

2018 年上半年，南向資金積極配置港股，惟美國十年期債息抽升、美元轉強、中美貿易戰等因素限制，港股大部份時間於 29,000 至 32,000 點徘徊。我們相信(1)中美貿易戰、(2)美國加息下美元走強、(3)歐央行縮減買債規模或拖累大市，不過考慮到(4)美國稅務改革以及(5)中國經濟穩健有利企業盈利，相信港股下半年大部份時間在區間內(約 27,000 點-31,000 點)震盪橫行。



資料來源: 新浪科技

CASH Research  
research@cash.com.hk

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

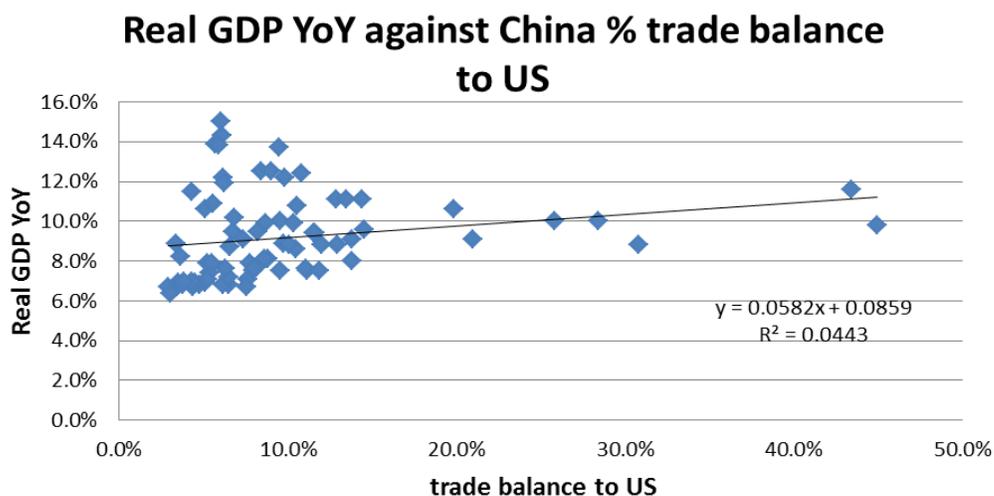
Cynthia Tam  
Senior Research Analyst  
Tel: (+852) 2287-8466  
cynthia.tam@cash.com.hk

### 1. 中美貿易戰—偏向利淡

美國正式宣布對中國產品開徵 500 億美元懲罰性關稅清單，我們相信貿易戰不利於投資情緒，但料對長遠經濟影響不大，預期航運、物流、港口及航空股最受中美貿易戰影響，包括東方海外(00316)、中外運(00598)、嘉里物流(00636)及國泰(00293)，個別汽車零件股如敏實(00425)及福耀玻璃(03606)亦遭受波及，其中前者銷往北美的經營溢利佔 16%。關稅清單有助提高特朗普在談判時的籌碼，不過當中涵蓋大量消費品和中間品，包括集成電路板的處理器、芯片、製造設備，這都包括了一些美國企業在中國生產之商品，因此關稅之阻嚇力不大。考慮到美國當前樹敵太多，其關稅目標遍及歐盟、日本、加拿大、墨西哥等國，若多國造成聯盟抵制美國，或會對美國造成重大打擊，特朗普在攻擊貿易對手時應會適可而止，貿易戰不會對股市造成持續而巨大的影響。對 500 億美元中國產品徵收 25% 的關稅，這相當於中國國內生產總值(GDP)的 0.4%(美國的 0.25%)，或是中國總

出口佔比約 2.2%(美國的 3.2%)。暫時來說，除非貿易戰嚴重打擊營商信心，否則關稅對中國之直接宏觀影響有限。

圖 1. 中國 GDP 增長與其對美貿易佔比的關係



資料來源: 彭博、時富

另外，我們利用迴歸分析，發現中國 GDP 增長與其向美國的貿易佔比，兩者關連系數接近 0，而統計學上亦沒有明顯的正向關係，進一步引證中美貿易戰對中國經濟增長長遠影響有限。

## 2. 美國稅務改革—利好因素

**稅改刺激盈利：**我們重申美國稅改為 2018 年企業盈利增長的主要推動力。市場集中關注企業稅將由現時 35% 大幅度削減至 21%，大大提高一些傳統經濟行業，包括金融業、製造業以及零售消費行業之稅後盈利。

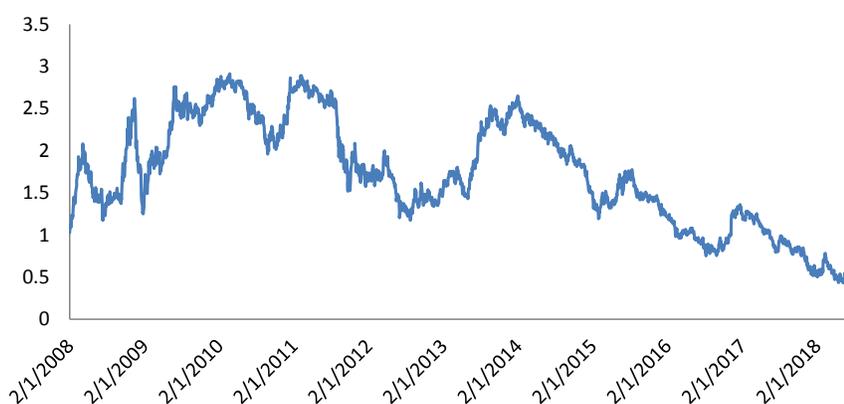
## 3. 美國加息周期—偏向利淡

**經濟增長支持加息：**新任聯儲局主席鮑威爾於 2 月份接替耶倫後，我們估計未來 1 年貨幣政策不會出現重大變化。即使美國經濟表現良好，通脹亦達到目標水平，考慮到當局兩度在聲明中以「對稱」形容其 2% 通脹目標，意味即使通脹升至略高於目標水平，亦不會更進取加息，我們料聯儲局依然會保持緩慢加息(目前預計今年將加息四次)，對新興市場資金流走不必過份憂慮。

**經濟尚未出現轉向：**加息帶來其中一個隱憂為收益率曲線倒掛。最近 10 年，長短息差明顯縮窄和走平，倒掛收益率曲線的出現曾經多次成功預測經濟衰退。2 年期與 10 年期的國債息差由 2016 年 12 月底的 1.3% 降到目前約 0.3%，利用敏感度分析，我們預計加息 2 次將令息差趨零。過往倒掛收益率曲線的出現與股市見頂之間的延後時間亦各有不同，大部份時間為兩年，我們相信今年出現衰退的可能性極低。

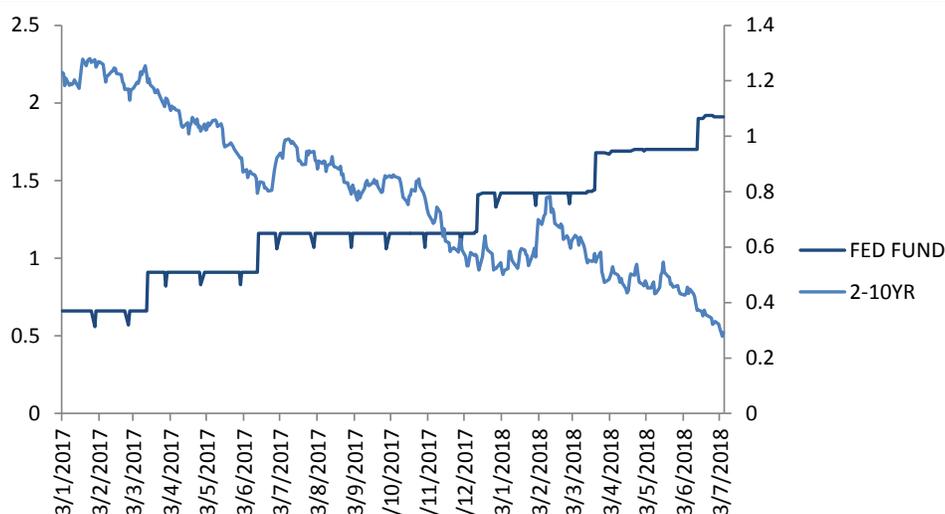
圖 2. 息差持續收窄

### 2-10YR Treasury yield spread



資料來源：彭博、時富

圖 3. 聯儲局息率與息差的歷史走勢



資料來源：彭博、時富

#### 4. 歐央行縮減買債—偏向利淡

**歐央行貨幣政策緩慢收緊：**現時通脹率已接近歐央行的目標水平，歐央行將於今年最後 3 個月的買債規模會由目前每個月的 300 億歐羅，縮減至每月 150 億歐羅，到今年底結束買債計劃，並指利率至少維持不變至明年夏天，總體方針趨向鴿派，相信縮表對市場的影響不大。

#### 5. 中國經濟穩健發展—利好因素

**PMI 數據強勁配合消費升級：**儘管信貸減少、財政支出縮量、PPP 項目受限、地方融資管道因債務風險而收緊等，製造業活動依然強勁，國內及出口需求仍然穩健。中國官方製造業採購經理人指數(PMI)依然處於 51 左右之擴張水平，連續 23 個月處於榮枯線上。同時，據 2017 年數據，消費支出對經濟增長貢獻達到近 60%，隨著居民收入保持較快增長，醫療保健、教育文化娛樂、高增值產品等可受惠消費升級。

**貨幣政策寬鬆以穩經濟：**5 月份社會融資規模增長 7,608 億元人民幣，是 22 個月以來新低，反映去槓桿和強監管的負面影響開始浮現，表外融資規模的急劇收縮或影響對實體經濟的支持。加之中美貿易隱憂揮之不去，外圍不穩定性增加，我們相信人民銀行將持續降準以穩定經濟。

圖 4. 中國官方製造業採購經理人指數(PMI)及分項數據

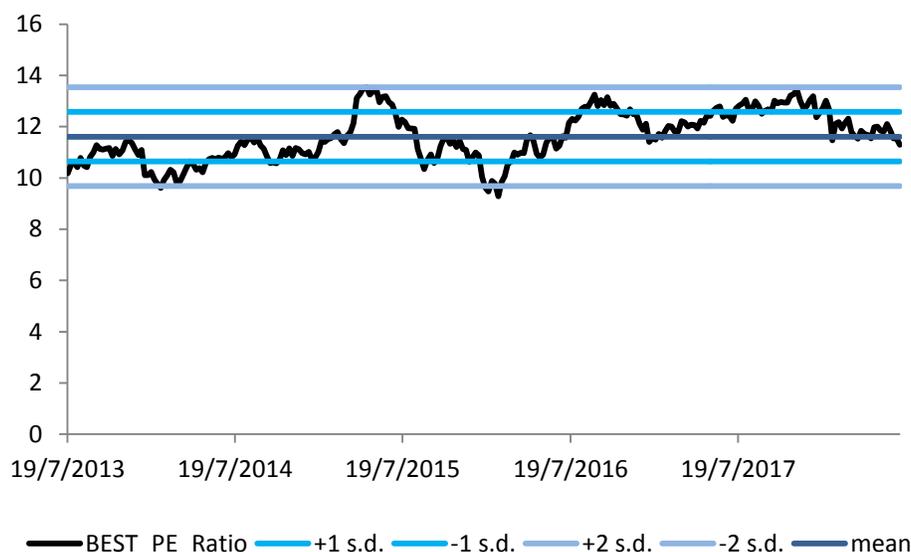
	6/30/18	5/31/18	4/30/18	3/31/18	2/28/18	1/31/18
中國製造業採購經理指數 (PMI)	51.5	51.9	51.4	51.5	50.3	51.3
新訂單	53.2	53.8	52.9	53.3	51	52.6
從業人員	49	49.1	49	49.1	48.1	48.3
新出口訂單	49.8	51.2	50.7	51.3	49	49.5
產出	53.6	54.1	53.1	53.1	50.7	53.5
購進價格	57.7	56.7	53	53.4	53.4	59.7
進口	50	50.9	50.2	51.3	49.8	50.4
積壓訂單	45.5	45.9	46.2	46	44.9	45.3
生產及商業活動預期	57.9	58.7	58.4	58.7	58.2	56.8
原材料採購	52.8	53	52.6	53	50.8	52.9
原材料庫存	48.8	49.6	49.5	49.6	49.3	48.8
產成品庫存	46.3	46.1	47.2	47.3	46.7	47
供應商配送時間	50.2	50.1	50.2	50.1	48.4	49.2

資料來源：彭博、時富

## 6. 估值吸引 惟南向資金減少流入 —中性

據彭博數據，恒生指數的市盈率現時約 11.6 倍，比起十年平均值 12.1 倍略低，反映估值不高。不過，比起內地 A 股市場(上證市盈率現為 10.9 倍)仍屬偏高，減低北水流入港股的意慾。(鑑於 A 股估值開始吸引，我們於下半年特別推介深圳上市的海康威視(002415.SZ)作長線投資。

圖 5. 港股預測市盈率低於 10 年均值



資料來源：彭博、時富

**2018 年恒指上望 31,000**：我們預料恒指 2018 年可上望 31,000，反映市盈率為 10 年均值 12.1 倍。若然企業盈利增長較市場預期佳，恒指最樂觀情況可望 33,200，反映市盈率為 13 倍；相反，如果美元持續強勢以致資金大舉流走新興市場(可體現在人民幣大幅貶值)以及貿易戰憂慮惡化，恒指可能回落至 27,000 附近水平，反映市盈率為 10.6 倍。

**最壞情況**：追溯過去十年，曾經在 2008、2011 和 2016 年發生過三次股災。當中每當恒指市帳率跌至 1-1.1 倍時股市就會見底。目前恒指市帳率為 1.23 倍，若然 2018 年真的有黑天鵝再現，股市再度大跌，預料 1-1.1 倍市帳率意味著恒生指數最壞亦可在 23,260-25,586 水平見底。

**2018 年投資者可留意人工智能、醫藥及博彩板塊**。推介的股份包括海康威視(002415.SZ)、舜宇(2382.HK)、石藥(1093.HK)、銀娛(27.HK)、金沙(1928.HK)。

## 目錄

人工智能 - 機器視覺 .....	7
監控市場.....	9
視頻分析市場正在擴張 .....	11
產業受國內政策支持 .....	12
海康威視 (002415.SZ, 買入, 目標價: 45.85 人民幣) .....	14
舜宇光學 (2382.HK, 買入, 目標價: 200 港元) .....	20
中國醫藥行業.....	24
行業正在恢復增長動力 .....	25
巨人間的遊戲.....	26
中國社會醫療保險制度正在改善 .....	27
政策改革.....	28
石藥集團(1093.HK, 買入, 目標價: 32 港元) .....	31
澳門博彩業.....	33
上行週期仍有餘力.....	34
近期股價回落原因.....	35
下半年有什麼值得留意? .....	37
銀河娛樂 (27.HK, 買入, 目標價: 76 港元).....	41
金沙中國 (1928.HK, 買入, 目標價: 50 港元).....	43

## 人工智能 - 機器視覺

**機器視覺為人工智能的核心：**機器視覺(MV)是用於影像級自動化檢測及分析的方法與技術，在工業應用上包含了過程管控和機器人操作等。

**監控市場增長：**預計 2017-2020 年基於 IP 視頻監控將以 13.5%左右的複合年增長率增長。我們相信 IP 視頻監控相機的強勁增長是由於(1)圖像質量增強、(2)其易於安裝並具較高的可擴展性、(3)具遠程讀取的能力、(4)可進行由雲存儲支持的視頻分析，以及為集成數據提供其他雲相關服務，以適應「智慧城市」和「智能家居」的發展。

