

2018年對投資者來說極具挑戰，市場對於全球經濟可能會步入衰退的疑慮增加，而不斷升級的貿易衝突令中港股市由年初開始展開跌浪。貿易戰、中國債務危機、人民幣偏軟、政策變動等因素使得當前形勢空前嚴峻，以至於基本因素和投資情緒都變得脆弱。

踏入 2019 年，不確定因素繼續成為全球股市的懸念。我們尤其關注量化寬鬆(QE)向量化緊縮(QT)過渡對市場的影響、美國稅制改革帶來的刺激作用逐漸減少、倒掛收益率曲線的出現、貿易戰的影響以及國內經濟數據疲弱。考慮到所有因素，我們預計恒生指數將於 2019 年在 21,900-27,700 點波動。儘管經濟及政治環境不明朗，我們認為股市回調為投資者提供了配置長線投資的良好機會，現時恒生指數估值上已接近危機水平，加上政策寬鬆作逆周期緩衝有利股市，建議選擇收息股及價值股。

CASH Research  
research@cash.com.hk

Tony Cheung  
Senior Research Analyst  
Tel: (+852) 2287-8847  
tony.cheung@cash.com.hk

Cynthia Tam  
Senior Research Analyst  
Tel: (+852) 2287-8466  
cynthia.tam@cash.com.hk



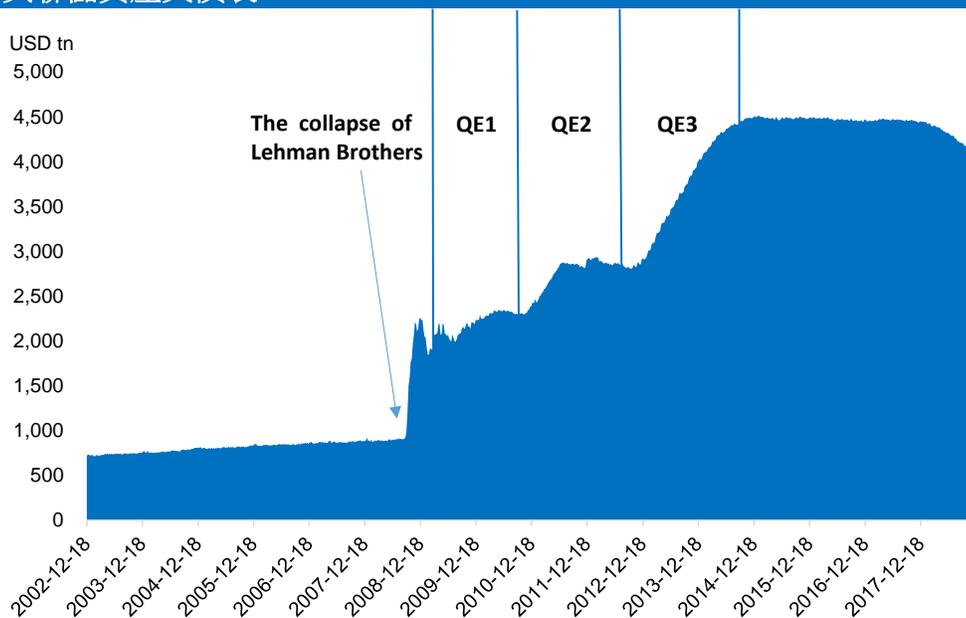
資料來源: Cape Breton Post (Greg Perry's editorial cartoon)

### 1. 由量化寬鬆(QE)過渡至量化緊縮(QT)致市場流動性減少

我們認為量寬促成的高債務水平及資產泡沫令人關注。美聯儲於 2007 年啟動了量化寬鬆(QE)以拯救世界免於經濟衰退。美聯儲的資產負債表在過去十年中急劇擴張，而低借貸成本使債務水平上升至歷史新高，全球債務水平遠高於 10 年前，美國政府債務超過 20 萬億美元。非金融公司債務相對國內生產總值的比率已達到 73%以上的歷史高位。

逾十年過去，現在量寬正逐步退出，據聯儲局的正常化政策，2019 年將會加快縮表，料不利股市。2017 年 10 月開始，美國央行透過對即將到期的債券停止再投資來縮減其資產負債表，美聯儲持有的總資產近期已從約 4.5 萬億美元緩慢下降至 4.1 萬億美元。據美聯儲的指引，縮表規模(機構債務和抵押貸款支持證券加國庫債的總和)在 2018 年約為 1,300 億美元，2019 年為 4,500 億美元，到 2020 年更達 6,000 億美元。而到目前為止，縮表仍有很長的路要走，方能使總資產水平降低到 2.2 萬億美元。與此同時，歐洲央行也在 2018 年底結束了其 2.6 萬億歐元的資產購買計劃，這亦會令流動性短缺的問題惡化。

圖 1. 美聯儲資產負債表



資料來源: 彭博、時富

圖 2. 美聯儲政策正常化原則與計劃

At the June 2017 FOMC meeting, all participants agreed to further augment the Committee's Policy Normalization Principles and Plans by providing the following additional details regarding the approach the FOMC intends to use to reduce the Federal Reserve's holdings of Treasury and agency securities once normalization of the level of the federal funds rate is well under way.

- The Committee intends to gradually reduce the Federal Reserve's securities holdings by decreasing its reinvestment of the principal payments it receives from securities held in the System Open Market Account. Specifically, such payments will be reinvested only to the extent that they exceed gradually rising caps.
  - For payments of principal that the Federal Reserve receives from maturing Treasury securities, the Committee anticipates that the cap will be \$6 billion per month initially and will increase in steps of \$6 billion at three-month intervals over 12 months until it reaches \$30 billion per month.
  - For payments of principal that the Federal Reserve receives from its holdings of agency debt and mortgage-backed securities, the Committee anticipates that the cap will be \$4 billion per month initially and will increase in steps of \$4 billion at three-month intervals over 12 months until it reaches \$20 billion per month.
  - The Committee also anticipates that the caps will remain in place once they reach their respective maximums so that the Federal Reserve's securities holdings will continue to decline in a gradual and predictable manner until the Committee judges that the Federal Reserve is holding no more securities than necessary to implement monetary policy efficiently and effectively.
- Gradually reducing the Federal Reserve's securities holdings will result in a declining supply of reserve balances. The Committee currently anticipates reducing the quantity of reserve balances, over time, to a level appreciably below that seen in recent years but larger than before the financial crisis; the level will reflect the banking system's demand for reserve balances and the Committee's decisions about how to implement monetary policy most efficiently and effectively in the future. The Committee expects to learn more about the underlying demand for reserves during the process of balance sheet normalization.

資料來源: 聯儲局、時富

## 2. 加息速度減慢或反映經濟下行風險加大

美聯儲於 2018 年 12 月將基準基金利率目標區間調高 0.25%，符合市場預期，至 2.25%-2.5%。然而，美聯儲最新的點陣圖顯示，美聯儲官員普遍預計 2019 年加息兩次，低於此前的三次加息預期，其後在 2020 年再加息一次，長期基金利率由原來的 3% 下調至 2.8%。2019 年基金利率的預期從 3.1% 下降到 2.9%，2020 年和 2021 年從 3.4% 下降到 3.1%。我們相信加息步伐減慢或預示全球經濟增長放緩。與此同時，美聯儲變更了經濟預測，並調低了實際 GDP 和 PCE 通脹的預期。

圖 3. 美聯儲點陣圖



資料來源: 彭博、時富

圖 4. 美聯儲經濟預測

| Variable                                | Median <sup>1</sup> |      |      |      |            | Central tendency <sup>2</sup> |         |         |         |            | Range <sup>3</sup> |         |         |         |            |
|---|---------------------|------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|---------|------------|--------------------|---------|---------|---------|------------|
|   | 2018                | 2019 | 2020 | 2021 | Longer run | 2018                          | 2019    | 2020    | 2021    | Longer run | 2018               | 2019    | 2020    | 2021    | Longer run |
| Change in real GDP                      | 3.0                 | 2.3  | 2.0  | 1.8  | 1.9        | 3.0-3.1                       | 2.3-2.5 | 1.8-2.0 | 1.5-2.0 | 1.8-2.0    | 3.0-3.1            | 2.0-2.7 | 1.5-2.2 | 1.4-2.1 | 1.7-2.2    |
| September projection                    | 3.1                 | 2.5  | 2.0  | 1.8  | 1.8        | 3.0-3.2                       | 2.4-2.7 | 1.8-2.1 | 1.6-2.0 | 1.8-2.0    | 2.9-3.2            | 2.1-2.8 | 1.7-2.4 | 1.5-2.1 | 1.7-2.1    |
| Unemployment rate                       | 3.7                 | 3.5  | 3.6  | 3.8  | 4.4        | 3.7                           | 3.5-3.7 | 3.5-3.8 | 3.6-3.9 | 4.2-4.5    | 3.7                | 3.4-4.0 | 3.4-4.3 | 3.4-4.2 | 4.0-4.6    |
| September projection                    | 3.7                 | 3.5  | 3.5  | 3.7  | 4.5        | 3.7                           | 3.4-3.6 | 3.4-3.8 | 3.5-4.0 | 4.3-4.6    | 3.7-3.8            | 3.4-3.8 | 3.3-4.0 | 3.4-4.2 | 4.0-4.6    |
| PCE inflation                           | 1.9                 | 1.9  | 2.1  | 2.1  | 2.0        | 1.8-1.9                       | 1.8-2.1 | 2.0-2.1 | 2.0-2.1 | 2.0        | 1.8-1.9            | 1.8-2.2 | 2.0-2.2 | 2.0-2.3 | 2.0        |
| September projection                    | 2.1                 | 2.0  | 2.1  | 2.1  | 2.0        | 2.0-2.1                       | 2.0-2.1 | 2.1-2.2 | 2.0-2.2 | 2.0        | 1.9-2.2            | 2.0-2.3 | 2.0-2.2 | 2.0-2.3 | 2.0        |
| Core PCE inflation <sup>4</sup>         | 1.9                 | 2.0  | 2.0  | 2.0  |            | 1.8-1.9                       | 2.0-2.1 | 2.0-2.1 | 2.0-2.1 |            | 1.8-1.9            | 1.9-2.2 | 2.0-2.2 | 2.0-2.3 |            |
| September projection                    | 2.0                 | 2.1  | 2.1  | 2.1  |            | 1.9-2.0                       | 2.0-2.1 | 2.1-2.2 | 2.0-2.2 |            | 1.9-2.0            | 2.0-2.3 | 2.0-2.2 | 2.0-2.3 |            |
| Memo: Projected appropriate policy path |                     |      |      |      |            |                               |         |         |         |            |                    |         |         |         |            |
| Federal funds rate                      | 2.4                 | 2.9  | 3.1  | 3.1  | 2.8        | 2.4                           | 2.6-3.1 | 2.9-3.4 | 2.6-3.1 | 2.5-3.0    | 2.1-2.4            | 2.4-3.1 | 2.4-3.6 | 2.4-3.6 | 2.5-3.5    |
| September projection                    | 2.4                 | 3.1  | 3.4  | 3.4  | 3.0        | 2.1-2.4                       | 2.9-3.4 | 3.1-3.6 | 2.9-3.6 | 2.8-3.0    | 2.1-2.4            | 2.1-3.6 | 2.1-3.9 | 2.1-4.1 | 2.5-3.5    |

資料來源: 美聯儲、時富

我們對 2019 年宏觀增長放緩的看法源自於特朗普刺激政策所造成的高基數效應。2018 年，特朗普政府採取減稅及 1 萬億美元基建支出計劃，成為了推動美國 GDP 增長、職位和就業的關鍵驅動因素之一。但是，考慮到高基數效應，財政刺激措施的一次性效益或在 2019 年逐漸淡出。美國中期選舉後，眾議院現在轉由民主黨人控制(與共和黨控制的參議院競爭)，考慮到民主黨人有意降低特朗普於 2020 年連任之機會，這或將減低進一步推出刺激政策的可能。我們認為在沒有強大的宏觀基本面支撐下，美國加息週期將於 2019-2020 年進入最後階段。

在宏觀經濟放緩、近期股市崩盤擔憂加劇以及貿易衝突不確定性之環境下，我們預計美聯儲將繼續放慢加息步伐。回顧 2007 年，在美聯儲將短期利率目標從 2007 年 9 月下調 0.5% 至 4.75% 之後，全球股市於 1 個月後見頂回落。因此，投資者應該隨時關注美國貨幣政策之轉向，結束加息甚至是開始降息將進一步證實我們對經濟增長和股市的利空看法。

圖 5. 股市於 2007 年見頂 (上一個頂部)

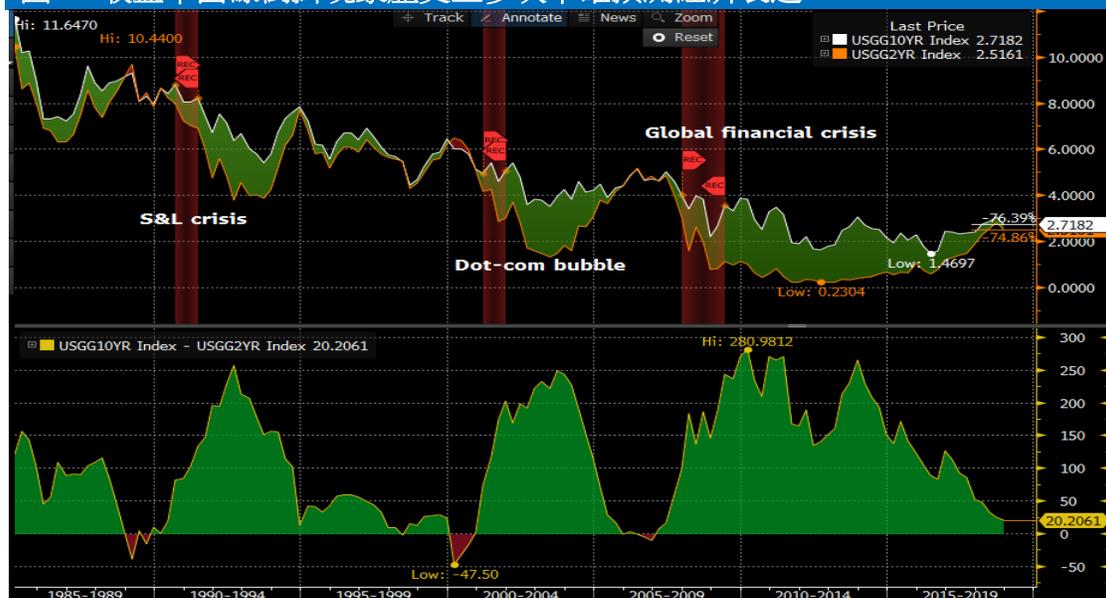


資料來源: 彭博、時富

### 3. 即將到來的收益率曲線倒掛可能意味著經濟衰退？是的，但很可能不在 2019 年

我們認為 2019 年並非衰退年。這一輪美國經濟從 2007-09 年金融危機中復甦的時間異常漫長。截至 2018 年 12 月，經濟增長已持續 112 個月，是美國史上第二長，我們認為美國經濟增長將在 2019 年失去動力。而我們嘗試利用收益率曲線分析，來確定經濟衰退之時間點。在過去 10 年中，長期和短期國債收益率已經收窄，趨勢上趨於平坦。倒掛收益率曲線的出現曾經多次成功預測經濟衰退。2 年期和 10 年期國債收益率之間的利差從 2016 年 12 月的 1.3% 下降至目前約 0.18%。我們預計兩者相差會於加息一至兩次後變為零，即是出現倒掛。過往倒掛收益率曲線的出現與衰退之間的延後時間亦各有不同，平均時間約為 15.2 個月，我們相信 2019 年出現衰退的可能性極低。

圖 6. 收益率曲線倒掛現象歷史上多次準確預測經濟衰退



資料來源: 彭博、時富

\* 倒掛收益率曲線被視為經濟衰退的先兆：一般投資者都會要求較高的收益來補償時間較長的資金凍結。不過，一旦投資者認為未來經濟將走下坡使聯儲局利用減息來作為挽救經濟的手段，他們便會反而希望投資在年期較長的債券而避免短期內他們要把到期的資金以較低的息率再投資。當長期債券的需求上升，長期利率就無可避免的下跌，是為投資者對未來經濟信心的反映。

#### 4. 中國經濟前景疲弱

料上半年經濟依然較弱。在貿易戰和信貸環境偏緊的背景下，中國的官方製造業採購經理人指數放緩至接近 50 榮枯線(過去兩年數據都在 50 以上，反映經濟呈現擴張)。近期內地零售銷售數據令人失望，11 月增長率僅為 8.1%(低於 2017 年的 9%-10%範圍)。與此同時，工業生產數據於下半年變得疲軟。在貿易戰下，看似健康的出口數據可能反映了出口商在關稅徵收前的提早透支及人民幣貶值。除了(1)關稅戰的負面影響變得更為明顯之外，我們預計上半年經濟將受制於(2)固定資產投資活動廣泛放緩(房地產投資開始降溫；市場情緒疲弱導致製造業投資或達至峰值；基建投資受信貸增長疲軟拖累)。然而，其後政策紅利浮現有助於重振經濟。

圖 7. 中國官方製造業採購經理人指數(PMI)及分項數據

| Indicators                             | 2018/12/31 | 2018/11/30 | 2018/10/31 | 2018/9/30 | 2018/8/31 | 2018/7/31 | 2018/6/30 |
|--|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Manufacturing PMI                      | 49.4       | 50         | 50.2       | 50.8      | 51.3      | 51.2      | 51.5      |
| Output PMI                             | 50.8       | 51.9       | 52         | 53        | 53.3      | 53        | 53.6      |
| New order PMI                          | 49.7       | 50.4       | 50.8       | 52        | 52.2      | 52.3      | 53.2      |
| Backlogs of Orders PMI                 | 44.1       | 44.3       | 44.3       | 45.2      | 46.7      | 45.7      | 45.5      |
| New Export Orders PMI                  | 46.6       | 47         | 46.9       | 48        | 49.4      | 49.8      | 49.8      |
| Imports PMI                            | 45.9       | 47.1       | 47.6       | 48.5      | 49.1      | 49.6      | 50        |
| Stocks of Finished Goods PMI           | 48.2       | 48.6       | 47.1       | 47.4      | 47.4      | 47.1      | 46.3      |
| Inventories of Raw Materials PMI       | 47.1       | 47.4       | 47.2       | 47.8      | 48.7      | 48.9      | 48.8      |
| Input Prices PMI                       | 44.8       | 50.3       | 58         | 59.8      | 58.7      | 54.3      | 57.7      |
| Purchase of Inputs PMI                 | 49.8       | 50.8       | 51         | 51.5      | 51.8      | 51.5      | 52.8      |
| Suppliers' Delivery Time PMI           | 50.4       | 50.3       | 49.5       | 49.7      | 49.6      | 50        | 50.2      |
| Production and Business Activities PMI | 52.7       | 54.2       | 56.4       | 56.4      | 57        | 56.6      | 57.9      |
| Employment PMI                         | 48         | 48.3       | 48.1       | 48.3      | 49.4      | 49.2      | 49        |

資料來源: 彭博、時富

圖 8. 中國經濟數據

| Indicators             | 2018/11/30 | 2018/10/31 | 2018/9/30 | 2018/8/31 | 2018/7/31 | 2018/6/30 | 2018/5/31 | 2018/4/30 | 2018/3/31 |
|------------------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| IP (yoy %)             | 5.4        | 5.9        | 5.8       | 6.1       | 6         | 6         | 6.8       | 7         | 6         |
| FAI (yoy %)            | 5.9        | 5.7        | 5.4       | 5.3       | 5.5       | 6         | 6.1       | 7         | 7.5       |
| Exports (yoy %)        | 5.4        | 15.6       | 14.4      | 9.5       | 11.6      | 10.7      | 11.9      | 11.9      | -3        |
| Import (yoy %)         | 3          | 20.8       | 14.5      | 20.7      | 26.9      | 13.8      | 26.1      | 22.2      | 14.8      |
| Trade Balance (RMB bn) | 306.04     | 238.76     | 209.02    | 168.52    | 172.8     | 256.67    | 147.26    | 166.94    | -35.06    |
| Retail Sales (yoy %)   | 8.1        | 8.6        | 9.2       | 9         | 8.8       | 9         | 8.5       | 9.4       | 10.1      |
| GPI (yoy %)            | 2.2        | 2.5        | 2.5       | 2.3       | 2.1       | 1.9       | 1.8       | 1.8       | 2.1       |
| PPI (yoy %)            | 2.7        | 3.3        | 3.6       | 4.1       | 4.6       | 4.7       | 4.1       | 3.4       | 3.1       |
| M2 Growth (yoy %)      | 8          | 8          | 8.3       | 8.2       | 8.5       | 8         | 8.3       | 8.3       | 8.2       |

