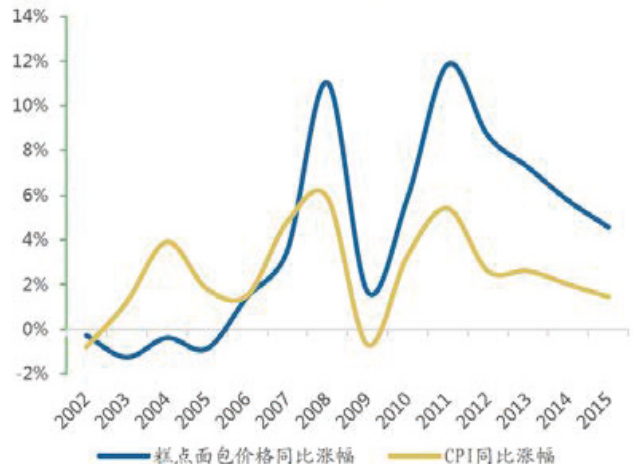
麵包糕點食品主食消費是推動麵包糕點行業發展的主要驅動力。隨著東西方文化交融，社會居民對西方飲食習慣接受度逐步提高，

图9：面包糕点行业量价齐升趋势仍将维持



资料来源：Euromonitor, wind, 广发证券发展研究中心

图10：08年以来行业整体价格呈上升趋势



资料来源：Euromonitor, wind, 广发证券发展研究中心

飲食習慣逐漸轉變，並且其轉變相對穩定綿長，促進麵包糕點類食品主食消費持續穩定增長。休閒食品消費市場的迅速發展，將帶動糕點麵包類麵包糕點食品消費的進一步增長。其中，飲食習慣轉變動力持久，麵包糕點類主食消費增長空間最大，是推動麵包糕點行業發展的主要驅動力。

飲料行業進入了降速增長的「新常態」發展階段

軟飲料的主要原料是飲用水或礦泉水，果汁、蔬菜汁或植物的根、莖、葉、花和果實的抽提液。有的含甜味劑、酸味劑、香精、香料、食用色素、乳化劑、起泡劑、穩定劑和防腐劑等食品添加劑。其基本化學成分是水、碳水化合物和風味物質，有些軟飲料還含維生素和礦物質。按原料和加工工藝分為碳酸飲料、果汁及其飲料、蔬菜汁及其飲料、植物蛋白質飲料、植物抽提液飲料、乳酸飲料、礦泉水和固體飲料8類；按性質和飲用物件分為特種用途飲料、保健飲料、餐桌飲料和大眾飲料4類。世界各

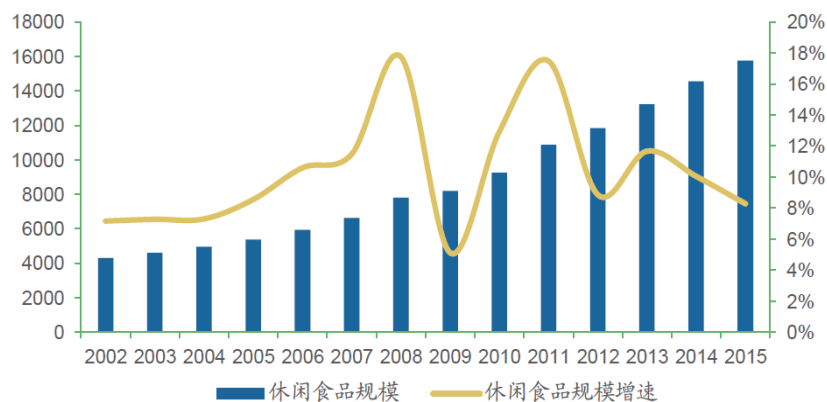
國通常採用第一種分類方法，但在美國、英國等國家，軟飲料不包括果汁和蔬菜汁。

在經歷了碳酸飲料、瓶裝水、茶飲料、果汁、涼茶、含乳飲料等多次產業浪潮後，中國軟飲料行業發展也步入「新常態」階段，2015年中國軟飲料產量為17661萬噸，同比增長8.6%，2016年一季度產飲料產量達4241.5萬噸，同比增長8.6%。中商產業研究院分析師指出：2006-2015年中國軟飲料產量年均複合增長率(CAGR)為18.3%，2006-2010年其年均複合增長率(CAGR)為26.6%，而2011-2015年間

其年均複合增長率(CAGR)為10.7%

據中商產業研究院發佈的《2016-2021年中國軟飲料市場分析及發展趨勢預測報告》指出，目前中國飲料行業也進入了降速增長的「新常態」發展階段。在「新常態」這一大經濟環境的影響下，中國軟飲料行業的年增長率滑向10%以下，由此而來的更需要差異化競爭。現如今，隨著消費者對健康、天然等理念的關注，在對飲料的選擇上也趨於健康，傳統的碳酸飲料銷售下滑已經不可逆轉，蛋白飲料、涼茶飲料、植物飲料的市場爭奪戰也是日益劇烈。

图16：2001年~2015年休闲食品规模增长迅速，CAGR=10%



数据来源：wind, 广发证券发展研究中心

軟飲料行業空間巨大，健康型飲料比重不斷上升

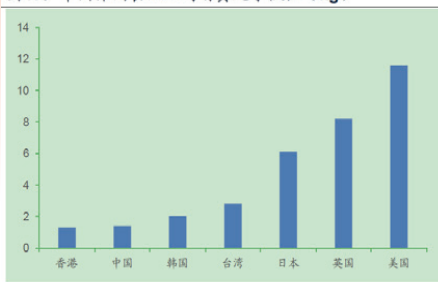
軟飲料行業收入規模在食品飲料行業中處於首位，行業空間巨大。對比食品飲料各個子行業，2015年軟飲料行業銷售收入高達6000億元，超出白酒以及乳製品市場容量，在行業收入規模第一的背景下，未來軟飲料行業中產生大市值股票將是大概率事件。

2016年2月28日，中國食品工業協會主辦的「2015年度全國食品工業經濟運行發佈會暨2015年度飲料行業整體運行發佈會」在京召開。會上發佈的「2015年度中國飲料行業整體運行報告」顯示，中國飲料產品結構正趨於合理，低熱量飲料和健康營養、涼茶飲料、活菌型含乳飲料等前景良好。

報告指出，2015年全年中國飲料工業持續穩定增長，主要經濟指標增速企穩向好，經濟發展的獲利和動力增強，是中國消費品中的發展熱點和新增長點。1979家規模以上飲料製造企業實現主營業務收入6157.33億元，同比增長6.21%；全年實現利潤總額567.0億元，同比增長15.00%，表現出良好的成長性。

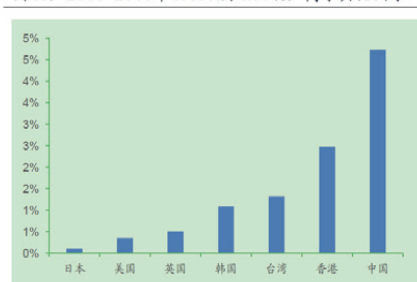
從2015年飲料行業資料可以發現，隨著消費群體、消費觀念以及消費習慣的轉變，近年來健康型飲料比重不斷上升。據中國食品工業協會行業統計調查，從各類飲料產量佔比可見，2015年，包裝飲用水類飲料的比重繼續加大，佔到49.6%，比上年同期增加2.7個百分點；碳酸飲料類比重為10.2%，比上年同期降低0.7個百分點；果汁和蔬菜汁類比重為14.3%，比上年同期降低0.8個百分點；除了以

图17: 中国休闲食品人均消费处于低位 (kg)

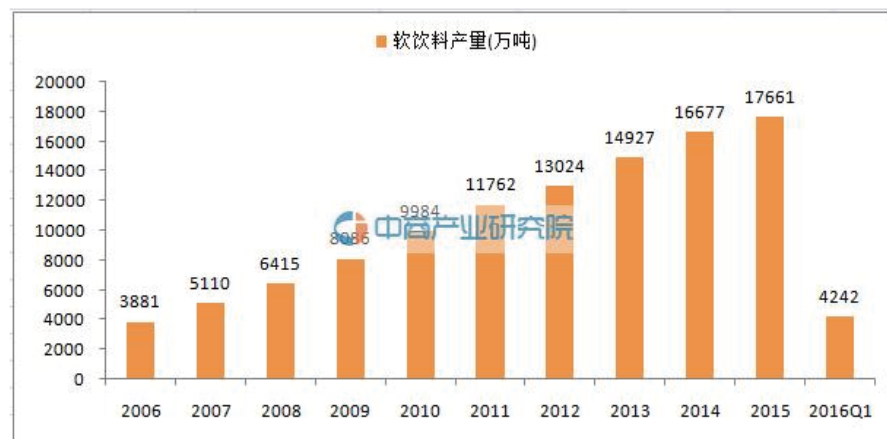
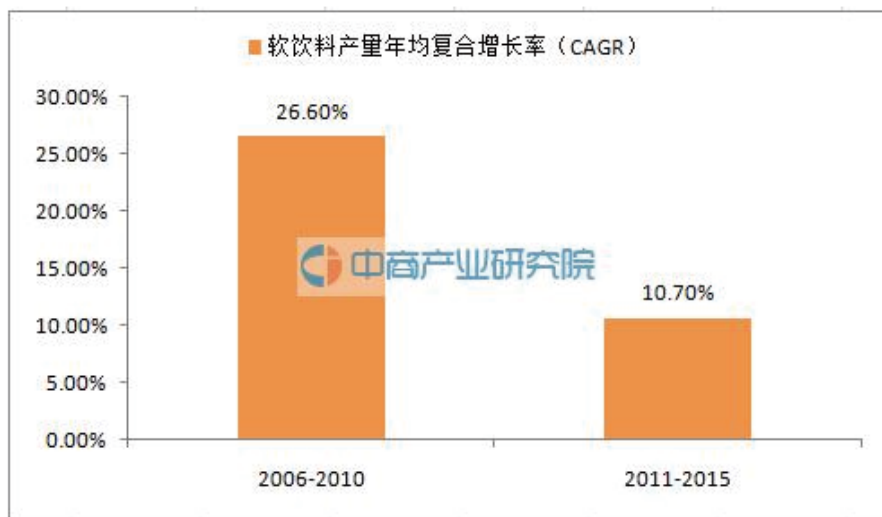


资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

图18: 2001~2015年CAGR为4.73%, 高于其他国家



资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心



上三大類飲料以外的飲料比重為26.7%，比上年同期降低降低1.2百分點。而在「非三大」飲料中，2015年，涼茶行業市場銷售收入達538.8億元，同比增長10.6%，佔整個飲料行業市場份額的8.8%，繼續保持較好的增長趨勢，已經位居飲料行業第四大品類。其中，加多寶

涼茶以52.1%的市場份額在涼茶市場位居首位。報告還顯示，碳酸飲料和果汁市場面臨被蠶食。2015年康師傅飲料事業部上半年同比下降33.22%。匯源果汁2015年上半年實現營業額25.81億元，同比增長31.3%。但持續虧損9765萬元。