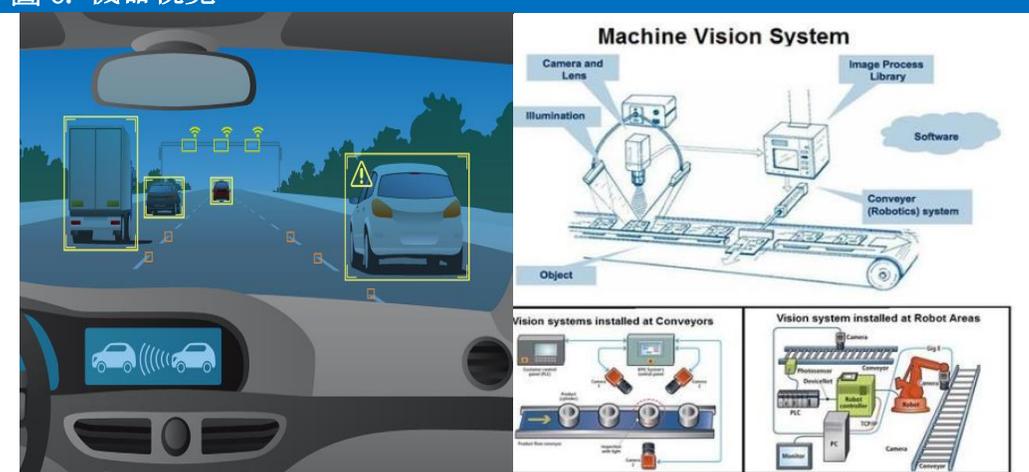
**視頻分析市場正在擴張：**Tractica 預測整體視頻分析市場將從 2015 年的 8.58 億美元增加到 2022 年的近 30 億美元，複合年增長率(CAGR)為 19.6%。這些系統或會使用帶有內置視覺處理功能的智能相機或服務器專用的軟件平台，而這些平台均越來越多借助深度學習算法來幫助解釋和分析眾多視頻內容中的含義。

**產業受國內政策支持：**我們認為中國希望通過利用工業互聯網、人工智能、機器學習、機器人技術、傳感和數據收集來抓住工業 4.0 的領先製造業位置。我們預計這將會產生視頻分析(機器視覺)的工業相機需求，有利於監控生產過程或機器人(機械臂)，從而推動自動化，節省人工成本並提高效率(準確度+處理速度)。其他應用，如自動駕駛汽車之前景亦見光明。

**留意海康威視及舜宇：**我們相信大量的大數據可在監控攝像機市場中進行深度學習並創建機器視覺。在本港及國內股票覆蓋範圍內，我們深信全球第一監控產品提供商**海康威視(002415.SZ)**將從其 AI 相機及機器視覺產品(如機器人、工業相機和無人機)中受益。另外，受惠於雙鏡頭/三鏡頭、3D 感應器領域上的能力、車載鏡頭研發力更為強化以及車載模組的長線增長動力，我們相信頂尖鏡頭供應商**舜宇光學(2382.HK)**盈利增長及估值依然有上調空間。

**機器視覺(MV)**是用於影像級自動化檢測及分析的方法與技術，在工業應用上包含了過程管控和機器人操作等。其中包括大量技術、軟件和硬件產品，集成系統、行動、方法和專業知識共同協作。機器視覺相機捕捉圖像數據並將未壓縮之數據發送到個人電腦。網絡攝像機或 IP(Internet Protocol, 網絡協議)攝像機則能記錄視頻並對數據進行壓縮，可廣泛用於監控。人工智能在機器視覺方面的適用性依賴於機器學習，尤其是深度學習，我們預計其應用性亦將更為普及。舉例說，根據 IHS，在五年內，終端用戶或可簡單地要求 Siri 檢查其家庭監控系統的面部識別日誌，並報告用戶的孩子是否從學校回家。

圖 6. 機器視覺



資料來源：AIA | Vision, IndiaMART

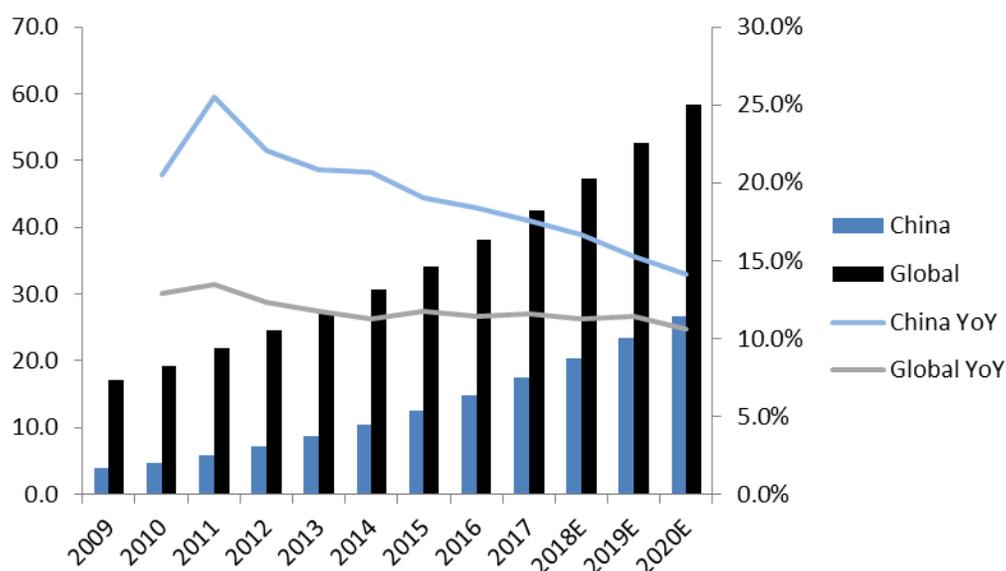
我們相信大量的大數據可在監控攝像機市場中進行深度學習並創建機器視覺。在本港及國內股票覆蓋範圍內，我們深信全球第一監控產品提供商海康威視(002415.SZ)將從其 AI 相機及機器視覺產品(如機器人、工業相機和無人機)中受益。公司旗下 AI 系統能夠以面部照片與(1)公眾安全系統中有犯罪記錄的人物及(2)其他位置中所捕捉的其他面部照片去比對。這些措施均有助警方在短時間內確定嫌疑人以及犯罪嫌疑人在犯罪後所走之路線。根據我們理解，去搜索多於 10,000 個的攝像頭所錄製而長度達 10 天的視頻，一般需要大約 30 天和 1,500 名警察，而 AI 系統只需要幾分鐘即可完成。另外，受惠於雙鏡頭/三鏡頭、3D 感應器領域上的能力、車載鏡頭研發力更為強化以及車載模組的長線增長動力，我們相信頂尖鏡頭供應商舜宇光學(2382.HK)盈利增長及估值依然有上調空間。

## 監控市場

根據 statista 和我們估計，2017 年全球視頻監控市場價值為 425 億美元，預計到 2020 年將達到 583 億美元，複合年增長率達到 11.1%。亞太地區，尤其是印度和中國將成為視頻監控市場增長最快的地區，因為其在建設新基礎設施及改善現有基礎設施方面仍存在沉重的資本支出，同時國家對安全之關注日益提升。根據 statista 和我們的估計，國內視頻監控市場 2017-2020 年的複合年增長率將達到 15.4%。

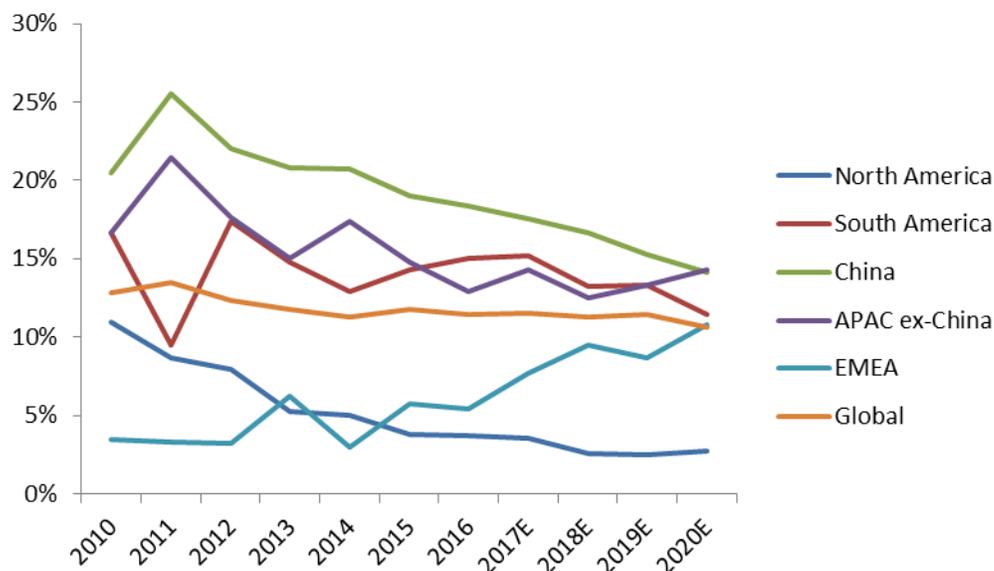
另一方面，我們看到從視頻監控模擬系統(Analog)向 IP 系統轉變的趨勢。預計 2017-2020 年基於 IP 視頻監控將以 13.5% 左右的複合年增長率增長。我們相信 IP 視頻監控相機的強勁增長是由於(1)圖像質量增強、(2)其易於安裝並具較高的可擴展性、(3)具遠程讀取的能力、(4)可進行由雲存儲支持的視頻分析，以及為集成數據提供其他雲相關服務，以適應「智慧城市」和「智能家居」的發展。

圖 7. 2009 年至 2019 年全球/中國視頻監控市場(單位：美元)



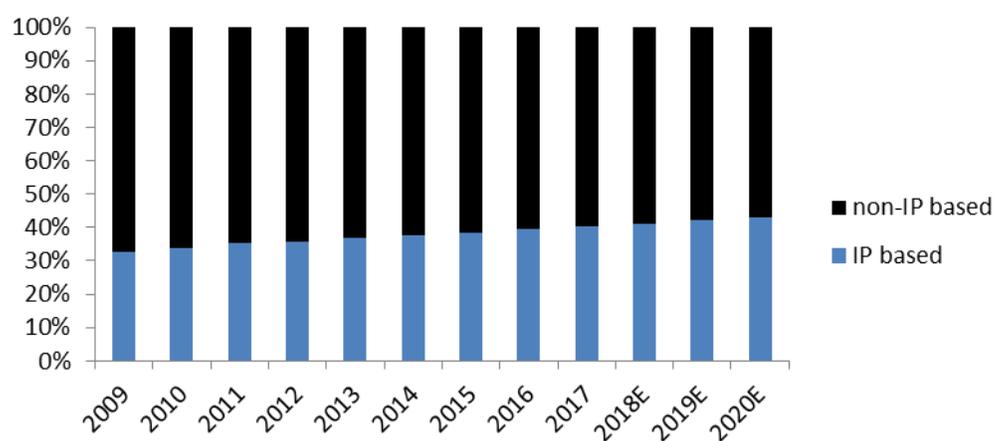
資料來源：Statista、時富

圖 8. 亞太地區主導視頻監控市場增長...



資料來源：Statista、時富

圖 9. 從視頻監控模擬系統(Analog)向 IP 系統轉變



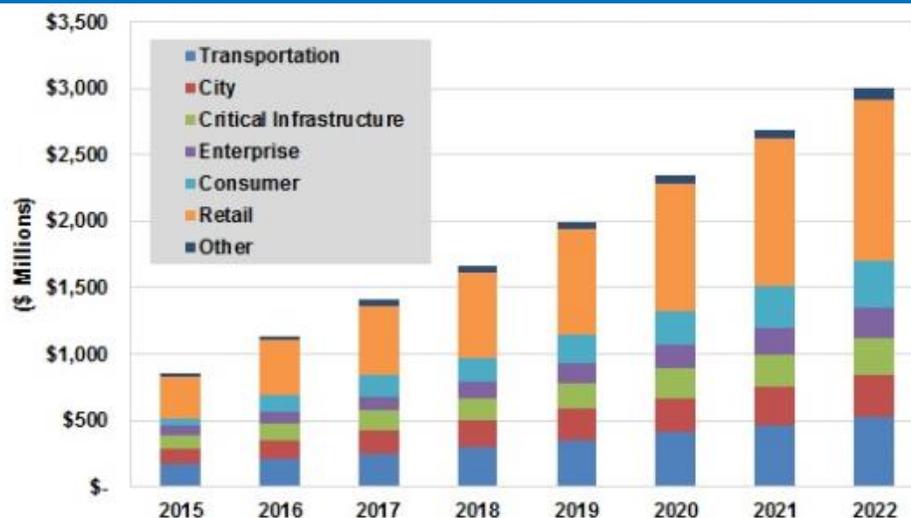
資料來源：Statista、時富

## 視頻分析市場正在擴張

據 Tractica 指，視頻分析系統可從視頻內容中提取有用信息，愈來愈受到廣泛的應用端(如零售、交通、消費、城市、關鍵基礎設施以及企業)所關注。這些系統或會使用帶有內置視覺處理功能的智能相機或服務器專用的軟件平台，而這些平台均越來越多借助深度學習算法來幫助解釋和分析眾多視頻內容中的含義。

Tractica 預測整體視頻分析市場將從 2015 年的 8.58 億美元增加到 2022 年的近 30 億美元，複合年增長率(CAGR)為 19.6%。而首兩個規模最大之應用市場為零售和運輸，預計將繼續成為未來幾年最大的市場。

圖 10. 視頻分析系統



資料來源：Tractica、時富

## 產業受國內政策支持

據中央政府「中國製造 2025」計劃為提升國家製造業競爭力的三階段藍圖之一部分。計劃支持製造業內的 10 個戰略行業：航空航天設備、機器人、海事工程、新能源汽車、電力設備、新材料、軌道交通、農業設備、醫療器械和信息技術。我們認為中國希望通過利用工業互聯網、人工智能、機器學習、機器人技術、傳感和數據收集來抓住工業 4.0 的領先製造業位置。我們預計這將會產生視頻分析(機器視覺)的工業相機需求，有利於監控生產過程或機器人(機械臂)，從而推動自動化，節省人工成本並提高效率(準確度+處理速度)。其他應用，如自動駕駛汽車之前景亦見光明。

圖 11. 國內受國家扶持的 AI 相關項目

China's state funded AI-related projects

Project focus	Funding (million yuan)	Granted in	Year period
Cloud and big data	475.41	2018	3
Smart cars	820.13	2018	3
Quantum and high performance computing	365.17	2018	3
Leading electronic materials	173.37	2018	3
Strategic technologies	351.66	2017	5
Smart robotics	458.76	2017	3
Smart medical devices	88.33	2017	3

資料來源：國家科學技術信息系統、南華早報、時富

圖 12. 人工智能及大數據相關股估值及財務比率

	股票代號	股價(當地貨幣)	目標價	%上行	18 EPS YoY	19 EPS YoY	18PE	19PE	18ROE	19ROE	18PB	19PB
谷歌	GOOGL US Equity	1141.29	NA	NA	19.35	11.03	22.24	20.03	17.72	16.66	4.36	3.62
Facebook	FB US Equity	198.45	NA	NA	22.67	21.17	23.20	19.15	25.01	24.51	6.26	4.82
亞馬遜	AMZN US Equity	1699.73	NA	NA	106.84	37.10	81.29	59.29	16.26	19.42	21.21	15.18
微軟	MSFT US Equity	99.76	NA	NA	24.74	5.65	25.97	24.58	34.93	35.37	9.31	7.94
IBM	IBM US Equity	141.43	NA	NA	0.20	2.05	10.23	10.02	62.41	55.56	6.17	5.20
微博	TWTR US Equity	45.06	NA	NA	59.32	21.97	64.28	52.70	9.70	13.10	5.96	5.13
百度	BIDU US Equity	244.07	NA	NA	-0.62	18.68	25.61	21.58	15.98	16.24	3.89	3.30
亞里巴巴	BABA US Equity	186.88	NA	NA	25.87	28.83	30.02	23.31	19.19	21.11	6.74	5.40
騰訊	700 HK Equity	386.60	NA	NA	29.47	32.65	36.54	27.55	28.28	28.24	9.18	7.13
海康威視	002415 CH Equity	32.50	45.85	41.1%	28.93	30.50	24.47	18.75	35.06	35.54	7.82	6.12
平均					31.68	20.96	34.38	27.70	26.45	26.58	8.09	6.38
中位數					25.31	21.57	25.79	22.44	22.10	22.81	6.50	5.30