資料來源: 彭博、時富

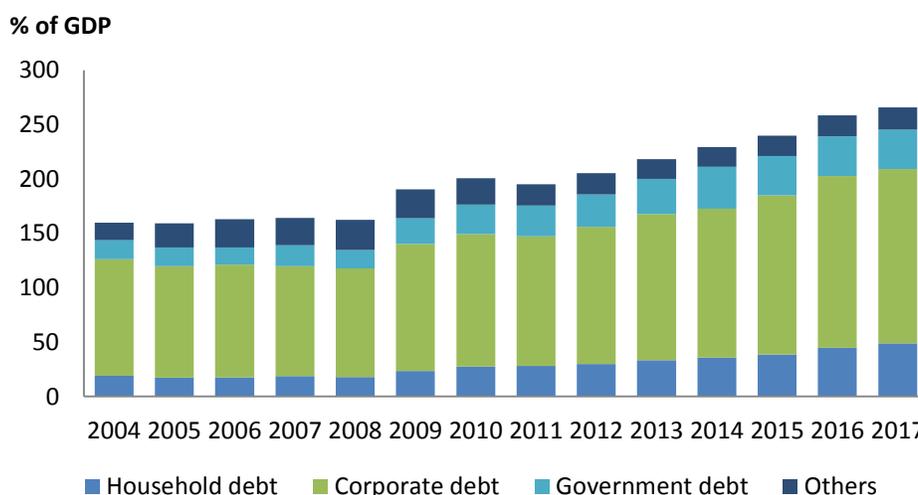
### 5. 政策寬鬆作逆周期緩衝

我們認為中國將利用政策組合拳以穩經濟。總體而言，我們預料 2018 年全年 GDP 增長按年升 6.6%，預計 2019 年 GDP 增長按年降至 6.2%。在宏觀逆風中，財政政策方面，財政赤字目標將從 2018 年 GDP 的 2.6% 增加到 2019 年 GDP 的 3%，加之 2019 年官方地方政府特別債券發行額度增加不少於人民幣 1.35 萬億元。同時，2019 年稅務削減至少 1.3 萬億元人民幣(就家庭而言，減免個人所得稅；就企業而言，減低增值稅、企業所得稅和社會保障繳費率以支持企業部門；以及(3)對出口商削減關稅及實行更高退稅)可刺激經濟；在貨幣政策方面，我們預計 2019 年將再降低兩次存款準備金率，以降低實體經濟的融資成本，令社會融資總額適度增長。寬鬆政策之紅利浮現後，料經濟活動將會好轉。

## 6. 中國去槓桿化政策有所寬鬆

我們認為中國政策制定者希望以穩增長為先。政策制定者可能會逐步將去槓桿化步伐調整至較溫和，即是將目標從降低債務佔 GDP，至穩定債務增長，並與名義 GDP 增長保持一致，此舉一方面穩定經濟，另一方面壓抑任何房地產泡沫之形成，避免進一步提高債務風險(目前，中國的債務總額超過其 GDP 的 250%)，以防大規模違約。從政策基調的角度來看，10 月份政治局會議上指出中國下行壓力正惡化，並要求及時制定支持經濟增長的政策，增強私人企業信心，抵禦資本市場逆風。從貨幣政策來看，中國人民銀行自 2018 年 4 月以來已三次下調存款準備金率，並一直指導銀行向私營企業和中小企業擴大信貸。但是，由於近期人民幣疲軟，我們預計 2019 年不會出現過於激進的信貸放鬆或刺激措施。(而住房政策緊縮和地方政府債務不透明問題仍然存在)

圖 9. 中國的債務總額超過其 GDP 的 250%，比 10 年前高出 100 個百分點



資料來源: 彭博、時富

為了增加民營企業的流動性，中國銀保監會於 2018 年 11 月 9 日向銀行提出了「一二五」目標指導方針，對民企貸款在銀行的公司貸款所佔的比例作出指引。在新的公司貸款中，大型銀行對民營企業的貸款不低於  $\frac{1}{3}$ ，中小型銀行不低於  $\frac{2}{3}$ ，並爭取 3 年以後，銀行對民營企業的貸款佔新增公司貸款的比例不低於 50%。而當前的 TMLF 定向降息或可暫時改善民營企業的流動性問題並降低違約風險。

## 7. 列強角力不利股市

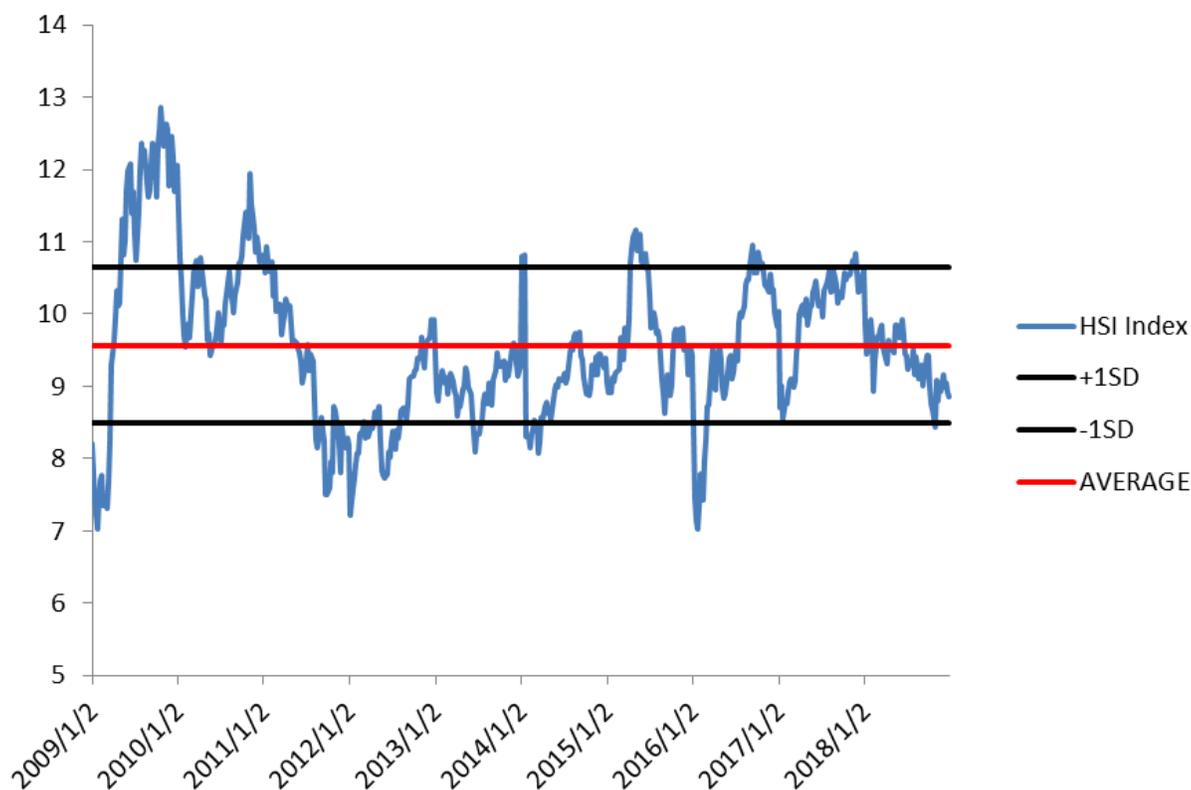
中美貿易關係仍是隱憂。G20 會議之後，美國和中國同意暫時停戰。特朗普同意維持價值 2,000 億美元的中國商品的 10%關稅，並未將其提高至 25%，但只限於 90 天談判期間內，詳情要等中美再次協商。作為交換，中國願意從美國購買「非常大量」的農業產品，能源和其他商品，以幫助減少美國之貿易失衡。儘管暫時休戰，我們認為中美貿易關係的隱憂仍然存在，因為 90 天的談判只是暫時的解決方案。從長遠來看，崛起國與列強國之間的緊張關係將繼續存在，而衝突將超越貿易層面，擴大至涉及技術上的出口控制及投資限制、市場准入、知識產權保護、經濟體系競爭及地緣政治問題。鑑於中國產能體量大，預料若沒有足夠的調整期，全球供應鏈生產線重新洗牌或對經濟產生破壞性的影響。我們認為美中貿易戰的升級將繼續損害市場情緒，並在短期內引發人民幣貶值和估值下調。

## 8. 估值吸引 留意價值股及高息股

(1)中美貿易衝突升級；(2)對增長前景的擔憂加劇；(3)對市場化結構改革的進展失望(例如私營企業(POE)在中國的角色被淡化)；(4)負面的行業政策(包括藥品價格控制、網絡遊戲牌照暫停審批、新的資產管理規則、更嚴格的環保執法)都令中港股市下跌，而我們認為此等因素已很大程度反映於其估值當中。我們預計相比全球股票市場(如美國、日本及歐州股市)，聰明錢或優先選擇中港股市，這建基於中央政府的「維穩政策」能避免系統性風險，以及市場化結構改革之方針長線不變。

據彭博數據，恆生指數的預測市盈率現時約 8.8 倍，比起十年平均值 9.6 倍低，反映估值不高，上證指數預測市盈率現更達到 8.1 倍，亦大幅低於十年平均值 9.9 倍。

圖 10. 港股預測市盈率低於 10 年均值



資料來源：彭博、時富

**2019 年恒指上望 27,700**：目前恒指的預測市盈率为 8.8 倍，市帳率为 1.01 倍，我們的 2019 年基準恒生指數目標為 27,700 點，反映 10 年平均值 9.6 倍市盈率。如果貿易戰擔憂得到解決，加上企業盈利增長強於預期(雖然我們認為可能性非常低)，**恒指的最牛目標將為 30,600 點**，反映 10.5 倍市盈率；相反，如果經濟放緩比預期更嚴重，人民幣大規模貶值及強烈的避險情緒，**恒指最差或會回落至 21,900 點附近**，反映 0.87 倍的市帳率。

**2019 年投資者可留意中移動(941.HK)、長江基建(1038.HK)、金沙(1928.HK)、領展(823.HK)及石藥(1093.HK)。**

## 目錄

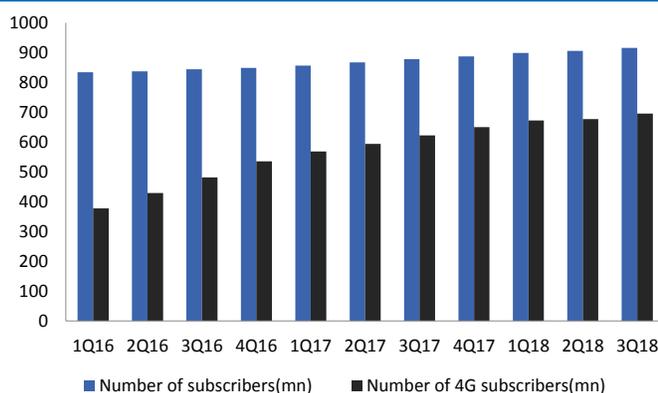
|                    |    |
|--------------------|----|
| 中移動(941.HK).....   | 12 |
| 長建(1038.HK).....   | 19 |
| 金沙中國(1928.HK)..... | 27 |
| 領展(823.HK).....    | 34 |
| 石藥(1093.HK).....   | 42 |

## 中移動(941.HK)

**規模優勢：**我們認為中國移動(00941)主導移動市場份額，具有規模優勢。中國移動是中國最大的電信運營商，擁有超過 9.1 億個移動用戶(4G 用戶：6.95 億)，佔中國總移動用戶總數 15.46 億(4G 用戶：11.5 億)的 60%。旗下業務部門包括電信服務(數據/語音服務)及產品銷售等。我們認為規模優勢使中移動具有更高的利潤率(2018E EBITDA 利潤率：~37%，中聯通：~29% 及中電信：~28%)。

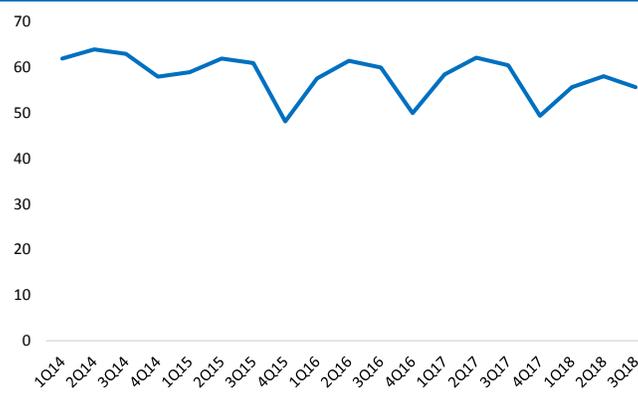
**用戶數量依然增加：**由於在農村和地區覆蓋面廣，中移動的移動 ARPU 將繼續受到數據漫遊取消的負面影響，負面影響延續到 2019 年第二季度末(此前語音漫遊資費取消之影響亦已逐步反映直到 2018 年第 3 季度)。但是，我們認為在 2018 年第 3 季度中移動推出的無限、大容量數據計劃將有助於搶佔客戶，包括 4G 用戶。我們預計該正面影響可抵消 ARPU 下降的影響，令中移動成功實現低單位數的收入增長。

圖 11. 中移動用戶數量 (以百萬計)



資料來源：中移動、時富

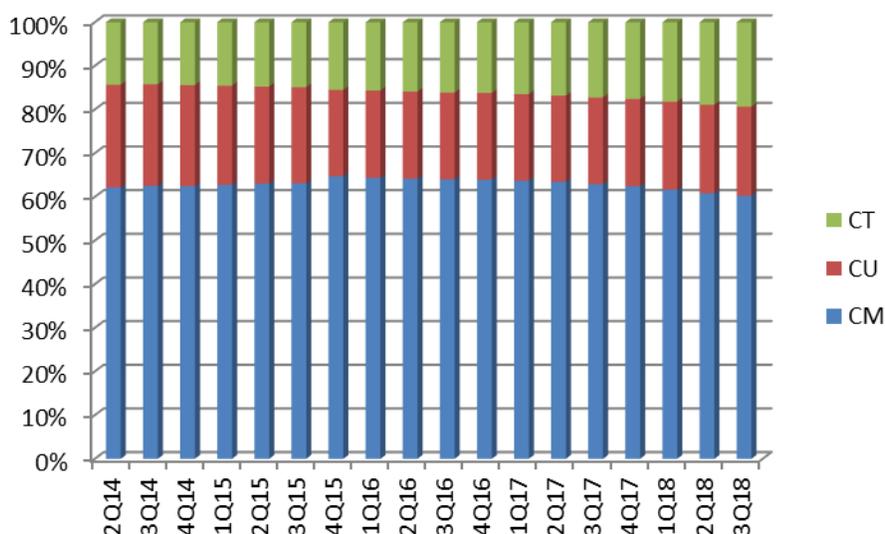
圖 12. 中移動旗下移動 ARPU 趨跌 (以人民幣計)



資料來源：中移動、時富

自 2016 年以來，中移動已失去其移動用戶市場份額，主要原因是價格競爭力不足(可能是為減輕因壟斷而產生潛在監管風險)，但我們認為用戶市場或已達到拐點。我們最近知道中移動的移動數據計劃定價已降至幾乎與同行相當(中移動的北京「任我用全國不限量套餐」為 78 元人民幣，此前為 238 元人民幣)。與同行相比，中移動具有成本優勢、更強的現金狀況及較佳的客戶體驗(網絡投訴率最低)，預料市場份額流失的情況將不會持續。

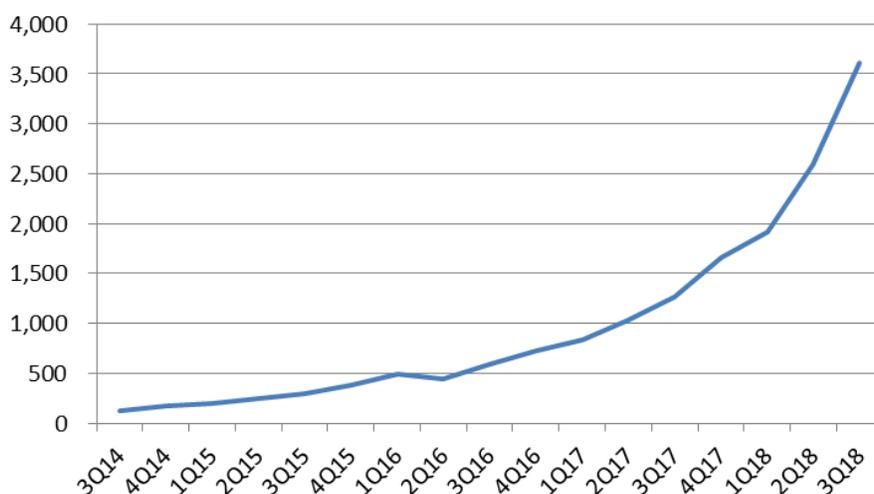
圖 13. 三大電信運營商的移動用戶市佔率



資料來源：中移動、中聯通、中電信、時富

**移動流量增加：**由於移動數據流量強勁增長(共享圖像需求、媒體流音樂、高清視頻或遊戲等需求)，中移動的移動數據流量呈指數級增長。展望未來，考慮到 5G 將為無人機、互聯網汽車、工業互聯網和機器人的發展帶來顛覆性的變化，我們可以預見到長期對移動流量的需求會更高，減輕中央提出「提速降費」的負面影響。

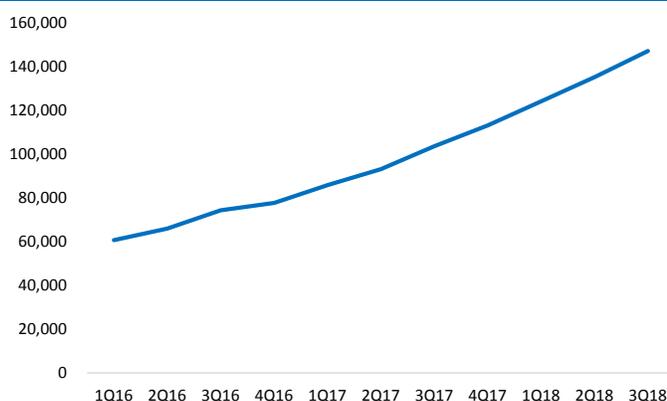
圖 14. 數據流量(DOU) (MB/月/用戶)



資料來源：中移動、時富

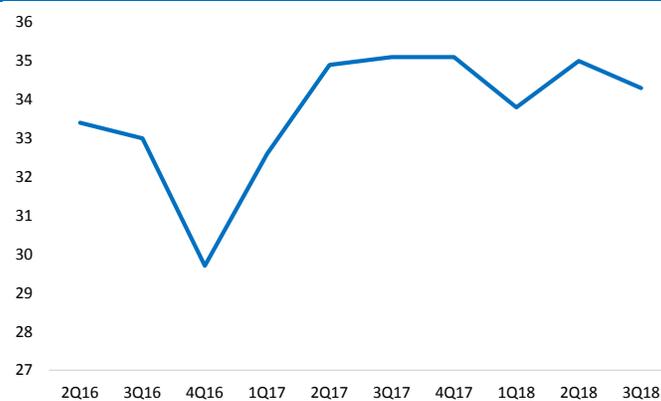
**中移動固網寬帶為未來亮點：**幾年前，中國移動以超過 300 億元人民幣的價格收購了中國鐵通集團的部分資產業務，並獲得固網寬帶許可，並擴大了這部分業務。近年來，在與鐵通融合後，中國移動進一步提升了固定網絡容量、覆蓋範圍和效率，其有線寬帶用戶在 3Q18 錄得正面趨勢，超過 1.47 億，我們預計移動和固網業務整合，並通過提供捆綁式服務，提高客戶忠誠度及降低客戶流失率，這趨勢將在未來繼續保持，並實現穩定的 ARPU(34-35 元人民幣，折扣與同行相比較大)，最終超越中電信成為市場領導者。我們看到物聯網(IoT)、互聯網數據中心(IDC)和雲端是固網寬帶的新興增長點。

