



港股财务体系梳理

——港股追本溯源系列之四

2017年05月23日

港股策略

专题报告

报告摘要:

港股上市主体层次丰富,包括内地公司、香港本地公司、外资公司,在商业模式、经营范围上差异明显,各个行业的收益和风险点也显著不同。本文对港股各板块的财务经营数据进行历史梳理,对板块的成分进行细分比较,从而希望对港股整体的财务状况有相对清晰的认识。

第一部分,对港股上市公司整体财务状况分横向和纵向进行比较:

- ◆ 纵向上,提取 2006-2016H1 港股整体的成长性、盈利能力、偿债能力及营运能力等指标,与 A 股相比,港股成长性较低、盈利能力较强的同时营运能力一般、杠杆率相对较低在 84%左右,特别是较高的股息发放水平,是港股市场一大特色;
- ◆ 横向上,以 2015 年为基准,制作 A 股、港股比较利润表(剔除能源金融板块),在存量规模上,港股资产-负债-股东权益高于 A 股,同时有更高的营利和净利,但营收却低于 A 股,因此二者在净利率上差异明显却有相似的资本回报率。

第二部分,按 GICS 分类方法将港股划分为 11 大板块,运用杜邦分析法从盈利性、营运性和杠杆率进行比较;同时计算 2012-2016 年各板块股价月度走势的相关指数,以衡量各行业经营业务的关系密切程度:

- ◆ 销售净利率比较上,金融>房地产>公用事业>信息技术>电信业务>医疗保健>可选消费>工业>能源>必选消费>原材料;
- ◆ 营运能力上,必选消费>可选消费>医疗保健>能源>原材料>信息技术>电信业务>工业>公用事业>房地产>金融;
- ◆ 资本结构上,权益乘数由高至低为金融>工业>必选消费>原材料>公用事业>医疗保健>房地产>信息技术>电信业务>能源>可选消费;
- ◆ ROE 比较上,金融>医疗保健>信息技术>公用事业>电信业务>可选消费>房地产>工业>必选消费>能源>原材料。

第三部分,深入到板块内部进行分析。横向上对营业成本、期间费用、投资损益、减值损失及非经常项目损益的数量结构进行分析,纵向上以 2006-2016H1 为考察段,结合宏观经济、行业供求、敏感政策等因素,对细分板块的各项财务指标走势进行说明,并对异常变动追溯到权重股上进行分析。

通过以上三个层次的梳理,我们试图对港股上市公司财务经营状况形成由上至下直观的认识,对港股板块间联系、历史走势有全面的理解。市场是多个行业的集合,其财务和经营状况非常庞杂,非一篇报告所能详尽。同时,港股上市公司的信息披露相对 A 股较为自由,因此财务信息披露质量高低不一,影响了本报告的准确性。本文谨希望通过不完整的梳理,为投资者形成对港股财务状况的概念,并了解其影响因素和不同市场的价值贡献绵力。

谭可

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120013

联系人

张坤

010-66554016

zhangkun@dxzq.net.cn

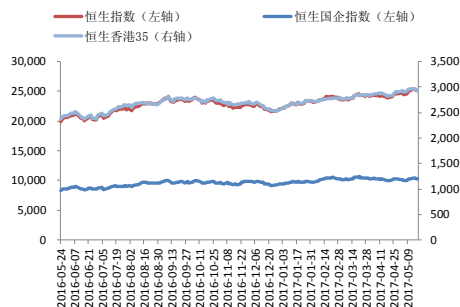
许磊

010-66554018

xulei_yjs@dxzq.net.cn

本报告感谢实习生冯鹏凯的杰出贡献

港股主要指数走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《港股追本溯源系列之三: 香港联汇制的得与失》2016-10-21
- 2、《港股追本溯源系列之二: 超级地租的终结?》2016-07-21
- 3、《港股追本溯源系列之一: 港股估值体系梳理》2015-10-23

目 录

1. 港股财务整体概况	9
1.1 纵向梳理	9
1.2 横向比较	17
2. 港股十大板块财务比较	21
2.1 杜邦分析法	22
2.2 相关系数	25
3. 板块内财务分析与历史梳理	27
3.1 大金融板块	27
3.1.1 银行业	27
3.1.2 保险业	40
3.1.3 多元金融	49
3.1.4 房地产	59
3.2 大消费板块	70
3.2.1 必选消费	70
3.2.2 可选消费	91
3.2.3 医疗保健	105
3.3 投资品	116
3.3.1 能源	116
3.3.2 原材料	124
3.3.3 工业	138
3.4 公共服务	153
3.4.1 公用事业	153
3.4.2 电讯业	159
3.5 信息技术	164
4. 结语	171

表格目录

表 1: 港股&A股资产负债表（非金融非能源，2015年度）	17
表 2: 港股&A股利润表（非金融非能源）	19
表 3: 港股&A股权益净利率分解	23
表 4: 港股各板块相关系数	25
表 5: 港股银行板块利润表	28
表 6: 港股保险板块共同比利润表	40
表 7: 港股多元金融板块利润表	49
表 8: 港股多元金融板块权重股上市日期	54
表 9: 港股房地产板块财务数据	59
表 10: 恒安国际费用支出及同比	75
表 11: 维达国际费用支出及同比	76
表 12: 蒙牛乳业费用支出及同比	82
表 13: 中国圣牧费用支出及同比	82
表 14: 现代牧业费用支出及同比	82
表 15: 必选消费板块利润表	83
表 16: 可选消费板块利润表	92
表 17: 汽车权重股研发费用率	103
表 18: 医疗保健板块利润表	105
表 19: 制药权重股研发费用	114
表 20: 医疗服务与器械销售、管理费用	116
表 21: 港股能源板块利润表	117
表 22: 煤炭利息净支出、非经损益同比	122
表 23: 港股原材料板块利润表	125
表 24: 港股工业板块利润表	138
表 25: 港股公用事业板块利润表	154
表 26: 港股电讯业板块利润表	159
表 27: 电讯业板块各类费用变动	161
表 28: 港股信息技术板块利润表	165
表 29: 信息技术板块各类费用变动	168

插图目录

图 1: 港 A 两市市值及同比.....	10
图 2: 港股及 AH 股总股本统计.....	10
图 3: A 股营收营利净利 (十亿港币) 及同比.....	11
图 4: 港股营收营利净利 (十亿港币) 及同比	11
图 5: 港 A 两市盈利性指标.....	13
图 6: 港 A 两市资产负债率.....	13
图 7: 港 A 两市股息率.....	15
图 8: 港 A 两市存货、应收账款及总资产周转率 (次)	16
图 9: 港股各板块成分股占比.....	22
图 10: 港股板块间市值分布	22
图 11: 港股&A 股权益净利率分解.....	25
图 12: 银行板块成长性	30
图 13: 银行板块盈利能力指标	30
图 14: 银行板块盈利能力指标	31
图 15: 银行板块两类收入同比	32
图 16: 银行板块利息收支同比	33
图 17: 银行板块净利差 (%)	33
图 18: 银行板块净息差 (%)	33
图 19: 银行板块内地银行股-净息差 (%)	34
图 20: 银行板块不良贷款率 (%)、贷款总额同比	35
图 21: 银行板块贷款损失准备同比	36
图 22: 银行板块不良贷款拨备覆盖率 (%)	36
图 23: 银行板块一级资本充足率 (%)	37
图 24: 银行板块存贷比	38
图 25: 银行板块权重股存贷比 (%)	38
图 26: 银行板块资产负债率	39
图 27: 银行板块总资产周转率 (%)	39
图 28: 中国平安业务类型	42
图 29: 中国平安其他非经营性损益及同比	42

图 30: 保险板块 2006-2010 年成长性	43
图 31: 保险板块 2011-2016H1 成长性	43
图 32: 友邦保险成长性 (%)	44
图 33: 友邦保险收入 (亿) 类型及同比	44
图 34: 保险板块盈利性指标	46
图 35: 友邦保险业务类型	46
图 36: 中国平安-经营活动现金净流量	46
图 37: 保险板块 ROE、ROA	47
图 38: 保险板块偿债能力指标	48
图 39: 保险板块资产周转率 (%)	49
图 40: 港交所其他业务收入	52
图 41: 中国信达-其他非经营性损益	52
图 42: 多元金融板块成长性指标	53
图 43: 多元金融板块 ROS 及经营活动现金流	55
图 44: 多元金融板块 ROE、ROA	56
图 45: 多元金融板块偿债能力	57
图 46: 多元金融板块资产周转率	57
图 47: 多元金融板块经营活动现金流	59
图 48: 多元金融板块自由现金流量	59
图 49: 房地产板块成长性指标	61
图 50: 房地产板块销售毛利率、净利率	62
图 51: A 股&港股房地产板块营业利润	62
图 52: 房地产板块权益性投资损益 (亿)	63
图 53: 房地产板块非经营性损益 (亿)	63
图 54: 房地产板块 ROA、ROE	63
图 55: 房地产板块资产负债率	64
图 56: 房地产板块流动及速动比率	65
图 57: 房地产板块流经营活动净现金流/总负债	65
图 58: 房地产板块存货周转天数	66
图 59: 房地产板块应收账款周转天数	67
图 60: 房地产板块总资产周转率	68
图 61: 房地产板块经营活动现金净流量	69
图 62: 房地产板块经营活动盈利质量	69
图 63: 房地产板块经营活动净现金流为负企业占比	69
图 64: 可选消费板块 2015 年销售毛利率、净利率	70
图 65: 可选消费板块权重股分类	72
图 66: 可选消费板块权重股毛利率、净利率	72
图 67: 维达&恒安盈利能力比率	75
图 68: 维达&恒安成长性比率	75
图 69: 蒙牛&圣牧&现代 ROS、毛利率	81
图 70: 蒙牛&圣牧&现代 ROIC	81

图 71: 蒙牛&圣牧&现代资产负债率.....	81
图 72: 蒙牛&圣牧&现代成长性指标.....	81
图 73: 必选消费板块成长性指标-港股.....	86
图 74: 必选消费板块成长性指标-A 股.....	86
图 75: 必选消费板块销售毛利率、净利率.....	87
图 76: 必选消费板块扣非 ROS.....	87
图 77: 必选消费板块 ROE、ROA.....	87
图 78: 必选消费板块资产负债率.....	88
图 79: 必选消费板块短期偿债性指标.....	89
图 80: 必选消费板块长期偿债性指标.....	89
图 81: 必选消费板块存货、应收账款周转天数.....	91
图 82: 必选消费板块总资产周转率.....	91
图 83: 可选消费板块成长性指标.....	94
图 84: 可选消费板块销售毛利率、净利率.....	95
图 85: 可选消费板块 ROE、ROA.....	95
图 86: 可选消费板块经营现金净流量/营收.....	96
图 87: 可选消费板块资产负债率.....	96
图 88: 可选消费板块流动、速动比率.....	97
图 89: 可选消费板块 EBITDA/负债.....	97
图 90: 可选消费板块存货、应收账款周转天数.....	98
图 91: 可选消费板块总资产周转率.....	98
图 92: 可选消费板块销售毛利率 (%).....	100
图 93: 可选消费板块销售净利率 (%).....	100
图 94: 可选消费板块 ROE (扣除/摊薄).....	100
图 95: 可选消费板块资产负债率.....	101
图 96: 耐用消费品与服装成长性指标.....	102
图 97: 耐用消费品与服装存货周转率.....	102
图 98: 汽车及其零部件成长性指标.....	103
图 99: 博彩成长性指标.....	104
图 100: 医疗保健板块成长性指标.....	108
图 101: 医疗保健板块毛利率、净利率、现金流/营收.....	109
图 102: 医疗保健板块 ROE、ROA.....	109
图 103: 医疗保健板块资产负债率.....	110
图 104: 医疗保健板块偿债性指标.....	110
图 105: d 医疗保健板块营运性指标.....	110
图 106: 制药、医服器械毛利率、净利率.....	112
图 107: 制药、医服器械 ROE、ROA.....	112
图 108: 制药、医服器械资产负债率.....	113
图 109: 制药成长性指标.....	114
图 110: 医疗服务与器械成长性指标.....	115
图 111: 能源板块成长性指标.....	119