資料來源：彭博、時富

圖 13. 手機設備相關股估值及財務比率

	股票代號	股價(當地貨幣)	目標價	%上行	18 EPS YoY	19 EPS YoY	18PE	19PE	18ROE	19ROE	18PB	19PB
舜宇光學科技	2382 HK Equity	142.00	200.00	41%	39.08	38.09	32.41	23.47	43.85	42.77	12.17	8.67
高偉電子	1415 HK Equity	1.58	NA	NA	3.03	8.82	5.92	5.44	7.71	7.49	0.47	0.44
信利國際	732 HK Equity	1.39	NA	NA	792.02	55.79	7.32	4.70	8.43	13.60	0.55	0.52
丘鈦科技	1478 HK Equity	4.90	NA	NA	-23.37	37.05	13.60	9.93	15.00	17.47	1.88	1.60
歐菲科技	002456 CH Equity	15.73	NA	NA	102.63	40.78	20.43	14.51	19.47	22.00	3.86	3.14
水晶光電	002273 CH Equity	11.74	NA	NA	51.19	23.73	18.69	15.11	14.00	14.90	2.58	2.23
光寶科技	2301 TT Equity	35.80	NA	NA	212.04	9.05	10.15	9.31	11.51	11.05	1.06	1.08
樂金伊諾特	011070 KS Equity	156000.00	NA	NA	-7.74	86.59	22.90	12.27	7.95	13.30	1.74	1.52
三星電機	009150 KS Equity	148500.00	NA	NA	231.33	34.46	20.70	15.39	12.18	14.28	2.40	2.11
大立光	3008 TT Equity	4605.00	NA	NA	-0.66	26.64	23.94	18.90	26.18	27.65	5.62	4.77
玉晶光	3406 TT Equity	460.00	NA	NA	29.62	NA	33.80	NA	NA	NA	NA	NA
瑞聲科技	2018 HK Equity	105.90	NA	NA	19.06	24.35	17.31	13.92	31.58	31.39	4.98	4.00
中位數					51.19	37.05	18.69	12.27	12.18	14.28	1.88	1.60
平均					155.58	37.15	16.90	12.24	15.57	17.43	2.97	2.37

資料來源：彭博、時富

## 海康威視 (002415.SZ, 買入, 目標價: 45.85 人民幣)

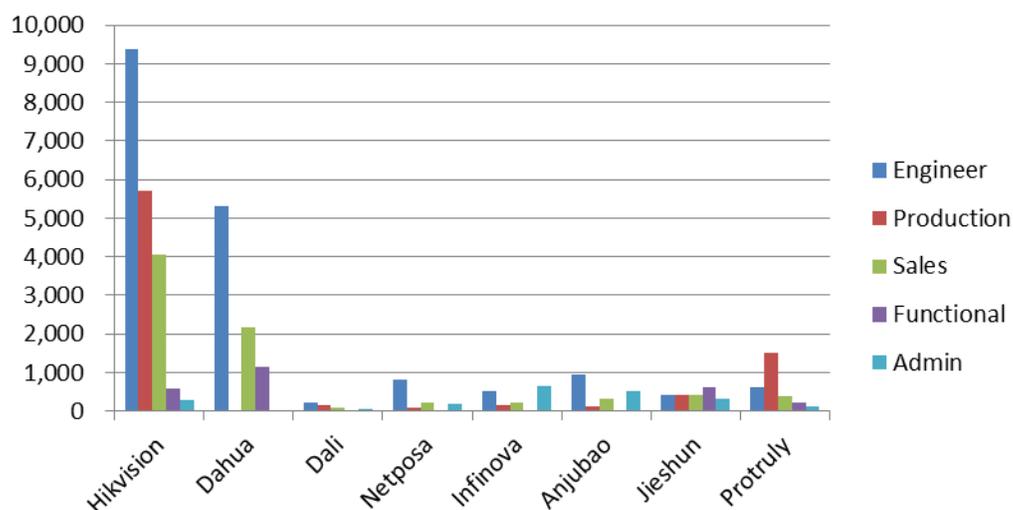
人工智能及監控

### 投資主題

#### 1. 銷售團隊及分銷網絡

**了解客戶需求的強大銷售團隊：**截至 2017 年底，海康威視共有 26,330 名員工，其中 4,999 名(19%)來自銷售部門。在過去十年中，海康威視的銷售團隊從 2009 年的 707 人增加到 2017 年的 4,999 人(複合年增長率為 28%)。我們認為這一趨勢將隨著海康的全球擴張而繼續。截至 2018 年 5 月，中國有 665 個城市，海康威視每個城市有 7 個以上的銷售人員。海康威視的內部銷售力量遠遠大於中國監控市場排名第二的大華(根據 A&S 大華全球排名第三，第二名屬於德國公司稱為博世安防系統)。因為海康更好地了解客戶的需求，這可以幫助增加用戶的粘性。

圖 14. 海康在員工規模方面遠高於本地競爭對手(2016 年數據)

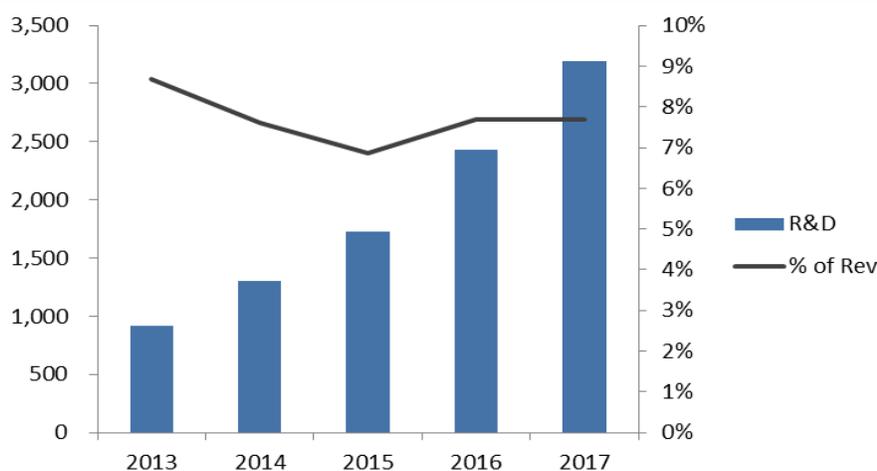


資料來源：Jetro Data、時富

## 2. 研發規模大

**高研發支出支持創新：**海康威視在過去四年一貫將其收入的 7%-8%用於技術升級。海康威視的專注以及技術上的投入，尤其對潛在競爭對手和小型公司創造出較高入場門檻，幫助了公司抓住其產品的先發優勢。憑藉其全面的產品組合(前端+後端到控制中心設備和軟件)，海康威視在不同業務分部及不同行業之間實現了研發上的協同效應。

圖 15. 研發費用（以百萬元人民幣計）及其佔收入比率



資料來源：公司資料、時富

## 3. 低銷售及行政開支展現規模經濟和自動化

受惠規模經濟和自動化，海康威視的銷售及行政開支之收入比低於行業平均水平(海康威視：12.8%，大華：15.3%)。海康威視目前在杭州，桐廬和重慶擁有 3 個生產基地，並在武漢、桐廬和重慶有大規模生產擴張計劃。公司在桐廬生產基地逐步推出 800 多台智能倉庫機器人，產值超過 1 億元人民幣，全面實施倉儲和內部物流自動化，人工成本降低約 58%，效率提高近 84%。

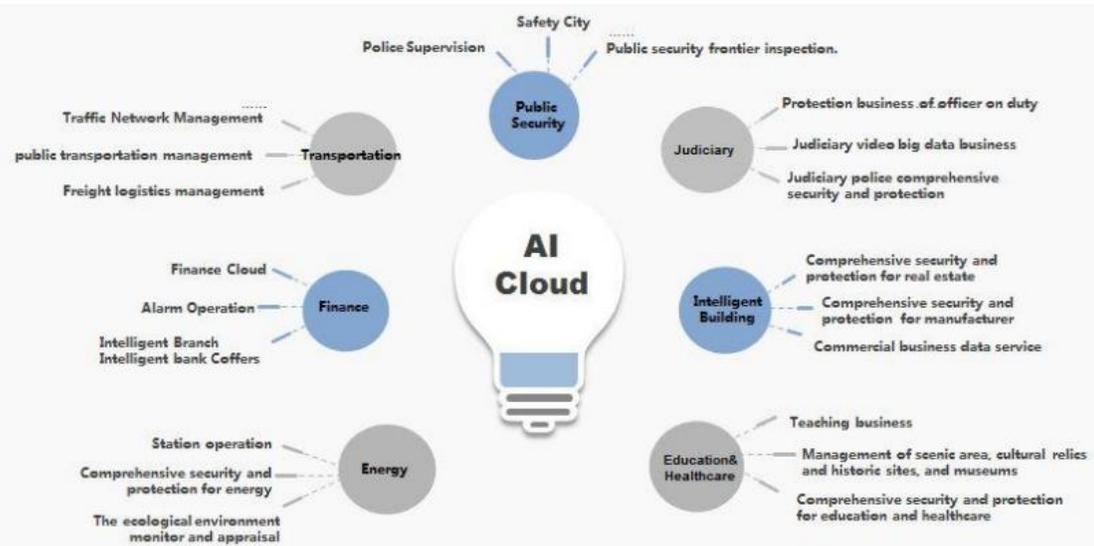
## 4. 對供應商及客戶的定價能力高

海康威視於 2017 年成為全球最大的監控供應商，並於去年向前五大供應商支付總額達人民幣 71.6 億元(約佔總採購額 30%)及其最大供應商人民幣 38 億元(約佔總採購額的 16%)。另一方面，排名前五的客戶去年的總銷售額為人民幣 22 億元(約佔銷售總額的 5.3%)及其最大供應商 8 億元人民幣(約佔銷售總額的 2%)。我們認為這有助於加強海康威視與供應商和客戶在談判時之議價能力。據我們所知，公司有時可預訂某供應商未來 6-12 個月的整條產能線，令其可領先其他對手。

## 5. 資料庫強大

自 2015 年以來，海康威視已開始將 AI 監控產品推向市場。通過切入旗下龐大數據集以及廣泛的客戶群(涵蓋公共安全、交通、民事、司法、金融、能源和建築)去培訓旗下機器，與同行相比，公司具有強大的競爭優勢。例如，我們認為實體零售店或需要客戶需求數據，包括客戶年齡特徵和高峰訪問時間，以提高銷售效能。

圖 16. 海康威視 AI Cloud 行業覆蓋



資料來源：公司資料、時富

## 6. 國有企業支持進一步提升議價力

海康威視於 2001 年由中國電子科技集團公司(CETC)(在國家資產監督管理委員會(國資委)旗下)第五十二研究所成立。CETC 主要從事大型電子信息系統、通信和電子設備、國家軍事和民用主要應用軟件和關鍵部件的研究、開發和生產。海康威視股權有近約 42%由 2 家國有企業(CETC 和 CETC 第五十二研究所)擁有。

圖 17. 海康威視 2017 年的股權結構

Shareholders	% of shares
The 52nd Research Institute	1.96%
CETC	39.59%
Gong Hongjia	15.01%
Xinjiang Weixun Investment	5.74%
Xinjiang Pukang Investment	2.08%
Public investors	35.62%
Total	100%

資料來源：公司資料、時富

海康威視的第二位客戶是 CETC 下的第 52 研究所。利用其國有企業背景與公共部門(如公共安全、交通、司法等)的關係，我們預計海康威視可為其大額提供監控解決方案，包括更有效地捕捉嫌疑人、監控司機使用電話或行人橫過紅色燈號)。其產品已被南昌市 SkyNet 項目採用，有效提高了識別潛在嫌疑人的準確性和速度。鑑於其在解決方案業務方面的專業知識，我們認為海康威視具有強大的定價能力，而這些政府相關項目更多地關注技術和交付，而非定價。

圖 18. AI Cloud Skynet 公眾安全先導項目



資料來源：海康威視、時富

## 7. 硬軟件綜合解決方案

大多數移動機器人(AGV、無人機、工業相機、自動駕駛車輛等)(被歸類為硬件)使用相同的關鍵機器視覺算法(軟件)，該算法能夠提取深度信息、導航和避免障礙。傳感器為收集信息並將其輸入算法的基礎，其中，編程佔工業機器人的總集成成本至少 40%。我們認為這與海康威視現有的監控業務模式類似 - 定制解決方案和平台集成是獲取客戶的關鍵，而不是基於產品(如獨立銷售硬件或軟件)，後者之毛利率較低。

## 估值

重申「買入」評級，目標價 45.85 人民幣：鑑於海康威視在大數據方面的領先優勢，我們將其與全球人工智能大數據龍頭進行比較，發現其價格低廉。**根據 2019 年市盈率目標 27 倍和 2018-2020E 每股盈利複合年增長率 26%，我們重申「買入」評級，目標價人民幣 45.85，意味著上漲 41%。**我們看好海康可受惠(1)智能監控行業的強勁增長、(2)AI / IoT / 工業 4.0 時代機器視覺的光明前景、(3)順著邊緣計算之發展、(4)強大的規模優勢和(5)估值吸引。

## 海康威視

## 損益表(百萬人民幣)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	31,935	41,905	54,962	70,511	88,250
銷售成本	-18,908	-23,838	-31,150	-38,891	-47,893
毛利	13,027	18,067	23,812	31,619	40,357
行政、銷售及推廣費用	-6,101	-8,636	-11,491	-15,452	-20,237
研究及開發成本	-2,433	-3,194	-3,978	-5,038	-6,232
經營盈利	6,926	9,432	12,321	16,167	20,119
EBITDA	7,167	9,773	12,752	16,720	20,811
折舊	-212	-302	-380	-488	-611
攤銷	-29	-39	-51	-65	-81
EBIT	6,926	9,432	12,321	16,167	20,119
淨利息支出	41	126	86	151	161
聯營投資虧損	0	-3	-3	-3	-3
其他收益	1,347	932	932	932	932
扣除所得稅前利潤	8,314	10,487	13,337	17,248	21,210
所得稅	-890	-1,109	-1,419	-1,835	-2,257
扣除所得稅後利潤	7,424	9,378	11,918	15,413	18,953
非控制性權益	-1	33	33	33	33
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	7,423	9,411	11,951	15,446	18,986
非經常性損益	0	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	7,423	9,411	11,951	15,446	18,986
股息	-2,931	-3,800	-4,772	-6,202	-7,603
儲備	4,492	5,611	7,179	9,244	11,384
每股盈利	0.94	1.02	1.30	1.68	2.07
每股股息	0.37	0.41	0.52	0.67	0.83

## 現金流量表(百萬人民幣)

截至年底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	9,411	11,951	15,446	18,986
折舊	302	380	488	611
攤銷	39	51	65	81
淨營運資金變動	-288	-5,795	-5,280	-5,944
經營活動的現金流量	7,373	6,587	10,718	13,734
資本開支	-1,692	-1,894	-2,429	-3,040
其他非流動資產	-1,912	0	0	0
其他非流動負債	261	0	0	0
投資活動的現金流量	-1,209	-1,894	-2,429	-3,040
經營及投資活動的現金流量	6,164	4,693	8,289	10,694
股份發行所得款	4,388	33	33	33
債券發行所得款	-1,167	138	178	219
可換股債券發行所得款	0	0	0	0
股息	-3,800	-4,772	-6,202	-7,603
融資活動的現金流量	-3,402	-4,601	-5,991	-7,350
淨現金流量	2,763	93	2,298	3,344
年初現金及現金等價物	13,638	16,468	16,561	18,859
調整	68	0	0	0
年終現金及現金等價物	16,469	16,561	18,859	22,203
年終淨負債	-15,881	-15,836	-17,956	-21,080