圖 15. 固網寬帶 - 用戶數量 (以千計)



資料來源：中移動、時富

圖 16. 固網寬帶 - ARPU (以人民幣計)



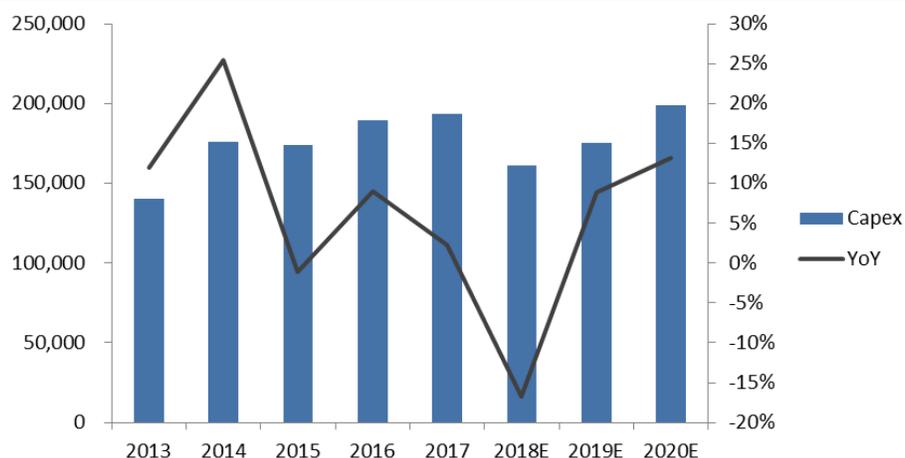
資料來源：中移動、時富

**中移動的 5G 資本支出低於預期：**此前，市場預計中移動將使用 4.8GHz 頻段，並提高了其 5G 負擔，而其餘兩個規模較小的電訊運營商將獲分配屬全球標準的 3.5GHz 頻段。但中移動將在 2.6GHz 頻段獲分配 100MHz，從而降低 5G 資本支出(因為中移動可重新利用現有的 3G 和 4G 設備進行 5G 網絡部署)。我們認為這對中移動是正面的，因為(1) 中移動將比中電信及中聯通多 3 倍的 5G 頻譜；(2) 2.6GHz 與中移動的 4G LTE 頻譜相鄰，使其能夠利用其現有的基礎設施及基站快速發展，低成本地推出 5G，從而確保其 5G 領先地位。

此外，由於中國電信運營商最初會專注於 5G 室外覆蓋，沿著道路或其他進行物聯網和邊緣計算活動之區域發展，而室內範圍覆蓋將在 2021 年之後推出，在初期而言，5G 資本支出的增長速度可能會慢於 4G。此外，截至 2018 年中期，中移動、中電信以及中聯通的利用率分別為 40%、36%和 65%，這意味著中移動的比率依然低於需要進行主要網絡容量升級的基準利率。由於中移動能夠處理數據使用量的突然增加，我們認為短期內不會出現強勁的資本支出需求。我們預計中移動的資本支出在 2018/19/20 將按年增長 -16.7%/8.8%/22.6%，相比 2012/13/14 年按年增長 0.5%/12%/25%，料短期內

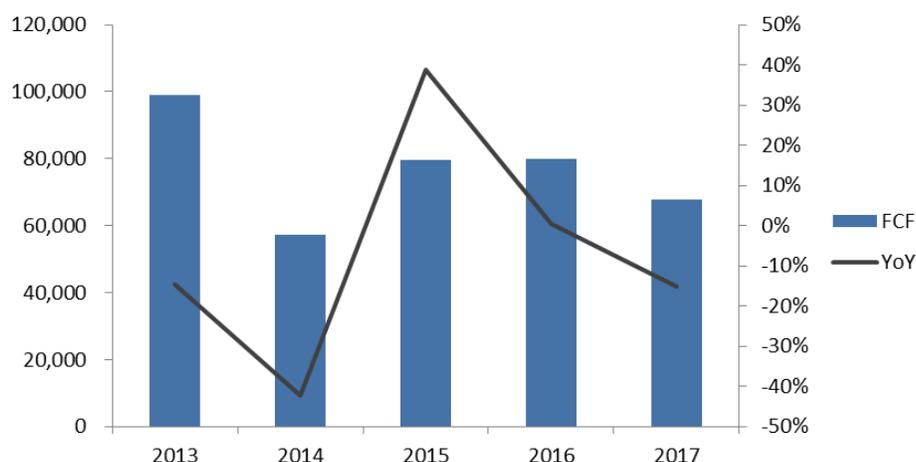
自由現金流前景健康。

圖 17. 中移動的 5G 資本開支(以百萬元人民幣計)



資料來源：中移動、時富

圖 18. 中移動自由現金流 (以百萬元人民幣計)

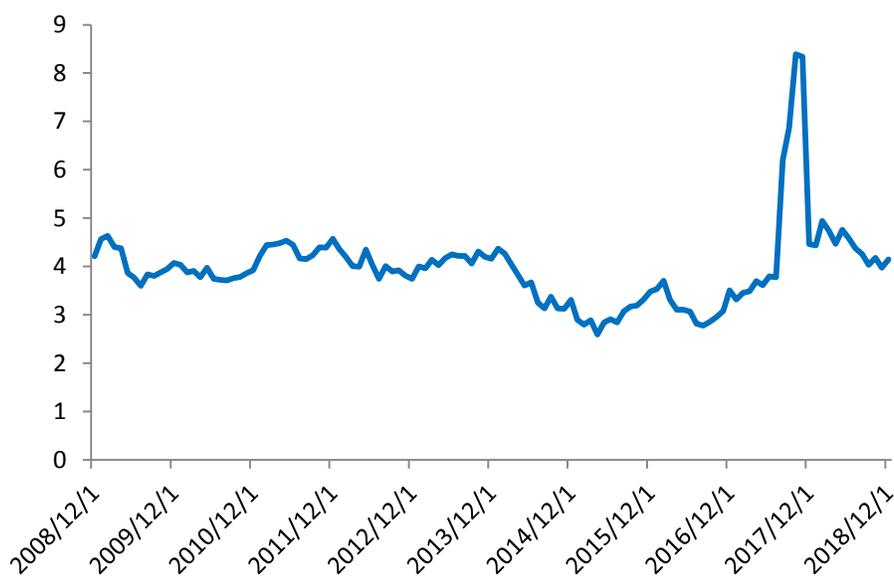


資料來源：中移動、時富

**中移動將成為 5G 最大受益者：**我們不相信很多消費者願意為 5G 低延遲和高速服務去支付更高 ARPU，因為 4G 事實上足以支持高清視頻以及遊戲。監控、邊緣計算、AR/VR、自動駕駛以及物聯網等應用專為價格敏感較低而質量敏感較高的企業用戶而設計。從這個意義上去分析，中移動憑藉優質服務，中移動很可能成為最大的受益者。此外，中移動旗下覆蓋範圍廣泛，將繼續得益於 5G 的規模優勢和較高利潤率。

**派息率改善：**中移動在國內三大電信運營商中的財務狀況最為強勁。截至2018年6月，中國移動錄得淨現金，現金及現金存款高達3,820億元人民幣，並沒有銀行負債，且現金比率達88%，為全球電信運營商中最高。其現金儲備可為5G推出所帶來的資本支出提供良好緩衝。鑑於4G逐步變現以及政府對國有企業分紅要求更高，中移動在過去2年增加了派息率，這是9年內派息率持平後第2次增加。

圖 19. 中移動過去十年的股息率

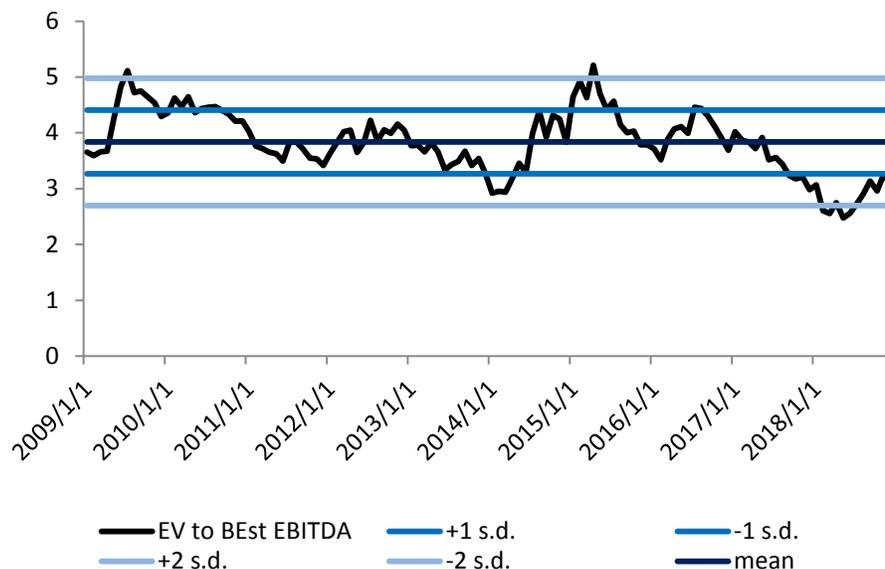


資料來源：中移動、時富

中移動增長穩定而股息率吸引。我們預計公司於2018年股息率達到4%，略高於其長期平均值。我們預計其每股盈利將錄得低單位數增長，自由現金流於未來3年強勁，可支持每股股息增長。

**估值：**中移動的預測EV/EBITDA約為3.2倍，低於10年平均價值約4倍。根據我們的自由現金流模型，我們給出目標價為86港元，意味約14%的上行空間(假設永續增長率=2%、市場風險溢價=10%、 $\beta = 0.77$ )。由於我們認為市場對5G資本支出風險過度反映，目前的股票估值和股息收益率具有吸引力，因此維持「買入」評級。我們並看好中移動高防禦性的電信業務，特別是在經濟可能放緩的情況下。

圖 20. 中移動 EV/EBITDA



資料來源：彭博、時富

### 主要風險

1. 人民幣貶值令中移動股息價值減少；
2. 移動市場競爭加劇(降低數據收入，並對中移動的定價施加更大壓力)；
3. 語音收入下降速度超出預期(中移動為市場領導者，國內語音通話覆蓋率最廣，與其他兩家運營商相比，語音佔總收入比重更大)；
4. 作為國家政策工具，或會導致 5G 過度投資(但我們認為中移動得以在網絡部署早期階段進行技術研究，使它早就具有競爭優勢，在偏遠地區營銷成本低而網絡覆蓋較廣，而鐵塔公司成立後亦減低了過度投資的風險)；
5. 4G 變現步伐放緩

## 中移動

## 損益表(百萬人民幣)

| 百萬人民幣        | FY16     | FY17     | FY18E    | FY19E    | FY20E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入           | 708,421  | 740,514  | 767,962  | 797,818  | 827,674  |
| 行政、銷售及推廣費用   | -590,333 | -620,388 | -636,663 | -661,415 | -686,166 |
| 研究及開發成本      | -57,493  | -61,086  | -57,835  | -60,083  | -62,332  |
| 經營盈利         | 118,088  | 120,126  | 131,299  | 136,403  | 141,508  |
| EBITDA       | 256,677  | 270,421  | 284,332  | 295,209  | 306,133  |
| 折舊           | -138,090 | -149,780 | -152,514 | -158,443 | -164,372 |
| 攤銷           | -499     | -515     | -519     | -362     | -253     |
| EBIT         | 118,088  | 120,126  | 131,299  | 136,403  | 141,508  |
| 淨利息支出        | 16,005   | 15,883   | 15,466   | 16,477   | 17,525   |
| 聯營投資虧損       | 8,636    | 9,949    | 9,949    | 9,949    | 9,949    |
| 其他收益         | 1,733    | 2,179    | 2,179    | 2,179    | 2,179    |
| 扣除所得稅前利潤     | 144,462  | 148,137  | 158,893  | 165,008  | 171,161  |
| 所得稅          | -35,623  | -33,723  | -37,676  | -39,126  | -40,585  |
| 扣除所得稅後利潤     | 108,839  | 114,414  | 121,216  | 125,881  | 130,575  |
| 非控制性權益       | -98      | -135     | -135     | -135     | -135     |
| 其他損益         | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 優先股權益        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 經調整後扣除所得稅後利潤 | 108,741  | 114,279  | 121,081  | 125,746  | 130,440  |
| 非經常性損益       | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 權益持有人應佔盈利    | 108,741  | 114,279  | 121,081  | 125,746  | 130,440  |
| 股息           | -48,993  | -110,909 | -54,553  | -56,655  | -58,770  |
| 儲備           | 59,748   | 3,370    | 66,528   | 69,092   | 71,671   |
| 每股盈利         | 5.31     | 5.58     | 5.91     | 6.14     | 6.37     |
| 每股股息         | 2.39     | 5.42     | 2.66     | 2.77     | 2.87     |

## 現金流量表(百萬人民幣)

| 百萬人民幣        | FY16     | FY17     | FY18E    | FY19E    | FY20E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 淨利潤          | 108,741  | 114,279  | 121,081  | 125,746  | 130,440  |
| 折舊           | 138,090  | 149,780  | 152,514  | 158,443  | 164,372  |
| 攤銷           | 499      | 515      | 519      | 362      | 253      |
| 淨營運資金變動      | 55,311   | -54,180  | -8,864   | -17,014  | -17,014  |
| 經營活動的現金流量    | 253,701  | 245,514  | 282,978  | 301,566  | 312,080  |
| 資本開支         | -189,366 | -193,605 | -161,272 | -175,520 | -215,195 |
| 其他非流動資產      | 43,415   | -15,636  | 0        | 0        | 0        |
| 其他非流動負債      | 973      | 783      | 0        | 0        | 0        |
| 投資活動的現金流量    | -194,523 | -106,533 | -161,272 | -175,520 | -215,195 |
| 經營及投資活動的現金流量 | 59,178   | 138,981  | 121,706  | 126,046  | 96,885   |
| 股份發行所得款      | 25,561   | 20,308   | -135     | -135     | -135     |
| 債券發行所得款      | -1,710   | -1,915   | 580      | 603      | 625      |
| 可換股債券發行所得款   | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 股息           | -48,993  | -110,909 | -54,553  | -56,655  | -58,770  |
| 融資活動的現金流量    | -48,958  | -108,231 | -54,107  | -56,187  | -58,279  |
| 淨現金流量        | 10,220   | 30,750   | 67,599   | 69,859   | 38,606   |
| 年初現金及現金等價物   | 79,842   | 90,413   | 120,636  | 188,235  | 258,094  |
| 調整           | 351      | -527     | 0        | 0        | 0        |
| 年終現金及現金等價物   | 90,413   | 120,636  | 188,235  | 258,094  | 296,700  |
| 年終淨負債        | -79,852  | -111,990 | -179,008 | -248,265 | -286,245 |

資料來源：公司資料、時富

## 941.HK, 買入, 目標價: 86港元

## 資產負債表(百萬人民幣)

| 百萬人民幣      | FY16      | FY17      | FY18E     | FY19E     | FY20E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 現金及現金等價物   | 90,413    | 120,636   | 188,235   | 258,094   | 296,700   |
| 可轉讓證券      | 367,194   | 345,001   | 345,001   | 345,001   | 345,001   |
| 應收賬款       | 19,045    | 24,153    | 22,635    | 23,515    | 24,395    |
| 存貨         | 8,832     | 10,222    | 10,061    | 10,453    | 10,844    |
| 其他非流動資產    | 101,161   | 58,184    | 85,002    | 88,307    | 91,611    |
| 總流動資產      | 586,645   | 558,196   | 650,934   | 725,369   | 768,550   |
| 長期投資       | 124,039   | 132,499   | 132,499   | 132,499   | 132,499   |
| 固定資產       | 712,209   | 726,141   | 734,899   | 751,976   | 802,799   |
| 商譽         | 35,343    | 35,343    | 35,343    | 35,343    | 35,343    |
| 其他無形資產     | 1,708     | 1,721     | 1,202     | 840       | 586       |
| 其他長期資產     | 61,050    | 68,213    | 68,213    | 68,213    | 68,213    |
| 總資產        | 1,520,994 | 1,522,113 | 1,623,090 | 1,714,239 | 1,807,990 |
| 短期債務       | 10,561    | 8,646     | 8,646     | 8,646     | 8,646     |
| 應收賬款及其他應收款 | 250,838   | 233,169   | 256,864   | 266,850   | 276,836   |
| 其他流動債務     | 274,990   | 288,167   | 298,475   | 310,079   | 321,683   |
| 總流動債務      | 536,389   | 529,982   | 563,985   | 585,575   | 607,165   |
| 長期債務       | 0         | 0         | 580       | 1,183     | 1,809     |
| 可換股債務      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 其他長期債務     | 2,467     | 3,250     | 3,250     | 3,250     | 3,250     |
| 總負債        | 538,856   | 533,232   | 567,816   | 590,009   | 612,224   |
| 非控制性權益     | 3,117     | 3,245     | 3,110     | 2,975     | 2,840     |
| 優先股權益      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 股本         | 402,130   | 402,130   | 402,130   | 402,130   | 402,130   |
| 留存收益       | 536,313   | 522,748   | 589,276   | 658,368   | 730,039   |
| 股息         | -48,993   | -110,909  | -54,553   | -56,655   | -58,770   |
| 其他權益及儲備    | 40,578    | 60,758    | 60,758    | 60,758    | 60,758    |
| 總權益        | 982,138   | 988,881   | 1,055,274 | 1,124,231 | 1,195,767 |
| 總權益及負債     | 1,520,994 | 1,522,113 | 1,623,090 | 1,714,239 | 1,807,990 |

## 重要比率

|                 | FY16     | FY17     | FY18E    | FY19E    | FY20E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>增速 (%)</b>   |          |          |          |          |          |
| 收入              | 1.9%     | 5.1%     | 6.0%     | 3.9%     | 3.7%     |
| 每股盈利            | 6.0%     | 4.5%     | 3.7%     | 3.9%     | 3.7%     |
| <b>盈利能力 (%)</b> |          |          |          |          |          |
| EBITDA 利潤率      | 36.2%    | 36.5%    | 37.0%    | 37.0%    | 37.0%    |
| EBIT 利潤率        | 16.7%    | 16.2%    | 17.1%    | 17.1%    | 17.1%    |
| 淨利潤率            | 15.4%    | 15.5%    | 15.8%    | 15.8%    | 15.8%    |
| 有效稅率            | 24.7%    | 22.8%    | 23.7%    | 23.7%    | 23.7%    |
| 派息率             | 45.1%    | 97.1%    | 45.1%    | 45.1%    | 45.1%    |
| 股本回報率           | 11.1%    | 11.6%    | 11.5%    | 11.2%    | 10.9%    |
| 資產回報率           | 7.1%     | 7.5%     | 7.5%     | 7.3%     | 7.2%     |
| <b>流動比率 (x)</b> |          |          |          |          |          |
| 流動比率            | 109.4%   | 105.3%   | 115.4%   | 123.9%   | 126.6%   |
| 利息覆蓋率           | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      |
| <b>槓桿比率</b>     |          |          |          |          |          |
| 淨負債/EBITDA (x)  | net cash |
| 淨負債/權益 (%)      | net cash |
| <b>經營活動 (日)</b> |          |          |          |          |          |
| 應收賬款周轉天數        | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      |
| 庫存周轉天數          | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      |
| 應付賬款周轉天數        | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      |
| 現金周轉期           | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      |