鋼結構行業成長迅速

鋼結構為代表的建築工業化是大勢所趨

建築工業化是建築行業的一場變革。建築工業化是以構件預製化生產和裝配式施工為生產方式，以設計標準化、構件部品化、施工機械化、管理資訊化為特徵，能夠整合設計、生產、施工等整個產業鏈，實現建築節能、環保和全生命週期價值最大化的新型建築生產方式，是建築業從分散落後的大量現場人工濕作業的生產方式向以現代技術為支撐的大工業生產方式的一場變革。其不僅涉及主體結構，還包括圍護結構、裝飾裝修和設施設備，主要的技術路徑包括預製PC、鋼結構、3D列印、裝飾部品部件等。

建築工業化是行業升級的必由之路。傳統建造方式以手工業為主，工人工作條件差、生產效率低、工程安全和品質問題時有發生、能源資源消耗大、環境污染嚴重，積累的矛盾和問題日益突出，已難以為繼，建築工業化成為必然選擇。建築工業化通過BIM等技術工具，促使工程建設各階段、各主體充分共用資源和進行協調，提高工程的生產效率和品質；通過標準化設計，減少設計不合理導致的資源浪費；通過工廠化生產，減少現場手工濕作業帶來的建築垃圾和污水排放；通過裝配化施工，減少噪音和粉塵，提高施工品質和效率，並有效緩解用工荒問題。根據萬科建築研究中心的統計，工業化建築項目相對於傳統項目而言，可以使每平米能耗降低23%、

每平米水耗降低79%、每平米範本量降低87%、每平米垃圾產生量降低91%。

鋼結構是建築工業化途徑之一，具有優越的綜合性能。與傳統鋼筋混凝土相比，鋼結構具有強度高、自重輕、可塑性強、抗震性能好、工業化程度高、施工週期短、環境污染少等綜合優點，是一種節能環保型、可迴圈使用的綠色建築結構，符合國家大力發展節能省地型建築、建設資源節約和環境友好型社會的長期政策導向。發改委、住建部聯合發佈的《綠色建築行動方案》明確提出要推廣適合工業化生產的預製裝配式混凝土、鋼結構等建築體系。

1) 輕質高強。高層混凝土建築自重大約在1.5-2.0t/m²，而高層鋼結構建築自重大多在1.0t/m²以下，低的只有0.5-0.6t/m²。自重輕不僅可以減少運輸和吊裝費用，還可以降低基礎造價。一般來說，對於20層以上的建築物，鋼結構的優勢比較明顯。

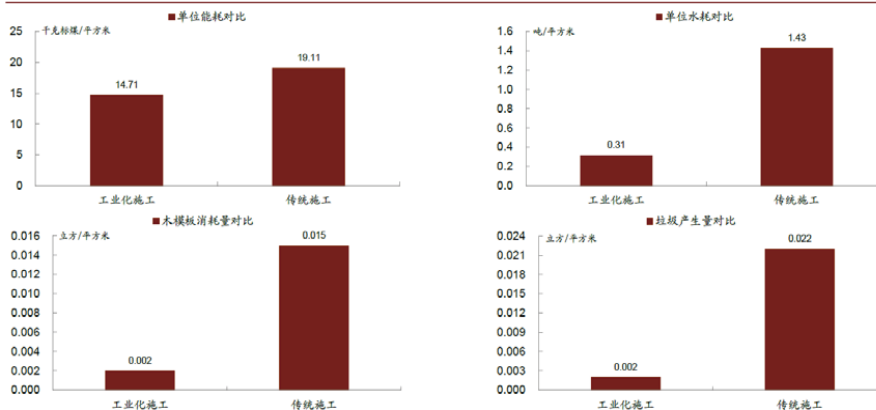
2) 抗震性好。鋼結構延展性好、抗拉伸能力強，是抗震性能最好的建築。根據測算，中等高度建築若採用鋼結構，地震作用可減少30%-40%。正常抗震設計的鋼結構建築，極少有因為地震而倒塌的。這一性能在日本、台灣、四川等地的大地震中得到了充分驗證。正因如此，日本等地震高發區的建築中鋼結構

建筑工业化的主要技术路径

技术名称	代表公司	认知程度	已建成项目
钢结构	精工钢构、杭萧钢构、东南网架、鸿路钢构、富煌钢构	中	昆明正大紫都城、萧山人才公寓、武汉世纪家园、钱清中学、菱湖中学
预制混凝土	万科、远大住工、宝业集团、中国建筑国际	高	万科新里程、洋湖蓝天、湘潭花漾年华、远大盛世荷园
3D打印	盈创科技（亚厦股份参股26%）	低	张江青浦科技园

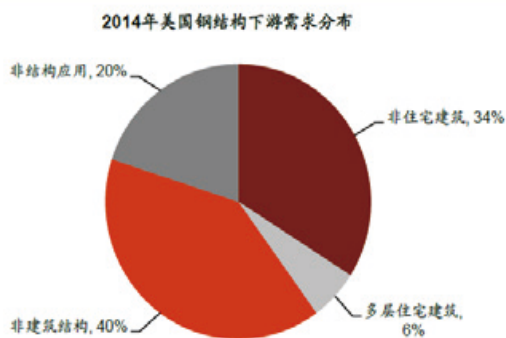
资料来源：公司数据，中金公司研究部

建筑工业化具有节能、节水、节材、节地和环保的优点



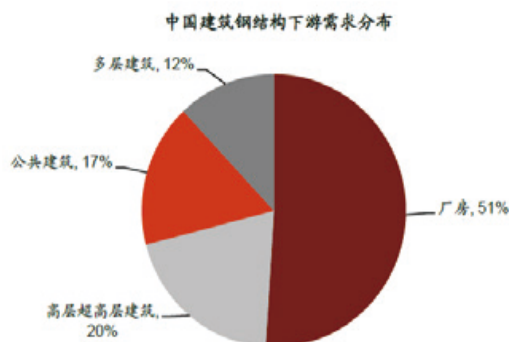
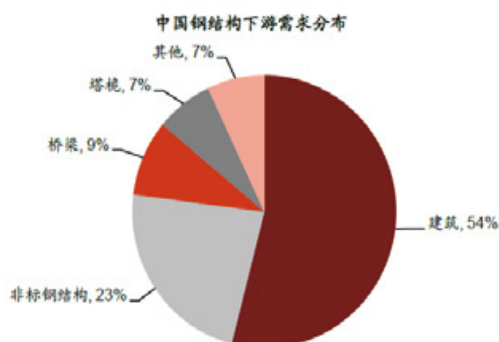
资料来源：《万科住宅产业化介绍》，中金公司研究部

美国建筑市场结构和钢结构下游需求分布



资料来源: 美国钢铁建筑协会, McGraw-Hill Analytics, 中金公司研究部

中国钢结构下游需求分布



资料来源: 中商情报网, 中金公司研究部

佔38%，混凝土結構只佔20%多。

3) 快捷靈活。鋼結構的構件基本在工廠生產，現場通常只進行緊固件和螺栓的安裝，而且冬季可施工，比傳統的施工方法快一倍以上。一般輕鋼專案工期3-6個月；重鋼大專案，工期約1年；只有億元以上的超大型專案，工期才會超過1年。與鋼筋混凝土結構相比。30-50層的鋼結構工程可以縮短工期8-12個月左右。工期短使得投資回收更快，工廠化生產則節約了人工成本。

4) 綠色環保。鋼結構建築的現場施工屬於組合安裝幹作業，極少有粉塵、污水、噪音，大大減少了建築垃圾，環保屬性優越。鋼結構建築改建或拆除比較容易，拆下來的鋼材可以回收再利用，需要處理的廢料很少。與傳統方式相比，

美国非住宅建筑和多层住宅建筑中钢结构占50%以上

建筑结构市占率 (非住宅和多层住宅)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
钢结构	52%	53%	55%	56%	58%	58%	53%	49%	50%
预制房屋	5%	5%	5%	6%	6%	6%	5%	5%	5%
木制	7%	6%	6%	6%	6%	7%	8%	9%	7%
石制	7%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	4%	4%
混凝土	23%	25%	22%	18%	20%	21%	26%	30%	30%
其他	6%	6%	7%	7%	4%	4%	3%	3%	3%

资料来源: McGraw-Hill Analytics, 中金公司研究部

鋼結構可降低施工能耗40%，減少水耗50%-80%，節約範本50%，減少建築垃圾80%，減少現場用工50%，還可減少品質與安全事故。此外，由於強度高，鋼結構截面小、空間大、淨空高，可以提高使用面積約5%-8%，具有節地的優點。

發達國家鋼結構行業非常成熟

美日歐等發達國家鋼結構普及程度相當高。發達國家鋼結構起步早、技術規範完備、普及率高，發展已較為成熟，對中國鋼結構的發

展具有極大的借鑒意義。美國非住宅建築中53%使用鋼結構，多層住宅建築（超過4層）中36%使用鋼結構；日本住宅中71%以上使用了鋼結構；台灣地區鋼結構建築面積佔總建築面積的40%以上；而中國鋼結構建築佔比僅2%，其中鋼結構住宅佔比不足1%。

美國鋼結構在建築與非建築結構領域均有廣泛應用。下游需求主要包括非住宅建築、多層住宅建築、非建築結構（包括露天體育場、加工工廠和化學工廠、石油精煉廠和其他無頂建築）和非結構應

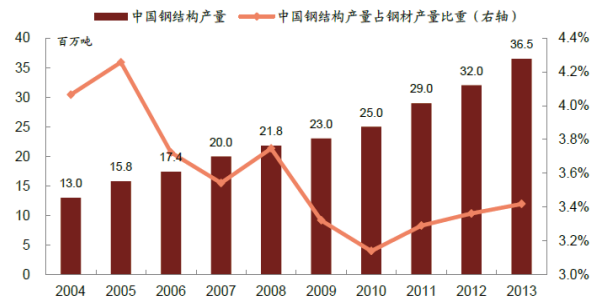
用(包括托架系統、船舶應用、拖車、交通和移動房屋等),分別佔鋼結構總需求的比例分別為34%、6%、40%和20%。非住宅建築對鋼結構的需求高於住宅建築,主要由於美國住宅建築市場規模遠低於非住宅建築市場。

中國鋼結構起步較晚但成長迅速

過去10年中國鋼結構行業快速發展。20世紀90年代之前,中國由於鋼材短缺,國家實行節約用鋼政策。隨著鋼鐵產量快速提升,1997年建設部則提出合理使用鋼材,發展鋼結構。1998年則提出將鋼結構作為建築新技術進行推廣應用,隨後政策轉向支持和鼓勵,鋼結構行業迎來快速發展,產量從2004年的1300萬噸增長至2013年的3650萬噸,年均增長12%。目前鋼結構廣泛應用於下游工業廠房、高層及超高層建築、航站樓、火車站、火電廠、橋樑等。根據中國鋼結構協會的統計,建築、非標鋼結構、橋樑、塔桅和其他分別佔鋼結構消耗量的54%、23%、9%、7%和7%。而在建築鋼結構中,消耗量最大的是廠房和高層建築,分別佔建築鋼結構的51%和20%。