資料來源：公司資料、時富

## 002415.SZ, 買入, 目標價: 45.85

## 資產負債表(百萬人民幣)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	13,638	16,468	16,561	18,859	22,203
可轉讓證券	16	4	4	4	4
應收賬款	11,243	14,705	19,319	24,784	31,019
存貨	3,830	4,940	6,382	7,968	9,812
其他非流動資產	7,805	8,535	12,314	15,797	19,772
總流動資產	36,532	44,653	54,580	67,413	82,810
長期投資	35	130	130	130	130
固定資產	2,854	3,024	4,537	6,478	8,908
商譽	249	249	249	249	249
其他無形資產	410	429	379	314	233
其他長期資產	1,268	3,085	3,085	3,085	3,085
總資產	41,349	51,571	62,960	77,669	95,415
短期債務	32	97	100	97	97
應收賬款及其他應收款	7,009	10,040	12,333	15,399	18,963
其他流動債務	5,092	7,064	8,810	10,999	13,545
總流動債務	12,133	17,201	21,243	26,495	32,605
長期債務	1,722	490	625	807	1,026
可換股債務	0	0	0	0	0
其他長期債務	3,014	3,275	3,275	3,275	3,275
總負債	16,870	20,967	25,144	30,577	36,906
非控制性權益	193	246	279	312	345
優先股權益	0	0	0	0	0
股本	6,103	9,229	9,229	9,229	9,229
留存收益	14,861	16,598	23,777	33,021	44,404
股息	-2,931	-3,800	-4,772	-6,202	-7,603
其他權益及儲備	3,322	4,531	4,531	4,531	4,531
總權益	24,479	30,604	37,816	47,092	58,509
總權益及負債	41,348	51,571	62,960	77,669	95,415

## 重要比率

	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
盈利能力(%)				
盈利率	43.1%	43.3%	44.8%	45.7%
毛利率	23.3%	23.2%	23.7%	23.6%
EBITDA 利潤率	22.5%	22.4%	22.9%	22.8%
EBIT 利潤率	22.4%	21.7%	21.9%	21.5%
淨利潤率	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
有效稅率	40.4%	39.9%	40.2%	40.0%
派息率	30.9%	31.7%	32.9%	32.6%
股本回報率	18.2%	19.0%	19.9%	19.9%
資產回報率				
流動比率(x)	2.60	2.57	2.54	2.54
流動比率	N/A	N/A	N/A	N/A
利息覆蓋率				
槓桿比率				
淨負債/EBITDA(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
淨負債/權益(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
經營活動(日)				
應收賬款周轉天數	128.1	128.3	128.3	128.3
庫存周轉天數	43.0	42.4	41.2	40.6
應付帳款周轉天數	87.4	81.9	79.7	78.4
現金周轉期	83.7	88.8	89.8	90.4

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。而此述之資料及意見(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。此述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。此述資料如有任何更改，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述資料分發予他人。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。

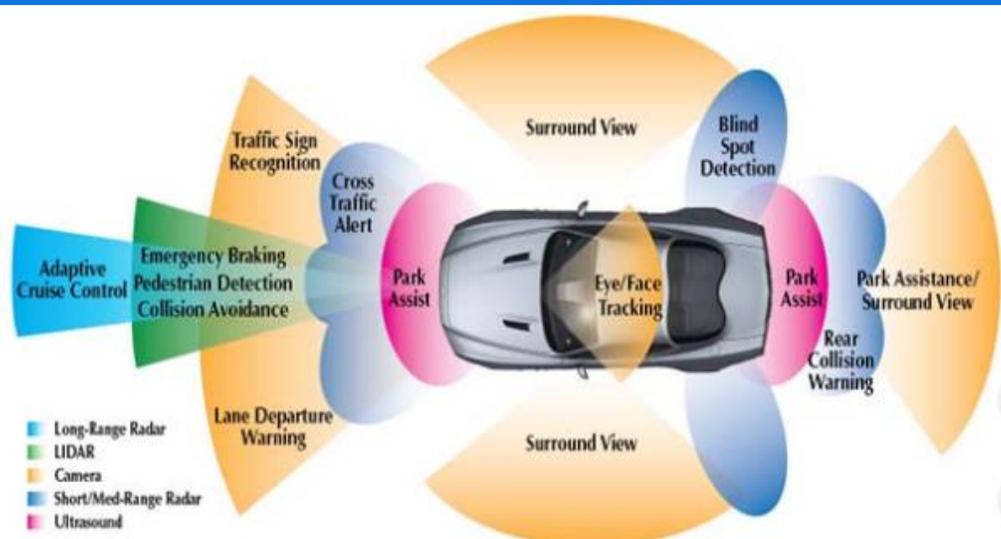
## 舜宇光學 (2382.HK, 買入, 目標價: 200 港元)

人工智能及監控

### 投資主題

**打入汽車相機模組市場：**管理層宣布將進入汽車相機模組市場，這令市場感到意外。隨著交通事故數量增加，政府對乘客和行人的安全性作出了更多規定，引發了對車道偏離警告、交通標誌識別、自適應巡航控制、停車輔助等所衍生的 CCM 需求。舜宇表示，其汽車攝像頭模組已獲得全球一線客戶的認可，為其產品發展建立了里程碑，提高了其在車載行業之聲譽。管理層表示，舜宇未來將集中於二線客戶，以避免直接與現有客戶競爭。

圖 19. 每輛汽車將裝有 6 個相機(現時平均少於一個)



資料來源：時富、WCP

**續向智能手機規格升級之趨勢邁進：**管理層表示，舜宇在高端項目方面取得堅實進展。7P 手機鏡頭之研發已經完成，並且已經準備好用於高端旗艦智能手機型號。其他定制設計(高端大光圈、超薄、2,000 萬像素、VR 鏡頭)也開始批量生產。我們也認為旗下潛望鏡設計及三攝模組亦準備好用於客戶的高端機型。我們認為，華為的三攝 CCM 項目可能在下半年起動(如華為 P20 Pro)。

**CCM 指引較預期強勁：**管理層預計產品組合將在 2018 年繼續改善。儘管 2017 年基數較高，但舜宇指引手機 CCM 出貨量按年增長 15-20%(2017 年為增長 20-25%)。我們相信華為 Honor 和小米系列、MOB/MOC 製造工藝以及良率改善將推動該出貨量數據。而 1,000 萬像素以上的 CCM 產品組合佔比將由 2017 年的 64.5%增加到 2018 年的 70%以上，另一方面，舜宇的雙攝模組佔比將升至 25%以上(相對於 2018 年市場整體的 30%，以及 2017 年舜宇的 20%，我們認為這是保守預測)。我們認為上述強勁指引可緩解市場對近期智能手機出貨疲軟之擔憂。管理層預計 2018 年相機模組平均售價和毛利率將進一步提高。

**手機鏡頭/車載鏡頭的指引亦優預期：**手機鏡頭方面，管理層指引手機鏡頭出貨量按年增長 30-35%(2017 年：45-50%)。1,000 像素以上的手機鏡頭的佔比將從 2017 年的 47.6%增加到 2018 年的 60%以上。不過，我們認為，其競爭對手大立光在解決產能問題後，或於 2018 年下半年左右首次搶佔三星手機之鏡頭供應，這對舜宇產生了不確定性。另一方面，舜宇今年的車載鏡頭產量繼續優於市場，管理層預計 2018 年將增長 30-35%(2017 年：35-40%)。

**3D 感測進展良好：**舜宇正研究其內部算法、VCSEL 及准直透鏡(我們認為公司試圖成為整體解決方案提供商)。混合透鏡(更耐熱，更適合於 3D 感應的鏡頭)開始批量生產，舜宇同時擁有「結構光」和「時差測距」解決方案(但今年該需求或依然保持低位)，旗下結構光 3D 感應模組基於自研和第三方算法已開始批量生產。從長遠來看，公司與全球領先的高性能傳感器解決方案 AMS 的合作將進一步強化舜宇未來在 3D 感測領域之市場份額。

**研發進展：**舜宇光學獲得 634 項專利，而僅於去年就增加了 223 項專利。管理層表示，2018 年的發展速度將更快。現時 7P 及混合鏡頭亦在 2018 年上半年量產(舜宇光學是 2017 年全球首家提供混合鏡頭的供應商)。

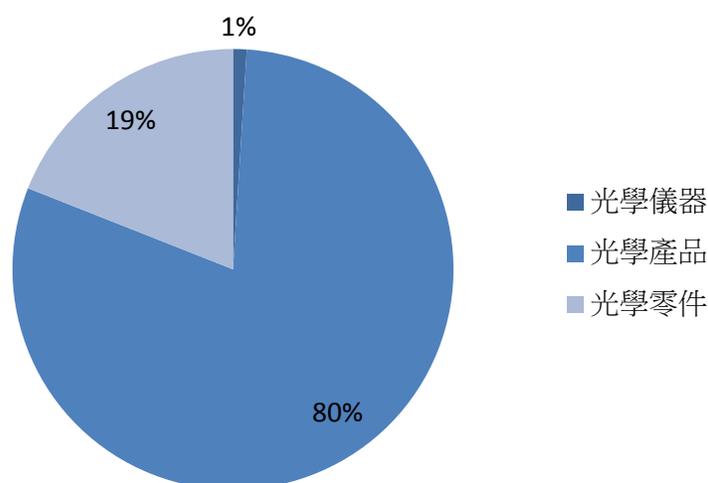
**以專注和研發作為長期核心競爭力：**根據管理層的說法，舜宇在光學領域投資 30 年，始終沒有偏離其專門技術。我們認為研發將帶來雪球效應，憑藉其領先技術建設更強大的護城河。

**維持「買入」評級，目標價提升至 200 港元：**我們預計舜宇 2018 年盈利增長近 56%，建基於指引強勁、業績優於預期以及滲透車載新市場。我們重申「買入」評級，基於 2019 年預測市盈率 26 倍，目標價由 178.7 港元提高至 200 港元，預示股價仍有 41% 的上行空間。受惠於雙鏡頭/三鏡頭、3D 感應器領域上的能力、車載鏡頭研發力更為強化以及車載模組的長線增長動力，我們相信舜宇盈利增長及估值依然有上調空間。

### 背景

舜宇(2382.HK)成立於 1984 年，為中國光學相關產品的領先供應商，設計和生產能力強(製造鏡頭(5MP/ 8MP/ 13MP/ 16MP/ 20MP)和模組(5MP/8MP/ 13MP/ 16MP/ OIS/ 3D)。集團主要從事三大業務領域：1)光學元件(散焦鏡頭控制、手機鏡頭和車載鏡頭)；2)光電產品(手機相機模組)；3)光學儀器(顯微鏡和分析儀器)。公司擁有多元化客戶組合，包括華為、三星、小米、OPPO、聯想，並在中國設有 5 個生產基地，在中國、新加坡、韓國和美國設研發中心。

圖 20. 舜宇光學 2017 年收入佔比



資料來源：時富、公司資料

## 舜宇光學

## 損益表 (人民幣千元)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	14,612	22,366	31,972	43,543	57,484
銷售成本	-11,932	-17,563	-24,622	-32,646	-41,927
毛利	2,680	4,803	7,350	10,897	15,556
行政、銷售及推廣費用	-1,205	-1,420	-2,116	-2,969	-4,000
研究及開發成本	-694	-1,168	-1,704	-2,408	-3,294
其他支出	-26	343	343	343	343
經營盈利	1,475	3,383	5,235	7,928	11,556
EBITDA	1,792	3,874	5,944	8,895	12,832
折舊	-317	-491	-710	-967	-1,276
攤銷	-0	-44	-0	-0	-0
EBIT	1,475	3,383	5,235	7,928	11,556
淨利息支出	-16	-49	-54	-82	-124
聯營投資虧損	-12	-16	-16	-16	-16
其他收益	0	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	1,447	3,318	5,165	7,830	11,416
所得稅	-175	-404	-615	-932	-1,359
扣除所得稅後利潤	1,272	2,914	4,550	6,898	10,057
非控制性權益	-3	-13	-13	-13	-13
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	1,269	2,902	4,537	6,885	10,045
非經常性損益	0	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	1,269	2,902	4,537	6,885	10,045
股息	-228	-318	-497	-755	-1,101
儲備	1,041	2,583	4,040	6,130	8,943
每股盈利	1.16	2.64	4.14	6.28	9.16
每股股息	0.21	0.29	0.45	0.69	1.00

## 現金流量表 (人民幣千元)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	1,269	2,902	4,537	6,885	10,045
折舊	317	491	710	967	1,276
攤銷	0	44	0	0	0
淨營運資金變動	-323	-954	-259	-1,018	-1,264
經營活動的現金流量	1,616	2,436	4,988	6,834	10,057
資本開支	-400	-1,766	-2,000	-2,000	-2,000
其他非流動資產	-47	-587	0	0	0
其他非流動負債	13	437	0	0	0
投資活動的現金流量	-1,260	-1,686	-2,000	-2,000	-2,000
經營及投資活動的現金流量	356	750	2,988	4,834	8,057
股份發行所得款	-167	22	-13	-13	-13
債券發行所得款	221	444	730	1,101	1,608
可換股債券發行所得款	0	0	0	0	0
股息	-228	-318	-497	-755	-1,101
融資活動的現金流量	-81	12	220	334	494
淨現金流量	274	762	3,209	5,168	8,551
年初現金及現金等價物	187	467	1,227	4,435	9,603
調整	6	-2	0	0	0
年終現金及現金等價物	467	1,227	4,435	9,603	18,154
年終淨負債	437	121	-2,357	-6,424	-13,367

資料來源：公司資料、時富

## 2382.HK, 買入, 目標價: 200

## 資產負債表 (人民幣千元)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	467	1,227	4,435	9,603	18,154
可轉讓證券	2,302	2,114	2,114	2,114	2,114
應收賬款	3,716	5,666	8,383	11,417	14,747
存貨	2,828	2,622	3,538	4,691	7,036
其他非流動資產	5	7	12	16	20
總流動資產	9,318	11,635	18,482	27,841	42,071
長期投資	177	308	308	308	308
固定資產	1,794	2,586	3,876	4,909	5,633
商譽	0	0	0	0	0
其他無形資產	0	392	392	392	392
其他長期資產	348	804	804	804	804
總資產	11,637	15,726	23,863	34,255	49,209
短期債務	904	1,348	1,667	1,667	1,667
應收賬款及其他應收款	5,573	6,183	9,400	12,463	16,783
其他流動債務	181	175	337	446	543
總流動債務	6,658	7,705	11,403	14,576	18,992
長期債務	0	0	412	1,513	3,120
可換股債務	0	0	0	0	0
其他長期債務	65	502	502	502	502
總負債	6,723	8,207	12,317	16,591	22,614
非控制性權益	18	31	18	6	-7
優先股權益	0	0	0	0	0
股本	105	105	105	105	105
留存收益	3,949	6,532	10,572	16,702	25,645
股息	-228	-318	-497	-755	-1,101
其他權益及儲備	841	851	851	851	851
總權益	4,913	7,519	11,546	17,664	26,595
總權益及負債	11,637	15,726	23,863	34,255	49,209

## 主要比率

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>增長 (%)</b>					
每股盈利	66.7%	128.6%	56.4%	51.7%	45.9%
收入	36.6%	53.1%	42.9%	36.2%	32.0%
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	18.3%	21.5%	23.0%	25.0%	27.1%
EBITDA 利潤率	12.3%	17.3%	18.6%	20.4%	22.3%
EBIT 利潤率	10.1%	15.1%	16.4%	18.2%	20.1%
淨利潤率	8.7%	13.0%	14.2%	15.8%	17.5%
有效稅率	12.1%	12.2%	11.9%	11.9%	11.9%
派息率	18.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
股本回報率	26.0%	38.9%	39.5%	39.1%	37.8%
資產回報率	10.9%	18.5%	19.0%	20.1%	20.4%
<b>流動比率 (x)</b>					
流動比率	1.40	1.51	1.62	1.91	2.22
利息覆蓋率	91.17	69.33	97.48	96.51	93.43
<b>槓桿比率</b>					
淨負債/EBITDA (x)	0.24	0.03	淨現金	淨現金	淨現金
淨負債/權益 (%)	0.09	0.02	淨現金	淨現金	淨現金
<b>經營活動 (日)</b>					
應收賬款周轉天數	92.8	92.5	95.7	95.7	93.6
庫存周轉天數	70.7	42.8	40.4	39.3	44.7
應付賬款周轉天數	139.2	100.9	107.3	104.5	106.6
現金周轉期	24.3	34.3	28.8	30.6	31.8