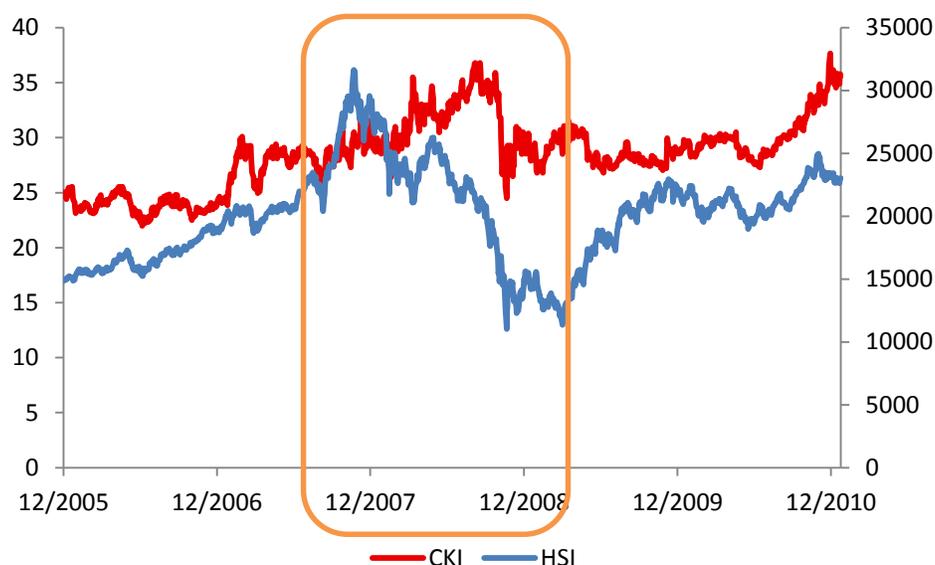
資料來源：公司資料、時富

上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此等資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源，但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失，概不負責。此等資料如有任何更改，恕不另行通知。報告中所述之證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可，客戶不得以何方式將任何此等資料分發予他人。時富對這些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。

## 長建(1038.HK)

**估值合理：**受英國脫歐之憂慮困擾(2016年6月23日英國舉行全民公投，投票結果為「脫離歐盟」)，投資者關心英國經濟前景及英鎊走勢，長建股價由2016年2月高位約81港元至今回落27%。長建現時市盈率為13.6倍，股息率4.2%，估值合理。我們選擇長建，因喜歡其高防守性，從過往走勢上看，在經濟動盪時，尤其是在2008-09金融海嘯期間，長建股價走勢優於大市。

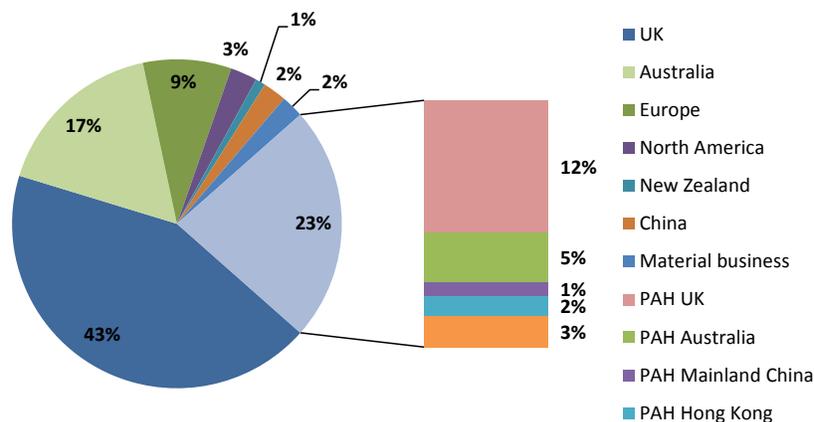
圖 21. 長建 v.s 恒指於 2008 金融海嘯期間之走勢



資料來源：彭博、時富

**貿易戰下的好選擇：**作為一家國際性基建集團，長江基建的投資遍及各大洲，當中只有3-4%的利潤來自中國(計及電能實業)，見圖22。儘管中美有90日停戰，華為事件引起國際關注，由於中美關係仍有不確定因素，因此投資於能全球運營以實現地域多元化的公司為不俗選擇。

圖 22. 長建按地區劃分的淨利潤貢獻



資料來源：長建、時富

### 經常性收入穩定，能見度高：

儘管法規限制了公用事業公司的收費不能定得太高，但監管條例及合約內容可讓投資者較易預測公用事業公司的未來收入，因此公用股之經常性收入一般較穩定，能見度高。

下圖展示了長建業務的監管條款重置日期，可看到長建直至 2020 年才需重置合約內容。

圖 23. 有關長建之監管條款重置時間表



資料來源：長建、時富

以下例子顯示長建在世界各地的業務能見度高：

**有關香港業務：**新的利潤管制協議把兩電的准許利潤回報率由 9.99% 下調至 8%，港燈與政府簽訂的協議有效期為 2019 年 1 月 1 日至 2033 年 12 月 31 日，為期 15 年。利潤管制協議讓兩電有穩定收入，令香港運營的公用事業公司有可見性。長建持有電能股權，因此間接持有港燈。

**有關英國業務：**於 2018 年上半年度，英國能源監管機構 Ofgem 向配電商確認現行之八年規管期內不會進行中期檢討，剩餘之四個規管年度遂將按照現時之規管機制繼續運作，UKPN 之穩定收入預期將維持至 2023 年 3 月。

**有關澳洲業務：**隨著維多利亞省與新南威爾士省於 2018 年 1 月開始實施規管價格修訂，該公司於未來五年將獲取可預期之穩定收入來源。

**儘管近期面臨國際間的管制逆風，公用事業公司長遠仍具吸引力：**

*澳大利亞能源監管機構(AER)對於回報率的最新決定*

澳大利亞能源監管機構(AER)於 2017 年中旬啟動了對 2013 年監管政策的檢閱，以便為天然氣和電力網絡未來可獲得的監管回報制定了框架。其目的是為了保障消費者在價格、質量、安全性、可靠性和供應安全方面的長遠利益。2018 年 12 月 17 日，AER 發佈了回報最終指南，根據該指引，與 2013 年指南相比，總體回報率將降低 45 個基點。

*英國的網絡價格控制將從 2021 年開始*

目前的天然氣及電力傳輸(RIIO-T1)、天然氣配送(RIIO-GD1)的網絡價格控制年期為 2013 至 2021 年，配電(RIIO-ED1)的網絡價格控制年期為 2015 至 2023 年。從 2021/2023 開始，RIIO-2 將成為電力系統運營商/配電網絡運營商(DNO)的下一個價格控制，預期實現回報減少約 2-2.8%。

同時，對於水資源監管，Ofwat 將對水公司在 2020 年至 2025 年期間的價格控制作最終決定，預計到 2020 年平均賬單將減少 5%。

**為什麼我們認為公用股在上述管制逆風增加時仍具長期吸引力？**

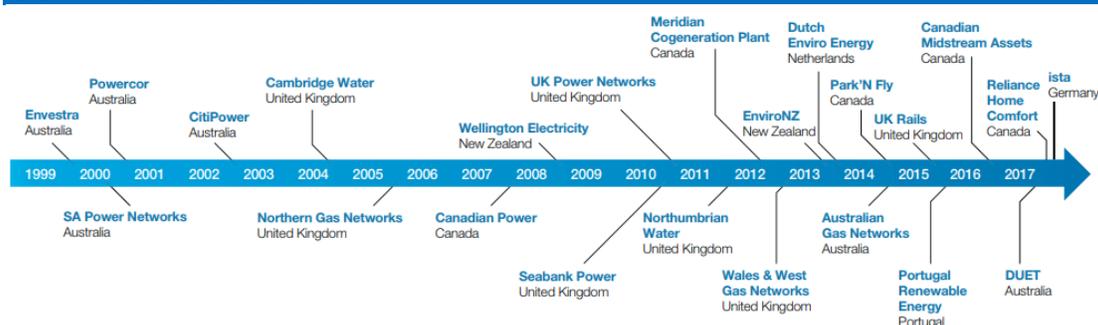
監管機構的目標不是單一降低價格，而是以最高效率確保建立和維護安全可靠的网络。如果監管機構令公用事業公司回報率太低，可能會導致基礎設施投資不足，令公用網絡可靠性降低。

如果監管增加影響了公用事業公司的盈利前景及穩守性，會令公用事業公司的信用評級降低，所帶來的融資成本增加有可能最終反導致客戶未來賬單不減反增。

因此，監管機構需要在滿足客戶需求同時，確保基礎設施投資穩定，令市民及社會的長遠利益得到保障。

積極併購成為支持盈利持續上升的關鍵：近年來，長建通過有機增長和收購不斷擴展其業務組合。自 2010 年以來，長建平均每年進行兩次收購。集團於 2017 年進行了三次大規模收購，總投資額約為 560 億港元，1) DUET 集團 40%權益，主要業務包括配電、輸氣及配氣，以及為偏遠地區的客户提供發電方案；2) Reliance Home Comfort 25%權益，主要在加拿大從事建築設備服務行業，向住戶提供熱水爐、HVAC 設備(暖氣、通風及空調)及家用舒適設備保養計劃；3) ista 35%權益，以德國為主要市場的能源管理綜合服務供應商。

圖 24. 長建的收購歷程



資料來源：長建、時富

透過於 2017 年收購之 DUET、Reliance Home Comfort 及 ista，集團來自澳洲、北美洲與歐洲市場之收益貢獻均有所提升。於 2018 年上半年，澳洲業務的溢利貢獻按年增長 37%；歐洲大陸業務之溢利貢獻按年增長 220%；北美洲業務之溢利貢獻按年增長 49%。

圖 25. 長建盈利受惠於海外收購

| Profit contribution from: (HKD million) | 1H18  | 1H17  | % change |
|---|-------|-------|----------|
| Investment in Power Assets              | 1,566 | 1,564 | 0.1%     |
| UK portfolio                            | 2,930 | 2,922 | 0.3%     |
| Australia portfolio                     | 1,151 | 838   | 37.4%    |
| Europe portfolio                        | 588   | 184   | 219.6%   |
| North America portfolio                 | 179   | 120   | 49.2%    |
| New Zealand portfolio                   | 66    | 87    | -24.1%   |
| Mainland China portfolio                | 156   | 154   | 1.3%     |
| Material business                       | 150   | 149   | 0.7%     |

資料來源：長建、時富

過往收購使長建能夠在全球配置可產生穩定收益及有法列規管收費的優質資產，到目前為止，Duet Group 和 ista 都取得了令人滿意的結果。

交易帶來正面經濟效益：長和系於9月3日公布，長和(1.HK)與長實(1113.HK)、長江基建(1038.HK)及電能實業(6.HK)各自訂立經濟收益協議，長實、長建、電能分別向長和支付96億、72億及48億元，合共216億元，買入長和海外合資項目將來的經濟收益。長和將持續分別向長實、長建及電能支付彼等各自的經濟收益金額。

該六個海外合資包括：

- (a) Park'N Fly，為加拿大最具規模的機場外圍停車場設施公司；
- (b) Northumbrian Water，為英格蘭及威爾斯十家受規管食水及污水處理公司之一；
- (c) Australian Gas Networks，為澳洲最大天然氣配氣商之一；
- (d) Wales & West Gas Networks，為威爾斯及英格蘭西南部提供服務之配氣網絡；
- (e) UK Rails，為英國三大鐵路車輛租賃公司之一；及
- (f) Dutch Enviro Energy，為荷蘭最大的轉廢為能公司。

圖 26. CKI / CKH / PAH / CKA 的項目利潤佔比

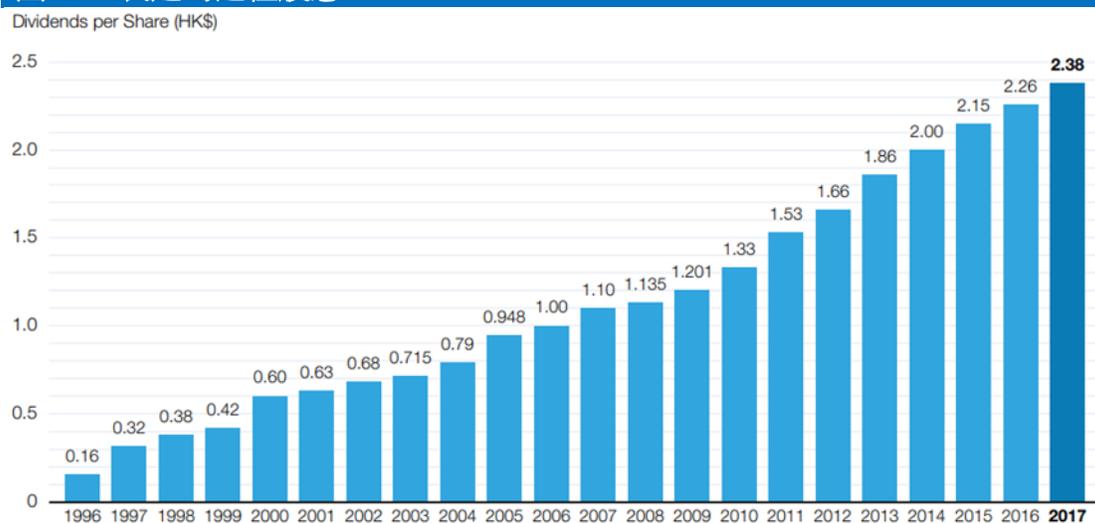
|                           | Before CKH transaction |     |     | After CKH transaction |     |     |     |
|---------------------------|------------------------|-----|-----|-----------------------|-----|-----|-----|
|                           | CKI                    | CKH | PAH | CKI                   | CKH | PAH | CKA |
| Australian Gas Networks   | 45%                    | 28% | 28% | 53%                   | 3%  | 33% | 11% |
| Park'N Fly                | 50%                    | 50% | 0%  | 65%                   | 5%  | 10% | 20% |
| Dutch Enviro Energy       | 35%                    | 35% | 20% | 46%                   | 4%  | 27% | 14% |
| Northumbrian Water        | 40%                    | 40% | 0%  | 52%                   | 4%  | 8%  | 16% |
| Wales & West Gas Networks | 30%                    | 30% | 30% | 39%                   | 3%  | 36% | 12% |
| UK Rails                  | 50%                    | 50% | 0%  | 65%                   | 5%  | 10% | 20% |

資料來源：長建、時富

相關資產於2017財年錄得淨利潤20億港元，交易價格相當於12倍的歷史市盈率和0.99倍市淨率。如圖26所示，長江基建本身已經透過持有直接股權擁有相關資產的營運經驗(而電能實業本身持有六項資產中的三項)。我們估計該交易對長建和電能實業的盈利增長貢獻為3%，鑑於交易資產有着現金產生能力，將可進一步推動長建和電能實業的股息增長。

可持續的股息增長：長江基建於2017財年的股息為2.38港元，較2016財年增加5.3%。這標誌着自1996年上市以來連續第21年實現每年增長。

圖 27. 長建的過往股息



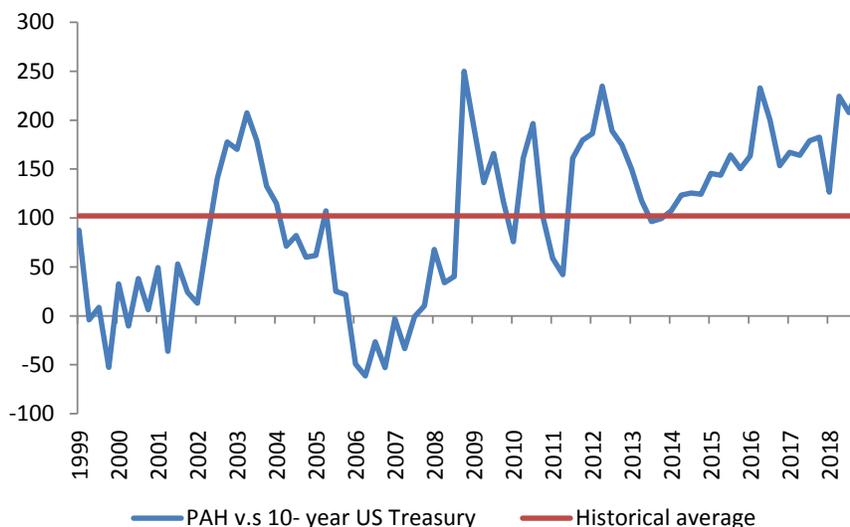
資料來源：長建、時富

其強勁的資產負債表和現金流量表可支持集團未來的業務擴張和股息增長。截至 2018 年 6 月 30 日，集團持有 96 億港元現金，淨負債對總資本淨額比率為 15.2%，該比率較 2017 年年底的淨負債與淨資本比率 17.6% 相比有改善。

**歐洲基礎設施資產的潛在分拆：**長建於 2018 年 11 月發公告，表示正在考慮將持有若干歐洲基建資產的少數權益出售予一家擬於倫敦交易所上市的新投資公司。事實上，相類似的決策對集團來說早有先例，早於 2005 年曾出售 Spark Infrastructure 的少數股東權益。倘若分拆作實，有可能以信託結構進行，以便成為一個專注於股息收益率的工具。此次交易將有助長建籌集資金，以支持其海外併購。

**電能實業估值便宜：**長建現持有電能實業 38% 權益，以市值計算，其價值佔長建估值的 28%。以現股價計算，電能實業股息率及 10 年期美國國債息率差距為 235 基點，高於歷來的 102 基點。

圖 28. 電能實業股息率及 10 年期美國國債息率差距



資料來源：彭博、時富

估值：根據我們的自由現金流模型，我們給出目標價為 76 港元，意味着 26% 的上行空間(假設永續增長率=2%、加權平均資本成本=8%)。按目標價計算，長建預期 19 年市盈率為 17 倍。

圖 29. 長建的預測 P/E



圖 30. 長建的預測 P/B



資料來源：彭博、時富

主要風險：

1. 不利的監管環境變化，影響海外收入
2. 倘若硬脫歐，英鎊貶值，造成外匯損失
3. 不成功/價格過高的併購交易
4. 美國國債收益率大幅上升

## 長江基建

## 損益表 (百萬港元)

| 12月31日     | FY16   | FY17   | FY18E  | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入         | 5,321  | 6,016  | 6,088  | 6,453  | 6,657  | 6,585  |
| 銷售成本       | -2,427 | -2,614 | -2,615 | -2,740 | -2,793 | -2,729 |
| 毛利         | 2,904  | 3,418  | 3,497  | 3,737  | 3,885  | 3,874  |
| 行政、銷售及推廣費用 | -817   | -877   | -863   | -889   | -891   | -855   |
| 經營盈利       | 1,861  | 2,310  | 2,391  | 2,589  | 2,719  | 2,728  |
| EBITDA     | 2,087  | 2,541  | 2,634  | 2,848  | 2,994  | 3,020  |
| 折舊         | -193   | -202   | -214   | -229   | -244   | -260   |
| 攤銷         | -33    | -29    | -29    | -30    | -31    | -32    |
| 淨利息支出      | -446   | -551   | -837   | -946   | -1,024 | -1,073 |
| 聯營投資虧損     | 2,861  | 3,693  | 3,276  | 3,277  | 3,415  | 3,323  |
| 合資企業投資虧損   | 5,887  | 5,038  | 6,505  | 7,149  | 6,841  | 7,284  |
| 扣除所得稅前利潤   | 10,200 | 10,928 | 11,543 | 11,675 | 12,098 | 12,437 |
| 所得稅        | 8      | -72    | -20    | -21    | -40    | -49    |
| 非控制性權益     | 12     | 26     | 28     | 27     | 29     | 30     |
| 優先股權益      | -584   | -626   | -600   | -600   | -600   | -600   |
| 非經常性損益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 權益持有人應佔盈利  | 9,636  | 10,256 | 10,951 | 11,082 | 11,487 | 11,818 |
| 每股盈利       | 3.82   | 4.07   | 4.35   | 4.40   | 4.56   | 4.69   |
| 每股股息       | 2.26   | 2.38   | 2.50   | 2.53   | 2.62   | 2.70   |