图 112: 能源板块 ROS、ROA、ROE、经营现金流/营收.....	120
图 113: 能源板块资产负债率.....	120
图 114: 能源板块偿债性指标.....	120
图 115: 能源板块营运性指标.....	120
图 116: 石油、煤炭 ROS、ROA.....	121
图 117: 石油、煤炭 ROE、资产负债率.....	121
图 118: 石油、煤炭应收账款及总资产周转率.....	122
图 119: 石油成长性指标.....	124
图 120: 煤炭成长性指标.....	124
图 121: 原材料板块毛利率、ROS、经营现金流/营收.....	127
图 122: 原材料板块 ROE、ROA.....	127
图 123: 原材料板块成长性指标.....	128
图 124: 原材料板块资产负债率.....	128
图 125: 原材料板块偿债性指标.....	128
图 126: 原材料板块营运性指标.....	128
图 127: 五大细分板块毛利率.....	129
图 128: 五大细分板块 ROS.....	129
图 129: 五大细分板块 ROE.....	130
图 130: 五大细分板块资产负债率.....	130
图 131: 黄金成长性指标.....	133
图 132: 铝业成长性指标.....	133
图 133: 钢铁成长性指标.....	134
图 134: Myspic 综合钢价指数.....	134
图 135: 水泥成长性指标.....	136
图 136: 纸业成长性指标.....	138
图 137: 工业成长性指标.....	141
图 138: 工业板块毛利率、ROS、ROE.....	142
图 139: 工业板块资产负债率.....	142
图 140: 工业板块偿债性指标.....	143
图 141: 工业板块营运周期、资产周转率.....	143
图 142: 资本品销售毛利率.....	144
图 143: 资本品 ROS.....	144
图 144: 资本品 ROE.....	144
图 145: 资本品资产负债率.....	144
图 146: 建筑工程成长性指标.....	146
图 147: 电气设备成长性指标.....	147
图 148: 机械成长性指标.....	148
图 149: 运输 ROS.....	149
图 150: 运输 ROE.....	149
图 151: 运输资产负债率.....	150
图 152: 运输应收账款周转天数.....	150

图 153: 航空成长性指标	151
图 154: 港口成长性指标	151
图 155: 海运成长性指标	152
图 156: 海运销售毛利率	152
图 157: 铁路运输成长性指标	153
图 158: 公用事业成长性指标	156
图 159: 公用事业 ROE、ROA	157
图 160: 公用事业资产负债率	157
图 161: 公用事业偿债性指标	158
图 162: 公用事业营运性指标	158
图 163: 电讯业成长性指标	161
图 164: 电讯业 ROS、经营现金流/营收	162
图 165: 电讯业 ROE、ROA	162
图 166: 电讯业资产负债率	163
图 167: 电讯业偿债性比率	163
图 168: 三大电信运营商固定资产周转率	164
图 169: 三大电信运营商总资产周转率	164
图 170: 电讯业应收账款和总资产周转率	164
图 171: 信息技术板块成长性指标	168
图 172: 信息技术板块 ROS、经营净现金流/营收	169
图 173: 信息技术板块 ROE、ROA	169
图 174: 信息技术板块资产负债率	170
图 175: 信息技术板块偿债性比率	170
图 176: 信息技术板块应收账款、总资产周转率	170

1. 港股财务整体概况

香港股市作为世界金融中心之一，已经超过日本成为全球第三大股票市场，而且港股上市公司标的以内地业务为主，可依赖大陆广阔市场。在开放性和自由度上港市优势明显，投资者以理性的机构为主，且监管制度较为成熟规范，因此近年吸引大量内地企业赴港上市。香港作为中国门户和亚洲金融窗口，市场层次丰富，包括内地公司、香港本地公司、外资公司在商业模式、经营范围上差异明显，各个行业的收益和风险点也显著不同，那么其各自权重分布、财务经营状况如何？受到内外部因素的影响如何？相互关联程度如何？本文对港股各板块的财务经营数据进行历史梳理，对板块的成分进行细分比较，从而希望对港股整体的财务状况有相对清晰的认识。

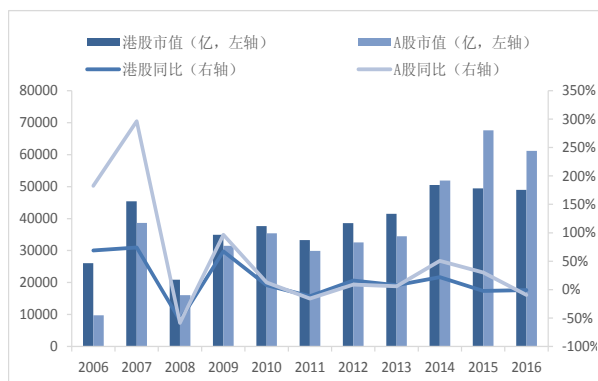
1.1 纵向梳理

截止 2016 年 12 月 31 日，港股上市公司共计 2023 只，总市值 491322.77 亿港元，其中流通市值合计 255431.4 亿港元。总股本 113244.16 亿股，其中总流通股本合计 23483.3 亿股，剩余大量以国有股和国有法人股的形式存在。总市值同比增速较稳定，在 2008 年和 2015 年后出现下降。

对比 A 股和港股可以发现，市值绝对额上，A 股 2006 年时的市值不到港股一半，但从 2014 年起初次超过港股，之后差距进一步拉大。同比增速上，A 股受益于内地政策对金融市场发展倾斜，金融市场化改革以及股权分置改革，大量国有股价值在市场中得到公允反映，加之港股长期处于低估值状态，使得 A 股市值增速总体要高于港股，特别是 2007 年 270% 的同比增速，较大缩小了两市市值差异。

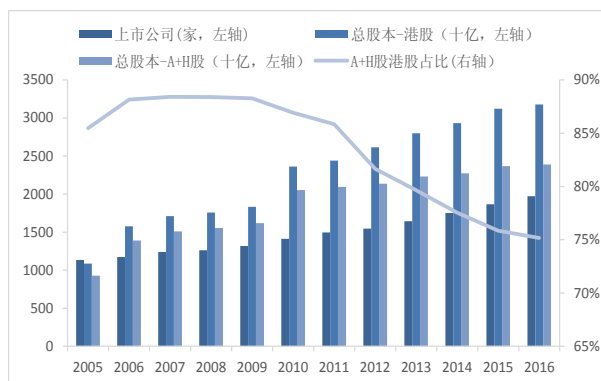
港股上市公司中有大量内地上市企业，属于“A+H”模式，能在港股市场和 A 股市场进行分配。将港股与 A/H 股的总股本作比较，港股上市公司家数近十年稳定增加，总股本提升迅速，但其中 A/H 同时上市的内地注册公司总股本增速下滑，其总股本在港股占比近几年不断下降，主要因为沪港通冲击 H 股 IPO、联交所市况波动等因素导致内地企业赴港上市遇冷，加上港股市场本身老千股的存在、发达的再融资制度导致股本灵活上升等。

图 1：港 A 两市市值及同比



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 2：港股及 AH 股总股本统计



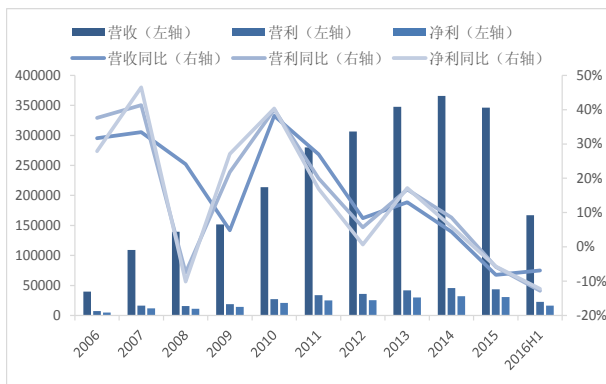
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

成长性上，首先，港股营收-营业-净利近十年保持高于 A 股，两市营收-营业-净利指标从 2006-2014 年几乎同步上升，但差距占比有变小趋势。港股近十年最大值出现在 2014 年，三者分别为 41.90、7.80、5.98 万亿港元，之后 2015 年 6 月的内地股灾联动港股市场，三者开始同步下降。A 股营收-营业-净利变动趋势和港股一致，在 2014 年出现峰值，三值分别为 36.47、4.56、3.19 万亿港元，2015 年开始下降。

其次，在同比增速上，港股整体的三项指数增减趋势一致，包括 2008 年增速的暴跌和 2010 年之后出现的增速下降趋势。但由于经营杠杆的作用，净利润对市场的反应无疑比营收和营业更为敏感，因此在 2008 年的暴跌中，仅净利润出现了明显负增长，

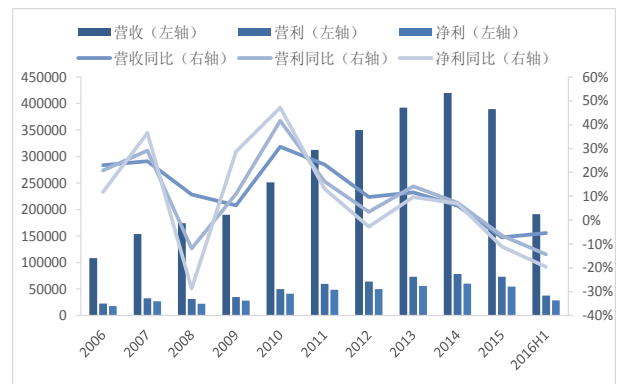
而 2015 年及之后净利同比曲线也处于最低的负数位置。而 A 股同比增速的波动性明显要比港股大，特别是 2006-2008 年，营收-营利-净利的同比增速都远高于港股，侧面反映 A 股对应的国民经济和金融市场的迅速发展。从 2009 年起，A 股和港股的三项指标有明显的趋同趋势，增减变动相对一致，在 2015 年 A 股和港股三项同比指标都由正转负，反映资本市场波动的冲击和经济下行压力的影响。

图 3：A 股营收营利净利（十亿港币）及同比



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 4：港股营收营利净利（十亿港币）及同比



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

盈利能力上，选取销售净利率、ROE(扣除/摊薄)以及总资产报酬率进行分析。销售净利率是直接的当期年度的盈利水平展示，净资产收益率侧重使用股东资本的盈利效率，总资产报酬率则是对公司包括股权和债权的全部资产的盈利能力进行反映。其中，ROE(扣除/摊薄)把分子位置的净利润扣除非经常性损益，以反映公司正常经营性的稳定的业绩盈利水平，分母位置选用年初和年末净资产的加权平均数，以使得到的 ROE 更为真实客观。

观察港股上市公司历年的销售净利率，近十年最高点出现在 2007 年，为 17.31%，最低点为次年的 12.7%，反映经济繁荣后金融危机及通缩政策的冲击。2009 年起香港上市公司整体净利率开始反弹，2010 年达到较高的 16.37%，之后开始下降，但稳