資料來源：公司資料、時富

## 中國醫藥行業

**行業正在恢復增長動力：**隨著中國政策和保險體系漸趨成熟，以及銀髮市場的快速增長，我們相信中國醫藥行業增長率已經觸底，並會於未來 3 年保持在 15-25%之間的水平。

**巨人間的遊戲：**我們發現行業的集中度日漸提高。行業百強集中度由 2005 年的 38.9% 上升到 2016 年的 47.8%，但仍遠低於“十二五”規劃中所計劃的 50% 目標。鑑於各種政策相繼落實，我們預期行業集中度將進一步提升。

**中國社會醫療保險制度正在改善：**中國政府現在正準備將城鎮居民基本醫療保險計劃及新型農村合作醫療制度結合成為新的「城鄉基本醫療保險計劃」，使農村的病患者能享受到更高標準及更高質量的醫療服務。相信此舉將可改善農村病患者的負擔能力，從而刺激藥品消費，惠及整個製藥行業。

**政策改革：**我們認為，各項政策，包括：1) 新藥的審批加速、2) 生物等效性檢測、3) 兩票制、4) 國家基本醫療保險藥品目錄更新的影響將於未來 2 年持續。

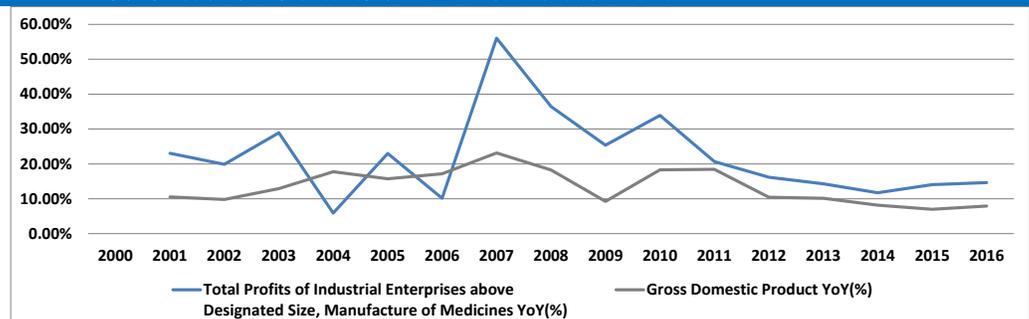
**醫藥行業首選石藥集團，目標價 32 港元：**石藥集團 18/19 年每股預測盈利為 0.61/0.83 港元。我們重申其「買入」評級，並上調 18 年 12 月目標價至 32 港元(前為 22 港元)，建基於 1.2 倍 PEG 比率，及 18-20 財年預測年度化盈利增長為 32%。主要下行風險包括：1) 石藥集團主要產品如恩必普銷售增長意外放緩；2) 管道藥物的研發延遲或失敗；3) 中國政府限制藥物使用；4) 國內和國外的競爭加劇。

## 行業正在恢復增長動力

自 2000 年起，中國醫藥製造業多年來的增長速度均超過中國國內生產總值的增長速度。根據艾美仕市場研究公司全球十大醫藥市場報告，中國是全球第二大醫藥市場，2016 年銷售額達 803 億美元。

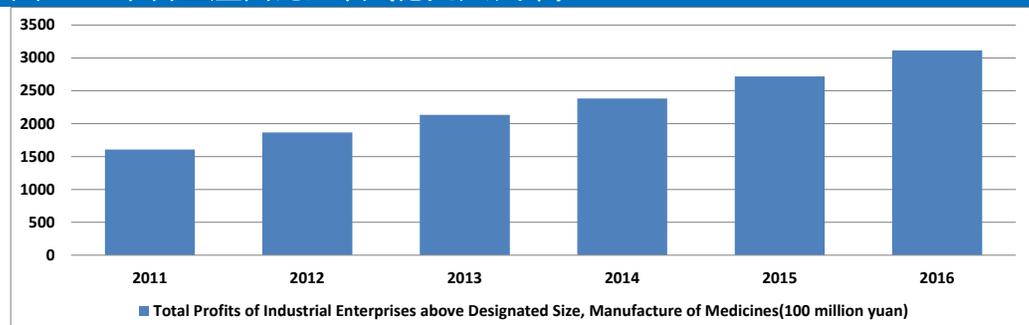
圖 1 比較了醫藥生產企業的利潤增長及中國國內生產總值增長。我們可以看到，醫藥生產企業的利潤增長波動性較大，由 2001-2006 年處 5% 至 30% 之間，並於 2007 年上升至高峰 56%，至近幾年逐漸放緩到 10-15%。中間的波動乃政策改革的進展以及不同時期的行業競爭格局所致。隨著中國政策和保險體系漸趨成熟，以及銀髮市場的快速增長，我們相信行業增長率已經觸底，並會於未來 3 年保持在 15-25% 之間的水平。

圖 21. 行業增長及中國國內生產總值的增長 (%)



資料來源：國家統計局，時富

圖 22. 藥物生產商總盈利 (億元人民幣)



資料來源：國家統計局，時富

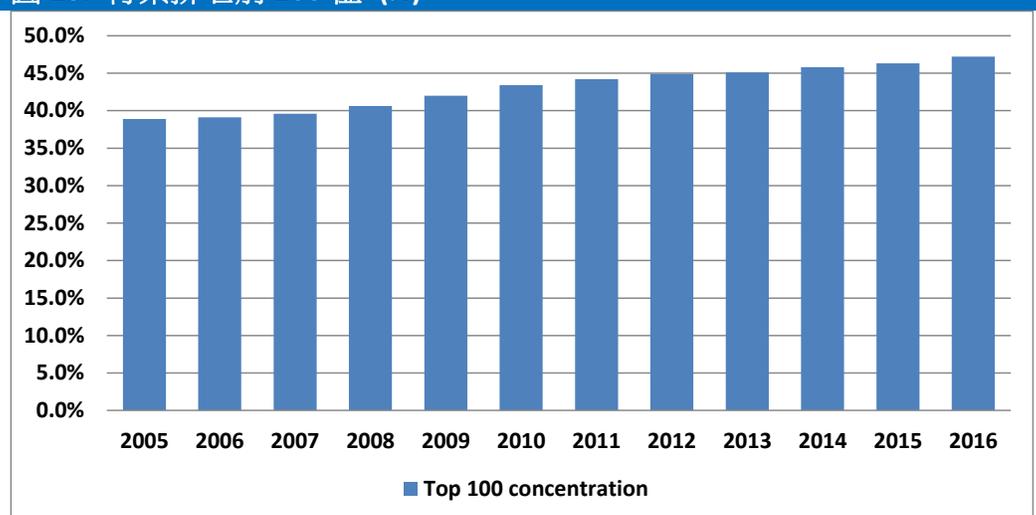
## 巨人間的遊戲

我們發現行業的集中度日漸提高。行業百強集中度由 2005 年的 38.9% 上升到 2016 年的 47.8%，但仍遠低於「十二五」規劃中所計劃的 50% 目標。

鑑於「兩票制」、「生物等效性檢測」、2017 年國家基本醫療保險藥品目錄更新及新藥審批加速等政策相繼落實，行業集中度將進一步提升。1) 品牌信譽低，分銷網絡相對較差的小型新藥開發企業、2) 不能承擔通過生物等效性檢測過程中所產生的必要成本的小型仿製藥生產企業以及 3) 整個二級分銷商市場將會被淘汰。

因此，我們傾向推薦有以下特性的新藥開發商：1) 現有藥物管道和產品組合潛力巨大、2) 於個別重要治療領域的研發能力強勁及 3) 有足夠財政資源支持新藥研發，以及有以下特性的大型仿製藥生產企業：1) 充足資金支持公司承擔通過生物等效性檢測過程中所產生的必要成本。我們醫藥行業的首選是石藥集團(1093.HK，目標價：32 港元，評級：「買入」)。

圖 23. 行業排名前 100 位 (%)



資料來源：醫藥經濟報，時富

## 中國社會醫療保險制度正在改善

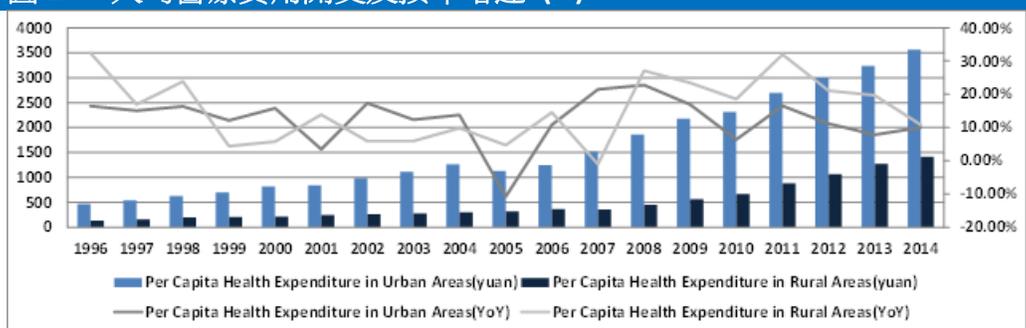
中國有 3 個基本的社會醫療保險計劃，其中包括：

1. 城鎮職工基本醫療保險計劃 (UEBMIS, 1998 開始)
2. 城鎮居民基本醫療保險計劃 (URBMIS, 2007 開始)
3. 新型農村合作醫療制度 (NRCMS, 2003 開始)

整個醫療保險系統於 2015 年已經覆蓋了 95% 以上的中國人口。由於這些社會醫療保險計劃的實施，過去 20 年，中國城鎮及農村醫療費用支出都出現了快速增長。我們可以從圖 24 看到，大多數年份的醫療費用支出增長率都保持在 5% 以上。

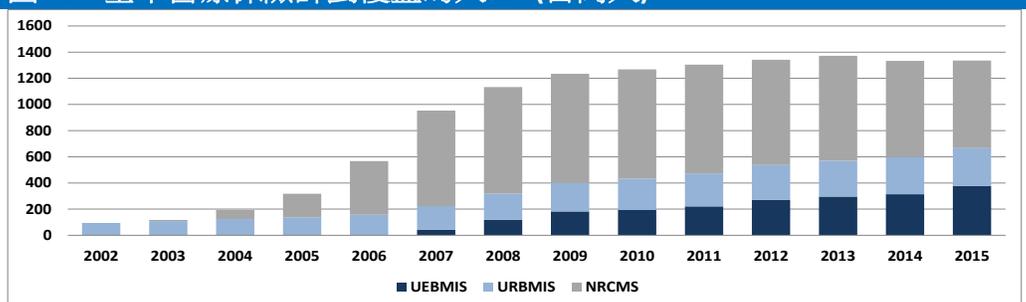
雖然醫療保險系統覆蓋率已高，但城鎮患者和農村患者的醫療保險計劃其實有十分顯著的差異。一般來說，新農合的報銷比例相對上較低，而且計劃下的藥品報銷清單亦不如城鎮職工基本醫療保險計劃及城鎮居民基本醫療保險計劃下的藥品報銷清單，令部分農村病患者無力承擔醫療服務。中國政府現在正準備將城鎮居民基本醫療保險計劃及新型農村合作醫療制度結合成為新的“城鄉基本醫療保險計劃”，使農村的病患者能享受到更高標準及更高質量的醫療服務。相信此舉將可改善農村病患者的負擔能力，從而刺激藥品消費，惠及整個製藥行業。

圖 24. 人均醫療費用開支及按年增速 (%)



資料來源：國家統計局, NHFPC, 時富

圖 25. 基本醫療保險計劃覆蓋的人口 (百萬人)



資料來源：國家統計局, 時富

## 政策改革

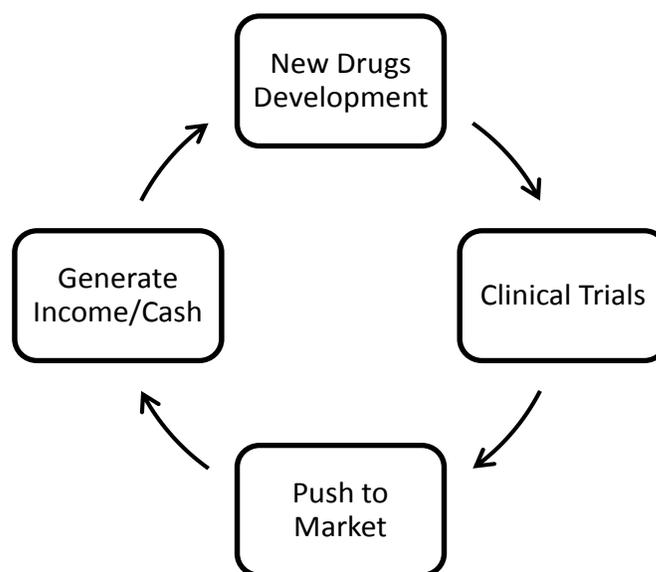
### 國家食品藥品監督管理總局對新藥的審批加速

2015年對製藥行業來說是艱難的一年。在開展更嚴格的臨床試驗檢測後，約有多達 1000 多種新藥取消臨床試驗申請，阻礙了創新藥物的發展。

因此，中國食品藥品監督管理總局及國務院正努力縮短新藥審批時間，與此同時，提高藥品生產質量水平。他們啟動了針對重大未能滿足醫療需求的藥物的快速審批程序。

正常情況下，中國食品藥品監督管理總局審批新藥後，製藥公司便把藥品推銷給醫院。然後，上市的藥物將創造收入及現金流，以支持下一輪的新藥研發。因此，縮短新藥審批時間將加速整個新藥開發的週期，使大型製藥公司受益。我們認為，如果製藥公司的藥品管道和研發能力越強，公司從這一政策中獲得的收益就會越大。

圖 26. 製藥公司的商業周期



資料來源：時富

### 生物等效性檢測

仿製藥質量問題在中國已經存在了多時，並造成了很多醫療事故。另外，由於仿製藥質量參差，中國內地的醫生傾向處方比較昂貴的原始藥而非廉價的仿製藥，使病人難以負擔沉重的醫療藥物費用。

意識到這個問題後，國家食品藥品監督管理總局於 2013 年發布了仿製藥生物等效一致性評價指導意見。通過體內生物等效性及體外溶出度等測試，仿製藥需要達到與原始品牌藥物的生物等效性。意見目標旨在令質量差及效果不一致的仿製藥退出市場。

2012 年基本藥物目錄中總共有 289 種於 2007 年 10 月之前獲批的口服固體劑型仿製藥需要完成生物等效性測試。通過測試的截止日期定為 2018 年底。

在我們看來，生物等效性測試將淘汰那些無法承擔提高藥品質量所需成本及無法於截止日期前通過生物等效性測試的小型仿製藥生產商。此外，嚴格的一致性評價要求將會提高醫藥行業潛在競爭者的進入門檻。擁有強大財務基礎可以支持通過生物等效性測試的大型仿製藥公司，因此可以侵佔小型仿製藥製造商所失去的市佔率，成為得益者。

### 兩票制

兩票制是國務院在「十三五」規劃中提出的。當中只允許在藥物交易過程中出現兩張發票，一張是從製造商到分銷商，另一張是從分銷商到醫院(即製造商和醫院之間只有一層分銷商)。該政策的目的是降低分銷商收取的醫療藥物費用，從而降低患者的經濟負擔。

我們相信這一政策將淘汰整個二級分銷商市場以及銷售網絡薄弱的製藥企業。我們相信短期內分銷商市場將會出現重大轉變。長遠來看，能生存下去的分銷商和擁有強大分銷渠道的製藥公司將可侵佔被淘汰企業的市佔率。

### 國家基本醫療保險藥品目錄更新

國家基本醫療保險藥品目錄以國家基本藥物目錄為基礎，於 2009 年首次公佈。國家基本醫療保險藥品目錄包含可以 100%或部分報銷的藥品，由人力資源和社會保障部、國家衛生和計劃生育委員會和中國食品藥品監督管理局等政府機構管理。國家基本醫療保險藥品目錄中的藥物可以劃分為甲類和乙類兩種類型。