## 現金流量表 (百萬港元)

| 12月31日      | FY16   | FY17    | FY18E  | FY19E   | FY20E   | FY21E   |
|-------------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 優先股股息前利潤    | 10,220 | 10,882  | 11,551 | 11,682  | 12,087  | 12,418  |
| 非現金項目       | -8,534 | -8,946  | -9,674 | -10,301 | -10,136 | -10,491 |
| 營運資金變動      | 574    | 217     | -44    | 150     | 17      | -79     |
| 經營活動的現金流量   | 4,231  | 2,969   | 1,818  | 1,457   | 1,927   | 1,863   |
| 資本開支        | -322   | -260    | -304   | -323    | -333    | -329    |
| 投資          | -1,741 | -36,014 | -8,000 | -6,400  | -5,120  | -4,096  |
| 其他投資現金流量    | 6,773  | 16,485  | 7,238  | 8,366   | 9,137   | 9,600   |
| 計及投資活動後現金流量 | 4,713  | -19,760 | -1,066 | 1,643   | 3,684   | 5,175   |
| 股息          | -6,076 | -6,421  | -6,897 | -6,973  | -7,205  | -7,396  |
| 股份發行所得款     | 1,560  | 5,081   | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 債項所得款       | 135    | 16,758  | 4,000  | 3,200   | 2,560   | 2,048   |
| 其它融資活動的現金流量 | -670   | -636    | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 融資活動的現金流量   | -5,051 | 14,782  | -2,897 | -3,773  | -4,645  | -5,348  |
| 淨現金流量       | 3,893  | -2,009  | -2,146 | -672    | 966     | 1,689   |
| 年初現金及現金等價物  | 7,897  | 11,790  | 9,781  | 7,635   | 6,963   | 7,929   |
| 年終現金及現金等價物  | 11,790 | 9,781   | 7,635  | 6,963   | 7,929   | 9,618   |
| 年終淨負債       | 5,055  | 25,255  | 31,401 | 35,273  | 36,867  | 37,226  |

資料來源：公司資料、時富

## 1038.HK, 買入, 目標價: 76港元

## 資產負債表 (百萬港元)

| 12月31日     | FY16    | FY17    | FY18E   | FY19E   | FY20E   | FY21E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 現金及現金等價物   | 11,790  | 9,781   | 7,635   | 6,963   | 7,929   | 9,618   |
| 應收賬款       | 628     | 804     | 814     | 818     | 844     | 790     |
| 存貨         | 139     | 170     | 170     | 178     | 182     | 178     |
| 其他非流動資產    | 982     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 總流動資產      | 13,539  | 10,755  | 8,619   | 7,959   | 8,955   | 10,586  |
| 固定資產       | 2,404   | 2,462   | 2,584   | 2,705   | 2,837   | 2,969   |
| 無形資產       | 2,554   | 2,569   | 2,616   | 2,666   | 2,718   | 2,768   |
| 長期投資       | 106,150 | 141,570 | 152,615 | 161,151 | 167,623 | 172,917 |
| 其他長期資產     | 3,263   | 2,458   | 2,473   | 2,547   | 2,587   | 2,573   |
| 總資產        | 127,910 | 159,814 | 168,907 | 177,028 | 184,719 | 191,813 |
| 短期債務       | 9,901   | 10,896  | 10,896  | 10,896  | 10,896  | 10,896  |
| 應收賬款及其他應收款 | 3,837   | 4,242   | 4,207   | 4,371   | 4,417   | 4,280   |
| 其他流動債務     | 99      | 531     | 1,033   | 1,109   | 1,341   | 1,532   |
| 總流動債務      | 13,837  | 15,669  | 16,137  | 16,375  | 16,654  | 16,708  |
| 長期債務       | 6,944   | 24,140  | 28,140  | 31,340  | 33,900  | 35,948  |
| 其他長期債務     | 942     | 1,813   | 1,813   | 1,813   | 1,813   | 1,813   |
| 總負債        | 21,723  | 41,622  | 46,090  | 49,528  | 52,367  | 54,469  |
| 非控制性權益     | 38      | 18      | -10     | -38     | -66     | -97     |
| 優先股權益      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 股本         | 2,651   | 2,651   | 2,651   | 2,651   | 2,651   | 2,651   |
| 留存收益       | 93,954  | 100,822 | 105,476 | 110,185 | 115,067 | 120,089 |
| 永久資本證券     | 9,544   | 14,701  | 14,701  | 14,701  | 14,701  | 14,701  |
| 總權益        | 106,187 | 118,192 | 122,817 | 127,499 | 132,352 | 137,344 |
| 總權益及負債     | 127,910 | 159,814 | 168,907 | 177,028 | 184,719 | 191,813 |

## 主要比率

|           | FY16   | FY17   | FY18E  | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 增長 (%)    |        |        |        |        |        |        |
| 收入        |        | 13.1%  | 1.2%   | 6.0%   | 3.2%   | -1.1%  |
| 毛利        |        | 17.7%  | 2.3%   | 6.9%   | 4.0%   | -0.3%  |
| 經營盈利      |        | 24.1%  | 3.5%   | 8.3%   | 5.0%   | 0.3%   |
| 權益持有人應佔盈利 |        | 6.4%   | 6.8%   | 1.2%   | 3.7%   | 2.9%   |
| 盈利能力 (%)  |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率       | 54.6%  | 56.8%  | 57.5%  | 57.9%  | 58.4%  | 58.8%  |
| 經營利潤率     | 35.0%  | 38.4%  | 39.3%  | 40.1%  | 40.8%  | 41.4%  |
| 淨利潤率      | 181.1% | 170.5% | 179.9% | 171.7% | 172.5% | 179.5% |
| 派息率       | 59.1%  | 58.5%  | 57.5%  | 57.5%  | 57.5%  | 57.5%  |
| 平均股本回報率   | 9.1%   | 8.7%   | 8.9%   | 8.7%   | 8.7%   | 8.6%   |
| 平均資產回報率   | 7.5%   | 6.4%   | 6.5%   | 6.3%   | 6.2%   | 6.2%   |
| 流動性 (x)   |        |        |        |        |        |        |
| 流動比率      | 1.0    | 0.7    | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.6    |
| 利息覆蓋率     | 4.2    | 4.2    | 2.9    | 2.7    | 2.7    | 2.5    |

## 槓桿比率

|                | FY16 | FY17  | FY18E | FY19E | FY20E | FY21E |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 淨負債/EBITDA (x) | 2.4  | 9.9   | 11.9  | 12.4  | 12.3  | 12.3  |
| 淨負債/權益 (%)     | 4.8% | 21.4% | 25.6% | 27.7% | 27.9% | 27.1% |

資料來源：公司資料、時富

## 金沙中國(1928.HK)

我們喜歡金沙的高防守性：我們理解投資者在宏觀環境不確定(例如中美貿易戰、人民幣貶值)的情況下，對明年的市場前景持謹慎態度，對賭業股看法亦然，但是，金沙中國的業務主要集中在中場，業務較少受流動性風險及政策變化所影響，與貴賓廳業務相比，它具有高防禦性。

圖 31. 各澳門賭場的收入分佈

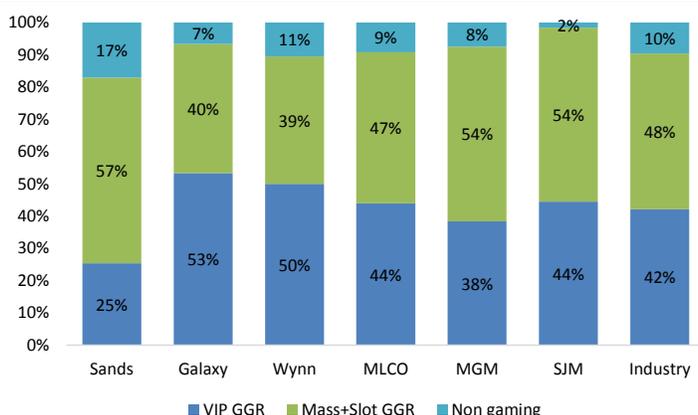
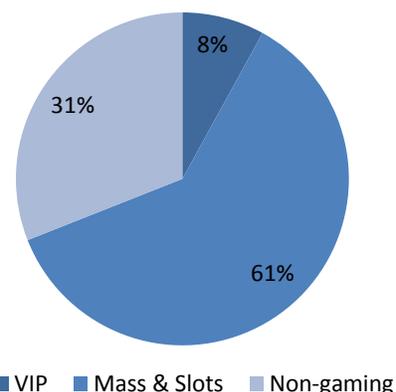


圖 32. 金沙中國之利潤分佈



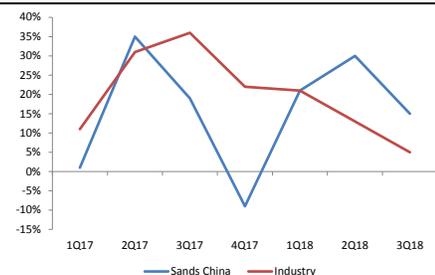
資料來源：各公司資料、時富

資料來源：金沙、時富

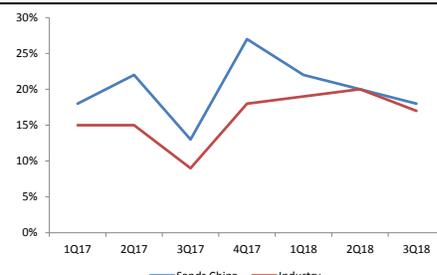
金沙業績至今符預期：2018年金沙的季績屢勝預期，主要由於自從澳門威尼斯人的貴賓房翻新，澳門威尼斯人表現理想(EBITDA 於第1季/第2季/第3季分別按年升20%/29%/30%)。澳門威尼斯人與金沙城中心合共佔金沙中國的EBITDA逾7成，後者2018年表現亦相當令人滿意(其EBITDA於第1季/第2季/第3季分別按年升41%/31%/21%)。

圖 33. 金沙中國與行業賭收增速

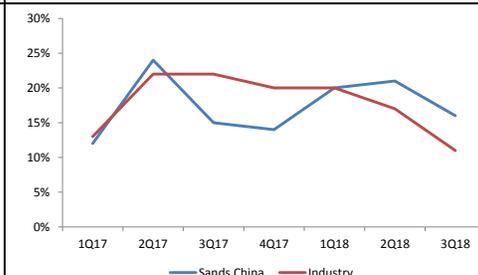
貴賓廳賭收



中場賭收



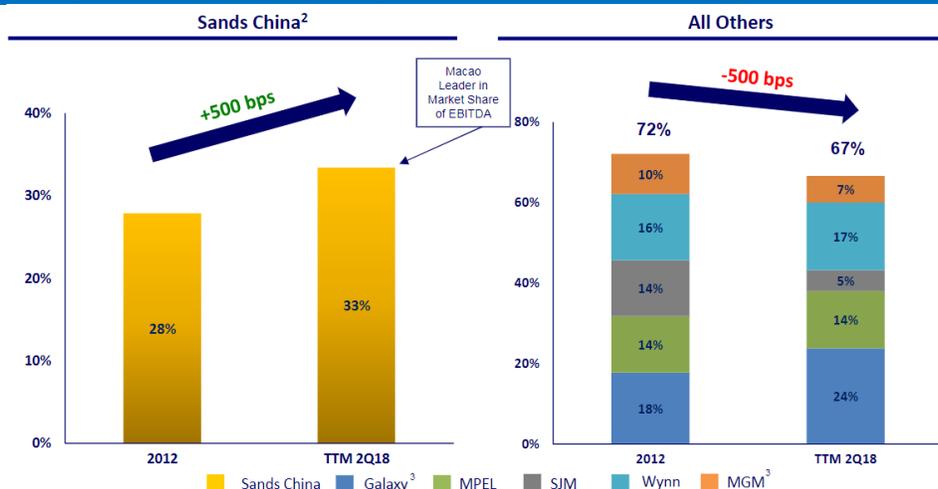
總賭收



資料來源：金沙、時富

其實金沙一直以來的往績都穩中向上，它的 EBITDA 市佔率由 2012 年的 28% 升至現時的 33%。我們認為金沙的 EBITDA 市佔率可進一步擴大，主要受現時進行的物業翻新計劃所帶動，包括巴黎人酒店房間升級、瑞吉/四季酒店的新豪華套房建造、威尼斯人及百利宮的貴賓博彩區擴建及翻新，以及將金沙城中心重塑為倫敦人。

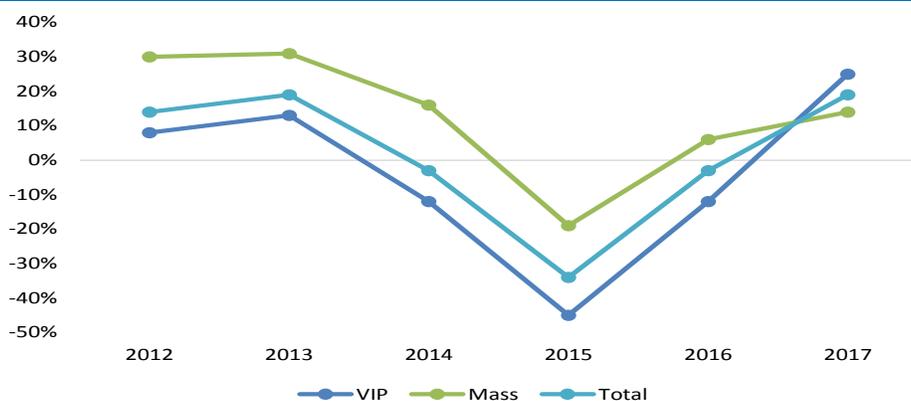
圖 34. 金沙中國的 EBITDA 市場份額在 5 年內增加了 500 個基點



資料來源：金沙、時富

**中場增長勢頭仍強：**儘管貴賓廳/高端中場增長放緩，但我們留意到中場增長勢頭仍強。正如我們一向分析，中場的賭收增長一直比貴賓廳賭收增長更具可持續性，因為它受 1) 中介人流動性及負面監管變化，例如資本管制、反腐運動的影響較小；2) 不受於 2019 年 1 月 1 日生效的貴賓廳禁煙令所影響。

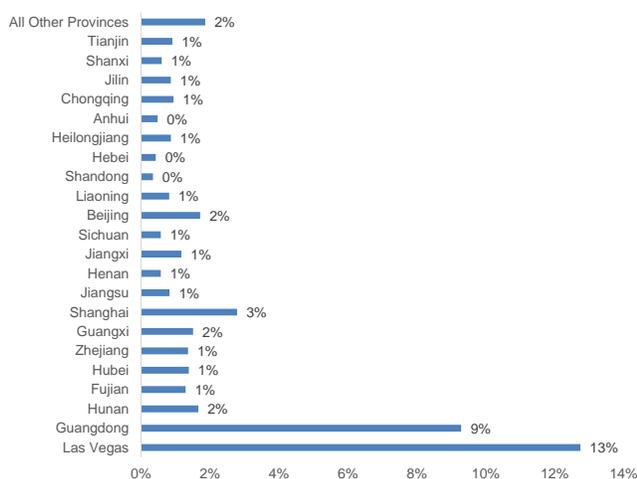
圖 35. 中場之防守性



資料來源：博彩監察協調局、時富

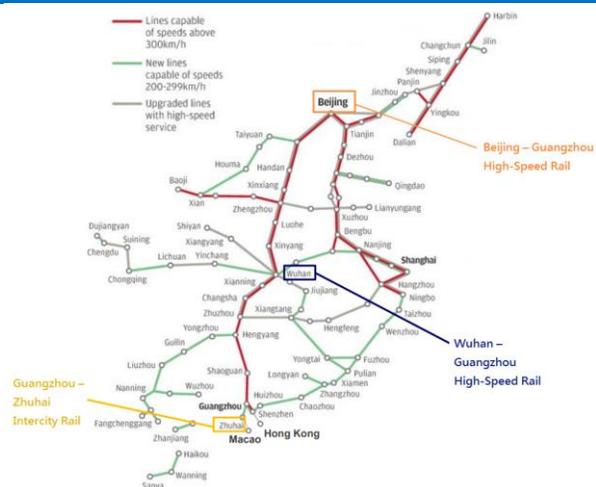
根據 Frost & Sullivan 的數據，中國的人均旅遊支出從 2013 年的 2,363.2 元人民幣增至 2017 年的 3,887.6 元人民幣，複合年增長率為 13.3%。預計這數字將在 2022 年進一步增加至人民幣 6,486.3 元人民幣，複合年增長率為 10.8%。同時，澳門旅遊滲透率仍遠低於拉斯維加斯。隨著旅遊支出和滲透率的提高，以及中國各地交通基礎設施和連通性的改善，尤其是港珠澳大橋已於 10 月 23 日開通，澳門的長期增長軌跡依舊。金沙中國作為中場的市場領導者(約佔 30%的市場份額)，加上預計到 2020 年底將擁有澳門 35% 的房間庫存(已考慮到所有營運商新增房間)，金沙中國將得益於澳門中場的長期增長軌跡。

圖 36. 澳門旅遊滲透率仍低



資料來源：金沙、時富

圖 37. 國內交通基礎設施和連通性改善



資料來源：金沙、時富

隨着武廣高鐵、廣深港鐵路、廣珠城際鐵路、拱北-橫琴鐵路(預計 2019 年竣工)、港澳珠海大橋(已於 2018 年 10 月開通)，國內旅遊時間明顯縮短。澳門的低旅遊滲透率(廣東的 9% v.s 拉斯維加斯的 13%)提供了訪客人數增長的空間，可長期支持中場業務發展。

**耐心等耐收成：**我們認為 2018 年股價回調或行業的下行壓力只是週期波動性所致，畢竟，澳門博彩業的吸引力仍然存在，因澳門是中國唯一合法經營賭場之地區，故此其壟斷地位是行業護城河。加上澳門旅遊滲透率仍低、不斷增加的可支配收入、中國和澳門的日漸完善的基礎設施、持續優化的澳門度假配套、大灣區及橫琴發展所帶來的財富遞增效應及協同效應等利好因素，都令澳門作為休閒和商務旅遊目的地的吸引力增加。現時行業 EV / EBITDA 為 ~11 倍，即使考慮到短期負面因素，其風險回報仍然吸引。

圖 38. 行業 EV/EBITDA



資料來源：彭博、時富

股息率吸引，為股價提供下行保護：於第3季，拉斯維加斯金沙董事會宣佈將集團每股股息提升 0.08 美元至 3.08 美元。由於有機會需要為母公司提供資金，我們認為金沙中國將至少維持其每股股息，現時 6% 的股息率具吸引力，足以為金沙中國股價提供下行保護。

圖 39. 2012-2018 年間金沙中國之股息



資料來源：金沙、時富

**具長遠投資價值：**我們認為金沙為長線投資的良好選擇，因為它一向致力於向股東歸還資本，同時能保持強大的資產負債表和追求發展機會。我們相信其新發展計劃，包括巴黎人酒店房間升級、瑞吉/四季酒店的新豪華套房建造、威尼斯人及百利宮的貴賓博彩區擴建及翻新，以及將金沙城中心重塑為倫敦人，將進一步支持金沙中國佔領市場份額，並在澳門市場的各個環節包括零售，娛樂，酒店和博彩，實現增長。