定在 14.2%左右的水平。2016 年上半年净利率有明显反弹趋势，但本年最终结果还要看港股上市公司 2016 年报数据。

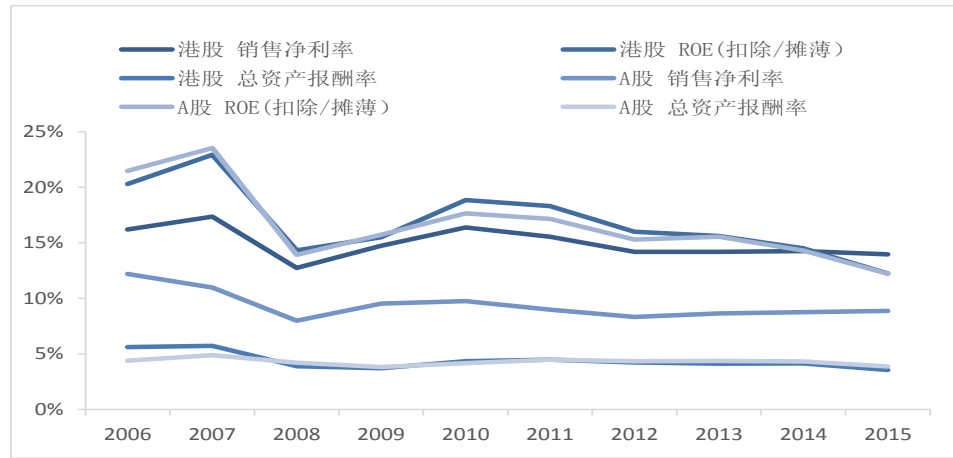
而 A 股整体的净利率曲线和港股比较一致，但保持 4-6 个百分点的距离，即 A 股整体在盈利效率上是低于港股的。一方面，我们观察发现 A 股上市公司的资产负债率持续高于港股，这说明 A 股整体的息前税后利润结构中，有相对较高的利息费用比重，从而其净利润占比会相对港股低，这无疑压低 A 股净利率水平。另一方面，内地和香港市场容量、制度差异、企业经营战略等都会对盈利水平产生影响。

净资产收益率指股东投入的每单位权益所创造的净利润水平，体现公司对股东投入资本的利用效率。2006-2016 年，港股上市公司整体 ROE 按年度有较大波动，最高值出现在 2007 年，为 22.88%，最低值为 2015 年的 12.25%。2006-2007-2008-2011-2015 折线图呈现典型的 M 形状，从 2011 年起开始出现缓慢的下降趋势在 2015 年进一步加大，2016 年上半年该指标为 6.28%，由此预测全年，相比 2015 年有向好趋势。A 股整体的 ROE 指标和港股的拟合程度比较高，除了 2010-2013 年，二者几乎同步下降，但港股 ROE 水平略高于 A 股。

总资产报酬率指每单位资产为股东和债权人创造的净收入，反映了公司整体的经营水平和财务状况，是一个较为全面的盈利能力指标。港股上市公司整体的 ROA 水平较为稳定，最高值为 2007 年的 5.72%，最低值出现在 2015 年为 3.54%，其曲线大致呈现为阶梯形状，2008 年为唯一一个下降的拐点，但 2015 也出现了较为明显的下降趋势。A 股 ROA 曲线和港股从 2007 年起近似完全重合，但 2006 年，港股的总资产收益率要略高于 A 股水平。

资本有趋利性，总会流向回报最高的地方，从而使得资本普遍获得平均的回报率。虽然两市场在净利率上差别明显，但 A 股总资产和股东权益要低于港股，所利用资本较少拉近了两者在盈利能力上的差距。

图 5：港 A 两市盈利性指标

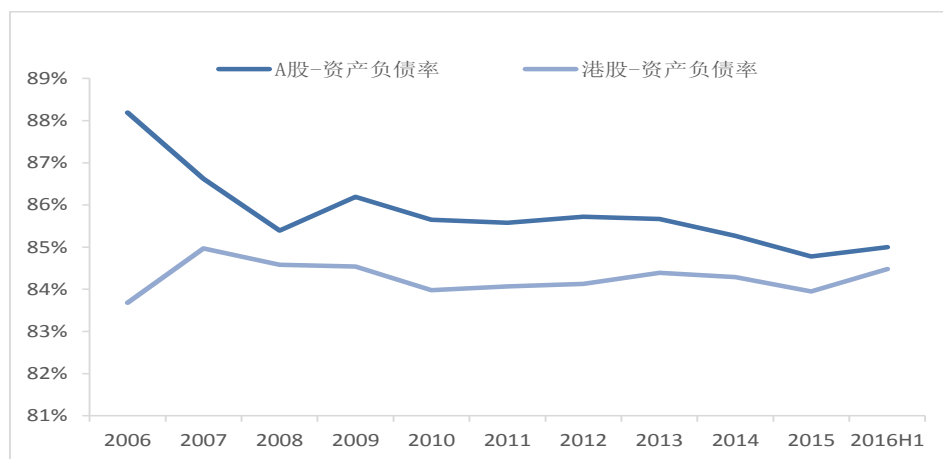


资料来源：wind，东兴证券研究所

资本结构上，选择资产负债率指标，该指标是当年年末负债总额与资产总额的比例关系，反映在总资产中有多大比例是通过借债来筹资的，也可以衡量企业在清算时保护债权人利益的程度。

对港股而言，近十年该指标最高值出现在 2007 年为 84.97%，最低值为 2006 年的 83.68%，其次为 2010 年的 83.99%。整体而言，该指标分子分母都为存量数据，因此波动水平较小，处于 83.6%-85.0%之间。加上 A 股整体的资产负债率曲线进行比较，发现 A 股资产负债率指标近十年保持在高于港股一定数量的水平，处于 84.5%-88%区间内，两者最大差距出现在 2006 年，之后小有波动，但长期存在相互靠近趋势，至 2016 年上半年，A 股资产负债率为 85.01%，港股该指标为 84.5%，相互差距为近十年最小。

图 6：港 A 两市资产负债率



资料来源：wind，东兴证券研究所

年度股息率是当年总派息额与年末资产负债表日股票市价的比率，是股东投资收益高低的重要衡量指标，也是投资者决定某个上市公司投资价值高低的参考之一。但是股息率的高低是一个主观感受，因此，选取几个具有代表性的港股经济指标进行对比。

如图，我们首先选取中国香港国内生产总值、消费者物价指数、香港同业拆借利率与港股股息率进行比较。多年以来，长期持续的高股息水平是港股一大特点，近十年该指标保持在3%以上，最高值出现在2008年为6.13%，2007年最低为3.35%。同时，股息率水平和物价走势较为一致，但股息率近十年保持在CPI一定程度之上。港股整体股息率从2006年略低于香港同业拆借利率，到2007年二者交叉，之后香港同业拆借利率一路下降，而港股股息率水平则在较高区间内波动，且一直保持高于同业拆借利率3-4个百分点。

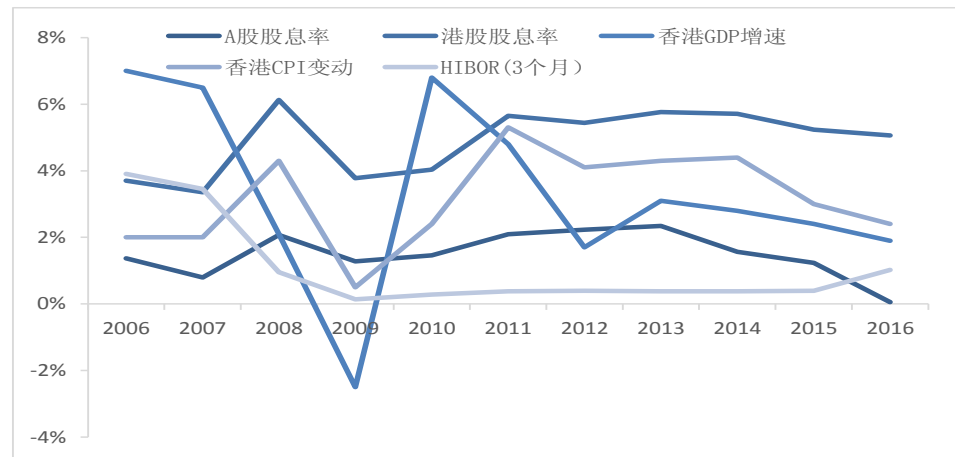
港股历史GDP波动性较大，在2009年出现-2.5%的同比增速，但2010年增速反弹并接近十年内最高值。为6.8%，之后又下降并在3%左右的水平段上波动。观察发

现，仅在 2006、2007、2010 年，香港 GDP 增速高于股息率水平，其余年度大多被港股股息率甩开一段距离，即港股投资者分享到了比平均增长速度更多的经济收益。

进一步将港股和 A 股的股息率进行比较，港股股息率在整体水平上远远高于 A 股。

通过港股股息率和 A 股股息率、HKGDP、HKCPI 以及香港同业拆借利率的比较，可以得出香港上市公司整体股息率较高的结论。

图 7：港 A 两市股息率



资料来源：wind，东兴证券研究所

营运能力上，对全市场选取流动资产中的存货周转率和应收账款周转率，以及总资产周转率。三项指标分别反映存货、应收账款、总资产的利用效率和管理水平。其中，存货周转率反映企业存货的流动性及存货资金占用量是否合理；应收账款周转率反映企业应收款项从产生到收回、变现的效率高低。二者也共同构成企业短期偿债能力的重要指标。总资产周转率则对港股整体资产的营运效率进行直接反映。

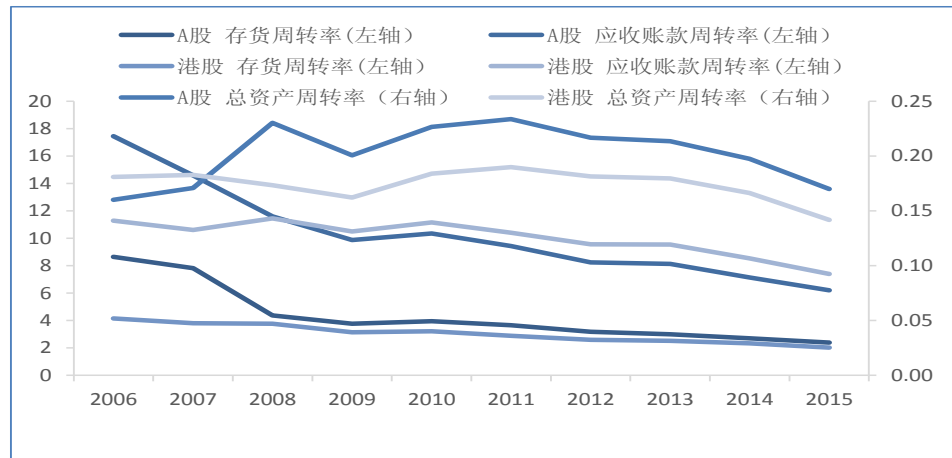
针对港股行业汇总而言，对其进行营运能力分析仅为各板块营运分析提供比较基准。三项指标按大小排序为应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率，这和三者对应的资产负债表项目规模呈反向关系。

港股存货周转率最高值为 2006 年的 4.15，最低值为 2015 年的 2.06，且近十年有逐年缓慢下降的趋势，说明存货的流动性管理水平没有同步跟上销售收入的增幅。A 股存货周转率曲线从 2006 年的 8.64% 经过 07/08 年阶梯式下滑，至 2008 年仅略高于港股，之后年度保持相同的缓慢下降趋势，数值也有重合趋势。