**甲類藥品**是指中央政府指定的醫療用藥，主要為已被廣泛應用、有效而且價格相對上較低的藥物，當中包括國家基本藥物目錄下的所有藥物。根據現有的醫療保險計劃，100%甲類藥物的費用可以獲得報銷。

**乙類藥物**是指比甲類藥物較貴的藥物。通常情況下，乙類藥物的費用只有70-80%可以在醫療保險計劃下報銷。

所有甲類藥品都是由國家政府部門指定的藥品。而乙類藥物，最多15%藥物可以由省級政府根據當地的需求情況，作出適當調整。

國家基本醫療保險藥品每4-5年更新一次。最新版本於2017年2月公佈，總共包括2,535種中西藥。數據顯示，由於政府與藥品生產企業協商，一旦藥品被列入名單後，藥品價格亦隨之而降低。但另一邊廂，藥品的銷售量將因而大幅上升，抵銷了藥品價格下降所帶來的負面影響，並令收入大幅提高。我們相信具有強大藥物管道/組合及研發能力的製藥公司，因為預計未來將有更多新藥可被列入名單，料將可成為該政策的主要受益者。

圖 27. 醫藥行業相關股估值及財務比率

	股票代號	股價(當地貨幣)	目標價	%上行	18 EPS YoY	19 EPS YoY	18PE	19PE	18ROE	19ROE	18PB	19PB
中國生物製藥	1177 HK Equity	11.24	NA	NA	26.49	23.89	38.53	31.10	25.34	23.95	7.43	6.00
國藥控股	1099 HK Equity	30.25	NA	NA	2.83	14.05	13.04	11.43	14.48	14.80	1.74	1.56
華潤醫藥	3320 HK Equity	10.08	NA	NA	16.36	15.63	15.75	13.62	8.18	8.46	1.17	1.05
<b>石藥集團</b>	<b>1093 HK Equity</b>	<b>21.90</b>	<b>32.00</b>	<b>46.1%</b>	<b>30.83</b>	<b>27.06</b>	<b>36.81</b>	<b>28.97</b>	<b>22.11</b>	<b>24.17</b>	<b>7.75</b>	<b>6.78</b>
中國中藥	570 HK Equity	6.50	NA	NA	14.35	20.20	18.22	15.16	10.27	11.14	1.69	1.60
綠葉製藥	2186 HK Equity	8.07	NA	NA	18.15	18.26	19.19	16.23	15.74	15.95	2.72	2.40
石四藥集團	2005 HK Equity	8.12	NA	NA	33.08	22.19	26.11	21.37	23.28	24.13	5.79	4.83
復星醫藥	2196 HK Equity	39.75	NA	NA	18.58	19.52	22.35	18.70	13.89	15.09	2.99	2.69
上海醫藥	2607 HK Equity	20.30	NA	NA	9.47	15.70	11.99	10.37	10.93	11.24	1.26	1.17
四環醫藥	460 HK Equity	1.62	NA	NA	-1.96	6.67	9.14	8.57	12.93	12.68	1.07	0.97
中位數					17.26	18.89	18.71	15.70	14.18	14.94	2.23	2.00
平均數					16.82	18.32	21.11	17.55	15.71	16.16	3.36	2.91

資料來源：彭博、時富

## 石藥集團(1093.HK, 買入, 目標價: 32 港元)

中國醫藥行業

### 投資焦點

### 投資要點

**恩必普收入增長勢頭依然強勁：**據公司統計，恩必普膠囊在 2018 財年第一季錄得按年增長 45%。這對市場來說是一個驚喜。此外，在 2018 年 3 月，恩必普膠囊被美國 FDA 批准用於治療肌萎縮性側索硬化症(ALS)的孤兒藥。該藥物適應症自 2015 年 7 月起也在中國進行臨床研究。我們認為新適應症可有助延長恩必普專利期，為恩必普帶來新的市場潛力和機遇。展望未來，鑑於恩必普於縣級醫院滲透率仍低，我們相信增長將可持續。

**腫瘤學藥物是另一個增長引擎：**我們看到石藥集團腫瘤藥組合的收入增長非常快速。2018 財年第一季，石藥集團多美素銷售額按年增長 78% 至 1.96 億，津優力銷售按年增長 119% 至 1.51 億，其他腫瘤藥物銷售按年增長 110% 至 5,600 萬。此外，二月份，石藥集團宣布，該集團研發的“注射用紫杉醇(白蛋白結合)”已獲得國家食品藥品監督管理局藥品註冊批准。該藥於今年 3 月單月銷售達 1,500 萬。截至 5 月 23 日，該藥銷售更達 5,500 萬。管理層預期該藥全年銷售可達 2-3 億。鑑於中國的強勁需求，我們預計石藥集團現有腫瘤藥組合的收入增長將可持續。

**新藥管道支持：**石藥集團的新藥管道中，有 2 種重磅 1 類新藥，包括：recombinant GLP-1 receptor agonist injection (rE4 注射用重組胰高血糖素樣肽-1 受體激動劑)及 Compound levamlodipine and atorvastatin calcium tablet (複方左旋氨氯地平阿托伐他汀鈣片)，它們目前正處於 III 期臨床試驗階段，成功商業化的確定性高。我們相信，管道將為石藥集團未來的增長提供支持。

**重申買入評級，目標價 32 港元：**石藥集團 18/19 年每股預測盈利為 0.61/0.83 港元。我們重申其「買入」評級，並上調 18 年 12 月目標價至 32 港元(前為 22 港元)，建基於 1.2 倍 PEG 比率，及 18-20 財年預測年度化盈利增長為 32%。主要下行風險包括：1) 石藥集團主要產品如恩必普銷售增長意外放緩；2) 管道藥物的研發延遲或失敗；3) 中國政府限制藥物使用；4) 國內和國外的競爭加劇。

## 石藥集團

損益表 (百萬港元)				
12月31日	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	15,463	21,380	27,060	33,585
銷售成本	(6,117)	(7,523)	(8,667)	(9,709)
毛利	9,346	13,857	18,393	23,876
行政、銷售及推廣費用	(5,057)	(8,179)	(10,722)	(14,158)
研究及開發成本	(815)	(912)	(1,154)	(1,433)
其他支出	8	8	8	8
員工股權成本	0	0	0	0
經營盈利	3,482	4,774	6,525	8,293
EBITDA	4,198	5,542	7,411	9,334
折舊	(613)	(718)	(832)	(979)
攤銷	(104)	(51)	(54)	(62)
EBIT	3,482	4,774	6,525	8,293
淨利息支出	(27)	(60)	(64)	(75)
聯營投資虧損	10	32	44	55
其他收益	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	3,465	4,746	6,504	8,274
所得稅	(685)	(939)	(1,287)	(1,638)
扣除所得稅後利潤	2,780	3,807	5,217	6,636
非控制性權益	(10)	(10)	(10)	(10)
其他損益	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	2,780	3,807	5,217	6,636
非經常性損益	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	2,771	3,797	5,207	6,626
股息	(726)	(1,139)	(1,562)	(1,988)
儲備	2,044	2,658	3,645	4,638
每股盈利	0.45	0.61	0.83	1.06
每股股息	0.15	0.18	0.25	0.32

## 現金流量表 (百萬港元)

12月31日	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
股東應佔溢利	2,780	3,807	5,217	6,636
非現金項目	717	768	886	1,041
營運資金變動	(1,633)	(1,528)	(759)	(901)
經營活動的現金流量	3,288	3,047	5,345	6,776
資本開支	(1,164)	(1,609)	(2,036)	(2,527)
自由現金流	2,124	1,438	3,308	4,248
其他非流動資產	(39)	(12)	(12)	(12)
其他非流動負債	72	6	6	7
調整	(300)	(57)	(70)	(86)
計及投資活動後現金流量	(3,287)	(1,672)	(2,113)	(2,619)
股息	(726)	(1,139)	(1,562)	(1,988)
股份發行所得款	2,353	0	0	0
債項所得款	(151)	720	(110)	63
可換股債券發行所得款	0	0	0	0
其它	1,094	0	0	0
融資活動的現金流量	1,631	(419)	(1,672)	(1,925)
淨現金流量	1,632	956	1,560	2,232
年初現金及現金等價物	3,235	5,163	6,119	7,679
調整	296	0	0	0
年終現金及現金等價物	5,163	6,119	7,679	9,911
年終淨負債	(4,176)	(4,413)	(6,082)	(8,252)

資料來源：公司資料、時富

## 1093.HK, 買入, 目標價: 港元32

資產負債表 (百萬港元)				
12月31日	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	5,163	6,119	7,679	9,911
可轉讓證券	1,395	1,423	1,451	1,480
應收賬款	2,334	3,222	4,078	5,061
存貨	2,901	3,092	3,562	3,990
其他非流動資產	1,842	1,878	1,916	1,954
總流動資產	13,635	15,734	18,686	22,397
長期投資	427	435	444	453
固定資產	6,663	7,554	8,758	10,307
商譽	122	122	122	122
其他無形資產	103	101	109	124
其他長期資產	594	606	618	630
總資產	21,543	24,552	28,736	34,032
短期債務	927	1,647	1,537	1,600
應收賬款及其他應收款	4,513	4,122	4,749	5,320
其他流動債務	319	326	332	339
總流動債務	5,760	6,095	6,618	7,259
長期債務	60	60	60	60
可換股債務	0	0	0	0
其他長期債務	316	322	328	335
總負債	6,135	6,477	7,006	7,654
非控制性權益	85	95	105	115
優先股權益	0	0	0	0
股本	12,922	12,922	12,922	12,922
留存收益	7,042	9,700	13,344	17,983
股息	726	1,139	1,562	1,988
其他權益及儲備	(4,642)	(4,642)	(4,642)	(4,642)
總權益	15,407	18,075	21,730	26,378
總權益及負債	21,543	24,552	28,736	34,032

## 主要比率

	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>成長 (%)</b>				
收入	25.0%	38.3%	26.6%	24.1%
毛利	48.1%	48.3%	32.7%	29.8%
經營盈利	31.4%	37.1%	36.7%	27.1%
權益持有人應佔盈利	31.9%	37.0%	37.1%	27.3%
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	60.4%	64.8%	68.0%	71.1%
經營利潤率	22.5%	22.3%	24.1%	24.7%
淨利潤率	18.0%	17.8%	19.3%	19.8%
派息率	26.2%	30.0%	30.0%	30.0%
平均股本回報率	23.7%	29.5%	40.4%	51.4%
平均資產回報率	15.3%	16.5%	19.6%	21.1%
<b>流動性 (x)</b>				
流動比率	2.4	2.6	2.8	3.1
利息覆蓋率	130.7	79.9	102.0	110.8
<b>槓桿比率</b>				
淨負債/EBITDA (x)	0.9	0.7	0.8	0.8
淨負債/權益 (%)	24.7%	22.3%	26.2%	29.8%

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。而此述之資料及意見(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。此述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。此述資料如有任何更改，恕不另行通知。報告中所述及的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述資料分發予他人。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。

## 澳門博彩業

**上行週期仍有餘力：**上半年澳門累計博彩收益為 1,502 億澳門元，按年增 18.9%。儘管最近受銀聯機事件及世界盃影響，5、6 月賭收按年只升 12%，拖累賭股表現，但相信下半年在不確定因素減少下，行業上行週期仍有餘力。銀聯機事件被演繹為政策方向轉向為言之尚早，但我們認同投資者需密切留意內地政策及經濟變化。展望下半年，港珠澳大橋開通會為行業中、長線發展帶來催化作用。

**近期股價回落原因：**澳門博彩業板塊於 6 月份落後恆指 9 個百分點 (行業 -14% vs 恆指-5%)，股價偏軟主因包括 1)銀聯機事件；2)世界盃影響；3)高基數影響。我們相信股價回落為投資者帶來更好的買入時機。

**下半年有什麼值得留意？**受惠於港珠澳大橋及廣珠城軌延長線開通，旅客數量增加將有利中場業務發展。港珠澳大橋開通將刺激遊客數量增長，預計其複合年增長率由 2012-17 年的 3%增長至 2018-20 年的>5%。

**股價回落，估值變得吸引：**行業股價現處於預測 EV/EBITDA 平均值，我們認為近期股價回落令估值更為吸引，我們對下半年行業前景審慎樂觀，理由如下：1) 博彩中介人信貸仍算充裕、2) 基建改善吸引旅客訪澳，有利中場業務、3) 銀聯機事件只為短暫不明朗因素。投資者在選股時應以個別博彩營運商之長遠盈利增長為考慮因素。

展望未來，我們預期貴賓廳/中場賭收增速於 2018 年達 17%/ 19%，帶動整體賭收增速為 18%。

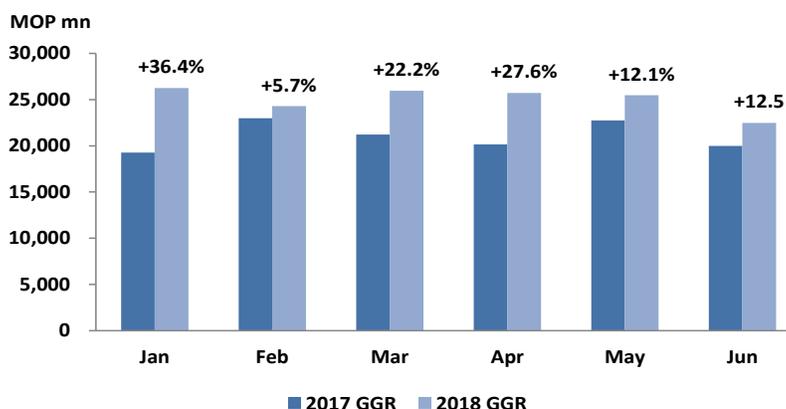
**我們分析了銀河娛樂(27.HK, 目標價：76 港元)以及金沙中國(1928.HK, 目標價：50 港元)：**我們認為投資者可著眼於銀河的長線發展，其銀河三期、四期、橫琴發展計劃，與永利的潛在合作及其未來的國際機遇都可支持其長線發展；金沙作為中場領導者，料成為下半年港珠澳大橋開通之最大得益者。

## 上行週期仍有餘力

上半年澳門累計博彩收益為 1,502 億澳門元，按年增 18.9%，每日平均賭收高於 8 億澳門元，相比 2017 年之 7.29 億澳門元為高，表現理想。儘管最近受銀聯機事件及世界盃影響，5、6 月賭收按年只升 12%，拖累賭股表現，但相信下半年在不確定因素減少下，行業上行週期仍有餘力。銀聯機事件被演繹為政策方向轉向為言之尚早，但我們認同投資者需密切留意內地政策及經濟變化。展望下半年，港珠澳大橋開通會為行業中、長線發展帶來催化作用。

澳門博彩業下半年正面因素包括：旅客持續增加、中介人信貸仍然充裕、澳門基建配套進一步完善、估值變得吸引。圖 29 顯示 2009-2018 年之每日平均賭收。相比過往最高之賭收(2014 年 2 月之 13.57 億澳門元)，現時澳門賭收仍有上行空間，與此同時，行業於第 1 季之 EBITDA 按年增長 27%，高於收入增速，現時行業中場增速仍算穩健，故此 EBITDA 利潤率可繼續受惠於賭收組合改善。回顧第一季數據，貴賓廳/中場賭收分別按年升 23%及 19%。

圖 28. 澳門首 6 個月賭收



資料來源：博彩監察協調局，時富

圖 29. 每日平均賭收

MOP mn	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Jan	277	450	599	808	867	927	766	602	621	847
Feb	283	480	709	837	967	1357	698	673	821	868
Mar	307	438	648	806	1011	1144	693	580	685	837
Apr	278	473	684	833	944	1044	639	578	672	858
May	284	551	784	841	954	1044	656	593	734	822
Jun	276	455	693	778	942	907	579	529	666	750
Jul	309	526	781	793	951	917	600	573	741	
Aug	363	509	799	843	992	931	601	608	731	
Sep	365	510	708	796	965	852	571	613	712	
Oct	406	609	866	894	1177	904	647	704	859	
Nov	407	578	769	829	1006	809	548	626	768	
Dec	366	609	762	911	1079	751	592	639	732	
Average	327	516	733	831	988	966	632	610	729	830