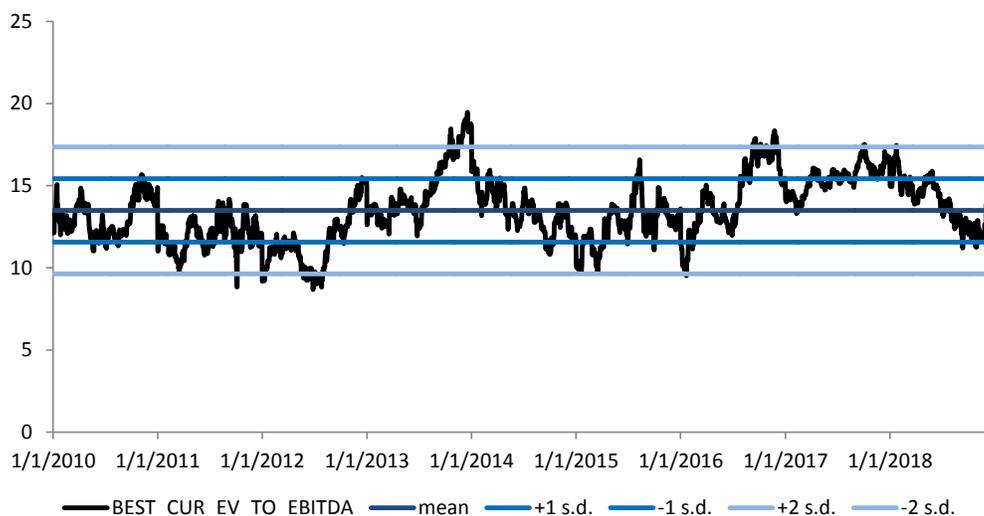
**圖 40. 金沙中國的戰略性投資**

| Reinvestment  | Estimated Timeframe  |
|---|--|
| <b>The Londoner Rebranding:</b>   |  |
| Renovation, expansion and rebranding to The Londoner Macao  | Commencement in late 2018 – completion of all components in 2020                           |
| <b>Hotel Suite Additions and Renovations:</b>   |  |
| <b>New Luxury Suites in St. Regis Macao Tower:</b> Approximately 370 new luxury suites ranging in size from 1,400 to 3,100 SF   | Work is progressing – completion in late 2019  |
| <b>New Luxury Suites in Tower Adjacent to The Four Seasons Macao:</b> Expand suite inventory with approximately 280 new luxury suites, ranging in size from 2,000 to 4,700 SF | Work is progressing – completion in late 2019  |
| <b>The Parisian Macao:</b> Create additional suites   | Phase I is completed – Phases II and III progressing – all Phases completed by end of 2018 |
| <b>The Venetian Macao and Four Seasons Hotel Macao:</b> Total property hotel room renovations   | Completed  |

資料來源：金沙、時富

**重申「買入」評級，目標價 38 港元：**我們預計金沙 2019/20/21 年 EBITDA 增長 2%/11%/10%，目標價 38 港元(前目標價 50 港元)已計及不確定的宏觀環境和潛在的中國經濟放緩，並建基於 2019 年 13.5 倍 EV/EBITDA，反映股息率 5.3%。我們繼續喜歡金沙中國，主要由於其防守性強(中場市場領導者)和有穩定的派息。

圖 41. 金沙中國的預測 EV/EBITDA



資料來源：彭博、時富

#### 主要風險：

- 1) 中國經濟放緩；
- 2) 與續牌有關的不利變化；
- 3) 物業工程進行期間或影響日常運作。

## 金沙中國

## 損益表 (百萬美元)

| 截至年底      | FY17  | FY18E | FY19E | FY20E | FY21E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 收入        | 7,715 | 8,655 | 8,770 | 9,411 | 10,213 |
| EBITDA    | 2,449 | 2,809 | 2,868 | 3,177 | 3,497  |
| 折舊        | -676  | -613  | -658  | -672  | -681   |
| EBIT      | 1,773 | 2,196 | 2,210 | 2,506 | 2,816  |
| 淨利息支出     | -148  | -157  | -174  | -185  | -186   |
| 扣除所得稅前利潤  | 1,625 | 2,039 | 2,036 | 2,321 | 2,630  |
| 所得稅       | -22   | -38   | -28   | -43   | -62    |
| 權益持有人應佔盈利 | 1,603 | 2,001 | 2,008 | 2,278 | 2,568  |
| 每股盈利 (美元) | 0.20  | 0.25  | 0.25  | 0.28  | 0.32   |
| 每股股息 (美元) | 0.26  | 0.26  | 0.26  | 0.29  | 0.33   |

## 現金流量表 (百萬美元)

| 截至年底        | FY17   | FY18E  | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 股東應佔溢利      | 1,603  | 2,001  | 2,008  | 2,278  | 2,568  |
| 非現金項目       | 688    | 613    | 658    | 672    | 681    |
| 營運資金變動      | 127    | 60     | 19     | 80     | 165    |
| 經營活動的現金流量   | 2,626  | 2,669  | 2,685  | 3,027  | 3,411  |
| 資本開支        | -432   | -800   | -1,250 | -850   | -800   |
| 自由現金流       | 2,194  | 1,869  | 1,435  | 2,177  | 2,611  |
| 計及投資活動後現金流量 | -461   | -800   | -1,250 | -850   | -800   |
| 股息          | -2,067 | -2,067 | -2,061 | -2,069 | -2,346 |
| 股份發行所得款     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 債項所得款       | -19    | 500    | 500    | 100    | 20     |
| 其它          | -121   | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 融資活動的現金流量   | -2,207 | -1,567 | -1,561 | -1,969 | -2,326 |
| 淨現金流量       | -45    | 302    | -126   | 208    | 284    |
| 年初現金及現金等價物  | 1,284  | 1,239  | 1,541  | 1,415  | 1,623  |
| 年終現金及現金等價物  | 1,239  | 1,541  | 1,415  | 1,623  | 1,907  |
| 年終淨負債       | 3,173  | 3,371  | 3,997  | 3,889  | 3,625  |

資料來源：公司資料、時富

## 1928.HK, 買入, 目標價: 38港元

## 資產負債表 (百萬美元)

| 截至年底       | FY17   | FY18E  | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 現金及現金等價物   | 1,239  | 1,541  | 1,415  | 1,623  | 1,907  |
| 應收賬款       | 293    | 329    | 273    | 228    | 178    |
| 存貨         | 15     | 16     | 16     | 17     | 18     |
| 其他非流動資產    | 11     | 12     | 12     | 13     | 13     |
| 總流動資產      | 1,558  | 1,897  | 1,716  | 1,881  | 2,117  |
| 固定資產       | 7,687  | 7,875  | 8,466  | 8,645  | 8,764  |
| 無形資產       | 34     | 34     | 34     | 34     | 34     |
| 投資         | 1,311  | 1,311  | 1,311  | 1,311  | 1,311  |
| 其他長期資產     | 57     | 60     | 61     | 63     | 66     |
| 總資產        | 10,647 | 11,177 | 11,588 | 11,934 | 12,291 |
| 短期債務       | 54     | 54     | 54     | 54     | 54     |
| 應收賬款及其他應收款 | 1,537  | 1,633  | 1,597  | 1,633  | 1,748  |
| 其他流動債務     | 6      | 0      | 8      | 285    | 585    |
| 總流動債務      | 1,597  | 1,687  | 1,659  | 1,972  | 2,387  |
| 長期債務       | 4,358  | 4,858  | 5,358  | 5,458  | 5,478  |
| 其他長期債務     | 154    | 154    | 154    | 154    | 154    |
| 總負債        | 6,109  | 6,699  | 7,171  | 7,584  | 8,019  |
| 股本         | 81     | 81     | 81     | 81     | 81     |
| 留存收益       | 4,457  | 4,397  | 4,337  | 4,268  | 4,191  |
| 總權益        | 4,538  | 4,478  | 4,418  | 4,349  | 4,272  |
| 總權益及負債     | 10,647 | 11,177 | 11,588 | 11,934 | 12,291 |

## 主要比率

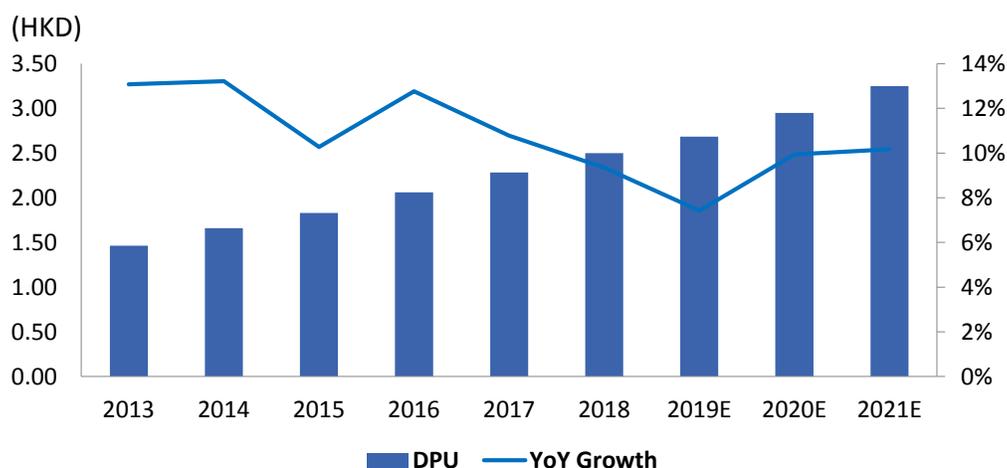
|                 | FY17   | FY18E  | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>增長 (%)</b>   |        |        |        |        |        |
| 收入              |        | 12%    | 1%     | 7%     | 9%     |
| EBITDA          |        | 15%    | 2%     | 11%    | 10%    |
| 權益持有人應佔盈利       |        | 25%    | 0%     | 13%    | 13%    |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |        |
| EBITDA 利潤率      | 31.7%  | 32.5%  | 32.7%  | 33.8%  | 34.2%  |
| EBIT 利潤率        | 23.0%  | 25.4%  | 25.2%  | 26.6%  | 27.6%  |
| 淨利潤率            | 20.8%  | 23.1%  | 22.9%  | 24.2%  | 25.1%  |
| 派息率             | 128.9% | 103.0% | 103.0% | 103.0% | 103.0% |
| 股本回報率           | 35.3%  | 44.7%  | 45.5%  | 52.4%  | 60.1%  |
| 資產回報率           | 15.1%  | 17.9%  | 17.3%  | 19.1%  | 20.9%  |
| <b>流動比率 (x)</b> |        |        |        |        |        |
| 流動比率            | 1.0    | 1.1    | 1.0    | 1.0    | 0.9    |
| 利息覆蓋率           | 12.0   | 13.9   | 12.7   | 13.6   | 15.2   |
| <b>槓桿比率</b>     |        |        |        |        |        |
| 淨負債/EBITDA (x)  | 1.30   | 1.20   | 1.39   | 1.22   | 1.04   |
| 淨負債/權益 (%)      | 70%    | 75%    | 90%    | 89%    | 85%    |

## 領展(823.HK)

**簡介：**作為中國首家在香港上市的房地產信託基金，領展房地產投資信託基金(00823)亦是全球以零售為主的最大型房地產信託基金之一。公司的每基金單位分派(DPU)從 2013 財年的 1.46 港元，漲至 2018 財年的 2.5 港元，年複合增長率 11.3%。在環球經濟環境不明朗下，我們看好領展的前景，建基於**(1)管理能力優越(持續翻新舊商場、出售舊資產以及購置優質項目)；(2)零售組合以日用品為主，而外匯風險較低，防守性強；(3)資產增值/處置/收購活動頻繁；(4)潛在的股份回購。**

自 2013 年來，領展的每基金單位分派保持約 10%的穩定增長(2018：9.4%、2017：10.8%)，我們預期 2019-2021 年領展的每基金單位分派增幅將重新回升至 10%以上，基於(1)10 多個新項目陸續落成，憑藉優越管理能力，將帶來額外租金收入；(2)通過售賣商場後所得現金增多。

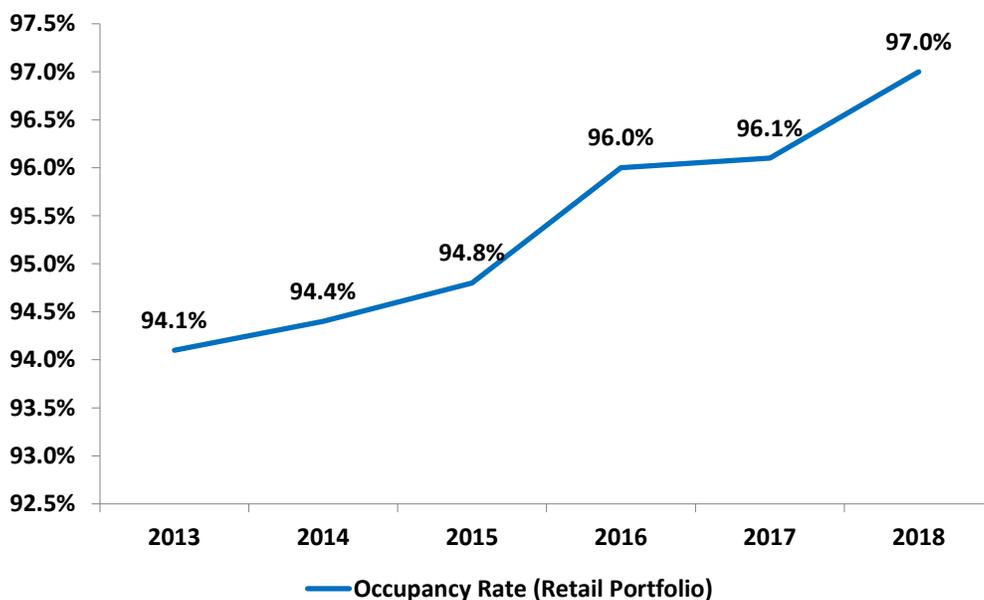
圖 42. 每基金單位分派和增長預計



資料來源：彭博、時富

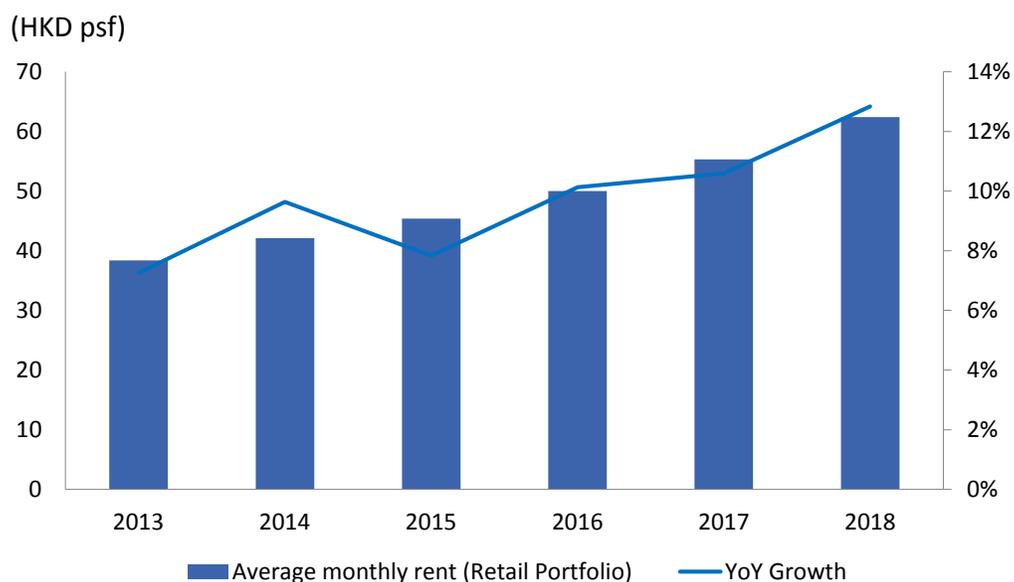
**管理能力優越：**過去五年來，領展旗下的香港零售物業組合的租用率不斷上升，相信是受惠於領展優越的管理、資產提升、出售及收購物業策略。截至 2018 年 3 月 31 日止年度，其租用率高達 97.0%。剔除所有於分析年度內出售及收購的物業後，零售租金收入比往年增長 9.5%，每平方呎租 62.4 港元(2017: 55.3 港元)，過去 5 年租金複合增長率更高達 10.2%，而零售物業續租租金調整率亦達到 20%以上，反映目前物業組合收入增長穩定可觀。

圖 43. 零售物業租用率



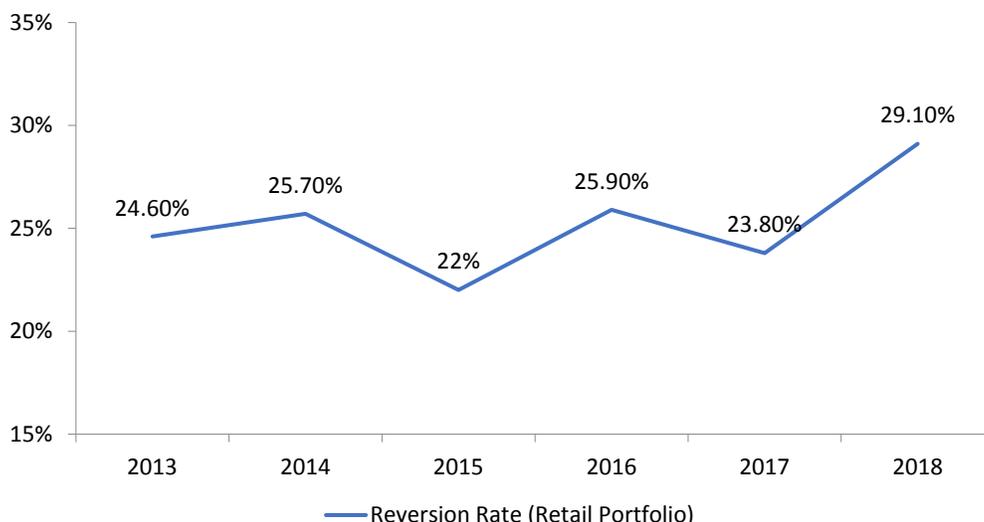
資料來源：領展、時富

圖 44. 零售物業月租收入



資料來源：領展、時富

圖 45. 零售物業續租租金調整率



資料來源：領展、時富

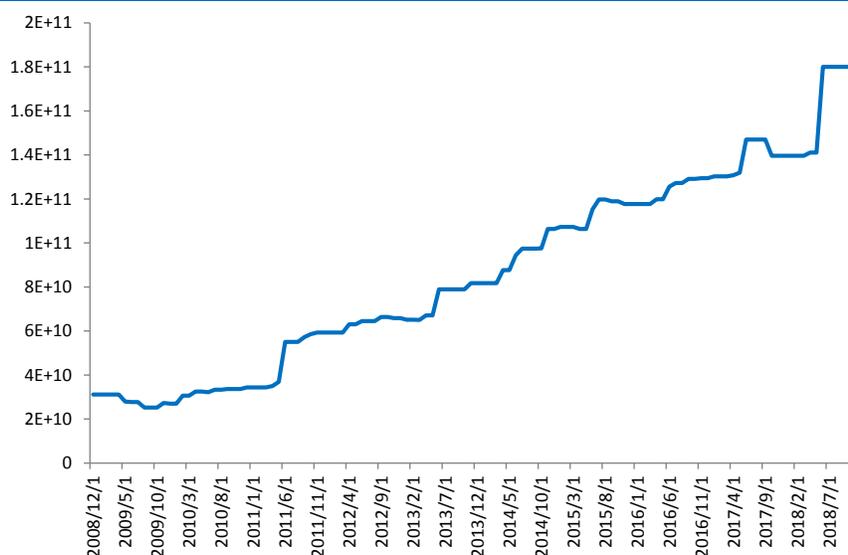
我們展望領展透過翻新舊商場、出售舊資產以及購置優質項目，料長遠有利物業租用率及月租收入，達至資產淨值提升。

**(1) 翻新舊商場：**2018年6月1日，位於彌敦道700號的新商場「T.O.P This is Our Place」在經過兩年多的翻新後首次開幕。彌敦道700號建築樓高23層，當中18層為辦公室(出租率超過70%)，5層為商場(出租率高達80%)，該項目將開始在2019年財年提供租金收入貢獻。另外，領展2018年6月初曾表示，旗下有10個項目正進行提升，4個項目即將展開，資產提升計劃將伸延至2023年，支持其持續性的租金收入增長。