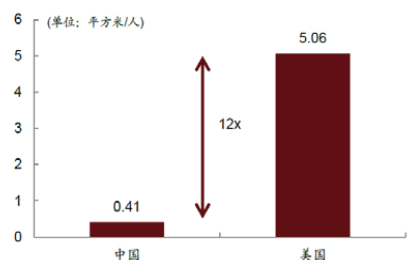
但中國鋼結構與發達國家相比還有很大差距。儘管我國鋼結構近年來在產量和應用領域都有大幅提高,但較發達國家仍遠遠落後。過去10年中國鋼結構產量增速與粗鋼產量增速基本一致,鋼結構產量佔鋼材產量的比重維持在4%左右,美國、日本和德國這一比例分別為45%、28%和22%。從滲透率來看,發達國家鋼結構建築面積佔總建築面積的40%以上,而中國這一比例僅2%左右。在標準化體系建設上,中國的行業規範也嚴重滯後,

中國鋼結構產量及占鋼材產量比重



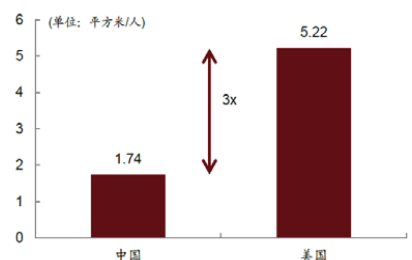
資料來源: 中國鋼結構協會, 中金公司研究部

2014年中國與美國人均倉儲面積



資料來源: 普洛斯官方網站, 中金公司研究部

圖表8: 普洛斯預測2029年中國與美國人均倉儲面積



資料來源: 普洛斯官方網站, 中金公司研究部

一些行業標準的最新修訂甚至在20多年前,修訂速度過慢使得新技術、新產品、新材料的標準不能及時建立,影響了推廣,而且很多標準與國際並不接軌,鋼結構設計往往不被國外所認可。

新興行業及鋼結構住宅興起創造巨大市場空間

傳統鋼結構下游仍有增長空間。1) 輕鋼結構,以往主要應用於工業廠房,發展速度與工業發展速度成正比,隨著沿海工業逐步向中西部轉移,將對需求產生持續拉動。2) 橋樑鋼結構,鐵路、公路、軌交等領域尚有較大需求空間,加上穩增長的需要,有望保持較快增長。3) 空間鋼結構,主要應用於文體、商貿和基建領域,發展前景良好。4) 高層重鋼結構,以往主要應用於高層超高層商業建築,以一線城市為主,隨著二三線城市高層建築逐步採用鋼結構形式,也有望較快增長。5) 設備鋼結構,

考慮到火電、油氣、港口、化工、水泥等行業低迷,預計未來需求較為疲弱。

新興行業尤其是鋼結構住宅興起將創造巨大增量市場。在輕鋼結構市場,未來最大的看點是現代物流倉儲需求急劇增加,尤其是在電商崛起的背景下。在空間鋼結構領域,傳統的文體場館、商貿會展、鐵路站場等將保持快速增長,而通用航空的快速崛起將帶來新的動力。更值得期待的是,鋼結構進入住宅領域有望顯著加快,參考國外發展水準以及根據住建部的規劃,未來幾年鋼結構住宅有望成為一個萬億級市場。此外,隨著國家「一帶一路」戰略的持續推進,鋼結構企業將在廣闊的海外市場施展身手,為長期發展打開更大空間。

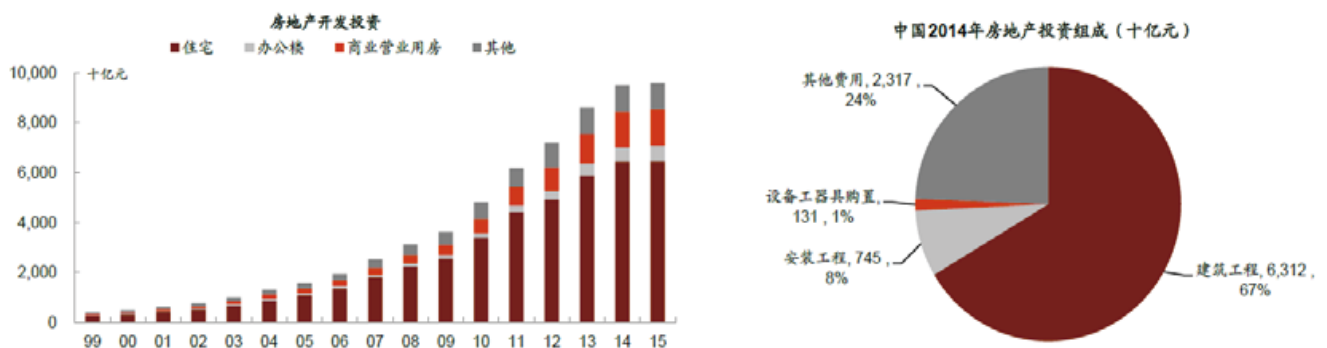
現代物流倉儲設施建設極大提振輕鋼結構需求。隨著國內個人消費的增長及電子商務的蓬勃發展,零售行業對高標準物流設施

中国通用航空机场发展空间巨大

各国通航发展指标对比	中国 (2013)	美国 (2010)	加拿大 (2012)	巴西 (2009)	澳大利亚 (2010)
基本指标					
面积 (百万平方公里)	9.60	9.63	10.00	8.51	7.70
人口 (百万)	1,350	310	30	190	20
GDP (十亿美元)	8,337	14,958	1,836	1,626	1,251
通航飞机数量 (架)	1,654	223,370	28,271	19,765	12,564
通航作业时间 (千小时)	520	24,800	4,500	1,500	1,850
计算指标					
人均通航飞机 (架/百万人)	1	722	810	105	560
通航飞机/GDP (架/十亿美元)	0.2	14.9	15.4	12.2	10.0
人均通航作业时间 (小时/百万人)	382	80,181	128,947	7,937	82,390
通航作业时间/GDP (小时/十亿美)	62	1,658	2,451	923	1,477

资料来源:《从统计看民航》,中金公司研究部

房地产市场为钢结构提供了巨大空间



资料来源:万得资讯,中金公司研究部

的需求增長迅速。截至2013年底,中國物流設施合計5.5億平方米,人均倉儲面積0.41平方米,僅為美國的1/12。根據在中國市佔率最高的物流開發商普洛斯的預測,2029年中國人均倉儲面積有望達到1.74平方米,為美國1/3的水準,市場總供給達到24億平方米,年均增長10.3%,新增物流設施18.5億平方米。按照倉庫1200元/平方米,鋼結構400元/平方米的造價測算,新增輕鋼結構需求為7400億元,年均需求493億元。

通用機場建設將拉動空間鋼結構需求。與美國、加拿大、澳大利亞、巴西等國家相比,中國的通用航空無論是總量指標還是人均指

標,均嚴重落後。中國通用航空飛行總時間僅為美國的2%,通用航空飛行器數量僅為美國的0.8%,未來中國通用航空或重演中國汽車行業在過去20年的故事。根據媒體報導,中國民航局在《通用機場佈局規劃》中提出2030年通用機場總量超過2000個,除去現有的400個,還需新建約1600個。通用機場的投資額一般在2~8億元之間,假設單個機場投資額為5億元,則未來15年的通用機場投資額共計8000億元,假設鋼結構佔總投資額比例為1/5,則鋼結構需求共計1600億元,平均每年投資額超過100億元。

鋼結構住宅逐步興起,帶來巨大市場空間。儘管國內鋼結構在

工業廠房、超高層、特大跨度建築等方面應用廣泛,但在住宅領域的應用非常有限。隨著國家在全社會推廣住宅產業化和綠色建築,鋼結構建築規範和標準逐漸完善,鋼結構建築成套技術不斷成熟,配套新材料不斷湧現,生產企業加強技術改造和節能降耗並降低綜合造價,加上人們對生命安全和生活品質的日益重視,鋼結構住宅正逐步興起。《建築產業現代化發展綱要》提出2020年裝配式建築佔新建建築的20%以上,其中保障房裝配式比例40%以上;2025年裝配式建築佔新建建築的50%以上,其中保障房裝配式比例60%以上。《中共中央國務院關於進一步加強

目前鋼結構建築的造價仍高于現澆混凝土建築

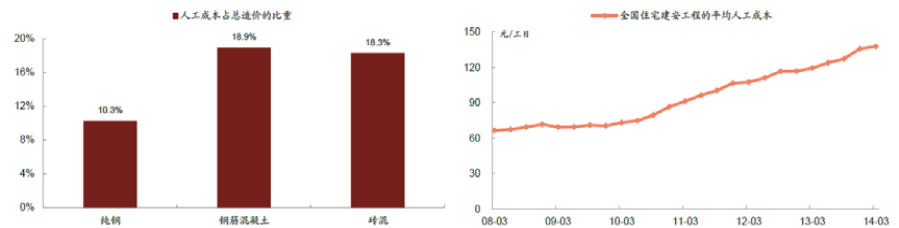
預制裝配式鋼框架				現澆混凝土框架				
工程造價	工程量	总价 (萬元)	单方造價 (元/m ²)	工程造價	工程量	总价 (萬元)	单方造價 (元/m ²)	
梁	H型鋼制作 (t)	121	95	245	現澆筑 (m ³)	211	9	24
	H型鋼運輸 (t)	121	2	4	鋼筋綁扎 (t)	57	25	63
	H型鋼安裝 (t)	121	4	10	模板支撐 (m ²)	2,197	14	37
	小計		100	259	小計		48	125
柱	H型鋼制作 (t)	81	60	154	現澆筑 (m ³)	152	7	19
	H型鋼運輸 (t)	81	1	3	鋼筋綁扎 (t)	44	19	49
	H型鋼安裝 (t)	81	4	10	腳手架安裝 (m ²)	3,494	6	15
	現澆的現澆 (m ³)	93	4	11	模板支撐 (m ²)	1,405	7	18
小計		69	179	小計		39	101	
樓板	鋼筋綁扎 (t)	30	12	32	鋼筋綁扎 (t)	42	18	46
	現澆的現澆 (m ³)	319	14	35	現澆的現澆 (m ³)	466	20	52
	PK板安裝 (m ³)	144	34	88	模板支撐 (m ²)	3,136	23	60
	小計		60	155	小計		61	156
牆體	外牆板 (m ³)	442	82	213	砌塊砌築 (m ³)	784	26	67
	條板內牆 (m ²)	1,913	35	90	外牆保溫 (m ³)	124	18	48
	小計		117	303	過梁構造柱 (m ³)	120	17	45
防腐防火		17	44	腳手架		8	22	
預制樓梯 (m ³)	28	9	22	牆體抹灰		4	10	
垂直運輸 (m ²)	3,870	9	23	小計		74	191	
總計		381	985	現澆樓梯 (m ³)	28	7	18	
				垂直運輸 (m ²)	3,870	12	31	
				總計		242	624	

資料來源：《預制裝配式鋼結構建築經濟性研究》——崔璐，中金公司研究部 *注：上述比較基於2015年2月濟南地區

《城市規劃建設管理工作的若干意見》提出力爭用10年時間使裝配式建築佔新建建築的比例達到30%。2015年房地產投資約為9.6萬億元，假設未來10年房地產投資增速為零，鋼結構建築佔15%，則2025年鋼結構建築的投資規模將達到1.44萬億元，按照建安工程佔74%計算，建安部分為1.07萬億元，相當於目前整個鋼結構市場規模的2.5倍。