資料來源：博彩監察協調局，時富

## 近期股價回落原因

澳門博彩板塊於 6 月份落後恆指 9 個百分點 (行業-14% vs 恆指-5%)，股價偏軟主因受 1)銀聯機事件；2)世界盃；3)高基數影響。我們相信股價回落為投資者帶來更好的買入時機。

### 銀聯機事件

#### ➤ 發生了什麼事？

6 月初澳門部分賭場珠寶店及典當行的銀聯機被拆除，部分投資者視之為內地政府控制資金外流的前奏。

#### ➤ 帶來了什麼影響？

澳門賭客通常透過以下方法獲得流動資金：1) 旅客出入境可以攜帶 2 萬元人民幣；2)通過 ATM 機提錢；3)於當舖、手錶和珠寶店內進行現金退款；4) 從中介獲取信貸。銀聯終端機拆除主要影響高端中場業務(這也是美高梅近日跌幅較高的原因之一，其高端中場業務佔比較同行為高)。

然而，我們認為市場現時對銀聯機事件的影響及含義過度演繹，澳門金融管理局(AMCM) 最近就事件發布了新聞稿，要求當地銀行審查並收集被認為是“高風險”商店的銀聯機。在此階段，內地目的可能純屬督促銀行更好地管理業務風險，而不是控制資金外流的前奏。

其次，過往銀行都曾被要求收回銀聯卡機。而今次受影響的銀聯機數量僅佔一小部分，加上沒有後續進一步打壓的新聞，表示今次事件可能純屬個別事件。

第三，貴賓廳、大眾中場和非博彩業務不太受是次事件影響。貴賓廳之信貸流動性由中介人提供，而大眾中場玩家通常透過 ATM 及以入境自攜形式獲得資金。故此，只有高端中場受到影響，但鑑於今次被收回的銀聯機數量只佔小數，是次事件的影響似乎被高估。

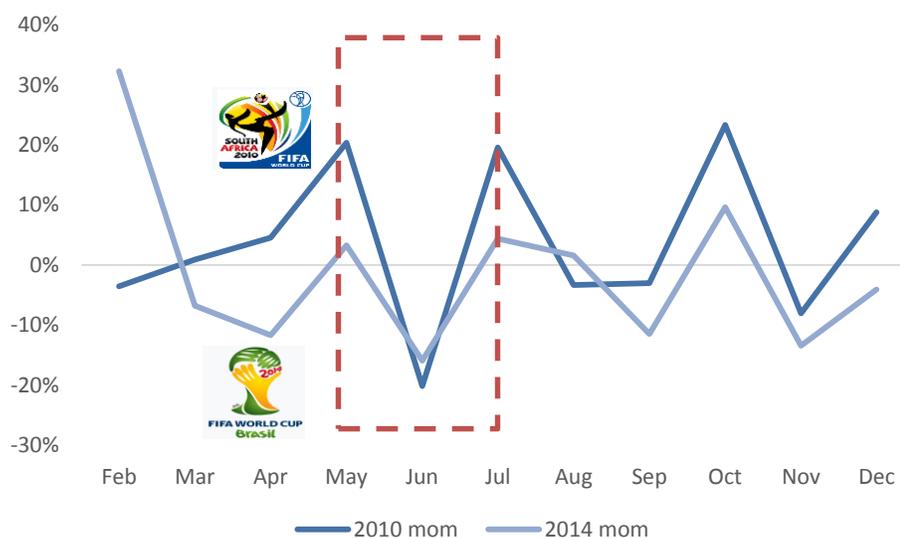
#### ➤ 有什麼值得留意？

投資者應關注未來幾個月內地的政策方向。儘管我們認為最近銀聯事件可能只是希望銀行更好地管理其業務風險，而不是控制資本外流的前奏，但政策方向可受到未來宏觀經濟形勢和人民幣匯率變動所影響。

## 世界盃影響

隨著 2018 年世界盃於 6 月 14 日至 7 月 15 日在俄羅斯舉行，賭場之投注額在一定程度上受到了影響。用最近兩次世界盃作為參考，我們可以看到 6 月份的行業賭收均錄得按月跌幅，其原因是一部分玩家將原來的賭本押在體育博彩上，而一些貴賓廳玩家亦會在中介代理人介紹下前往世界盃場地觀看賽事。在 2010 年世界盃期間，6 月行業賭收按月下降了 20 個百分點。在 2014 年世界盃期間，6 月行業賭收按月下降了 16 個百分點。(見下圖虛線範圍)

圖 30. 過往世界盃對賭收之影響



資料來源：博彩監察協調局，時富

## 高基數影響

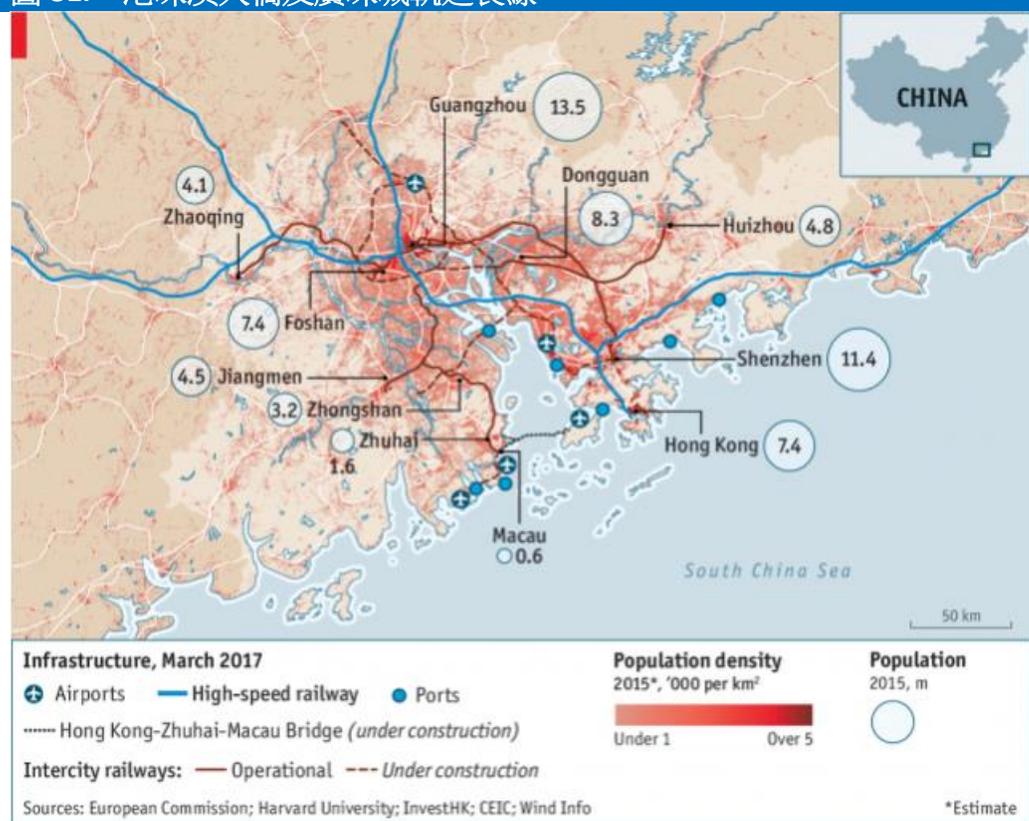
2017 年第 2 季度博彩業表現超卓，貴賓博彩收入按年增長 30%，受惠中介營運商提供的流動資金提升所帶動，大衛集團及鉅星集團都於澳門開設更多貴賓室，推動了轉碼數。在較高基數的情況下，今年 6 月按年升 12% 的賭收實際上尚算不俗，尤其是該月正受到世界盃影響。

總括而言，市場目前對銀聯機事件的影響過於擔憂，鑑於沒有跡象顯示政策方向轉變為收緊資金流動性，近期股價下挫可為投資者提供買入點，並為夏季反彈(按過往經驗)做準備，而下半年的催化劑(港珠澳大橋開通及行業估值變得吸引)可支持行業增長並帶動股價反彈。

## 下半年有什麼值得留意？

**港珠澳大橋開通將帶動旅客數量增加：**受惠於港珠澳大橋及廣珠城軌延長線開通，旅客數量增加將有利中場業務發展。另一方面，內地政府對於大灣區的政策支持將是澳門博彩行業的中長線催化劑，特別是財富創造、簽證和基礎設施的改善以及人流增加，都會帶動行業發展。灣區的發展將促進該地區主要城市的融合，加強經濟合作和基礎設施建設，更會突出澳門作為旅遊和會展中心的角色。

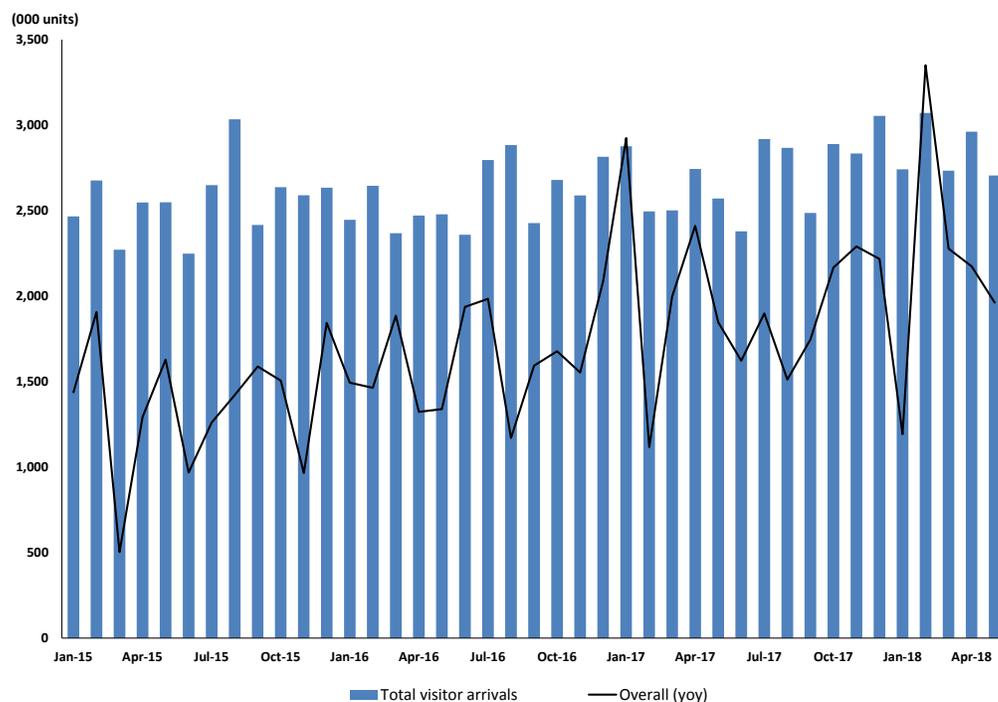
圖 31. 港珠澳大橋及廣珠城軌延長線



資料來源：Economist, 時富

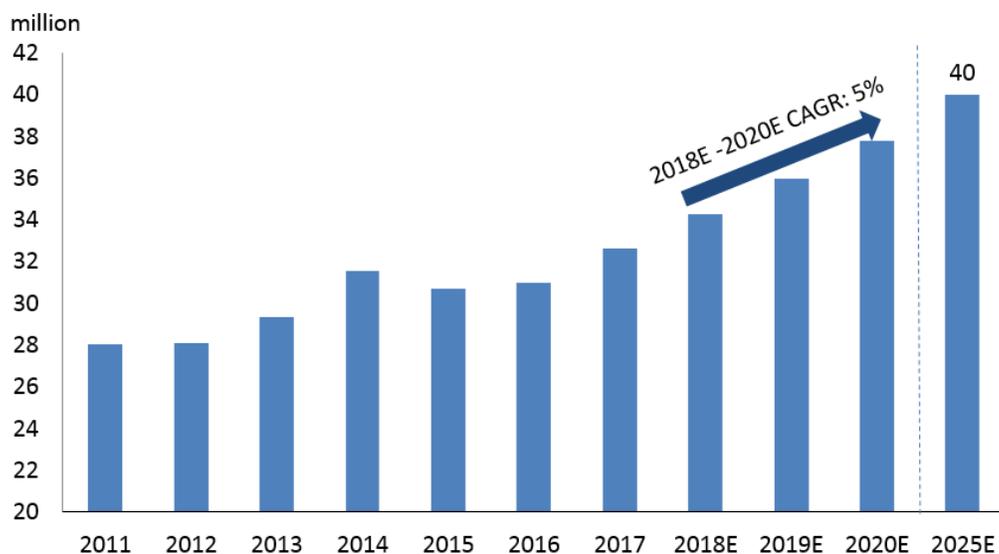
全長 55 公里的港珠澳大橋可以將港澳間的出行時間由 1 小時縮短至 40 分鐘。港珠澳大橋開通將刺激遊客數量增長，預計其複合年增長率由 2012–17 年的 3% 增長至 2018-20 年的 >5%。現時澳門政府的目標為 2025 年遊客數量達 4000 萬人次，若以 5% 的複合年增長率計算，這目標料輕易達到。

圖 32. 訪澳旅客人數



資料來源：統計暨普查局、時富

圖 33. 預計訪澳旅客人數增長

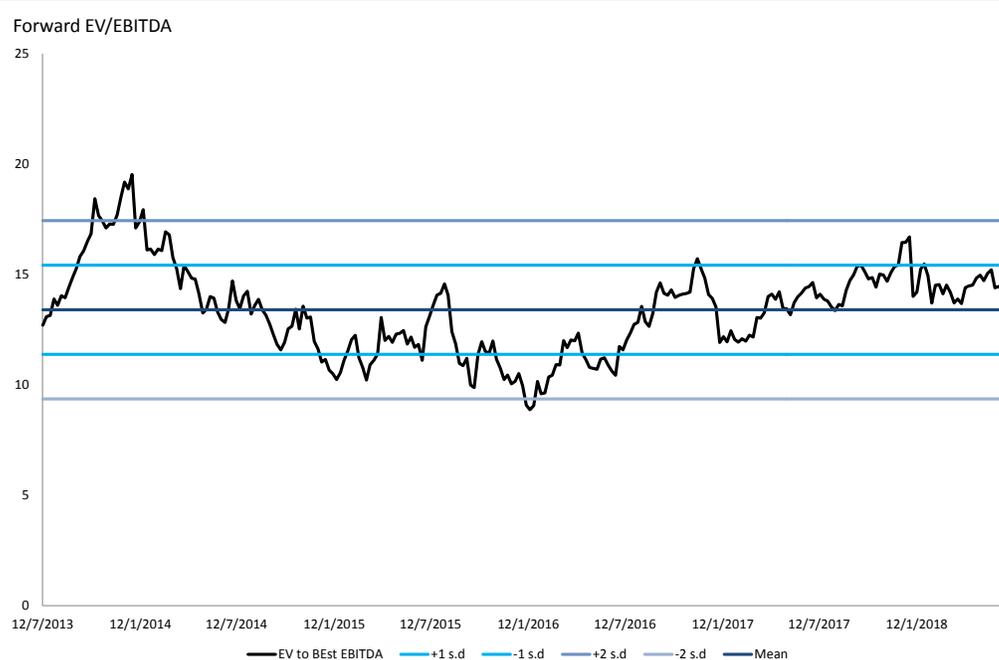


資料來源：統計暨普查局、時富

股價回落，估值變得吸引：行業股價現處於預測 EV/EBITDA 平均值，我們認為近期股價回落令估值更為吸引，我們對下半年行業前景審慎樂觀，理由如下：1) 博彩中介人信貸仍算充裕、2) 基建改善吸引旅客訪澳，有利中場業務、3) 銀聯機事件只為短暫不明朗因素。投資者在選股時應以個別博彩營運商之長遠盈利增長前景為考慮因素。