**(2) 出售項目 (售價遠高於物業賬面價值)：**領展將以120.1億港元向以基匯資本為首的財團出售12項物業，作價相對9月底估值溢價約32.1%，淨收益約為27.876億港元。

**(3) 購置優質項目：**領展於11月26日公布，以25.6億元人民幣購入在北京的京通羅斯福廣場全部權益作長線投資，是集團在北京第2個，及內地一線城市第4個收購項目，預計收購完成後能為領展帶來即時收入。該物業零售總樓面面積約為67,546平方米，至10月底止，零售租用率為96.2%，並已訂立268份零售租約，每月租金收入1,030萬元人民幣。

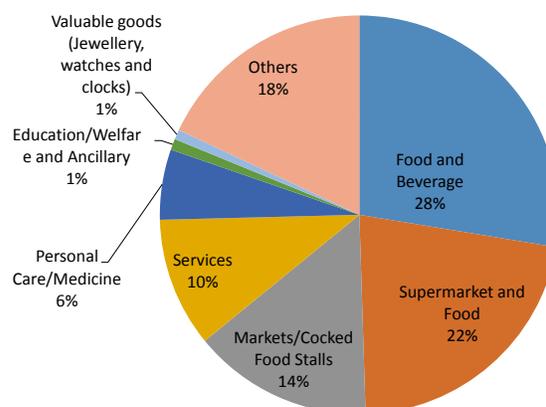
圖 46. 資產淨值



資料來源：彭博、時富

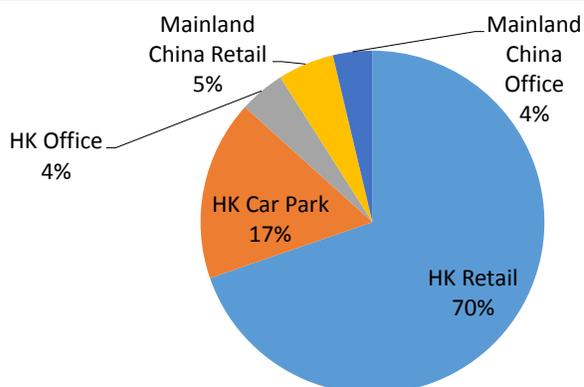
零售組合以日用品為主，加上外匯風險較低，防守性強：領展旗下的零售物業主要是大部份位於公共屋邨的商場(69.7%)，業務防禦能力較強，屋邨商場承租商戶經營的生意一般都與必需品有關，受宏觀經濟下滑之影響較低。另外，領展物業組合中香港佔比最大(香港：91%，中國：9%)，早前亦為內地投資比例設上限，為資產總值的 20%，人民幣貶值所造成的匯兌損失較少。

圖 47. 香港物業組合零售行業組合（按 2018 財年每月租金）



資料來源：領展、時富

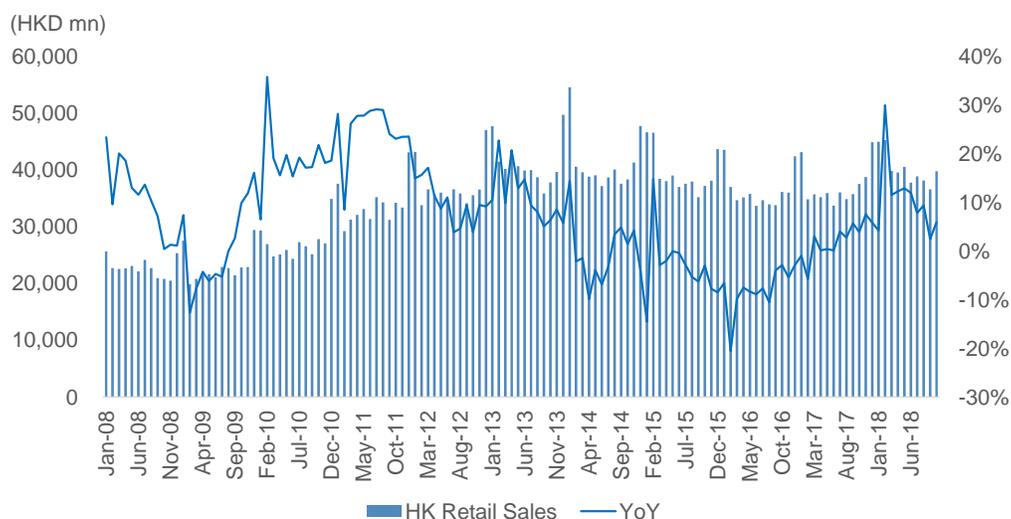
圖 48. 領展物業組合(按估值)



資料來源：領展、時富

**高鐵通車和港珠澳大橋刺激零售租金：**領展的加租決定主要取決於商戶的銷情。長遠而言，香港零售將受惠於高鐵通車(於9月底開通)和港珠澳大橋落成(於10月24日開通)。

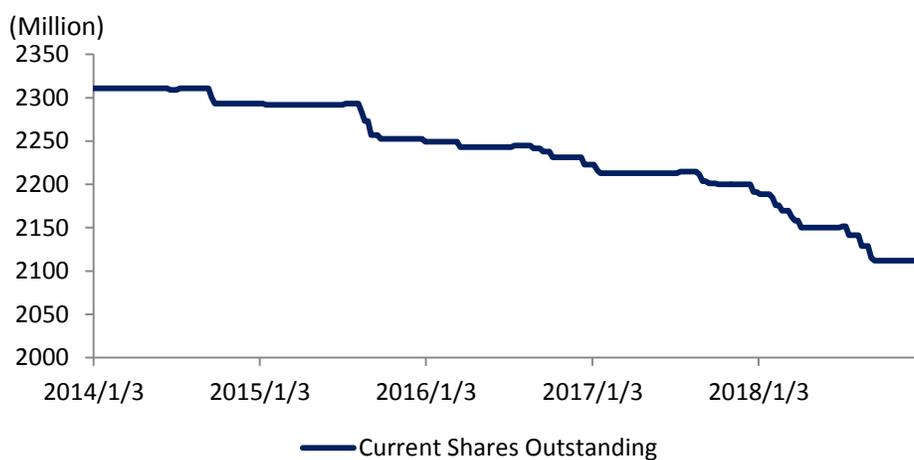
圖 49. 香港零售業總銷貨價值(以百萬港元計)



資料來源：香港統計局、時富

**股票回購：**領展 2018 年以來的股票回購活躍，2018 年初至今累計回購 7,902 萬股(回購價:64.67-78.9 港元)，較 2017 全年回購量高出 1.7 倍。領展向基匯出售 12 項物業後，領展淨增約 27.8 億港元的現金，可用於支持股票回購。

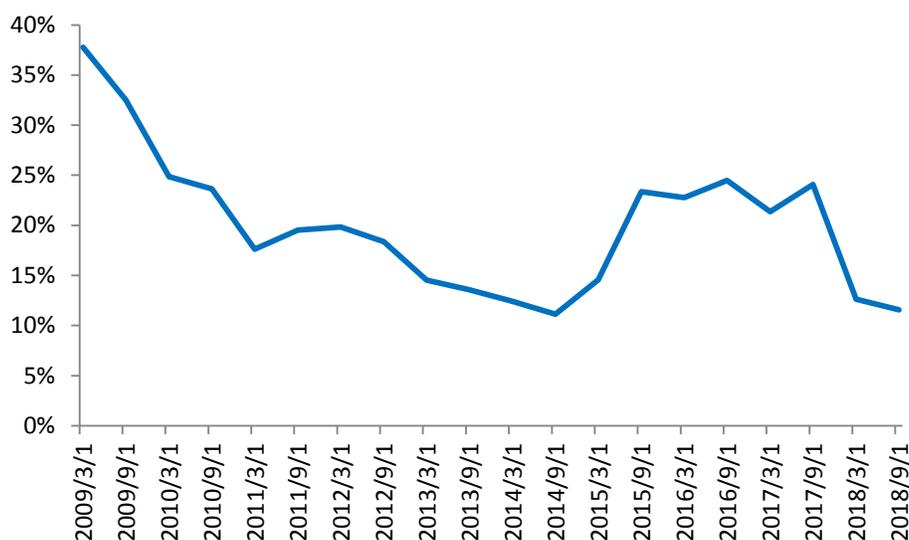
圖 50. 已發行股票數量



資料來源：彭博、時富

**財務穩健：**領展財務穩健，其 2018 年第 3 季淨負債比率已降至 10 年新低左右，約 11.6%，遠低於行業平均約 38%，有利於可持續的翻新、出售、購置資產策略。

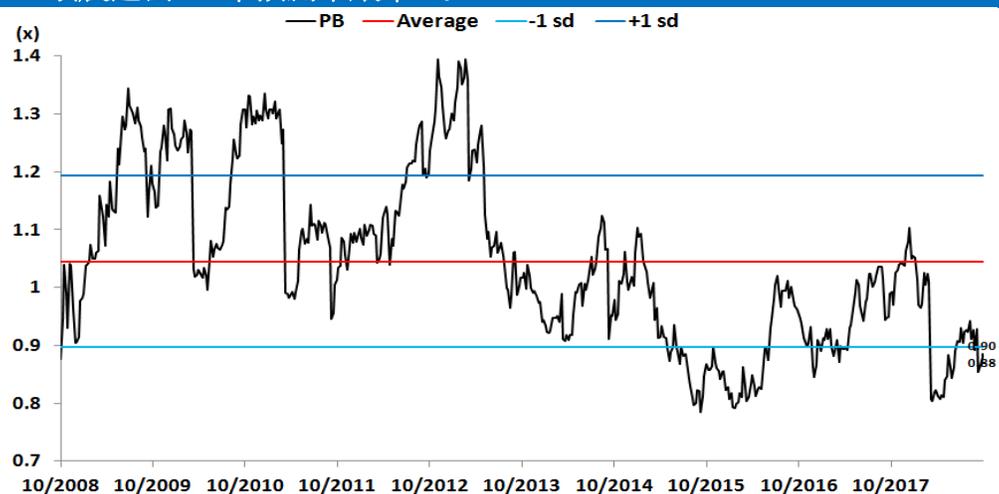
圖 51. 淨負債比率



資料來源：彭博、時富

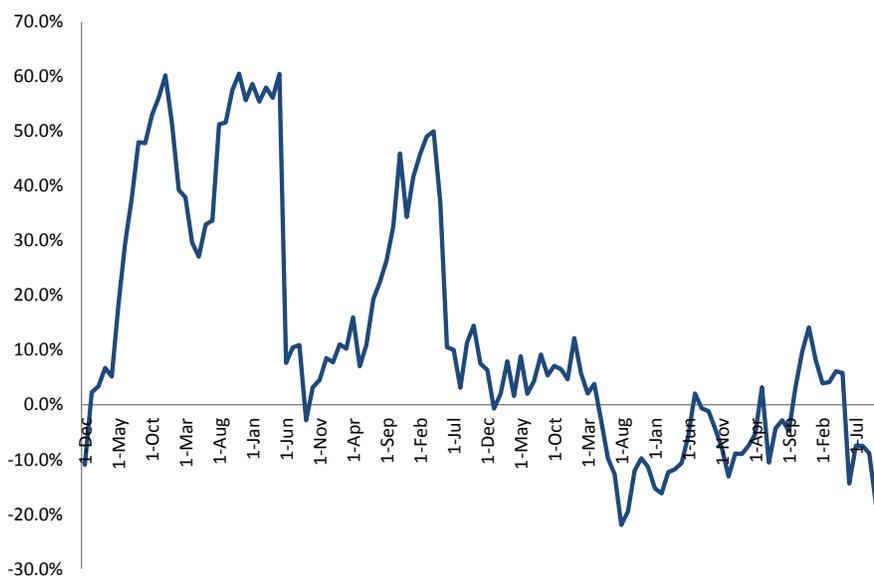
首予「買入」評級，目標價 88 港元：領展目前的 P/B 值是 0.9 倍，低於平均值的-1 標準差，而 NAV 折讓亦約為 7%，接近 10 年低位，估值便宜。我們的目標價為 88 港元，表示約有 11% 的上升空間。估值方法為股息貼現模型，基於 1% 永久增長率和 5.5% 資本成本。

圖 52. 領展過去 10 年預測市賬率 P/B



資料來源：彭博、時富

圖 53. 領展 NAV 折讓



資料來源：彭博、時富

主要下行風險包括：(1) 加息步伐加快，美債收益率繼續上行，減少收息股的吸引力；(2) 物業出售價格低於市場預期；(3) 香港經濟增長放緩，以致低通脹；及(4) 公司在資產收購方面變得過於激進。

## 領展

### 損益表 (百萬港元)

| 截至3月止年度  | FY17   | FY18   | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 租金收入     | 8,854  | 9,600  | 9,773  | 10,696 | 11,766 |
| 其他收入     | 401    | 423    | 431    | 471    | 518    |
| 總收入      | 9,255  | 10,023 | 10,203 | 11,168 | 12,284 |
| 經營成本     | -2,261 | -2,360 | -2,402 | -2,630 | -2,892 |
| 物業收入淨額   | 6,994  | 7,663  | 7,801  | 8,538  | 9,392  |
| 一般及行政費用  | -342   | -417   | -437   | -546   | -690   |
| EBITDA   | 6,652  | 7,246  | 7,364  | 7,992  | 8,702  |
| 折舊和攤銷    | 27     | 20     | 20     | 21     | 21     |
| EBIT     | 6,625  | 7,226  | 7,344  | 7,971  | 8,681  |
| 稅前利潤     | 7,476  | 13,906 | 14,133 | 15,340 | 16,705 |
| 所得稅      | -1,057 | -1,420 | -2,261 | -2,454 | -2,673 |
| 扣除所得稅后利潤 | 6,419  | 12,486 | 11,872 | 12,886 | 14,033 |
| 非控股性權益   | -202   | -218   | -218   | -218   | -218   |
| 其他損益     | -1,346 | -7,060 | -6,107 | -6,647 | -7,259 |
| 可分配淨利    | 4,871  | 5,208  | 5,547  | 6,020  | 6,556  |
| 每股盈利     | 2.3    | 2.5    | 2.6    | 2.9    | 3.1    |
| 每基金單位派息  | 2.3    | 2.5    | 2.7    | 3.0    | 3.3    |

### 現金流量表

| 截至3月止年度      | FY17   | FY18    | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| EBITDA       | 6,652  | 7,246   | 7,364  | 7,992  | 8,702  |
| 淨營運資金變動      | 3,276  | -7,718  | 0      | 0      | 0      |
| 其他營運資金現金流    | -3,851 | 6,957   | 100    | -289   | -375   |
| 經營活動的現金流量    | 6,077  | 6,485   | 7,464  | 7,703  | 8,327  |
| 自由現金流        | 6,077  | 6,485   | 7,464  | 7,703  | 8,327  |
| 資本開支         | 489    | 16,494  | 0      | 0      | 0      |
| 調整           | -67    | -8,407  | 70     | 75     | 81     |
| 經營和投資活動的現金流量 | 6,499  | 14,572  | 7,534  | 7,778  | 8,408  |
| 現金股息         | -4,898 | -5,254  | -5,806 | -6,444 | -7,218 |
| 股份發行所得款      | -1,697 | -4,349  | 0      | 0      | 0      |
| 債券發行所得款      | 304    | -2,359  | -625   | -681   | -722   |
| 其他           | -9     | 19      | 0      | 0      | 0      |
| 融資活動的現金流量    | -6,300 | -11,943 | -6,431 | -7,125 | -7,940 |
| 淨現金流量        | 199    | 2,629   | 1,103  | 653    | 468    |
| 年初現金及現金等價物   | 336    | 535     | 3,164  | 4,267  | 4,920  |
| 年終現金及現金等價物   | 535    | 3,164   | 4,267  | 4,920  | 5,388  |

資料來源：公司資料、時富

## 823.HK, 買入, 目標價: 88港元

### 資產負債表 (百萬港元)

| 截至3月止年度   | FY17    | FY18    | FY19E   | FY20E   | FY21E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 現金及現金等價物  | 535     | 3,164   | 3,870   | 4,734   | 5,790   |
| 應收賬款      | 503     | 715     | 715     | 715     | 715     |
| 其他流動資產    | 227     | 8,623   | 8,623   | 8,623   | 8,623   |
| 總流動資產     | 1,265   | 12,502  | 13,208  | 14,072  | 15,128  |
| 物業投資      | 174,006 | 203,091 | 233,089 | 267,517 | 307,031 |
| 其他非流動資產   | 669     | 811     | 2,071   | 3,464   | 4,998   |
| 總資產       | 175,940 | 216,404 | 248,368 | 285,054 | 327,158 |
| 短期債務      | 300     | 2,589   | 2,850   | 3,138   | 3,455   |
| 應收賬款      | 1,870   | 2,462   | 2,949   | 3,532   | 4,230   |
| 其他流動債務    | 1,876   | 2,174   | 2,456   | 2,776   | 3,136   |
| 總流動債務     | 4,046   | 7,225   | 8,256   | 9,446   | 10,821  |
| 長期債務      | 29,815  | 23,196  | 25,489  | 28,009  | 30,778  |
| 其他長期債務    | 3,582   | 6,915   | 9,489   | 13,022  | 17,869  |
| 總負債       | 37,443  | 37,336  | 43,234  | 50,476  | 59,468  |
| 基金資產淨值    | 138,497 | 179,068 | 205,134 | 234,578 | 267,690 |
| 基金資產淨值和負債 | 175,940 | 216,404 | 248,368 | 285,054 | 327,158 |

### 重要比率

|               | FY17  | FY18 | FY19E | FY20E | FY21E |
|---------------|-------|------|-------|-------|-------|
| <b>估值</b>     |       |      |       |       |       |
| 市盈率 (倍)       | 6.9   | 3.1  | 3.4   | 15.2  | 27.4  |
| 股息率           | 4.0%  | 3.6% | 3.8%  | 4.2%  | 4.7%  |
| 市賬率 (倍)       | 1.1   | 0.9  | 0.9   | 0.7   | 0.7   |
| EV/EBITDA (倍) | 8.3   | 3.9  | 4.1   | 17.5  | 30.3  |
| EV/EBIT (倍)   | 8.3   | 3.9  | 4.1   | 17.5  | 30.3  |
| EBITDA利潤率     | 72%   | 72%  | 72%   | 71%   | 71%   |
| 實際稅率          | 14%   | 10%  | 16%   | 16%   | 16%   |
| 資產回報率 (稅前)    | 4%    | 6%   | 6%    | 5%    | 5%    |
| <b>增速</b>     |       |      |       |       |       |
| 收入            | 5.9%  | 8.3% | 1.8%  | 9.5%  | 10.0% |
| EBITDA        | 8.3%  | 8.9% | 1.6%  | 8.5%  | 8.9%  |
| EBIT          | 8.3%  | 9.1% | 1.6%  | 8.5%  | 8.9%  |
| 每基金單位派息       | 10.8% | 7.3% | 10.5% | 11.0% | 12.0% |

資料來源：公司資料、時富

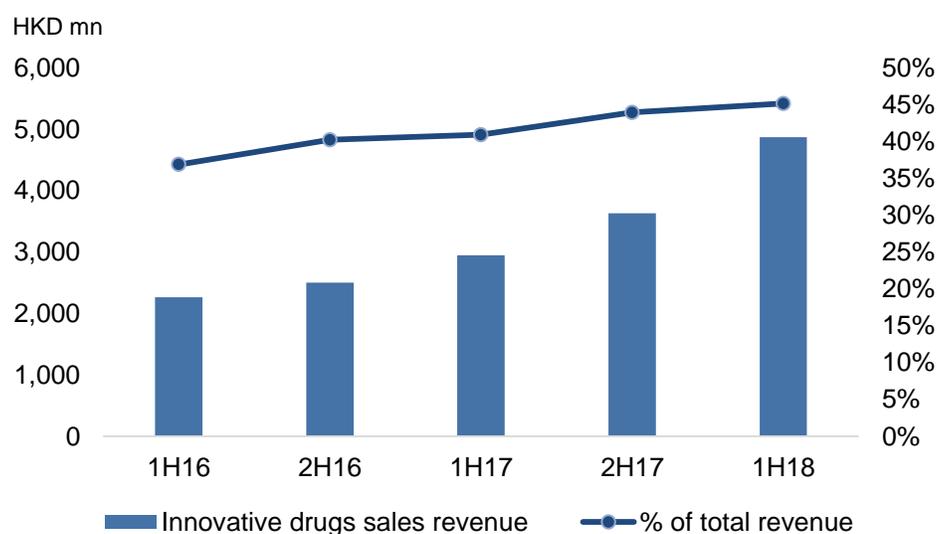
## 石藥(1093.HK)