港股应收账款周转率在 2006-2010 年间保持在 10-12 区间内小幅波动，之后 2011 年起，开始以明显的速度持续下降，最低值为 2015 年的 7.39%，这或者源于港股市场应收账款项目的大幅增加，或是整体营业收入的大幅下降。对比 A 股该指标，近十年最高值出现在 2006 年为 17.45，远高于当年的港股的 11.28，之后大幅下降，至 2009 年已处在略低于港股水平上，2010 年起，二者变动趋势相似，仍保持在一定的差距范围内，即 A 股应收账款周转率近几年保持略低于港股。

港股总资产周转率在历史变动上和其应收账款周转率趋势相似，但其折线图更为平滑，以 2006-2009-2015 三个时间点形成 M 型的两段不同规模上凸弧形。左段弧形波动较小，右段弧形在 2009 年后有近三年较为明显的上升趋势，之后开始加快下降，至 2015 年最低为 0.1419。而 A 股总资产周转率波动性明显较大，从 06 年前略低于港股，迅速上升，至 2008 年高于港股并拉开差距，之后保持相同变动趋势，表明 A 股总资产周转水平上要高于港股。

图 8：港 A 两市存货、应收账款及总资产周转率（次）



资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.2 横向比较

表 1: 港股&A 股资产负债表 (非金融非能源, 2015 年度)

单位: 亿港元	A 股	百分比	港股	百分比
现金及现金等价物	50,983	12.63%	54,718	10.37%
交易性金融资产	772	0.19%	2,772	0.53%
应收账款及票据	42,775	10.60%	30,975	5.87%
存货	83,474	20.68%	71,755	13.60%
流动资产	222,224	55.05%	238,245	45.17%
权益性投资	13,615	3.37%	25,743	4.88%
固定资产净值	112,388	27.84%	117,143	22.21%
非流动资产	181,470	44.95%	288,872	54.77%
总资产	403,695	100.00%	527,447	100.00%
应付账款及票据	63,386	15.70%	48,113	9.12%
短期借贷及长期借贷当期到期部分	54,059	13.39%	96,296	18.26%

流动负债	181,507	44.96%	213,391	40.46%
长期借款	59,672	14.78%	83,265	15.79%
非流动负债	70,121	17.37%	106,290	20.15%
总负债	251,628	62.33%	319,681	60.61%
留存收益	44,638	11.06%	87,389	16.57%
股东权益	152,068	37.67%	207,688	39.38%
营运资本	40,718	10.09%	24,873	4.72%

资料来源：wind，东兴证券研究所

我们剔除能源和金融板块，做出 A 港两市 2015 年资产负债表。可以观察到，港股总资产-总负债-股东权益都大于 A 股，在整体规模上是高于 A 股的。结构上，港股资产负债率为 60.61%，杠杆率较 A 股稍低。

偿债能力上，港股营运资本年占比不及 A 股一半，反映 A 股流动资产短期（一年内）变现以偿还短期负债的能力较强，但是存货等流动性较差的资产可能使得营运资本结果的比较不够准确，因此再计算速动比率，港股现金及现金等价物和应收账款占比都低于 A 股，其速动资产占比合计 16.77%，要远低于 A 股对应的 23.42%，最后算得港股和 A 股的速动比率分别为 41.46%和 52.08%，这表示港股流动资产中可以立即变现以偿还流动负债的能力也低于 A 股整体。

存货项目上，港股占比要远低于 A 股，这说明港股对存货资金的利用效率更高，存货周转速度较快。固定资产项目上，港股占比低于 A 股，这可以用 A 股有较大市值分布在原材料、工业等板块加以解释。

负债结构中，港股非流动负债为 10.63 万亿，近乎流动负债的一半，其中主要是长期借款，为 8.33 万亿。长期负债相对短期负债有较小的筹资风险（即还本付息的压力小），但其筹资速度较慢，资金成本较高，且资金的使用一般会被债权人加以限制，因此港股上市公司较大程度通过短期借贷来弥补资金空缺，在营收预期良好的情况下，是一种较为灵活的低成本选择。相对而言，A 股短期借款要小于其长期借款，有较高的债资成本。

特别的是，A 股的应收账款和应付账款占比都远高于港股，这可能是不同市场文化和企业商业模式的差异导致的。加快应收账款收款期限，同时放松应付账款付款期限，能有效缓解企业经营活动现金流的紧张，是企业信用政策的体现。

表 2：港股&A 股利润表（非金融非能源）

单位：亿港元	港股	百分比	同比	A 股	百分比	同比
营业收入	210,667	100.00%	-2.38%	229,895	100.00%	-0.40%
主营收入	207,946	98.71%	-2.65%	229,281	99.73%	-0.50%
其他营业收入	2,715	1.29%	24.24%	614	0.27%	57.88%
总营业支出	189,380	89.90%	-2.07%	215,304	93.65%	-0.04%
营业成本	135,272	64.21%	-3.27%	185,093	80.51%	-0.42%
营业开支	54,099	25.68%	1.07%	30,211	13.14%	2.37%
权益性投资损益	1,955	0.93%	-26.36%	1,420	0.62%	5.28%
销售和管理费用	43,413	20.61%	6.32%	23,187	10.09%	7.22%
利息收入	4,067	1.93%	3.12%	1,062	0.46%	1.59%

利息支出	5,419	2.57%	-0.26%	4,644	2.02%	-0.47%
营业利润	21,287	10.10%	-5.11%	14,591	6.35%	-5.44%
营业外收支(调整项)	1,904	0.90%	-59.68%	715	0.31%	250.15%
除税前利润	23,191	11.01%	-14.60%	15,306	6.66%	-2.10%
所得税	6,766	3.21%	-16.00%	4,922	2.14%	2.76%
净利润	16,425	7.80%	-14.01%	10,385	4.52%	-4.25%
毛利	42,753	20.29%	1.46%	37,314	16.23%	0.02%
非经常性损益	1,864	0.88%	-46.01%	3,232	1.41%	23.79%

资料来源: wind, 东兴证券研究所

我们将 A 港两市各个利润表项目除以各自的营业收入，得到各自 2015 年度的营收结构百分比。

就港股整体(非金融非能源)而言，2015 年利润表项目上，从营收-营业-净利都有同比下降的趋势。其中，营业收入同比下降两个百分点，其中主营业务收入下降 2.6%，其他业务收入却上升 24%，但其基数太小不对营收变动产生决定影响。营业支出下降两个百分点，其中营业成本下降 3%，营业费用则上升 1%，特别的，权益性投资损益大幅下降 26%，这反映 2015 年港股整体经营状况不良趋势。上述变动综合起来使得营业利润同比下降 5%，然而，营业外收支同比大幅下降 60%，约 2817 亿港币，这很大程度上加大了税前利润降幅，从而净利润下降 14%到 2015 年的 1.64 万亿港元。比较而言，A 股在 2015 年总体经营状况和港股一致，市场表现整体不佳，营收-

营支-营利小幅下降。营业外收支上，港股同比下降 60%，A 股则同比上升 250%，这使得 A 股的净利润同比只降 4%，远低于港股的 14%。

就利润表结构而言，港股在其他业务收入占比上率高于 A 股，显示其业务结构相对多元。港股的营业成本率低于 A 股，营业费用率则高于 A 股，这反映了港股上市公司在价格制定上相对主动，通过良好的营销和后续服务投入吸引客户。这导致港股营业利润占比要高于 A 股，最终体现在净利率上，港股的 7.8% 要远高于 A 股的 4.52%，显示港股相对优良的成本费用控制水平。毛利率反映商品经过生产转换系统后增值的那一部分，技术、品牌、营销、竞争等差异反映在商品价格上，通过毛利率表现出来。比较两市该比率，港股 20% 要高于 A 股的 16%，这可能是对两地上市公司竞争水平、产品差异化和技术含量等的一个侧面说明。

对两市期间费用和非经常性损益进行分析。港股的非经常性损益在绝对额和占比上都要低于 A 股，则剔除非经常性损益的净利率上，A 股和港股的差距进一步拉大，更显港股创造利润的能力具有持续性。期间费用上，港股销售和管理费用占比是 A 股的两倍，结合前段对两市营业费用率和营业成本率的分析，显示港股上市公司善于通过营销活动 and 全面管理，提高产品利润率和市场占有率，而不是单纯依靠低价取胜。利息收入和支出上，港股利息收支差距不大，有占比 0.64% 的净利息费用；而 A 股以利息支出为主，净利息费用占比为 1.56%，比率不同主要是是利息收入上的差距造成的，A 股利息收入明显小于港股，这或许是对港股整体上市公司货币资金利用效率较高的一个佐证。

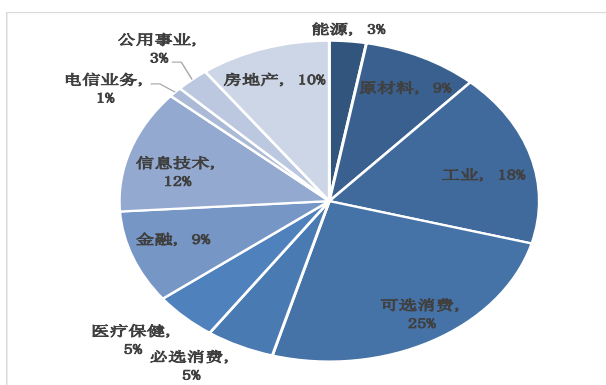
2. 港股十大板块财务比较

GICS——全球行业分类系统(GICS)是由标准普尔(S&P)与摩根斯坦利公司(MSCI)于1999年联手推出的行业分类系统。该标准为全球金融业提供了一个全面的、全球统一的经济板块和行业定义，使得对全球范围经济板块和行业的研究更具可比性。具体而言，GICS分类包括10个行业部门、24个行业组、68个行业。10个行业部门如下：投资品类的能源、原材料、工业，消费类的可选消费、必选消费、医疗保健，公共服务类的公用事业和电业务，以及信息技术板块和大金融板块（房地产、金融）。

成分股数量上，消费类板块最多，其次投资品类，公共服务类最少。市值分布上，金融板块显著最大，包括金融的32%和房地产的8%。信息技术达到19%，主要是超级权重股腾讯控股的贡献。必选消费板块最小，其次是公用事业、原材料和医疗，上市权重股有限，上市公司整体营业规模较小是主要原因。

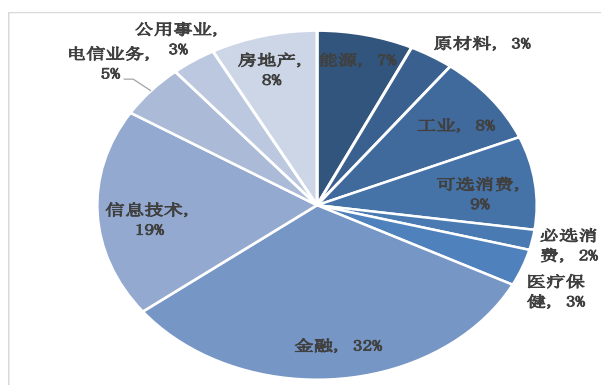
接下来进一步用杜邦分析法和相关系数来探寻各板块的特点及相互联系。

图 9：港股各板块成分股占比



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 10：港股板块间市值分布



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

2.1 杜邦分析法

$$ROE = \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}$$

$$= \text{净利润} / \text{营业收入} \times \text{营业收入} / \text{平均总资产} \times \text{平均总资产} / \text{平均股东权益}$$

$$= \text{净利润} / \text{平均总资产} \times \text{平均总资产} / \text{平均股东权益}$$

$$= \text{净利润} / \text{平均股东权益}$$

调整项：金融板块原提取的总资产收益率为 1.07，与销售净利率和总资产周转率乘积冲突，以计算结果 1.37 替换。权益乘数无法直接获取，用“1/(1-资产负债率)”代替，影响权益乘数项的准确性。