海外市場將成為重要增長點。海外發展中國家正處於工業化和城市化的加速期，投資需求巨大，隨著中國「一帶一路」戰略推進，相關國家基礎設施投資短板將快速補齊，並帶動展館、商務場所、工業廠房等需求，為鋼結構企業帶來發展機遇。中國企業憑藉原材料、人工等帶來的成本優勢，持續的技術積累，豐富的建設經驗，無可比擬的效率，空前的政策支援，在上述地區開展業務競爭優勢明顯。根據中國建築金屬結構協會統計，其會員企業2012年在海外完成產能20多萬噸，產值60多億元，

鋼結構建築的人力成本優勢將越來越突出



資料來源：《多層鋼結構住宅造價及綜合經濟性能分析》——鄒晶，中國建設工程造價信息网，中金公司研究部

2014年產能增至80多萬噸，產值增至200多億元。

成本優勢顯現，政策扶持發力

過去鋼結構住宅之所以發展緩慢，核心原因在於造價高於傳統方式，此外還有民眾認知度不高、技術規範不完善、政策執行不到位等。但隨著人力成本持續上升、鋼材價格持續低迷以及政策扶持力度加大，鋼結構成本劣勢逐步減弱甚至轉變為成本優勢，開發商積極性顯著上升。優越的抗震性能以及對隔音、防火等技術的突破使得鋼結構住宅的綜合優勢非常明顯，加上開發商和政府的積極宣傳，社

會認知度不斷上升，鋼結構住宅有望駛入快車道。

鋼結構的成本優勢逐步凸顯

鋼鐵水泥價格比持續下降。材料在工程造價中比重最高，2011年以來鋼材和水泥價格均持續下降，但鋼材價格下降幅度更大。例如上海3mm熱軋板價格從4980元/噸降至目前的1950元/噸，下跌60%，而普通水泥價格從620元/噸下跌50%至310元/噸，鋼鐵水泥價格比下降明顯，緩解了鋼結構的成本劣勢。

鋼結構有助於大幅降低人工成本。人工成本在工程造價中的比重僅次於材料費。由於鋼結構構件是在工廠中生產，現場只進行一

些拼裝和焊接，所需人工遠低於鋼筋混凝土框架結構和磚混結構。根據《多層鋼結構住宅造價及綜合經濟性能分析》，純鋼框架結構的人工費佔工程造價比例為10.3%、而鋼筋混凝土結構和磚混結構的人工費佔比分別為18.9%和18.3%。近年來建築用工成本持續上升，由於人口自然增長率的下降，未來這一趨勢還將延續。人工在工程造價中的佔比還將進一步上升，鋼結構的優勢更加明顯。

鋼結構配套產業體系逐步完

善。樓板、內牆板、外牆板承載了鋼結構建築安全、美觀、實用等性能，是鋼結構建築的主要配套設施。但上述配套產品性能尚有欠缺，而成本有待降低，關鍵在於產業體系尚未形成。部分實力雄厚的企業如萊鋼建設、杭蕭鋼構、精工鋼構、鴻路鋼構、遠大住工等自主研發和生產配套產品，形成了完整的鋼結構建築體系，有力提升了效率，降低了成本。隨著建材企業對鋼結構配套產品研發力度的加大和產業體系的完善，未來成本有望

進一步下降。

考慮政策補貼及其他間接收益後，鋼結構已具有經濟性優勢。從直接造價來看，鋼結構建築的成本與現澆混凝土基本持平，例如鴻路鋼構承接的蚌埠市大禹家園公租房及市城市照明維護管理業務管理技術樓專案，合同金額1.2億元，建築面積5.8萬平米，每平米造價為2115元，略低於混凝土結構的造價。考慮到鋼結構住宅使用面積提高、建設週期縮短、四節一環保等帶來的間接收益，以及各種政

考虑间接收益后，钢结构的成本劣势显著缩小

成本结构 (元/平方米)	纯钢框架结构	钢筋混凝土框架结构	砖混结构
人工费	95	116	142
材料费	605	369	480
机械费	75	37	36
综合费率	81	69	84
其他	37	6	11
税金	31	16	26
工程造价	925	613	778
工程造价 (考虑与工程有关的利息节约和租金收益、使用面积率提高的收益等因素后)	707	587	771

资料来源：《多层钢结构住宅造价及综合经济性能分析》——邹晶，中金公司研究部

国家层面对绿色建筑的政策

时间	政策文件	主要内容
2006	《绿色建筑评价标准》	绿色建筑评价指标体系由节地与室外环境、节能与能源利用、节水与水资源利用、节材与材料资源利用、室内环境质量、运营管理六类指标组成，每类指标包括控制项、一般项和优选项，绿色建筑应满足所有控制项要求，并按满足一般项数和优选项数的程度划分为一星、二星、三星三个等级。
2011	《“十二五”节能减排综合性工作方案》	制定并实施绿色建筑行动方案，从规划、法规、技术、标准、设计等方面全面推进建筑节能。新建建筑严格执行建筑节能标准，提高标准执行率。
2012	《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》	切实提高绿色建筑在新建建筑中的比重，到2020年，绿色建筑占新建建筑比重超过30%，建筑建造和使用过程的能源资源消耗水平接近或达到现阶段发达国家水平。“十二五”期间，加强相关政策激励、标准规范、技术进步、产业支撑、认证评估等方面能力建设，建立有利于绿色建筑发展的体制机制，以新建单体建筑评价标识推广、城市新区集中推广为手段，实现绿色建筑的快速发展，到2014年政府投资的公益性建筑和直辖市、计划单列市及省会城市的保障性住房全面执行绿色建筑标准，力争到2015年，新增绿色建筑面积10亿平方米以上。
2013	《绿色建筑行动方案》	城镇新建建筑严格落实强制性节能标准，“十二五”期间，完成新建绿色建筑10亿平方米；到2015年末，20%的城镇新建建筑达到绿色建筑标准要求。推广适合工业化生产的预制装配式混凝土、钢结构等建筑体系，加快发展建设工程的预制和装配技术，提高建筑工业化技术集成水平。支持集设计、生产、施工于一体的工业化基地建设，开展工业化建筑示范试点。
2014	《国家新型城镇化规划（2014-2020）》	实施绿色建筑行动计划，完善绿色建筑标准及认证体系、扩大强制执行范围，加快既有建筑节能改造，大力发展绿色建材，强力推进建筑工业化。
2014	《绿色建筑评价标准》新版	在2006版基础上，评价指标体系增加了施工管理一项，对不同评价指标进行打分并赋予不同权重，加总得分分别达到50分、60分和80分时，分别评为一星、二星、三星。

资料来源：各部委网站，中金公司研究部

策回報，如項目開發用地優惠、貸款優惠、容積率獎勵、綠色建築獎勵、稅費減免等，經濟性優勢則較為明顯，鋼結構住宅開發商的積極性有望大幅上升。

政策扶持加碼助力鋼結構推廣

綠色建築扶持力度不斷加大。綠色建築是指從物料生產、建築規劃、設計、施工、運營、維護、拆除到回用的全生命週期內，最大限度節約資源、保護環境、減少污染的建築。伴隨著國家對綠色、環保、生態、可持續發展理念的日益重視，過去10年陸續頒佈了多項政策，以推動綠色建築的發展。鋼結構作為一種符合綠色建築標準的建築體系，也受到了政策的大力支持。

綠色建築目標不斷提高。2012年《關於加快推動我國綠色建築發展的實施意見》提出到2020年綠色建築佔新建建築比重超過30%，到2015年新增綠色建築面積10億平方米以上。2013年《綠色建築行動方案》要求「十二五」期間完成新建綠色建築10億平方米，到2015年末，20%的城鎮新建建築達到綠色建築標準要求。2014年《國家新型城鎮化規劃（2014-2020）》則提出2020年綠色建築佔比從2012年的2%提高至50%。

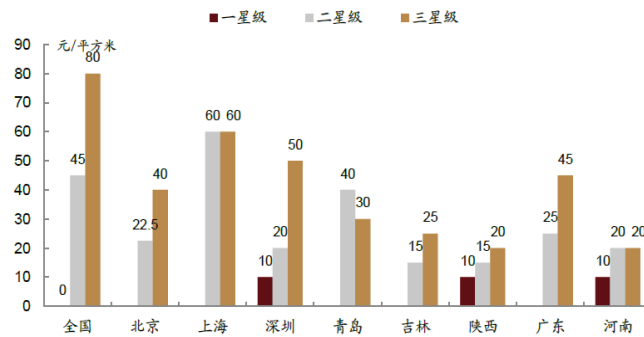
綠色建築評價標準更加量化。根據2015年施行的新版《綠色建築評價標準》，綠色建築的評分指標包括節地與室外環境、節能與能源利用、節水與水資源利用、節材與材料資源利用、室內環境品質、施工管理和運營管理7個方面，並針對不同建築類型賦予不同的權重。當綠色建築的總得分分別達到50分、60分、80分時，綠色建築

綠色建築評分標準

		節地與室外環境	節能與能源利用	節水與水資源利用	節材與材料資源利用	室內環境品質	施工管理	運營管理
設計評價	居住建築	0.21	0.24	0.20	0.17	0.18	-	-
	公共建築	0.16	0.28	0.18	0.19	0.19	-	-
運行評價	居住建築	0.17	0.19	0.16	0.14	0.14	0.10	0.10
	公共建築	0.13	0.23	0.14	0.15	0.15	0.10	0.10

資料來源：《綠色建築評價標準》，中金公司研究部

部分地區對綠色建築的現金補貼統計



資料來源：世邦魏理仕，中金公司研究部

等級分別為一星級、二星級、三星級。相對於舊版《綠色建築評價標準》僅考量滿足條目的數量，新版標準更量化，渾水摸魚更困難。此外，各地方政府也相繼制訂了量化考核目標和具體的時間節點，而非之前籠統的宣導，有助於國家對地方政府進行考核，從而提高了地方政府開發綠色建築的積極性。

綠色建築獎勵和補貼力度明顯。2012年財政部和住建部在《關於加快推進我國綠色建築發展的實施意見》中明確，對於二星級綠色建築給予45元/平方米的補貼，對於三星級綠色建築給予80元/平方米的補貼。地方層面，北京、上海、深圳等地區已出台政策明確對符合要求的綠色建築進行財政補貼，補貼金額10-80元/平方米不等。此外，國家和各地還對綠色建築開發商給予一定的容積率獎勵。上述措施一定程度上對沖了綠色建築偏高的成本，有利於激發開發商開發綠色建築的熱情。

建築工業化獲得超常規政策推動。2015年是我國建築工業化推廣

力度超常的一年，扶持政策頻出。2015年6月發佈了建築產業現代化國家建築標準設計體系及第一批設計圖集。2015年8月《工業化建築評價標準》正式發佈，明確定義了預製率和裝配率，要求參評專案預製率不低於20%，裝配率不低於50%。2015年11月《建築產業現代化發展綱要》完成徵求意見，提出到2020年，裝配式建築佔新建建築的20%以上，其中保障房裝配式比例40%以上；到2025年，裝配式建築佔新建建築的50%以上，其中保障房裝配式比例60%以上。2015年12月全國城鄉工作會議提出，2016年將在充分調研的基礎上，制定行動計劃，全面推廣裝配式建築，推動裝配式建築跨越發展。2016年2月《中共中央國務院關於進一步加強城市規劃建設管理工作的若干意見》提出加大政策支援力度，力爭用10年左右時間，使裝配式建築佔新建建築的比例達到30%，積極穩妥推廣鋼結構建築。