投資者對政策反應過度；集中採購對石藥短期影響微不足道：早前仿製藥帶量採購招標之降價幅度超市場預期，令一眾藥股急劇下挫。

*政策回顧*：2018年9月11日，國家醫療保障局公佈了第一批帶量採購目錄，共31個品種，該項目將在中國11個城市實施，包括北京、上海、天津、重慶、廣州、深圳、瀋陽、大連、西安、成都、廈門。根據方案，中標企業將取得60%-70%的市場份額，前提是藥企需降價。

我們明白投資者關注降價對仿製藥盈利的影響，惟我們認為石藥相對其它藥企具防守力，因為1) 石藥的創新藥組合不會受帶量採購政策影響；2) 石藥受影響之藥品(阿奇霉素、曲馬多、阿莫西林)均不是其主要產品，利潤佔比小(僅1-2%)。相對中生製藥之主打藥品恩替卡韋在目錄榜上有名，帶量採購政策對石藥之短期影響微不足道。

圖 54. 石藥之創新藥組合對收入貢獻佔比逐增



資料來源：石藥、時富

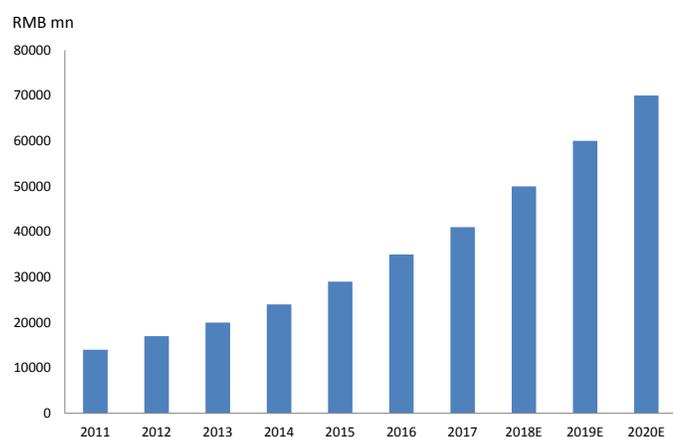
業務能見度較同業高，市場拋售令估值變得吸引：受長生假疫苗事件、帶量採購政策及輔助藥清單等因素影響，醫療板塊2018年走勢頗為波動，但我們認為股價回調正好為投資者提供更好買入機會。長遠而言，中國正面臨人口老化、醫療需求增加等社會問題，需要其國內醫藥大品牌去應付未來挑戰，而石藥作為國內領尖藥企正可填補國家之不足。石藥有着多種優勢：1) 具備研發創新藥的能力；2) 恩必普及癌症藥組合帶來持續增長；3) 帶量採購政策對石藥之短期影響微不足道。基於石藥2018至2020年之預測盈利複合年增長率為>25%，現時~20倍市盈率顯示石藥之投資價值。

**輔助藥清單對療效顯著的藥物影響不大：**國家輔助藥物清單不大可能影響具有明顯治療效用的藥物，推出輔助藥物清單是為了減少過量使用藥效低的輔助藥物。目前，歐來寧和恩必普被列入名單的可能性低。恩必普在中國擁有專利，並且符合國家標準，故不會被列入名單。此外，歐來寧的化學成分、安全性和有效性明顯，被列入之可能性低。

**現有藥品銷售勢頭強勁：**恩必普、歐來寧、玄寧銷售收入於第1-3季按年增長38%、74%及90%。恩必普方面，管理層預計2019年的銷售增長將與2018年相似，受惠於第二、三線城市滲透率仍低，以及將有更多學術推廣。此外，管理層對歐來寧和玄寧的增長動力持樂觀態度，因為該產品正改用自營銷售模式。除創新藥外，石藥的仿製藥增長令人滿意，於1-3季按年增長37%，受惠於1) 品牌認受性增加；2) 第二、三線城市滲透率仍低，以及改用自營銷售。與此同時，管理層認為集中採購名單在短時間內擴大之可能性不大，因在首階段目錄尚未於全國推行前，料不會推出另一階段目錄。

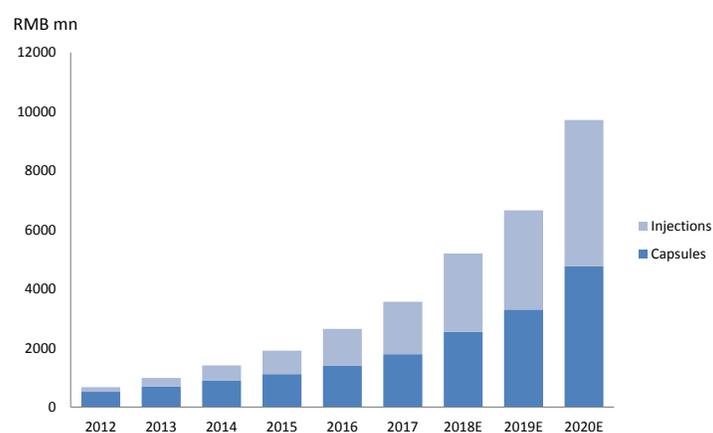
**恩必普前景分析：**鑑於中國之中風市場持續擴大，恩必普的市場潛力巨大。恩必普2018年銷量按年增>30%，銷量令人滿意，主因恩必普注射劑於2017年進入了新醫保目錄，我們認為其增速將會繼續維持，皆因恩必普現時市佔率約14%，滲透率仍低。預計2018年的銷售額將達到50億港元，與之前的管理層指引相符。

圖 55. 中國之中風市場



資料來源：石藥、時富

圖 56. 恩必普銷售情況



資料來源：石藥、時富

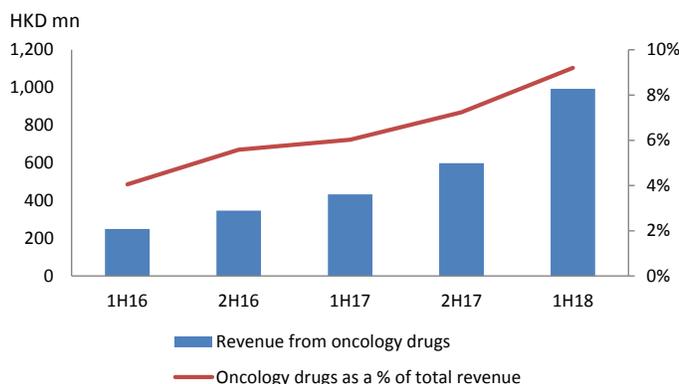
**腫瘤學藥物為另一個增長引擎：**雖然藥品降價為大勢所趨，但此趨勢將鼓勵新藥研發，研發能力較高的藥企將可突圍而出。2018年10月，國家醫

保局將 17 種抗癌藥納入國家醫保，而近期的國家政策都展示中央政府正努力改善國內醫療的有效性及其可及性。展望未來，將有更多癌症藥納入醫保，而石藥近年積極研發癌症藥，將可於新浪潮中迎接更多機遇，而事實上，腫瘤學藥物正成為石藥另一個增長引擎，其多美素及津優力銷量於 1-3 季按年增長 82% 及 117%。

**多美素前景分析：**多美素(鹽酸多柔比星脂質體) 是一種用於多種癌症化療的一線藥物，包括淋巴瘤、多發性骨髓瘤、卵巢癌、乳腺癌等。多美素銷售增長強勁，歸因於中國抗癌藥物市場規模持續擴張。

**津優力前景分析：**PEG-rhGCSF/PEG-GCSF 是中國治療中性粒細胞減少症的一線藥物。津優力的市場潛力巨大，因為 1) 於 2017 年納入 NRDL 名單；2) PEG-rhGCSF 是比傳統 rhGCSF 更好的選擇，具有更長的半衰期，在血漿中的密度更穩定，抗藥性亦較低。

圖 57. 石藥之癌症藥收入



資料來源：石藥、時富

圖 58. 石藥之癌症藥組合



資料來源：石藥、時富

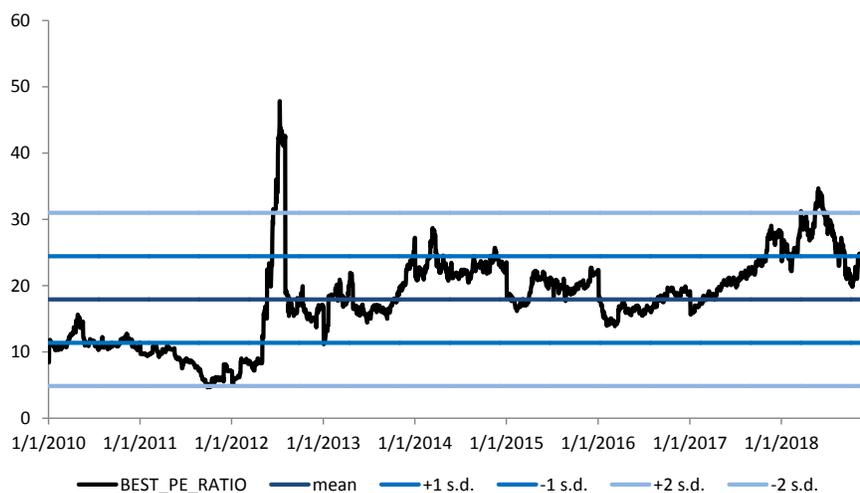
白蛋白結合紫杉醇的快速增長展現出石藥的巨大潛力：克艾力用於治療乳腺癌，是中國首個推出市場的藥品，自 2018 年 3 月推出以來，紫杉醇(白蛋白結合) 實現了 2018 年第 1-3 季的銷售額達 1.91 億港元。由於其安全性和有效性高，該藥物已被列入 5 個省(江蘇、湖南、湖北、寧夏和山東)的醫保目錄，雖然尚未納入國家醫保，但管理層表示正在這方面努力，並且將爭取列入更個省份的醫保目錄。展望未來，克艾力的滲透率將在各個省

份有所增加，銷售團隊規模也將擴大。儘管恒瑞的競爭產品亦是近期推出，但鑑於內地市場有着強勁的替代需求，整個市場潛力巨大，管理層對白蛋白紫杉醇的銷售前景充滿信心。管理層指引 18/19 財年的銷售額將超過 3 億/ 10 億港元。

**研發可支持未來增長：**2018 年上半年，石藥的研發費用按年增長 112%。未來石藥將投放約 6 成的研發費用於創新藥物，包括早期生物製劑的發現和開發，而另外 4 成用於生物等效性研究以及仿製藥的研發。在仿製藥方面，達至等效性仍為石藥之發展方針，另外，集團會研發技術層面較高及偏好首仿藥。在創新藥方面，集團會透過進行併購以擴大後期新藥物管道(目前有 10 個生物製劑和 15 個小分子候選藥物)。管理層認為，未來的趨勢將是大份子應用、大份子小分子連用，以及免疫療法。我們認為，早前石藥與君實的戰略合作協議顯示了公司想擴大腫瘤業務的決心。料於 2020 年後上市的 PD1 應用將有助石藥提升其腫瘤領域的地位，以及拉動其整體增長。在美國及上海建立其內部藥物發現能力，將增強公司的長遠競爭力。

**估值：**我們認為現時股價已屬超賣(19 年預測市盈率為~16 倍)。我們維持「買入」評級，目標價為 13 港元(前目標價為 22 港元)。目標價下調已反映出仿製藥增長放緩的可能性及市場情緒疲弱的現象。

圖 59. 石藥 19 年預測市盈率



資料來源：彭博、時富

**主要風險：**1) 政策風險，例如：集中採購和輔助藥物清單的擴展。 2) 藥品銷情欠佳，例如恩必普、克艾力。 3) 競爭侵蝕利潤率。

## 石藥集團

## 損益表 (百萬港元)

| 12月31日     | FY16   | FY17   | FY18E  | FY19E   | FY20E   | FY21E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 收入         | 12,369 | 15,463 | 22,180 | 26,650  | 31,273  | 34,610  |
| 銷售成本       | -6,060 | -6,117 | -8,552 | -10,009 | -11,432 | -12,479 |
| 毛利         | 6,309  | 9,346  | 13,628 | 16,641  | 19,840  | 22,131  |
| 行政、銷售及推廣費用 | -3,342 | -5,057 | -7,985 | -9,661  | -11,414 | -12,806 |
| 其他支出       | -317   | -808   | -1,600 | -1,620  | -1,630  | -1,629  |
| 經營盈利       | 2,649  | 3,482  | 4,043  | 5,360   | 6,796   | 7,696   |
| EBITDA     | 3,237  | 4,198  | 4,923  | 6,442   | 8,120   | 9,292   |
| 折舊         | -551   | -613   | -804   | -906    | -1,028  | -1,159  |
| 攤銷         | -37    | -104   | -77    | -176    | -295    | -437    |
| 淨利息支出      | -42    | -27    | -28    | -24     | -31     | -31     |
| 聯營投資虧損     | 28     | 10     | 20     | 20      | 20      | 20      |
| 扣除所得稅前利潤   | 2,635  | 3,465  | 4,035  | 5,357   | 6,784   | 7,685   |
| 所得稅        | -522   | -685   | -774   | -1,002  | -1,236  | -1,362  |
| 非控制性權益     | -12    | -10    | -14    | -16     | -19     | -42     |
| 非經常性損益     | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 權益持有人應佔盈利  | 2,101  | 2,771  | 3,248  | 4,338   | 5,529   | 6,280   |
| 每股盈利       | 0.35   | 0.45   | 0.52   | 0.69    | 0.89    | 1.01    |
| 每股股息       | 0.12   | 0.15   | 0.16   | 0.20    | 0.26    | 0.31    |

## 現金流量表 (百萬港元)

| 12月31日      | FY16   | FY17   | FY18E  | FY19E  | FY20E   | FY21E   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 優先股股息前利潤    | 2,101  | 2,771  | 3,248  | 4,338  | 5,529   | 6,280   |
| 非現金項目       | 573    | 736    | 874    | 1,078  | 1,323   | 1,619   |
| 營運資金變動      | 168    | -304   | -489   | -265   | -272    | -159    |
| 經營活動的現金流量   | 2,916  | 3,288  | 3,569  | 4,985  | 6,405   | 7,557   |
| 資本開支        | -1,099 | -1,177 | -1,982 | -2,395 | -2,826  | -3,145  |
| 投資          | -43    | -556   | -100   | -100   | -100    | -100    |
| 計及投資活動後現金流量 | -1,332 | -3,287 | -2,082 | -2,495 | -2,926  | -3,245  |
| 股息          | -650   | -730   | -726   | -1,020 | -1,272  | -1,649  |
| 股份發行所得款     | 563    | 2,351  | 500    | 500    | 500     | 500     |
| 債項所得款       | -283   | -193   | -100   | -200   | -150    | -50     |
| 融資活動的現金流量   | -452   | 1,631  | -326   | -720   | -922    | -1,199  |
| 淨現金流量       | 935    | 1,929  | 1,361  | 1,970  | 2,757   | 3,313   |
| 年初現金及現金等價物  | 2,299  | 3,235  | 5,238  | 6,599  | 8,569   | 11,326  |
| 年終現金及現金等價物  | 3,235  | 5,238  | 6,599  | 8,569  | 11,326  | 14,639  |
| 年終淨負債       | -2,097 | -4,251 | -5,712 | -7,882 | -10,789 | -14,152 |

資料來源：公司資料、時富

## 1093.HK, 買入, 目標價: 13港元

## 資產負債表 (百萬港元)

| 12月31日     | FY16   | FY17   | FY18E  | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 現金及現金等價物   | 3,235  | 5,238  | 6,599  | 8,569  | 11,326 | 14,639 |
| 應收賬款       | 1,835  | 2,334  | 3,348  | 3,841  | 4,293  | 4,514  |
| 存貨         | 1,933  | 2,901  | 4,056  | 4,747  | 5,422  | 5,918  |
| 其他非流動資產    | 1,425  | 3,162  | 3,320  | 3,486  | 3,660  | 3,843  |
| 總流動資產      | 8,428  | 13,635 | 17,322 | 20,642 | 24,700 | 28,914 |
| 固定資產       | 5,415  | 6,663  | 7,345  | 8,236  | 9,327  | 10,526 |
| 無形資產       | 191    | 225    | 644    | 1,067  | 1,478  | 1,827  |
| 長期投資       | 80     | 110    | 230    | 350    | 470    | 590    |
| 其他長期資產     | 646    | 911    | 800    | 800    | 800    | 800    |
| 總資產        | 14,760 | 21,543 | 26,342 | 31,095 | 36,775 | 42,658 |
| 應收賬款及其他應收款 | 2,938  | 4,513  | 6,193  | 7,111  | 7,966  | 8,525  |
| 短期債務       | 898    | 927    | 827    | 627    | 477    | 427    |
| 其他流動債務     | 249    | 319    | 613    | 865    | 1,242  | 1,497  |
| 總流動債務      | 4,085  | 5,760  | 7,633  | 8,604  | 9,685  | 10,449 |
| 長期債務       | 240    | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     |
| 其他長期債務     | 244    | 316    | 300    | 300    | 300    | 300    |
| 總負債        | 4,569  | 6,135  | 7,993  | 8,964  | 10,045 | 10,809 |
| 股本         | 10,108 | 15,322 | 18,250 | 22,016 | 26,596 | 31,672 |
| 留存收益       | -462   | 2,400  | 4,628  | 7,694  | 11,574 | 15,950 |
| 非控制性權益     | 84     | 85     | 99     | 115    | 134    | 177    |
| 總權益        | 10,191 | 15,407 | 18,349 | 22,131 | 26,730 | 31,848 |
| 總權益及負債     | 14,760 | 21,543 | 26,342 | 31,095 | 36,775 | 42,658 |

## 主要比率

|                 | FY16  | FY17  | FY18E | FY19E | FY20E | FY21E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>增長 (%)</b>   |       |       |       |       |       |       |
| 收入              |       | 25.0% | 43.4% | 20.2% | 17.3% | 10.7% |
| 毛利              |       | 48.1% | 45.8% | 22.1% | 19.2% | 11.5% |
| 經營盈利            |       | 31.4% | 16.1% | 32.6% | 26.8% | 13.2% |
| 權益持有人應佔盈利       |       | 31.9% | 17.2% | 33.6% | 27.4% | 13.6% |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 51.0% | 60.4% | 61.4% | 62.4% | 63.4% | 63.9% |
| 經營利潤率           | 21.4% | 22.5% | 18.2% | 20.1% | 21.7% | 22.2% |
| 淨利潤率            | 17.0% | 17.9% | 14.6% | 16.3% | 17.7% | 18.1% |
| 派息率             | 34.0% | 33.0% | 31.4% | 29.3% | 29.8% | 30.3% |
| 平均股本回報率         | 20.6% | 18.0% | 17.7% | 19.6% | 20.7% | 19.7% |
| 平均資產回報率         | 14.2% | 12.9% | 12.3% | 14.0% | 15.0% | 14.7% |
| <b>流動性 (x)</b>  |       |       |       |       |       |       |
| 流動比率            | 2.1   | 2.4   | 2.3   | 2.4   | 2.6   | 2.8   |
| 利息覆蓋率           | 63.5  | 130.7 | 143.8 | 227.0 | 215.8 | 251.5 |
| <b>槓桿比率</b>     |       |       |       |       |       |       |
| 淨負債/EBITDA (x)  | (0.6) | (1.0) | (1.2) | (1.2) | (1.3) | (1.5) |
| 淨負債/權益 (%)      | -21%  | -28%  | -31%  | -36%  | -40%  | -44%  |

資料來源：公司資料、時富