表 3：港股&A 股权益净利率分解

2015 年	ROS (%)	AT	NI/A (%)	EM	ROE (平均) (%)
能源	1.93	0.73	1.41	1.85	2.60
原材料	-1.88	0.70	-1.32	2.84	-3.75
工业	4.52	0.34	1.55	4.25	6.59
可选消费	6.87	0.77	5.29	1.85	9.79
必选消费	1.60	0.92	1.47	2.04	3.01
医疗保健	9.83	0.70	6.87	2.25	15.45
金融	29.62	0.05	1.37	12.05	16.52
信息技术	10.78	0.61	6.60	2.10	13.86
电信业务	10.18	0.51	5.24	1.89	9.88
公用事业	15.43	0.25	3.90	2.56	10.00
房地产	21.80	0.18	3.92	2.12	8.32

资料来源：wind，东兴证券研究所

杜邦分析法选取分别反映盈利性、营运性和偿债性的三大指标：销售净利率、总资产周转率、权益乘数，反映三者对净资产收益率的共同作用大小。同时，这三项指标综合运用了资产负债表和利润表的全部会计信息，有利于对港股不同板块的财务和经营状况作出全面分析和评价。

观察柱状图，首先，11大板块间销售净利率差异性最大，对ROE高低也起到决定性作用，仅金融、房地产、公用事业、信息技术及电信业务超过平均值，原材料最小为唯一亏损板块，能源、必选消费和工业板块销售净利率也较小。营运能力一般与净利率高低相反，反映行业整体的经营策略。总资产周转率各板块相差较小，最高为必选消费板块的0.92，紧接着是可选消费、能源和医疗保健，营运水平最低为金融和房地产板块，较高的营运水平可以弥补盈利能力的欠佳。权益乘数上，各个板块也差别不大，除了金融板块一枝独秀为12.05，高出平均值近三倍，这表示金融股整体的资产负债水平极高，换算后达到91.7%，杠杆率较高，可能会产生偿债困难或是难以兑付的风险。

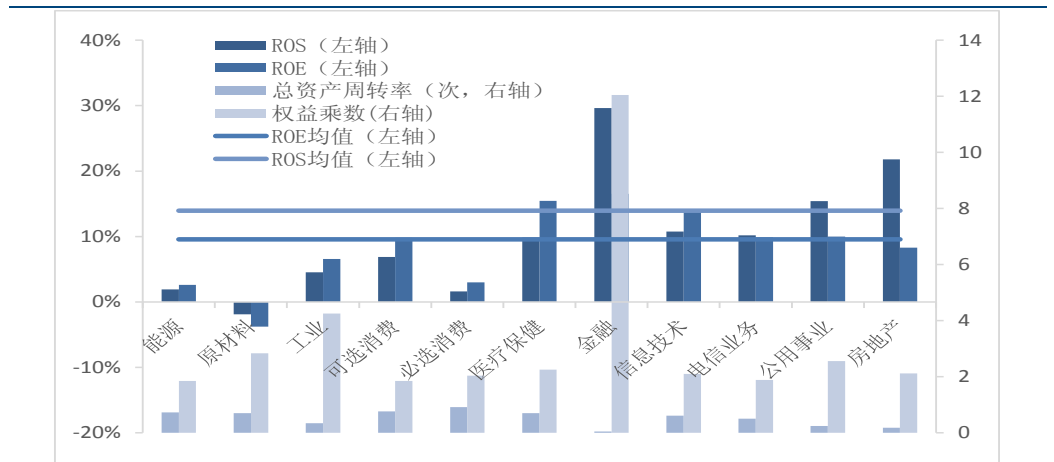
接着观察ROE水平，2015年度，ROE最高为金融、医疗保健和信息技术，最低为原材料、能源和必选消费。其中，金融板块的高ROE水平源于极高的销售净利率和权益乘数，表明其盈利能力极佳的同时，偿债压力比较大。对比而言，医疗保健和信息技术板块的销售净利率处于中等水平，但其有较好的资产管理运营水平，这弥补了其在销售净利率上的不足，推动缩小与金融板块ROE的差距。

原材料是是十一个板块中唯一ROE负值的板块，原因是其在2015年产生共计-556亿港元的亏损，但其总资产周转率和权益乘数处于平均向下水平，表明仅盈利能力出

现较大下降。能源和必选消费板块 ROE 也较低，主要是由于本年度二者销售净利率或是权益乘数都处在较低水平，没有明显起到拉动作用的指标。

按照大板块进行比较，ROE 水平由高到低分别为：大金融、信息技术、公共服务、大消费、投资品，这和我们的预期比较一致。金融板块盈利能力最佳。信息技术板块处于高速发展阶段，市场需求旺盛。公共服务有垄断性质（内地企业赴港上市），会相对抬高销售净利率。大消费板块由于商品价值小，需求稳定，所以胜在数量。投资品容易受到国家政策和大宗商品价格等影响，具有明显的周期性质，且板块内的内地企业处在去产能去库存去杠杆阶段，其整体财务状况不够理想。

图 11：港股&A 股权益净利率分解



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2 相关系数

表 4：港股各板块相关系数

R ²	能源	材料	工业	可选	必选	医疗	金融	信息	电信	公用	房产
能源	1.00										
材料	0.93	1.00									
工业	0.15	0.24	1.00								

可选消费	0.43	0.59	0.53	1.00							
必选消费	0.62	0.71	0.55	0.76	1.00						
医疗保健	-0.65	-0.60	0.44	-0.15	-0.37	1.00					
金融	0.35	0.32	0.72	0.45	0.62	0.17	1.00				
信息技术	-0.80	-0.73	0.10	-0.23	-0.61	0.85	-0.21	1.00			
电信业务	-0.57	-0.63	0.25	-0.48	-0.42	0.78	0.06	0.66	1.00		
公用事业	-0.67	-0.76	-0.19	-0.45	-0.70	0.59	-0.27	0.74	0.57	1.00	
房地产	-0.50	-0.50	0.42	-0.31	-0.33	0.77	0.22	0.63	0.85	0.52	1.00

资料来源：wind，东兴证券研究所

我们提取 2012/1/31—2016/12/31 十一个板块成分股的月末当天股价数据，以当天流通市值为权重加权求出板块月度股价，得到 60×11 共 660 个股价数据。对 11 大板块 60 个月的数据进行平稳性检验，发现都为 一阶单整，即一次差分可以有效剔除时间倾向的影响。在经济大环境的变化中，各板块股价数据变化具有一致性，因此我们假设板块间股价走势具有长期的协整关系，不存在伪回归的问题。

对 11 大板块求相关系数，投资品类中，能源和原材料的相关系数达到 0.9250，反映相互在产业链上的上中游密切联系；工业板块内含资本品、商业服务、运输等，处于行业中游，和金融、消费等反映经济形势的板块相关性较强。消费类中，可选消费与必选消费相关度较高，但两者除与投资品类与金融板块呈正向相关外，与公共服务类、信息技术及房地产板块都有明显的负相关关系。医疗保健板块与信息技术板块正向影响最大，主要是各类电子设备仪器的业务联系。房地产板块与医疗保健、电信业务及

公共服务都有直接面对社会公众的特征，作为终端消费行业对居民生活产生相互连带的影响，其正向相关程度较高；但房地产板块与能源和原材料以及两类消费板块呈负相关，反映了房地产建造成本及房产和消费相互的资金占用关系。信息技术与房地产板块比较相似，都与医疗保健及公共服务类板块有正相关关系，但其股价受投资品及两大消费类的负向影响。公共服务类中，公用事业板块及信息技术、医疗保健板块近年或是成长迅速，或是受到较大关注，正相关程度高，但其与投资品板块及消费类板块呈明显负相关。金融板块未细分到上中下游的具体行业链条中，其在相关系数上与工业板块正相关关系最明显，与信息技术和公用事业板块有负相关关系，与电信业务几乎没有相互影响。

3. 板块内财务分析与历史梳理

3.1 大金融板块

3.1.1 银行业

截止 2016 年 12 月 31 日，港股银行板块成分股共计 42 支，流通市值共计 50299.11 亿港元，占港股流通市值的 19.69%，是港股市场第一大权重板块，其中内地银行股和非内地银行股权重各占一半左右。内地银行代表是以建行为首的内地五大行，加上招商、中信等市值较大的股份制银行，建行在内地银行中市值占比超过一半。非内地银行则是以龙头汇丰为首的恒生、中银香港、渣打等银行为代表。我们按内地和非内地的分类，对港股银行板块的权重股进行比较分析。

我们将内地和非内地银行分别看做两家公司，按照流通市值加权计算两家公司的各项利润表数据，进行列示。内地银行权重股市值共计 24986 亿港元，非内地银行则为 20593 亿港元。

表 5：港股银行板块利润表

2015	外资银行	百分比	内地银行	百分比
总营业收入	2758.71	100.00%	5348.02	100.00%
利息收入	2373.85	86.05%	8098.08	151.42%
利息支出	741.51	26.88%	3407.65	63.72%
利息净收入	1632.34	59.17%	4690.43	87.70%
手续费及佣金净收入	728.49	26.41%	1219.21	22.80%
其他业务收入	16.59	0.60%	234.51	4.39%
贷款损失准备（扣除）	214.81	7.79%	918.32	17.17%
营业总支出	1979.08	71.74%	2252.66	42.12%
销售和管理费用	1943.02	70.43%	1669.64	31.22%
营业利润	779.63	28.26%	3095.35	57.88%
净利润	675.08	24.47%	2363.31	44.19%
总资产	120659.35	100.00%	198629.50	100.00%
总负债	110743.05	91.78%	183024.87	92.14%
所有者权益	9916.31	8.22%	15604.63	7.86%

资料来源：wind，东兴证券研究所

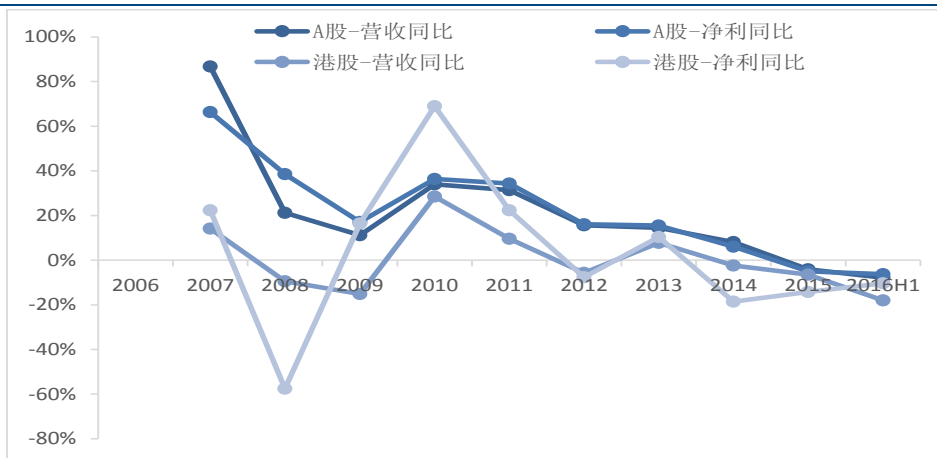
我们看到，虽然内地和非内地银行权重股流通市值差距并不大，但在营收-营利-净利规模上，内地银行股高于外资银行两倍有余，在资产和股东权益规模上也是如此。银行业务主要分为负债业务、资产业务和中间业务，对应利润表分别为利息支出、利息收入和手续费及佣金收入。观察发现，在利息收入和利息支出占比上，内地银行是非内地银行的两倍左右，即有更高的存贷款的规模，这实际上体现了内地和香港银行受众市场的大小。同时在利息净收入占比上，内地银行达到 87.7%，相比非内地银行的 59.17%，说明盈利模式上，内地银行在传统的资产负债业务上特色突出。手续费及佣金净收入体现中间业务规模，外资银行股要高于内地银行股四个百分点，说明非内地银行在多元化经营上保持优势，这对提高银行的抗风险能力是一个加成。银行进行金融工具投资会产生交易账户净收入，但占比规模太小，未列入表中。贷款损失准备是对发放贷款坏账可能提前计提的准备金，内地银行由于较高的贷款规模，所以占比更高，这和利息收入水平或是贷款规模成一定比例关系。