鼓勵鋼結構的政策導向日益明確。歷史上中國曾因鋼產量不足

限制鋼結構的使用，但1998年之後鼓勵和推廣使用鋼結構的政策導向越來越明顯，包括將鋼結構列入進行推廣的十大建築新技術、列入鼓勵類的產業指導目錄、制定鋼結構產業化技術原則、制定鋼結

構五年發展規劃、開展鋼結構企業總承包試點等。但由於成本偏高、社會認知度低等因素，「十一五」和「十二五」期間，鋼結構行業規模尤其是鋼結構住宅建設規模遠未達到目標，扶持力度有望進一步

加大。2015年11月國務院常務會議要求結合棚改和抗震安居工程等，開展鋼結構建築試點，而《建築產業現代化發展綱要》則提出新建公共建築應優先採用鋼結構，並鼓勵農村、景區建築發展輕鋼結構。

2015年國家出台多項政策推動建築工業化

發布時間	部門	主要內容
2015年6月	住建部	《建築產業現代化國家建築標準設計體系》及第一批設計圖集發布，體系按照主體、內裝和外裝三部分進行構建，主體包括鋼筋混凝土結構、鋼結構、鋼-混凝土混合結構、木結構竹結構等，內裝包括內牆地面吊頂系統、管線集成、設備設施、整體部品等，外裝包括輕型外掛式圍護系統、輕型內嵌式圍護系統、幕牆系統、屋頂系統等。
2015年8月	住建部	《工業化建築評價標準》發布，將於2016年5月1日正式實施，首次給出了“工業化建築”、“預制率”、“裝配率”、“建築部品”等術語和定義，要求參評單體建築預制率不應低於20%，裝配率不應低於50%。
2015年11月	住建部	《建築產業現代化發展綱要》完成徵求意見，提出到2020年，裝配式建築占新建建築的比例20%以上，新建公共建築優先採用鋼結構。到2025年，裝配式建築占新建建築的比例50%以上。
2015年12月	住建部	發布關於加快綠色建築和建築產業現代化計價依據編制工作的通知，提出力爭到2016年底實現綠色建築和建築產業現代化計價依據全覆蓋。
2015年12月	住建部	全國住房城鄉建設工作會議召開，提出2016年將在充分調研的基礎上，制定行動計劃，全面推廣鋼結構等裝配式建築，推動裝配式建築跨越發展。
2015年12月	住建部	在北京東方誠國際鋼結構工程有限公司等27家鋼結構企業開展建築工程施工總承包試點，試點企業核發建築工程施工總承包一級資質證書，業務承攬範圍限鋼結構主體工程，試點有效期3年。
2016年2月	中共中央、國務院	發布《關於進一步加強城市規劃建設管理工作的若干意見》，提出大力推廣裝配式建築，減少建築垃圾和揚塵污染，縮短建造工期，提升工程質量；制定裝配式建築設計、施工和驗收規範；完善部品部件標準，實現建築部品部件工廠化生產；鼓勵建築企業裝配式施工，現場裝配；建設國家級裝配式建築生產基地；加大政策支持力度，力爭用10年左右時間，使裝配式建築占新建建築的比例達到30%。

資料來源：各部委網站，中金公司研究部

中國鼓勵鋼結構的政策導向日益明確

政策名稱	發布時間	發布機構	主要內容
《國家建築鋼結構“十五”計劃和2015年發展規劃綱要》	1999	建築鋼結構委員會	“十五”期間爭取每年建築鋼結構用鋼材占全國鋼材總產量的3%，2015年爭取每年全國建築鋼結構的用鋼量達到鋼材總產量的6%。
《建築事業技術政策綱要》	2003	建設部	到2010年，基本實現建築鋼結構用鋼國產化的目標；積極推動建築鋼結構的發展，進一步提高應用技術水平；超高层建筑積極採用合理的鋼-混凝土結構或鋼結構體系，大跨度建築積極採用空間網絡結構、立體桁架結構、索膜結構以及施加預應力的結構體系，低層建築推廣採用經濟適用的輕型鋼結構體系，積極開發鋼-混凝土結構或鋼結構的住宅建設體系，逐步實現產業化。
《關於進一步做好建築業10項新技術推廣應用的通知》	2005	建設部	鋼結構技術被列為10項新技術之一，其中包括鋼結構CAD設計與CAM製造技術、鋼結構施工安裝技術、鋼與混凝土組合結構技術、預應力鋼結構技術、住宅結構技術、高強度鋼材的應用技術、鋼結構的防火防腐技術7項技術。
《當前優先發展的高技術產業化重點領域指南（2004年度）》	2004	發改委、科技部、商務部	近期產業化的重點包括多層鋼結構體系、輕型鋼結構體系、鋼與鋼筋混凝土混合結構體系、整體預應力板柱結構體系、預應力混凝土大開間結構體系、超高层建筑結構體系、大中跨度新型空間結構體系、新型隔震和減震結構體系、智能建築體系等。
《“十一·五”期間我國鋼結構行業形勢及發展對策》	2007	建設部	“十一·五”期間繼續堅持對發展鋼結構鼓勵支持的正確導向與相關政策、措施，進一步推廣與擴大鋼結構的應用，促進建築鋼結構應用推廣和持續發展，推進建築鋼結構產業化的進程；發揮鋼結構重量輕、強度高、抗震性能好的優勢，符合節能環保和工業化、產業化的需求，採取加快發展鋼結構各項政策和措施，到2010年，建築鋼結構的綜合技術水平接近或達到國際先進水平；鋼結構產量目標達到全國鋼產量的10%。
《鋼鐵產業調整和振興計劃》	2009	國務院	盡快完善建築領域工程建設標準體系，結合提高抗震標準，研究出台擴大工業廠房、公共建築、商業設施等建築物鋼結構使用比例規定，修改提高地震多發地區建築物、重點工程、建築物基礎工程用鋼標準及設計規範。
《產業結構調整指導目錄（2011年本）》	2011	發改委	鼓勵鋼結構住宅集成體系及技術研發與推廣和建築隔震減震結構體系及產品研發與推廣。
《建築鋼結構行業發展“十二·五”規劃》	2011	鋼結構委員會	“十二·五”期間，我國建築鋼結構以建築節能減排為重點，通過技術引領、優化設計，大力推廣鋼結構新型住宅，逐步實現年建築鋼結構用材占到全國鋼材總產量的10%左右，鋼結構住宅建設占到房屋總建築面積的15%左右。
《綠色建築行動方案》	2013	國務院	推廣適合工業化生產的預制裝配式混凝土、鋼結構等建築體系，加快發展建築工程的預制和裝配技術，提高建築工業化技術集成水平。支持集設計、生產、施工於一體的工業化基地建設，開展工業化建築示範試點。
《關於化解產能嚴重過剩矛盾的指導意見》	2013	國務院	提出推廣鋼結構在建設領域的應用，提高公共建築和政府投資建設領域鋼結構的使用比例。
《建築產業現代化發展綱要徵求意見稿》	2015	住建部	到2020年，裝配式建築占新建建築的比例20%以上，新建公共建築優先採用鋼結構。到2025年，裝配式建築占新建建築的比例50%以上。
《關於進一步加強城市規劃建設管理工作的若干意見》	2016	中共中央、國務院	提出大力推廣裝配式建築，完善部品部件標準，實現建築部品部件工廠化生產；鼓勵建築企業裝配式施工，現場裝配；建設國家級裝配式建築生產基地；加大政策支持力度，力爭用10年左右時間，使裝配式建築占新建建築的比例達到30%；積極穩妥推廣鋼結構建築。

資料來源：各部委網站，中金公司研究部

商業地產迎來發展契機

中國商辦物業市場面臨整體供應過剩

中國商辦物業的投資增速較快。2010年和2013年商辦物業投資經歷過兩輪躍進。在大多數時間裡，商辦物業的開發投資增速要快於住宅開發投資增速。

過去十多年以來，中國商服用地一直都佔到房地產用地出讓30%上下的比例。這個比例和社會真實需求是不匹配的（即使考慮開發商的確有自持物業不對外出售的情況）。商品房銷售中，商業物業的銷售佔比一直都只在10%左右。

商辦物業的供給明顯過剩的核心原因主要是：

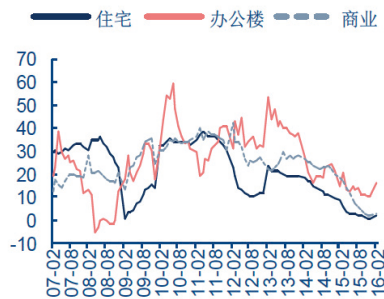
第一、地方政府往往特別喜歡打造樣板工程。絕大多數城市，尤其是二三四線城市，十分樂衷打造城市新核心，而城市新核心除了住宅區之外，一般喜歡出讓摩天大樓和商業中心，似乎有了摩天大樓和商業中心，這些城市就可能躋身「金融中心」或者「國際大都市」之列。但是，金融業一般都聚集在少數核心城市，居民的日常消費也越來越通過互聯網來滿足。

第二、歷史上住宅用地的供給常常受到政策的限制，而商辦物業的土地供給則基本不受政策的限制。儘管住宅用地長期不足，但由於在相當長的時間內，政策並無鼓勵增加供給的做法，反而導致地方政府寧可增加非住宅用地的出讓，以避免輿論聲稱依靠賣地財政推高房價的名聲。

整體看，商場的供給過大。仲量聯行資料顯示，去年全國30個大中城市有近1300萬平方米零售項目入市。預計2016年將有1800萬平左右的零售物業開業，同比增長38.5%。

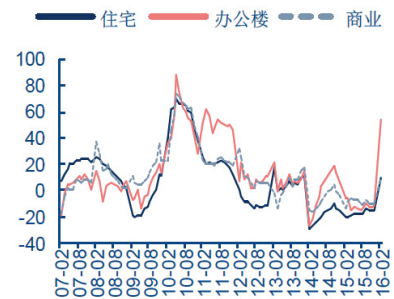
北京、上海、杭州、廣州和深圳五個城市，是中國各大城市裡頭商場租金尚可的城市。一些二線城市的商業氛圍雖然遠遠不如這些城市，但卻同樣供給大量的商場用地。根據CBRE統計，2015年二線城市零售

图 1：分业态开发投资累计同比增速（单位：%）



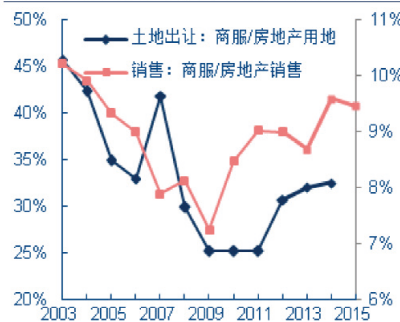
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 2：分业态新开工累计同比增速（单位：%）