展望未來，我們預期貴賓廳/中場賭收增速於 2018 年達 17%/ 19%，帶動整體賭收增速為 18%。

圖 34. 行業預測 EV/EBITDA



資料來源：彭博、時富

我們分析了銀河娛樂(27.HK)以及金沙中國(1928.HK)：我們認為投資者可著眼於銀河的長線發展，其銀河三期、四期、橫琴發展計劃、與永利的潛在合作及其未來的國際機遇都可支持其長線發展；金沙作為中場領導者，料成為下半年港珠澳大橋開通之最大得益者。

圖 35. 博彩業相關股估值及財務比率

	股票代號	股價(當地貨幣)	目標價	%上行	18 EPS YoY	19 EPS YoY	18PE	19PE	18ROE	19ROE	18PB	19PB	18年股息率	19年股息率
金沙中國	1928 HK Equity	39.35	50.00	27.1%	35.45	14.13	18.64	16.33	20.23	10.93	14.59	13.15	5.27	5.54
銀河娛樂	27 HK Equity	57.50	76.00	32.2%	25.62	11.20	18.67	16.79	20.11	9.48	14.23	13.00	1.51	1.75
永利澳門	1128 HK Equity	22.90	NA	NA	97.89	16.80	16.30	13.95	31.64	8.79	12.85	11.81	5.35	6.30
澳博控股	880 HK Equity	8.60	NA	NA	20.17	-10.31	20.62	22.99	22.13	18.62	10.89	9.18	2.76	2.42
新濠國際發展	200 HK Equity	20.85	NA	NA	343.23	28.60	15.17	11.80	30.54	11.08	7.36	6.63	0.33	0.37
美高梅中國	2282 HK Equity	16.12	NA	NA	12.93	62.61	23.36	14.37	61.94	32.16	13.31	10.07	2.15	4.11
中位數					30.54	15.46	18.66	15.35	26.34	11.00	13.08	10.94	2.45	3.27
平均數					89.21	20.50	18.80	16.04	31.10	15.18	12.21	10.64	2.89	3.42

資料來源：彭博、時富

## 銀河娛樂 (27.HK, 買入, 目標價: 76 港元)

博彩業

### 投資要點

**首季 EBITDA 創歷史新高：**集團經調整之 EBITDA 為 43 億港元，按年上升 36%，受惠於收益增長及利潤率擴張。首季收益為 185 億港元，按年上升 32%；EBITDA 利潤率為 23.3%。貴賓廳/中場/總賭收分別錄 44%/18%/32%按年增幅，當中貴賓廳業務市佔率得以擴張，主因旗下澳門銀河及星際酒店增長強勁，雖部分被前者微跌之贏率所抵銷。中場業務市佔率輕微留失只因澳門銀河賭場翻新帶來了暫時影響，但預期會於下半年達到更高效率和收益率。

**銀河第三、四期及橫琴渡假城將支持集團另一階段增長，但未被現價反映：**第三、四期總資本支出約為 450 至 500 億港元，會分別於 2019、20 年底前開業，共提供 4500 多間酒店客房，是現時客房數量的一倍。除了博彩設施外，還會以家庭娛樂為主題，並會應用虛擬實境等科技及涵蓋會展客，以中高端作定位。至於橫琴項目，該度假區面積將為銀河一至四期合計之 6 倍。我們喜歡銀河因我們看到公司有未來數十年實現可持續增長。

**若與永利度假村合作可達雙贏：**銀河於今年 3 月以 9.275 億美元收購了永利度假村 4.9% 股權，雖然雙方並未公布任何合作安排，但基於銀河近年有意擴展國際版圖，料銀河與永利有着合作空間，例如有機會在日本開賭事宜上合作，而永利之全球品牌形象將有助銀河建立其環球市場知名度。

**最新發展概況：**日本 IR 項目方面，銀河正繼續擴大其日本團隊，並於最近聘任陳應達先生擔任首席營運總監。對於菲律賓項目，儘管菲律賓政府暫時關閉長灘島進行恢復，但在當地合作夥伴 Leisure & Resorts World Corporation 的幫助下，該集團對其 3 至 5 億美元的項目保持樂觀態度。

**重申「買入」評級，目標價 76 港元：**我們認為投資者可著眼於銀河的長線發展。銀河擁有充裕資金 (截至 2018 年第 1 季，持有淨現金 345 億港元)、強大及凝聚力高的管理團隊，其澳門銀河三期和四期、橫琴發展計劃，與永利的潛在合作及其未來的國際機遇都可支持其長線發展，料增長潛力較同業為高。**我們預計銀河 2018 年 EBITDA 增長 26%。目標價 76 港元建基於 2019 年 16 倍 EV/EBITDA。**

## 銀河娛樂

## 損益表 (百萬港元)

截至年底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	62,450	75,903	83,236	100,950
EBITDA	13,415	16,912	19,481	24,417
折舊	(3,029)	(3,015)	(2,862)	(3,182)
攤銷	(320)	(220)	(258)	(276)
EBIT	10,067	13,676	16,361	20,959
淨利息支出	562	230	416	657
聯營投資虧損	244	250	256	261
其他收益	(244)	(126)	(147)	(172)
扣除所得稅前利潤	10,628	14,030	16,885	21,705
所得稅	(113)	(168)	(203)	(260)
扣除所得稅後利潤	10,516	13,862	16,682	21,444
非控制性權益	(11)	43	52	66
其他損益	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	10,516	13,862	16,682	21,444
非經常性損益	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	10,504	13,905	16,734	21,511
股息	(2,526)	(4,449)	(5,355)	(6,883)
儲備	7,979	9,455	11,379	14,627
每股盈利	2.44	3.22	3.88	4.98
每股股息	0.74	1.03	1.24	1.59

## 現金流量表 (百萬港元)

截至年底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
股東應佔溢利	10,516	13,862	16,682	21,444
非現金項目	3,349	3,235	3,120	3,458
營運資金變動	5,066	(443)	88	(282)
經營活動的現金流量	18,520	16,654	19,890	24,621
資本開支	(1,999)	(3,036)	(5,500)	(20,000)
自由現金流	16,521	13,618	14,390	4,621
其他非流動資產	(21,402)	(713)	(729)	(746)
其他非流動負債	(313)	12	12	12
調整	0	(380)	(333)	(404)
計及投資活動後現金流量	(11,117)	(4,117)	(6,550)	(21,138)
股息	(2,526)	(4,449)	(5,355)	(6,883)
股份發行所得款	348	0	0	0
債項所得款	3,715	1,556	0	0
可換股債券發行所得款	0	0	0	0
其它	0	0	0	0
融資活動的現金流量	1,480	(2,894)	(5,355)	(6,883)
淨現金流量	8,884	9,643	7,985	(3,400)
年初現金及現金等價物	6,803	15,702	25,346	33,331
調整	15	0	0	0
年終現金及現金等價物	15,702	25,346	33,331	29,931
年終淨負債	(5,758)	(13,846)	(21,831)	(18,431)

資料來源：公司資料、時富

## 27.HK, 買入, 目標價: 76港元

## 資產負債表 (百萬港元)

截至年底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	15,702	25,346	33,331	29,931
銀行存款	1,898	1,942	1,986	2,032
應收賬款	1,962	2,763	3,030	3,674
存貨	171	160	160	160
其他非流動資產	368	377	385	394
總流動資產	20,101	30,587	38,892	36,191
長期投資	0	0	0	0
固定資產	31,802	31,823	34,460	56,278
其他無形資產	921	1,081	1,156	1,284
其他長期資產	30,991	31,703	32,433	33,178
總資產	83,815	95,193	106,941	126,932
短期債務	9,685	6,500	6,500	6,500
應收賬款及其他應收款	17,237	17,634	18,039	18,454
其他流動債務	113	116	119	121
總流動債務	27,035	24,250	24,658	25,076
長期債務	259	5,000	5,000	5,000
其他長期債務	504	516	528	540
總負債	27,799	29,765	30,186	30,615
非控制性權益	534	491	440	373
股本	21,469	21,469	21,469	21,469
留存收益	34,013	43,468	54,847	69,474
股息	2,526	4,449	5,355	6,883
總權益	56,016	65,428	76,755	91,316
總權益及負債	83,815	95,193	106,941	121,932

## 主要比率

	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>盈利能力 (%)</b>				
EBITDA 利潤率	21.5%	22.3%	23.4%	24.2%
EBIT 利潤率	16.1%	18.0%	19.7%	20.8%
淨利潤率	16.8%	18.3%	20.1%	21.3%
派息率	30.3%	32.0%	32.0%	32.0%
股本回報率	20.6%	23.1%	23.7%	25.7%
資產回報率	14.0%	15.5%	16.5%	18.7%
<b>流動比率 (x)</b>				
流動比率	0.7	1.3	1.6	1.4
利息覆蓋率	157.5	45.8	40.6	52.1
<b>槓桿比率</b>				
淨負債/EBITDA (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
淨負債/權益 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>經營活動 (日)</b>				
應收賬款周轉天數	10.4	11.4	12.7	12.1
庫存周轉天數	NM	NM	NM	NM
應付賬款周轉天數	NM	NM	NM	NM
現金周轉期	NM	NM	NM	NM

資料來源：公司資料、時富

## 金沙中國 (1928.HK, 買入, 目標價: 50 港元)

博彩業

### 投資要點

**首季業績亮眼，EBITDA 增長強勁：**集團首季經調整之 EBITDA 為 7.89 億美元，按年上升 26%，業績優於市場預期。撇除澳門金沙該物業，集團旗下所有物業均錄得 EBITDA 增幅，澳門威尼斯人/金沙城中心/巴黎人/百利宮/澳門金沙之 EBITDA 於第一季分別錄得 20%/42%/41%/43%/-13%按年變化，整體 EBITDA 利潤率上升至 36.5%，為 2006 年第 3 季以來最高，主因受惠於經營槓桿和有效的成本控制。

**貴賓廳市佔率增加：**我們喜歡金沙中國因我們留意到其貴賓廳業務成功反彈。金沙之貴賓廳/中場/總賭收於首季分別錄 21%/22%/20%按年增幅，當中佔集團貴賓廳賭收近一半之澳門威尼斯人錄得 35%按年增幅。與此同時，巴黎人及百利宮貴賓廳業務都成功扭轉劣勢，其貴賓廳賭收分別按年升 21%及 52%。巴黎人業務改善可部分歸因於其首批額外高端酒店套房於第一季已經開始供應，同時第 2 階段和第 3 階段正在進行中，所有階段預計將於 2018 年前底完成。總體而言，集團在第一季度貴賓廳市佔率按季增加了 2.9 個百分點。

**現有物業翻新及擴建，進一步刺激增長：**澳門第二大中介德晉於 2 月在百利宮開設新賭廳，金沙管理層表示，集團將繼續加大對貴賓廳業務的投放，目標將中介賭廳增一倍至 21 間，同時翻新貴賓設施。澳門瑞吉金沙城中心酒店及四季酒店的 370/280 間新套房將於 2019 年完工，而威尼斯人及百利宮的貴賓博彩區擴建及翻新會於 2018 至 19 年間逐步進行，務求令集團可以用比市場更快的速度發展其貴賓廳業務。

**下半年港珠澳大橋開通，料成為最大得益者：**港珠澳大橋將於下半年開始運營，估計澳門訪客量可從 2012 年至 2017 年的 3%複合增長率增長至 2018 年至 2020 年的 >5%複合增長率。訪客量增加長遠有利澳門博彩業中場業務發展，金沙作為中場領導者，料成為最大得益者。金沙中國於第一季錄得 13.4 億美元的中場博彩收入，按年增長 22%，超過行業增長並保持市場領先地位，市場份額接近 30%。

**重申「買入」評級，目標價 50 港元：**我們預計金沙 2018 年 EBITDA 增長 28%，目標價 50 港元建基於 2019 年 15 倍 EV/EBITDA，暗示自由現金流收益率 7%，最近股價回調令估值變得更為吸引，為投資者提供更好買入機會。

## 金沙中國

損益表 (百萬美元)				
截至年底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	7,715	9,057	9,981	10,964
EBITDA	2,449	3,140	3,504	3,857
折舊	(676)	(615)	(624)	(638)
EBIT	1,773	2,525	2,880	3,219
淨利息支出	(148)	(126)	(122)	(119)
聯營投資虧損	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	1,625	2,399	2,758	3,100
所得稅	(22)	(24)	(28)	(31)
扣除所得稅後利潤	1,603	2,375	2,730	3,069
非控制性權益	0	0	0	0
其他損益	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	1,603	2,375	2,730	3,069
非經常性損益	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	1,603	2,375	2,730	3,069
股息	(2,067)	(2,069)	(2,064)	(2,066)
儲備	(464)	306	666	1,004
每股盈利 (美元)	0.20	0.29	0.34	0.38
每股股息 (美元)	0.26	0.26	0.26	0.26

## 現金流量表 (百萬美元)

截至年底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
股東應佔溢利	1,603	2,375	2,730	3,069
非現金項目	676	615	624	638
營運資金變動	(28)	496	177	189
經營活動的現金流量	2,626	3,486	3,531	3,895
資本開支	(410)	(725)	(799)	(877)
自由現金流	2,216	2,761	2,733	3,018
其他非流動資產	(2)	1	0	0
其他非流動負債	(20)	(7)	11	(5)
調整	(29)	(57)	(51)	(53)
計及投資活動後現金流量	(461)	(788)	(838)	(936)
股息	(2,067)	(2,069)	(2,064)	(2,066)
股份發行所得款	0	0	0	0
債項所得款	(19)	(52)	4	0
可換股債券發行所得款	0	0	0	0
其它	(121)	0	0	0
融資活動的現金流量	(2,207)	(2,121)	(2,060)	(2,065)
淨現金流量	(42)	578	633	894
年初現金及現金等價物	1,284	1,239	1,817	2,450
調整	(3)	0	0	0
年終現金及現金等價物	1,239	1,817	2,450	3,344
年終淨負債	3,173	2,543	1,914	1,020

資料來源：公司資料、時富

## 1928.HK, 買入, 目標價: 50港元

資產負債表 (百萬美元)				
截至年底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	1,239	1,817	2,450	3,344
應收賬款	293	362	399	439
存貨	15	15	15	15
其他非流動資產	11	10	10	10
總流動資產	1,558	2,203	2,874	3,808
長期投資	1,311	1,341	1,372	1,404
固定資產	7,687	7,797	7,971	8,211
其他無形資產	34	61	81	103
其他長期資產	57	56	56	56
總資產	10,647	11,458	12,355	13,581
短期債務	54	60	64	65
應收賬款及其他應收款	1,537	2,101	2,316	2,544
其他流動債務	6	6	6	6
總流動債務	1,597	2,167	2,386	2,614
長期債務	4,358	4,300	4,300	4,300
其他長期債務	154	147	158	153
總負債	6,109	6,614	6,844	7,067
非控制性權益	0	0	0	0
股本	81	81	81	81
留存收益	4,457	4,763	5,430	6,433
股息	2,067	2,069	2,064	2,066
總權益	4,538	4,844	5,511	6,514
總權益及負債	10,647	11,458	12,355	13,581

## 主要比率

	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>盈利能力 (%)</b>				
EBITDA 利潤率	31.7%	34.7%	35.1%	35.2%
EBIT 利潤率	23.0%	27.9%	28.9%	29.4%
淨利潤率	20.8%	26.2%	27.4%	28.0%
派息率	128.9%	87.1%	75.6%	67.3%
股本回報率	33.6%	50.6%	52.7%	51.0%
資產回報率	14.7%	21.5%	22.9%	23.7%
<b>流動比率 (x)</b>				
流動比率	1.0	1.0	1.2	1.5
利息覆蓋率	11.6	19.1	22.0	24.6
<b>槓桿比率</b>				
淨負債/EBITDA (x)	1.30	0.81	0.55	0.26
淨負債/權益 (%)	0.70	0.53	0.35	0.16
<b>經營活動 (日)</b>				
應收賬款周轉天數	15.3	13.2	13.9	13.9
庫存周轉天數	NM	NM	NM	NM
應付帳款周轉天數	NM	NM	NM	NM
現金周轉期	NM	NM	NM	NM

資料來源：公司資料、時富