营业支出上，销售和管理费用是主要项目，但对比而言，非内地银行的支出占比达到 71%，而内地银行只有 42%，这导致两者在净利率水平上差异较大，这和内地银行以国有银行独大的竞争格局有很大关系。

成长性指标上，内地银行股在营收同比和净利同比上保持一致，即从 2007 年的同比高于 65% 逐渐滑落至 2016 半年度的 -7% 左右，在 2015 年首次出现负增长，可能受到内地经济下行压力、资本市场动荡以及不良率上升的影响。对比而言，非内地银行股的营收同比和净利同比则波动较大，但两者变动方向基本一致，净利同比敏感度要高于营收同比，在 2008 年受金融危机影响出现 -57% 的同比变动。内地和非内地银行

股的对比上，营收同比上内地银行股领高，净利同比上除 2010 年非内地银行股达到最高点 69% 增速，其余时间内地银行股高于非内地银行。

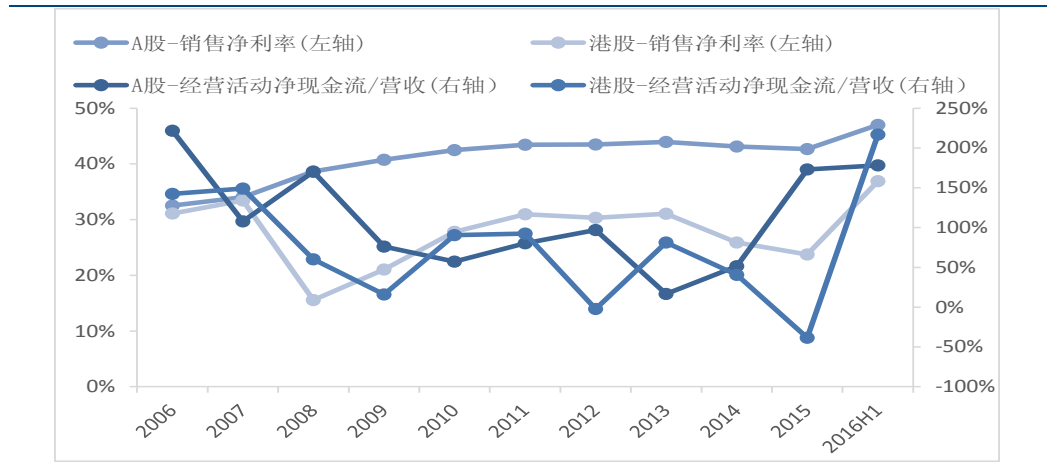
图 12：银行板块成长性



资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力上，传统的销售净利率显示，内地银行股稳定在 32% 以上，有平缓上升的趋势，非内地银行股在观察期内始终低于内地银行，2008 年有一个向下的拐点，之后趋势上小幅上升，特别是 2016 年上半年有较大回升，全年业绩值得期待。银行吸收存款后须保留部分现金以应付储户支取和日常结算需要，因此用经营活动现金净流量/营业收入表示单位营收所包含的现金净流入，对银行的风险水平和现金流状况进行反映，两类股份该指标都波动较大，但都远高于各自的销售净利率，说明都有较好的现金流状况。整体而言，内地银行股高于非内地银行股。

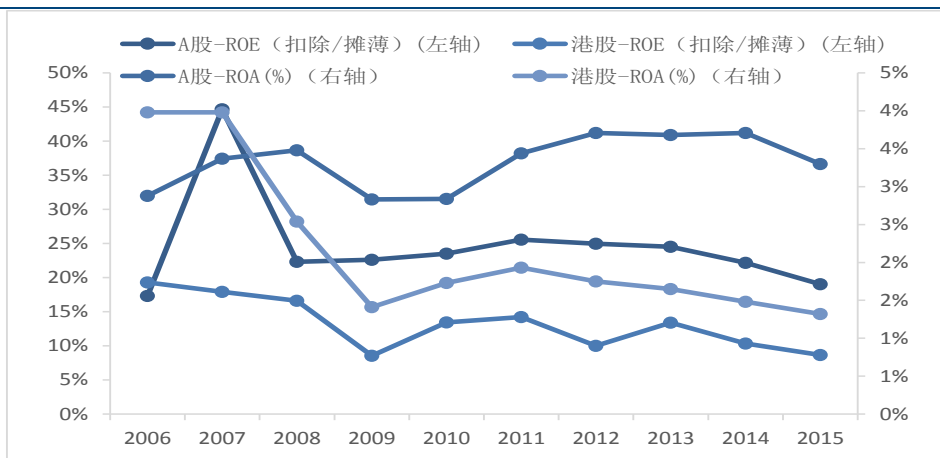
图 13：银行板块盈利能力指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

净资产收益率和总资产报酬率上，内地银行股在 2007 年后保持较大幅度的领先。比较而言，内地经济体量巨大发展迅速，政府推动下投资需求旺盛，大量国企央企都有专属的国有银行作为融资渠道，且五大国有银行代表国家信用，规模和信用都远远领先其他股份制银行，因此能保持较高的盈利能力，带动产生高的 ROE 和 ROA 水平。同时内地银行股 ROE 水平的领先还由其相对较高的杠杆率推动提升。变动趋势上，内地和非内地银行股两指标近三年都有缓慢下降的趋势，观察两类股份净利同比，自 2011 年开始下降，在 2015 年出现负的同比，反映银行业整体的经营状况不良趋势。由于内地银行股直接受制内地经济周期，实体经济疲软，债务危机潜伏，银行体系的不良率预期上升，体系风险将持续制约内地银行股的发展持续性。

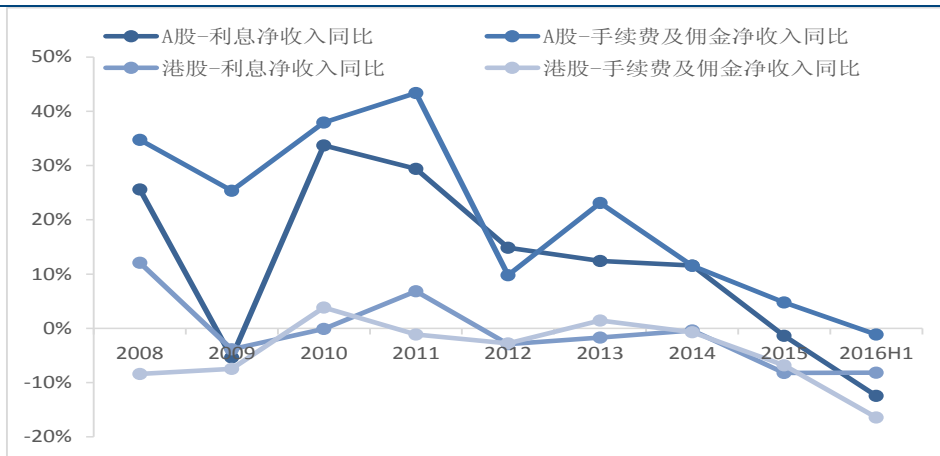
图 14：银行板块盈利能力指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

从收入结构上看，主要分为利息净收入和手续费及佣金收入。整体而言，两类收入变动趋势上和营收一致。内地银行股在 2008 较高的两类收入增速后，增速渐渐走低，至 2015 年同比变动处在零度上下，且中间业务收入同比变动持续高于利息净收入同比，但受基值较小影响，营收变动主要由利息净收入增长贡献。非内地银行股大多处在成熟期，扩张速度减缓，加之香港经济发展缺乏动力，导致两类收入都围绕零点小幅变动，在较多年份有较小幅度负向变动。内地银行股在中间业务增速上保持高于存贷款业务的利息净收入增速，反映存贷款收入增速减缓的情况下，业务向多元化发展的趋势。

图 15：银行板块两类收入同比

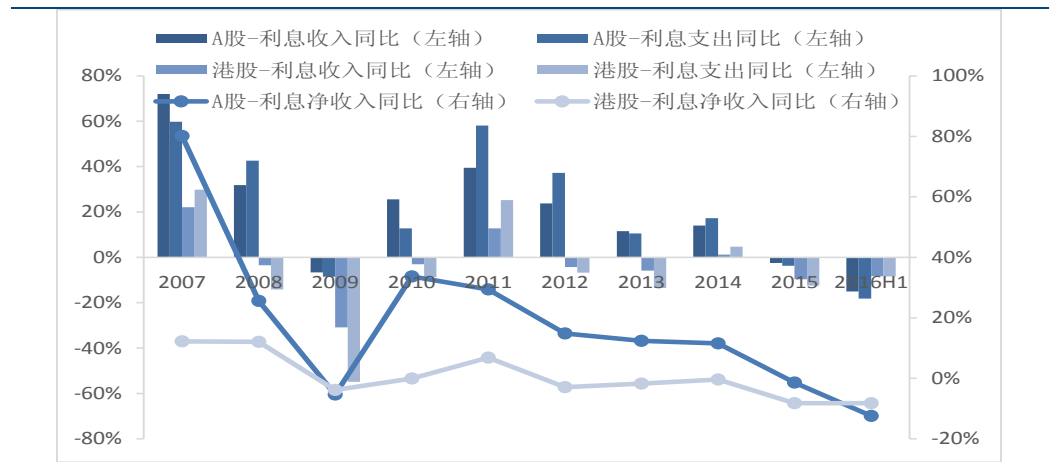


资料来源：wind，东兴证券研究所

我们将利息净收入分拆为贷款业务的利息收入和存款业务的利息支出。观察图形发现，利息收入和利息费用的变动方向相近，变动规模观察期内逐渐放小，使得香港银行股的利息净收入增速在零点附近波动。比较而言，香港银行股在贷款和存款业务上

规模收缩趋势明显，内地银行股存贷款业务规模也有同比下滑趋势，在 2015 年和 2016 年上半年内地和非内地银行股同时出现负的存贷款业务增速，反映银行业整体近几年在发展和扩张上的颓势。