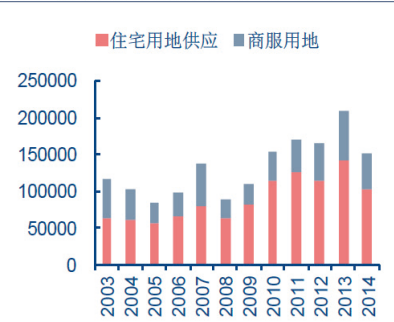
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 3：土地出让和销售环节的业态占比背离



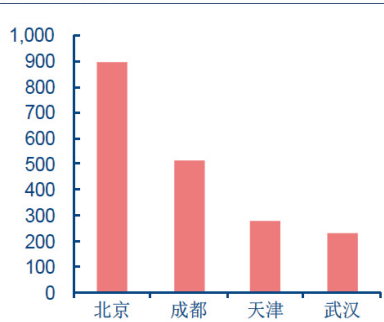
资料来源：Wind

图 4：分年度住宅/商服用地出让（单位：万方）



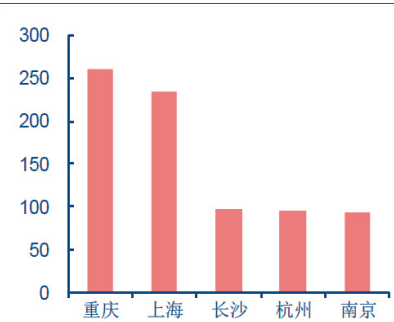
资料来源：Wind

图 5：部分城市购物商场总存量情况
单位：万平方米



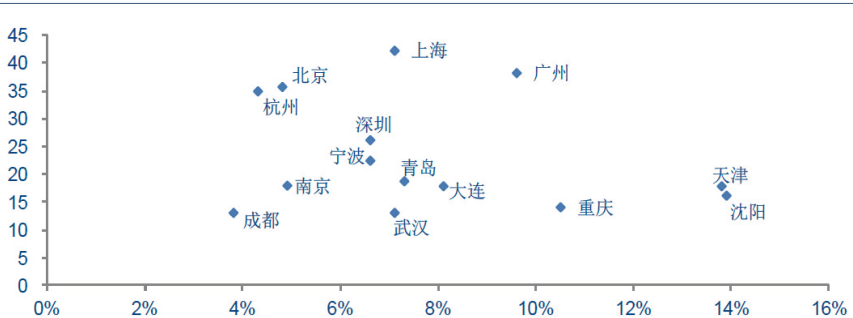
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：部分商场高端/优质商铺总存量情况
单位：万平方米



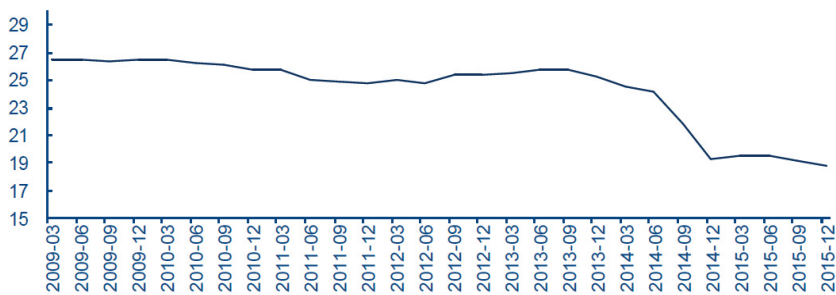
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 7：全国主要城市优质零售物业空置率及首层租金情况
（横轴空置率，单位：%；纵轴位租金，元/平方米/天）



资料来源：世邦魏理仕

图8：部分二线城市优质营收物业首层租金均值



资料来源：Wind，世邦魏理仕；注：图中二线城市包括成都、重庆、武汉、青岛、宁波、杭州、南京、大连、沈阳、天津

表1：万达商业的商办物业运营策略总结

商办物业经营策略	体验式商业的表述
<p>一、调整业态布局，转变招商模式</p> <p>全面推进百货/KTV业态调整，宝贝王进驻、孩子王引进等战略部署；探索招商新模式，延伸品牌合作形式，举办多形式、多主题的品牌洽谈会。</p> <p>二零一五年，万达商业梳理招商调整管控模式，规范与优化业态组合、品牌引进、租金管控和考核评审，明确各部门在招商调整中的角色定位与职责，并针对万达广场、大歌星、国美电器等主力店退租进行了一系列专项调整。全年已开业万达广场全年招商调整租赁面积约200万平方米，其中主力店招商调整租赁面积约119万平方米，步行街招商调整租赁面积约81万平方米，调整区域租金总增约11%。</p> <p>二、加大品牌开发力度，丰富品牌资源</p> <p>在传统零售品牌基础上，引进儿童、教育、培训、健身等体验业态，丰富经营品类，加大儿童业态布局，实现79家万达广场大面积儿童娱乐、儿童零售调整完成。探索品牌经营新模式，建立品牌总部联席会议，引进特色店铺，提升客户体验感，增加广场可逛性；通过与品牌高层深入交流，成功促进连发品牌资源整合，开设多家全新概念生活馆和创新集合店，提升商业经营稳定性。积极拓展海外品牌，开拓品牌资源。二零一五年参加了拉斯韦加斯全球商业地产博览会(CSC)及曼纳国际商业地产展览会，促成与众多国际快时尚品牌的合作，吸引了30余家国际品牌在二零一五年万达广场年会上集中亮相，极大地提升了万达广场年会的国际影响力。在每年9月份万达广场年会上设立春季招商大会，提高招商效率。通过二零一五年的两场招商大会，吸引了3,000多个品牌商家，签订合作意向书约6,600份，现场签约率约85%；二零一五年万达广场年会充分体现了互联网+思维，转型升级为行业合作、在线下合作的全开放平台。</p> <p>三、因势而变，创新营销企划活动</p> <p>二零一五年，全国整体消费市场持续低迷，万达商业积极应对市场状况，顺应消费趋势的转变，运用互联网思维和新技术手段，促进在线下融合，辅助实体商业经营。</p> <p>万达广场统一营销活动，有以下四个亮点：</p> <p>(1)整合外部资源，开展跨界营销。与UBER、顺丰、滴滴达成全面合作，推出特色活动和福利，如「万达广场，一路顺丰，一分钱寄快递」、「滴滴送你来万达」、「零距离体验Uber直升机」等，为消费者带来便捷、丰富的消费体验。</p> <p>(2)建立万达广场品牌资源的微信、微博新媒体矩阵，扩大营销话题传播，在线下线下引流，引爆话题活动。</p> <p>(3)充分利用电商平台，贴近消费习惯。与飞凡、百度糯米、大众点评、京东、美团等电商平台整合推出线上优惠活动。</p> <p>(4)推出联发品牌万达定制，扶持商家经营。以促进广场经营、提升商户销售为导向，分别与联发集团、屈臣氏、华润超市、马华华菲、IDO、GXG等品牌推出万达定制活动，如「万达·马华华菲男装购物节」、「万达·卡宾·发表白」等。活动期间，品牌销售业绩同比提升150%以上，扶持商户经营取得显著效果。</p> <p>四、应对市场变化，适时调整管理模式</p> <p>为适应商业地产的快速发现，加强系统管控力度，提高运营效率和筹备期项目资源整合，二零一五年万达商业对投资系统再次优化组织架构，调整区域化管理模式，将原有区域公司重新整合为18个区域公司，划细核算单元，经营重心下沉；新的区域化管理模式相应调整了区域职能，区域公司对单店管理更加直接、有效，区域范围内各类资源和优势得以互相整合与借力，全面提升了商管系统的综合管理能力。</p> <p>五、重视安全管理，提升经营质量</p> <p>二零一五年万达广场始终将消防安全管控作为首要任务，推进安全管理标准化建设，全面进行空调系统、停车场环境改造，为顾客创造安全、舒适的购物环境。二零一五年，实现了年度安全事故发生率为0，年度安全隐患整改完成率100%，年度安全计划完成率100%，三标管理体系文件100%按期建立，圆满完成了年度安全管控各项目标。</p>	<p>经营调整向提高消费体验方向转变；</p> <p>受电商冲击，所有商家都在调整经营品类。目前ifc和万达广场的商场中，均存在服装、美发、餐饮等相结合，与消费顾客创造共享空间，提高顾客的消费体验。</p> <p>整体上看家庭类、儿童类、体验和精细化服务在万达广场有所增长。</p> <p>餐饮上，创新性的餐饮有所增长。前几年比较流行的大众川菜、湘菜等都表现比较疲软，加入创新餐饮后，都会有明显的增长。</p> <p>业态调整以加强体验提高竞争力；</p> <p>2015年进行的200万平方米的调整，160万平方米是对传统百货的调整。</p> <p>调整后以儿童、体验、生活服务类业态为主，实现整个广场的业态组合，加强体验。</p> <p>同时在零售业态中，对商户有较大的经营辅导。辅导主要是结合非凡的O2O，同时广场内体验与零售混合。</p> <p>依据以上，我们相信2016年销售业绩会有很好的提升，也是未来租金增长的保证。</p>

资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

專案佔零售項目總存量的65%，當年零售項目新落成項目的73%在二線城市。瀋陽等地的整體空置率在15%以上，武漢和成都等地雖然空置率低一些，但商場的租金水準不高。

業態更新演化，企業拼細節拼管理

商場本身的分化十分嚴重，一些商場的經營狀況十分糟糕，租金不能覆蓋運營成本，空置嚴重。另外一些商場經營效果較好。

區別於住宅「拿地，開發，銷

售，結算交付」，商場的開發本身就較複雜。商場的開發和經營涉及規劃，定位，招商，運營這樣的全鏈條。如果只是建造並銷售，很可能造成供給結構和商家需求不匹配的局面。由於總量過剩，不少商場實際上處於門可羅雀的狀況。優秀的商場規劃建設經營人才較為稀缺，企業也紛紛陷入提升商場內在價值的競爭中。

商場不僅受到經濟增速放緩，居民消費增速放緩，奢侈品消費長低落的系統性衝擊，也受到了互聯網對居民消費行為的影響。在互聯網時代，物理空間的實體體驗功能日漸重要，購置行為，尤其是支付本身則越來越不依賴於實體空間。儘管商業企業紛紛試圖切入O2O領域，但互聯網畢竟整個減少了購物消費的需求。與此同時，服務和體驗在商辦物業的運營中日漸重要。

圍繞餐飲、健康、美妝、兒童等娛樂體驗式業態改進招商品牌和運營重心，已經成為了商業地產商的共識。企業不斷追求增加更時尚、更有趣、更新奇、更富有探索性的

商業元素，以吸引更多人流。

大多數優秀的商業物業發展商，在最近幾年都在強調「重視通過管控提升商辦物業的經營質素，而不是追求簡單堆砌持有物業的資產組合」。

企業也紛紛擁抱互聯網。企業有的利用O2O去爭取從線上導入人流(如大悅城的會員體驗平台)，有的利用互聯網直接服務客戶(如萬達利用互聯網提供停車、排隊、電影等服務)，有的則利用互聯網去拓展需求(如共用辦公、供應鏈金融等)。