图 16：银行板块利息收支同比

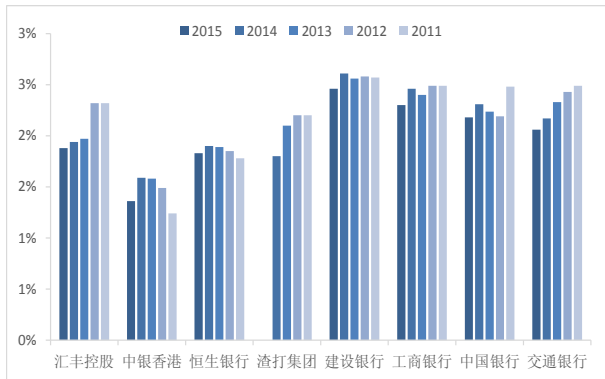


资料来源：wind，东兴证券研究所

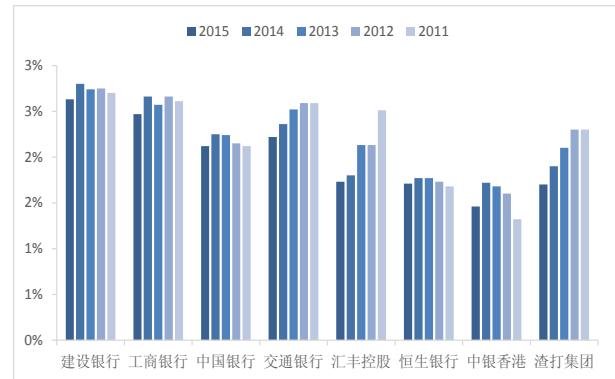
净利差 (NIS) = 平均生息资产收益率 - 计息负债成本率，净息差 (NIM) = 净利息收入 / 平均生息资产余额。净利差代表了银行资金来源的成本与资金运用的收益之间的差额，相当于毛利率的概念，而净息差代表资金运用的结果，相当于净资产收益率的概念。我们列出内地和非内地银行前四大权重股的净利差和净息差水平，横向比较上，内地银行股净利差和净息差高于非内地银行股，2015 年按净利差大小排序为：建行、工行、中行、交行、汇丰、恒生、中银香港等，说明内地银行股资金的管理效率较高，在存贷款业务中处于卖方优势地位，同笔存贷款转化中能获得更高的利息差值收入。

图 17：银行板块净利差 (%)

图 18：银行板块净息差 (%)



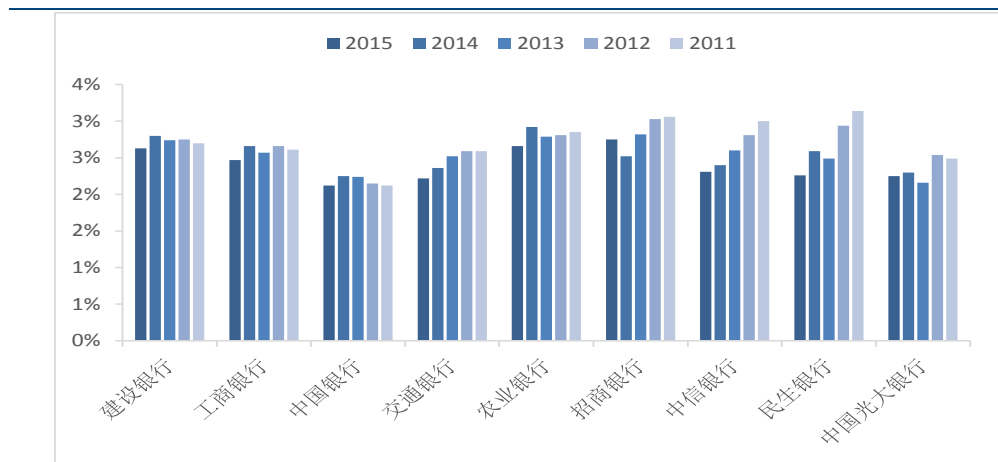
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

我们将内地银行股九支权重股的净息差进行列示，发现股份制银行的净息差在观察期内变动较大，净息差不够承压，五大国有银行则变动很小。而非内地银行中的四大股份制银行业都有较明显的净息差变动，存在整体下浮趋势。中国金融市场市场化改革尚未完成，利率市场化任重道远，商业银行特别是四大国有银行市场化程度低，受市场风险的影响相对要小，同时，整体市值大，具有较强的抗风险能力，因此其存贷款的利差水平和净息差都相对稳定并保持较好的盈利性，五大国行净息差表现承压。

图 19: 银行板块内地银行股-净息差 (%)



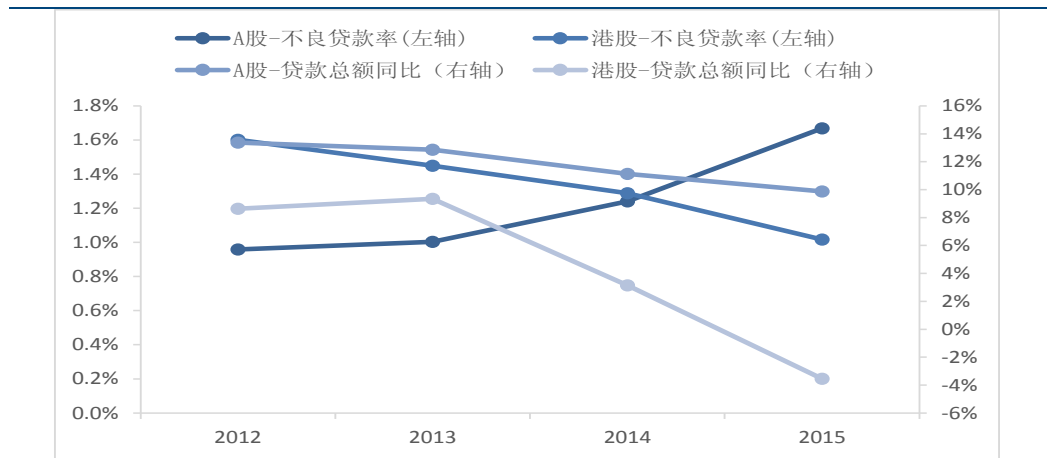
资料来源：wind，东兴证券研究所

不良贷款是指在评估银行贷款质量时，把贷款按风险基础分为正常、关注、次级、可疑和损失五类，其中后三类合称为不良贷款，反映金融机构不良贷款占总贷款余额的

比重，是评价金融机构信贷资产风险程度的重要指标。观察期内，内地银行股不良贷款率保持缓慢上升，非内地银行股正好相反，在 2014 年二者相交，之后内地银行股不良贷款率高于非内地。内地银行股业务收入中存贷款收入占比极大，贷款总额较大，同时贷款总额上保持 10% 的增速，加上内地在经济新常态下，钢铁、煤炭等过剩行业去产能，企业盈利能力下滑，甚至出现大面积亏损，债务偿付能力下降，导致不良资产规模和占比逐渐增加。

非内地银行股近年在营收和净利增速上连续出现小幅负增长，贷款总额同比增速明显低于内地银行股，且增速下滑程度更大，这导致相应的不良贷款额增加额减少，不良贷款率出现小幅下降。

图 20：银行板块不良贷款率（%）、贷款总额同比



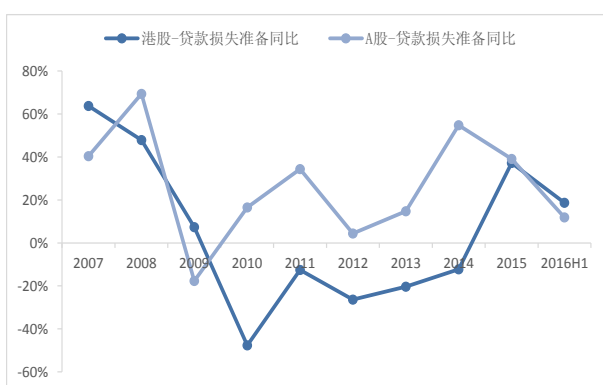
资料来源：wind，东兴证券研究所

内地和非内地银行股在营收和贷款总额上规模和增速的差别导致无法通过不良贷款率高低评判风险水平，因此选取不良贷款拨备覆盖率和一级资本充足率进行说明。不良贷款拨备覆盖率是指贷款损失准备对不良贷款的比率，反映对贷款计提损失准备的充分程度。观察期内，非内地银行权重股的该指标明显小于内地银行股，特别是汇丰

控股、渣打银行和东亚银行，该比值远小于 100%，说明对贷款计提的损失准备少，短期风险政策过于宽松。反观内地银行股，银监会的硬性要求，导致该指标都远高于 100%，但观察期内有明显下降趋势，这主要由于不良贷款增速超过相应计提损失准备速度，说明内地银行股对贷款损失的偿付和贷款风险的防范能力有所下降。

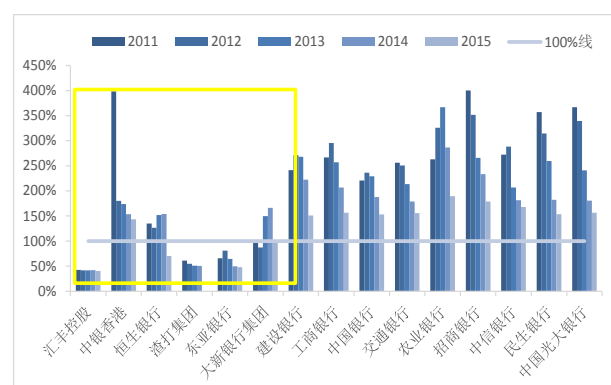
贷款损失准备是针对不良贷款提取的坏账准备金，观察同比变动，虽然波动较大，但内地银行股同比表现出较明显的增长趋势，这可由其不良贷款率的上升和贷款总额较高同比增速上得到解释。非内地银行股则在 2009-2014 年间出现负的贷款损失准备同比，最低为 2010 年同比下降 48%，同时我们观察到，非内地银行股拨备覆盖率近五年下降趋势明显，说明非内地银行该项准备提取不够充分，或是风险管理水平有下滑趋势。

图 21：银行板块贷款损失准备同比



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 22：银行板块不良贷款拨备覆盖率 (%)

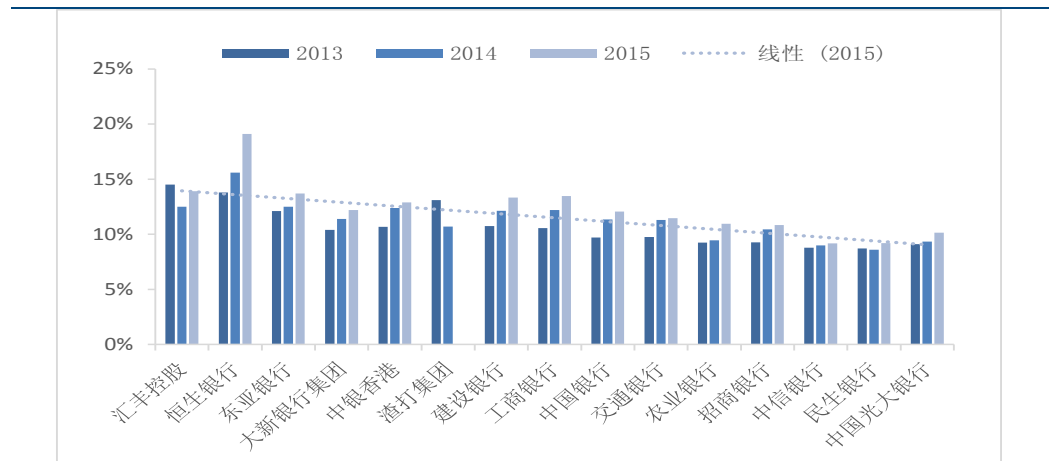


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

鉴于拨备覆盖率无法充分反映商业银行长期信用风险抵御能力，选取内地和非内地银行权重股的一级资本充足率指标进行比较，反映银行以自有资本先于债权人承担损失的程 度。我国 2012 年发布《商业银行资本管理办法（试行）》，规定一级资本充足率不得低于 6%，这督促内地银行股近三年降低杠杆率和提高资本充足率，控制风险水

平，以更好地保障债权人利益。我们做出趋势线后发现，该指标由大到小排序分别为：非内地银行、内地国五大行、内地股份制银行。短期来讲，就拨备覆盖率来说，内地银贷款风险低于非内地。长期而言，银行基本上是以自有资本吸收损失、管控风险，所以外资银行较高的一级资本充足率反映其对风险资产结构管控得当，且业务经营更为稳健，但较高的资本充足率也反映业务扩张上的保守倾向。内地银行则由于单一的贷款投向（对公贷款比重大）和不良资产率高导致高风险权重资产比重大，而杠杆率高表示权益资本比重小，因此一级资本充足率上虽有增长趋势，仍明显低于外资银行股。