到了2016年，談管理，談體驗式商業，談擁抱互聯網，確實並不足以改變商場類物業供給充裕，租金可能有下降壓力的現實。那些被賣散的商場的確無法構成優質商業綜合體的競爭對手，可優質商業綜合體本身越來越多，同質性也越來越強。

寫字樓：租金上漲勢頭放緩，整棟交易初露崢嶸

相比商場，寫字樓的經營確實更加簡單。寫字樓不是特別容易失敗的業態，當然通過經營管理大幅提升寫字樓租金的難度也很大。絕大多數中國主要的城市在2014-2015年都迎來了高端寫字樓大量入市的時刻。

2010年之後，伴隨住宅的熱銷，各地大規模出讓的寫字樓，到了2014年前後終於陸續入市。由於供給龐大，中國絕大多數城市寫字樓市場租金增幅放緩，有些甚至租金下降。而且，和商場不同，寫字樓成敗的關鍵是當時市場的供求關係和該寫字樓所處商圈在城市中的相對地位。一旦供求形勢不利，很難有寫字樓的租金表現可以靠管理脫穎而出。

未來如果期望租金表現逆轉向上，則須指望這些城市能夠快速吸納高檔的寫字樓。而對高檔寫字樓的吸納能力，則往往取決於宏觀經濟的表現和產業升級的速度。宏觀經濟越超預期，產業轉型升級速度越快，高檔寫字樓的吸納量才有可能快速提升。

故而，我們認為絕大多數情況下，新增寫字樓項目儲備的投資決策對流通股東不利。除非項目地價極為低廉，且位於核心城市重要區

表 2：大悅城的商辦物業運營策略總結

商辦物業經營策略	
投資物業位於黃金地段，差異化定位及精细化管理助力領先地位；	
投資物業方面，從區位上，投資物業均位於中國一線城市和重點二線城市黃金地段，具有較高的投資價值；從運營上，投資物業所具有的差異化的市場定位和精细化的運營管理，使得集團在同業中始終處於市場領先地位。	
建設創新主題街區，升級品牌，打造 O2O 平台，有效提升客流量；	
如，天津大悅城通過創新主題街區，打造 O2O 會員體驗平台——良食局，有效提升客流，擴大會員規模，深耕會員價值；回顧期內會員人數同比上升 130.2%，租金收入同比增長 20.7%。	
沈陽大悅城通過升級品牌，優化业态，增加經營面積等措，全面挖掘收入增長潛力，回顧期內租金收入同比增長 23.7%。	
堅持大悅城品牌的城市綜合體作為主要發展戰略；	
需調整好銷售與持有的占比；強運營、重服務、勇創新；未來常規發展與非常規相結合。	
- 常規：一二線城市，發揮中糧集團優勢，獲取最好的資源新建大悅城綜合體。	
- 非常規：競爭帶來大量過剩商業項目，以輕資產模式進入。	

資料來源：公司年報，中信證券研究部整理

表 3：商業地產商轉型擁抱互聯網舉措總結

名稱	和互聯網結合的相關表述
萬達商業	<p>參股投資互聯網金融：</p> <p>二零一五年本公司參股投資了網絡金融業務，該業務包括五個板塊：大數據應用、徵信服務、網絡信貸、移動支付和飛凡卡。萬達網絡金融給自己定了三個目標：一是二零二零年萬達網絡金融覆蓋全國主要城市大型商場及所有萬達廣場。二是擴大萬達網絡金融信貸規模。三是萬達網絡金融 3 年內實現 IPO，創造巨大商業價值。</p> <p>借助飛凡，實現實體商業+互聯網：</p> <p>飛凡是「實體商業+互聯網」的場景服務運營商，為實體商業的經營者、商家和消費者搭建一個全方位的互聯網開放平台。通過在線下相結合的營銷方式，為購物中心提供 Wi-Fi、Beacon 等信息化基礎設施建設，通過停車、找店、排隊、電影等服務，增強消費者線下購物體驗。同時，還將向購物中心開放共享會員、積分、大數據，以及飛凡更多的互聯網資源，以更廣闊的互聯網開放平台，助力實體商業長足發展。</p>
金融街	<p>利用微信、APP 等互聯網手段進行營銷：</p> <p>公司創新營銷模式，實現微信公眾號、服務號上線運營；建立全民經紀人平台，廣泛吸納自由經紀人並實現成交；成功上線並在多個項目試運行「Life 金融街」APP，為公司營銷渠道多元化、營銷管理精細化、營銷費用集约化打下基礎。</p> <p>積極擁抱互聯網，構建共享經濟：</p> <p>一種新的經濟形态和經濟結構已經隱隱約約的浮現出來。這是一種更有效率、更低成本的經濟形态。更重要的是這種經濟形态對每個人更加公平。這就是以互聯網為基礎，以互聯網為基本的結構，同時又是以互聯網為工具的一種新形态。無數大的網絡平台替代了過去的大公司，在網絡平台上匯集了無數的個人及小企業。通過競爭，讓這些個人及小企業的才華、技能得到最充分的表現，給社會和市場提供更好、更便宜、更方便的產品和服務。這種新的經濟形态有人叫共享經濟。</p>
SOHO 中國	<p>推出 O2O 產品 SOHO3Q，互聯網辦公時代新選擇：</p> <p>我們創造的 SOHO3Q 就是共享經濟時代全新的辦公空間。在過去的一年時間 SOHO3Q 在北京和上海已經建成了 11 個中心，有一萬多個座位投入使用。我們成為了中國最大的共享辦公空間的提供者，也有了三萬多的會員。SOHO3Q 無論是線下的小區還是在線下的小區都正在逐步的形成，我們這里不光有大批的創業者，還有來自各行各業各種規模的公司。下一步我們將聚焦在建立 SOHO3Q 的會員體系上，邀請更多人成為 SOHO3Q 的會員，讓他們在 SOHO3Q 享受到更便捷、更優質的服務。</p>
紅星美凱龍	<p>着力建設 O2O 平台：</p> <p>線下實體店依然是消費者體驗及購買決策的重要組成部分。在線平台只有與線下實體商場網絡相結合才最有可能成功。我們的 O2O 平台聚焦於消費者體驗，通過在線上和線下互動的方式提升客戶黏性。</p> <p>成立家金所，擁抱互聯網金融：</p> <p>基於集團的互聯網戰略，我們于報告期內成立了上海家金所金融信息服務有限公司「家金所」作為互聯網金融信息服務平台，以應對商場合作方、家居工廠、商戶經營的融資需求。</p> <p>加強信息化建設，大數據助力精细化管理和業務創新：</p> <p>我們在信息化建設領域，繼續推廣家居裝飾及家具行業內率先採用的 ERP-一星雲系統。目前累計已有 136 家商場完全接入了星雲系統。通過星雲系統，我們除了可以更好地基於「大數據技術」收集、分析和利用收集到的客戶、交易及消費者行為方面的資料，採取更有針對性的競爭與經營策略，還可以提升管理精細化、有效實現增收減支，並助力集團實現業務創新和資源共享。</p> <p>互聯網時代積極進行數字營銷：</p> <p>我們打造企業官網、微信訂閱號及微信服務號的全方位的數字營銷平台，以契合「互聯網時代」企業形象與品牌傳播、家居文化理念、客戶服務等方面的需要。</p>
大悅城地產	<p>打造 O2O 平台，有效提升客流量：</p> <p>如，天津大悅城通過創新主題街區，打造 O2O 會員體驗平台——良食局，有效提升客流，擴大會員規模，深耕會員價值；回顧期內會員人數同比上升 130.2%，租金收入同比增長 20.7%。</p>

資料來源：公司年報，中信證券研究部整理

可能看重寫字樓穩定的租金回報，而這種帶來穩定租金回報的資產，在利率逐漸下降的環境之下，越來越成為資產證券化的誘人標的。

而且，這種寫字樓的整棟交易在區域分佈上格外集中。例如，北京和上海，尤其是上海優質寫字樓成交頻繁，可同為一線城市的廣州、深圳，卻鮮有寫字樓交易的案例。二線城市雖然供給了大量的寫字樓，但罕有機構投資者買入二線城市寫字樓的案例。這也充分說明了，權衡資產的收益、流動性等要素，優質不動產基礎資產只是集中在極個別的城市而已。

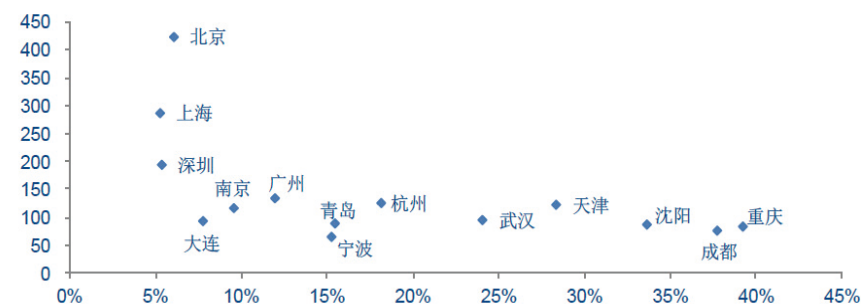
目前，一線城市的寫字樓空置率仍然不高，CBRE 統計 2015 年不到 7%。第一太平大衛斯統計，上海等一線城市優質寫字樓的租金回報率超過 4%，和無風險利率相比已經有了小幅的溢價。未來幾年各大城市寫字樓供應仍然不少，預計寫字樓的租金回報率仍將維持，個別城市或略有下降。

和商業一樣，一些把寫字樓作為主要經營對象的上市企業，也努力提升寫字樓物業的經營管理水準。部分企業，也積極和互聯網相結合，以便追求最大限度提升經常性收入，甚至變租金收入為其他收入形式。這些策略很難徹底改變寫字樓的經營方式，也很難真正讓企業徹底變更盈利模式。但我們也相信，積極創新物業資產管理，有利於寫字樓租金水準穩定。當然，也有一些寫字樓，無論如何從中長期看租金回報率也是不利的。我們相信，上市公司處置這些寫字樓是最明智的。

商辦物業開發的政策機遇

2016 年 3 月 24 日，財政部和國家稅務總局聯合發佈了《關於全面推開營業稅改征增值稅試點的通知》(即財稅【2016】36 號文)，文中公佈了尚未營改增的行業適用的增值稅稅率和政策，該檔自 2016 年 5 月 1 日起生效。此次營改增，最大的亮點不在於企業財務負擔的變化。由於 2016 年 4 月底之前開工的項目，可以選擇適用簡易徵收辦法，短期企業財務負擔不會有什麼變化。即便在中長期，由於土地款可以扣除，且企業可以主動根據稅負變化調整拿地報

圖 9：全國主要城市優質寫字樓空置率及租金情況 (單位：%，元/平方米/月)



資料來源：世邦魏理仕，中信證券研究部整理

域(但這種新投資機會的出現也是罕見的)。我們相信，最近一段時間會有不少主營寫字樓開發的公司「轉售為租」。

上海等地整棟交易活躍，房地產金融化的良好標的

我們注意到，部分一線城市寫字樓整棟交易十分活躍。一線城市中，甲級寫字樓也很少呈現租金加

速上漲態勢。這些城市，要麼最近一段時間供給過大，或者未來一段時間的供應衝擊，例如上海的陸家嘴區域、北京的 CBD 區域，在過去和不遠的未來都有大體量的優質寫字樓供給入市。因此，我們相信絕大多數寫字樓的買家，並不是主要追求寫字樓物業短期價格上漲。相反，我們認為，寫字樓的整棟買家，

價，相信企業的稅負也不會發生多大的變化。不過，這個方案在買入不動產，不動產增值稅進項稅額抵扣方面，規定相當寬鬆。

2016年5月1日之後購入的不動產，可以申報抵扣不動產相關進項稅額。可抵進項按60%和40%的比例分攤在不動產購入後兩年內進行抵扣。對相當多的產業(如保險、管理諮詢、教育培訓等)來說，購入不動產才可能促成當年的增值稅負擔明顯下降。一些企業原來就有辦公空間的使用需求，只不過以往採取租賃方式滿足需求，或以往人均辦公面積不足，這一政策可能極大提升這些企業購置寫字樓的熱情。對於不少非核心區域的商辦物業發展商來說，2016年下半年是較好的庫存去化機會。

營改增帶來的庫存去化機會，畢竟只是一次性的。但風險偏好並不高的大量資金，卻正面臨「資產荒」的狀況。如果這種狀況持續下去，則可能意味著房地產金融發展的大機遇。對於商辦物業開發商而言，這既意味著其物業持續加速去化的可能性，也意味著其盈利模式轉型，向輕資產模式發展的可能性。

目前，阻礙中國房地產金融發展的，主要是社會無風險利率長期偏高和商辦物業出租回報率長期偏低。但是，局面正向有利於房地產金融業發展方向演變。就算出租回報率不明顯提升，但社會風險偏好下降，無風險利率也有下降趨勢。

一旦商辦物業的持有者，實現充分社會化，則這一行業就會迎來較好的去化機遇。而在這個過程中，開發企業不僅有可能收穫銷售回款，還有可能成為新盈利模式的踐行者，化資金槓桿為品牌槓桿，變重資產的投資商為輕資產的管理人。

城市綜合體將迎來快速發展契機

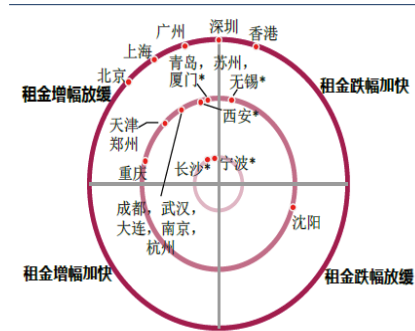
「城市綜合體」就是將城市中的商業、辦公、居住、旅店、展覽、餐飲、會議、文娛和交通等城市生活空間的三項以上進行組合，並在各部分間建立一種相互依存、相互助益的能動關係，從而形成一個多功能、高效率的綜合體。城市綜合體最大的效率在於土地的節約利用和

图 10: 主要城市甲级写字楼租金周期示意图



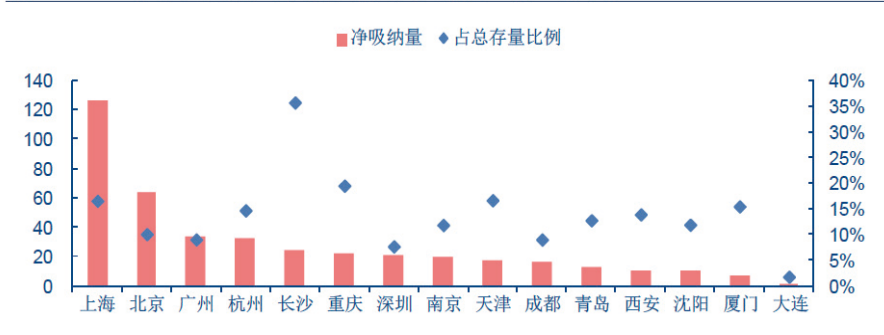
资料来源：仲量联行，中信证券研究部绘制；注：带*号城市数据为每半年更新一次

图 11: 主要城市优质商铺租金周期示意图



资料来源：仲量联行，中信证券研究部绘制；注：带*号城市数据为每半年更新一次

图 12: 2015 年全国主要城市写字楼市场净吸纳量情况 (单位: 万平方米)



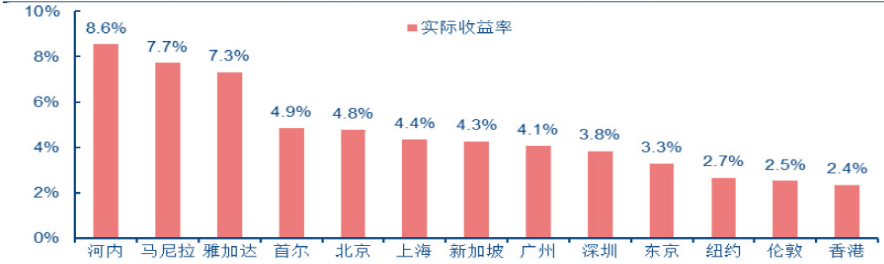
资料来源：戴德梁行，中信证券研究部整理

图 13: 国内主要城市甲级写字楼总存量情况 (单位: 万平方米)



资料来源：戴德梁行，中信证券研究部整理

图 14: 我国主要城市中央商务区甲级办公楼实际收益率及国际比较情况



资料来源：第一太平洋戴维斯，中信证券研究部整理；注：实际收益率计算方法为写字楼当前市场租金（实际净租金）除以写字楼当前资本价值计算得出。实际净租金为租户应支付的租金，其中不含税务支出与运营开支（可收回支出），同时也不含业主以装修、现金、租金返还或免租期等形式提供的租户优惠政策等的等价金额。资本价值仅指大楼办公区域，不含商铺、额外停车位、标志牌、仓储空间以及其他非办公性质的收入来源。

各業態之間的協調發展。例如，公寓和寫字樓可以為商業提供客源，反之商業為寫字樓、酒店和公寓提供配套，寫字樓為公寓提供客源，而公寓又為寫字樓的用戶實現便利的居住需求提供條件。城市綜合體的各組成部分之間相互協調、制約和發展，從而促進整體的共生共榮。因此，城市綜合體的價值不是其單獨各個部分的單獨相加，而是整體達到價值最大化的一種平衡。

我們認為對於中國這種地少人多的國家而言，城市綜合體是一種符合未來發展趨勢的產品形式，它既能解決土地資源利用不足的問題，又依靠其多業態（主要是服務業）拉動就業，同時帶給居住者和使用者全新的居住消費體驗。

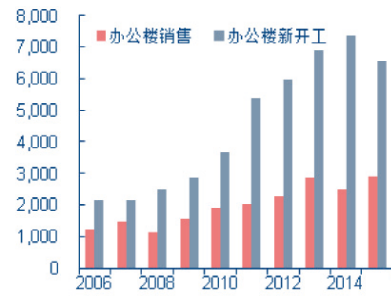
中國的城市綜合體近幾年發展較快，各地，尤其是大城市如雨後春筍般的建設這種新型的建築產品形式，但實際上，我們的城市綜合體發展仍然處於較為初級的階段。

城鎮化將助推城市綜合體發展速度，迎更大發展空間

城市綜合體是由城市的聚集效應應運而生，因此城鎮化水準的提高、城鎮人口的聚集能夠對城市綜合體有直接的推動作用。

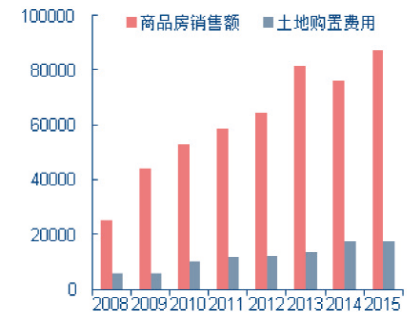
中國城鎮化的發展目標明確。2014年3月，《國家新型城鎮化規劃（2014-2020年）》中詳細註明，城鎮化

图 15: 全国办公楼的销售和开工 (万平方米)



资料来源: Wind

图 16: 商品房销售额和土地购置费用 (亿元)



资料来源: Wind

城市综合体国内外比较

国内城市综合体特点:	国外城市综合体主要特点:
建设时间短, 粗放型, 中低端主题	周期长: 洛克菲勒 11 年; 东京六本木 17 年
重前期, 轻后期: 重外观, 清内核	精细化: 精耕细作, 业态丰富, 服务的附加值高
地方政府主导, 市场化程度低	休闲比重高: 30% 以上; 第三产业 70%, 城市化 70%, 人均 GDP7000 美元
开发商先导, 商业运营能力弱	文化先导性: 高等教育程度高, 社会自由度高, 开放性大。剧院、博物馆、图书馆、画廊等次主力业态。
前期融资渠道与后端变现通道单一	持有化持续性; 主业分工、全程运营。
人才紧缺, 全程人才和专才缺	金融产品齐全: 资金来源多, 资本路径多, 不动产属性。

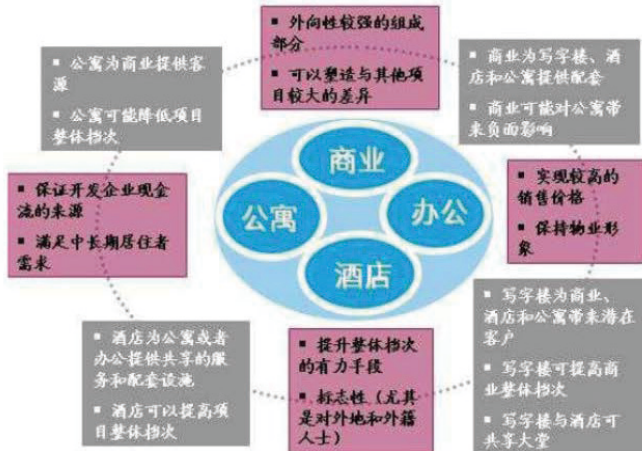
资料来源: 东兴证券

健康有序發展，常住人口城鎮化率達到60%左右，戶籍人口城鎮化率達到45%左右。這意味著未來的城鎮化將更加重視農民進城給城市經濟帶來的結構性變化，城鎮化將更多的承載增加就業機會和提高居民生活水準的使命，進而逐漸讓城鎮居民的消費能力成為拉動經濟的主要力量。因此，可以想像，「十三五」期

間，商業地產的佔比將進一步提高，發展空間較以往更大。

但隨著城市規模的不斷擴大，城市聚集效應在帶來外部受益的同時，也會帶來一定的外部成本（比如環境問題、交通問題、治安問題等），因此城市規模並非無限制擴大，北京、上海這種超大型城市未來的發展路徑會向郊區化發展，並向其周邊的三線小城市延展；其他二線城市和三線城市中發展較為迅速的地區將繼續進行規模擴張，在這些城市的核心區、副中心區、經濟發展新區，仍然有較好的發展機會，仍然處於快速發展的時期。因此可以預期，未來相當長的一段時間內，仍然是大城市逐漸形成、完善的時代。

城市综合体各业态协调发展



资料来源: 东兴证券



CHINA FINANCIAL MARKET

ISSN 2305-3585



9

772305

358506