图 23：银行板块一级资本充足率（%）

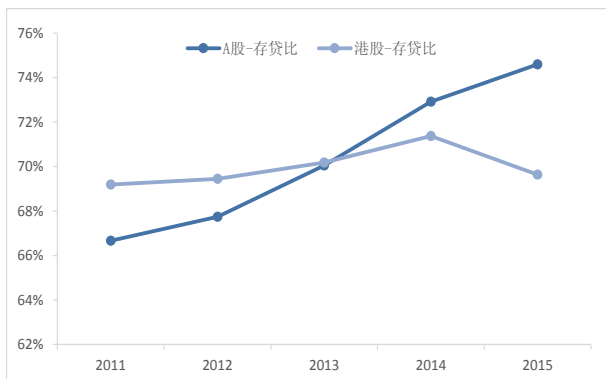


资料来源：wind，东兴证券研究所

存贷比体现了收益和风险的相互制衡，广大客户日常现金支取和日常结算的需要与储户存款有资金成本之间的冲突，使得商业银行会提高存贷比指标以提高盈利水平和资产营运效率。对内地银行而言，在放开贷款额度和下调存款准备金之后，控制商业银行信用扩张的最后一道屏障——存贷比指标——也在 2010 年新年伊始松动。

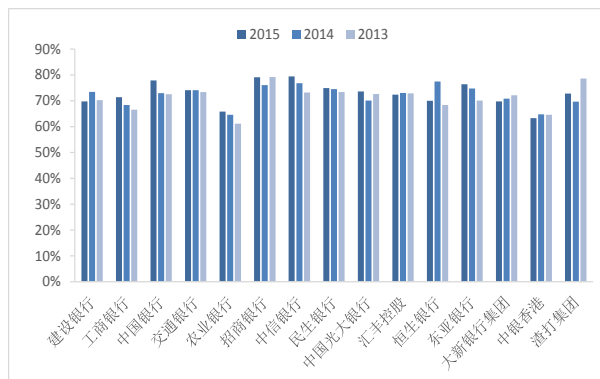
非内地银行得益于多元化的盈利模式，除贷款产生利息收入外、通过金融工具投资、中间业务收入等也产生一定比例收入，因此 2011-2015 年其存贷比仅小幅上涨，在 2015 年有小幅下降，主要是恒生银行存贷比下降七个百分点至 70%所致。内地银行存贷比则保持较快的上升趋势，主要是股份制银行提高盈利性的行为推动，加上国务院在 2015 年发布《中华人民共和国商业银行法修正案（草案）》，删除了贷款余额与存款余额比例不得超过 75%的规定，当年度中行、招商和中信银行都出现超过 75% 的存贷比。同时，较高的存贷比表示更大比例的存款被用于发放贷款以获得利息收入，银行不良贷款率和相应贷款损失准备的计提比例应有所提高。

图 24：银行板块存贷比



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 25：银行板块权重股存贷比 (%)

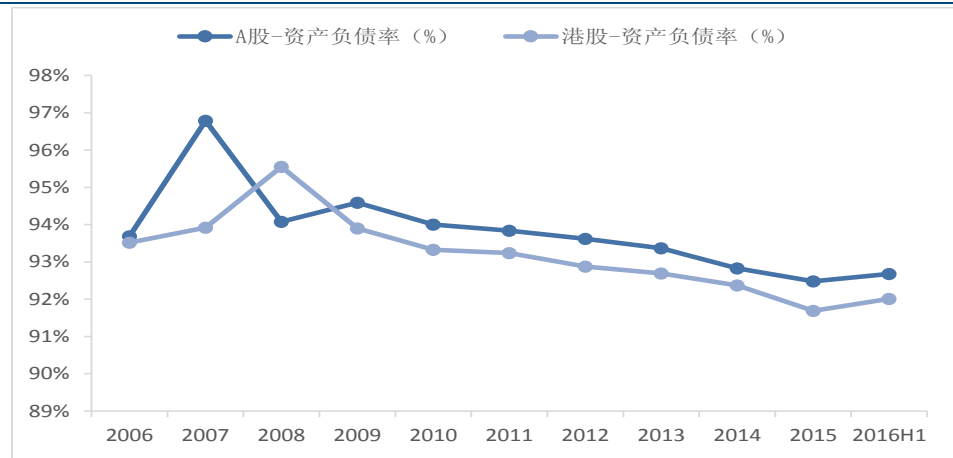


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

资本结构上，银行板块资产负债率整体偏高，两类银行股都在 91%之上，观察期内，内地银行股的资产负债率比外资银行股稍高，但在 2008 年两者位置颠倒。在时序变动上，从 2007 年起两类股份都有逐年下降的趋势，但下幅幅度较小，主要是经济下行环境下，企业经营不善导致债务危机潜伏，加上银行业整体营收增速放缓，须对风险水平进一步管控，提高银行自有资本比重，从而推动提高核心资本充足率。对应在

净资产收益率水平上，虽然内地银行股近几年保持正的营收和净利同比，但权益资本比重上升对 ROE 比率长期下降趋势有所贡献。

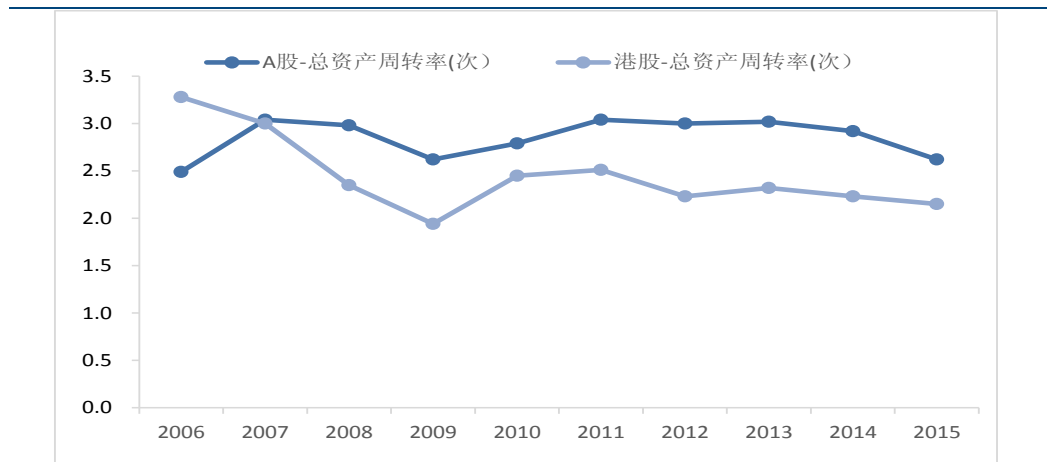
图 26：银行板块资产负债率



资料来源：wind，东兴证券研究所

银行板块的资产负债表内容主要包括资产项下的现金、贷款、金融资产和权益性投资，负债项下的存款、金融负债、固定资产等，对流动性和非流动性的资产负债没有严格区分，因此对营运水平的分析仅列示总资产周转率。观察期内，外资银行股在 2006 年该指标高于内地银行股，2007 年持平，2007 年以后，内地银行股的总资产周转率保持高于非内地银行股。香港金融市场开放性高、自由度高、外资密集，2008 年受国际次贷危机影响大，外资银行股经营和财务状况均受到较大影响，反映整体营运能力的资产周转率也持续下跌。而内地银行股市值主要为五大国有行，市场化程度低，受次贷危机影响小，加上内地存贷市场规模大，有较高的利息净收入稳定营收水平，因此总资产周转率降幅较小，并在 2007 年之后保持高于非内地银行股。时序变动上，两类银行股保持相同的趋势，2010 年后平稳中小幅度变动。

图 27：银行板块总资产周转率 (%)



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.1.2 保险业

截止 2016 年 12 月 31 日，港股保险板块成分股共计 13 支，流通市值共计 15010 亿港元，占港股流通市值的 5.88%，我们按照内地和外资保险股的分类对权重股进行比较分析。内地保险股包括寿险公司（人寿、太平、新华）、财险公司（财险、人保）以及多元保险公司（平安、太保、再保险），外资保险主要是友邦和保诚两家寿险公司。其中，保诚由于同时在香港、伦敦和新加坡上市，在港股市值偏小，加权后对板块整体影响不大。与保诚类似，宏利金融同时在加拿大、美国和香港上市，且由于其上市性质，虽然它在港股上流通市值看似较大，实际在港股上流通的股票很少，交易量并不活跃，因此未将宏利金融-S 计入外资保险权重股。

我们以流通市值加权分别计算内地和外资保险股在 2015 年的利润表项目金额及其结构百分比，以对两类保险股收入结构进行比较分析。

表 6：港股保险板块共同比利润表

2015, 单位: 亿万港币	内资保险	百分比	外资保险	百分比
总营收	5708.23	100.00%	1807.73	100.00%
净已赚保费	3462.28	60.65%	1481.28	81.94%

交易账户净收入	363.18	6.36%	-155.62	-8.61%
利息及股息收入	1461.08	25.60%	453.21	25.07%
总营业支出	4401.28	77.10%	1566.65	86.66%
保单持有人利益	2947.48	51.64%	1209.98	66.93%
销售和管理费用	1321.18	23.15%	331.55	18.34%
营业利润	1306.95	22.90%	241.08	13.34%
利息支出	502.69	8.81%	12.13	0.67%
其他非经营性损益	-146.52	-2.57%	37.72	2.09%
除税前利润	666.76	11.68%	261.41	14.46%
所得税	187.52	3.29%	49.82	2.76%
少数股东损益	60.67	1.06%	1.76	0.10%
净利润	418.58	7.33%	209.84	11.61%

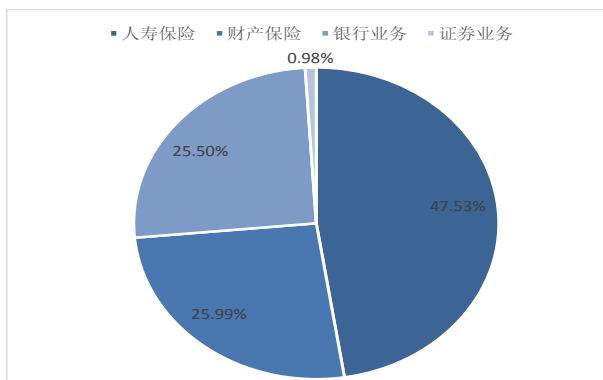
资料来源：wind，东兴证券研究所

保险公司收入按占比高低主要分为保费收入、银行业务为主的利息股息收入和买卖金融工具收入。已赚净保费=已赚毛保费-已赚分出保费=(保费收入-提取未到期责任准备金)-(分出保费-提取分保未到期责任准备金)，即按权责发生制原则在某一时点确认的保费净收入。在这项收入上，内资保险占比低于外资保险 21%，主要是中国平安保险权重大，但作为多元化保险公司，中国平安在银行存贷款和证券投资业务上也有较大收益，其净已赚保费只占营收的 50%，拉低了内资保险股保费收入占比。交易账户净收入上，内地保险股占比较小为正，但外资保险股出现较大占比负收益，其

中友邦和保诚都出现负的交易账户收入，友邦主要是以公允价值计价的股权和衍生工具价值变动产生的损失，在全球经济充满不确定性，地缘政治危机四伏的环境下，2015 年全球股市巨幅震荡，金融投资风险较大，使得友邦近四年首次净损失，保诚也是如此。利息股息收入上，两类保险股占比一致，主要是利息和股息收入比较稳定，也是保险公司运用存款和保费进行投资的主要收入来源。

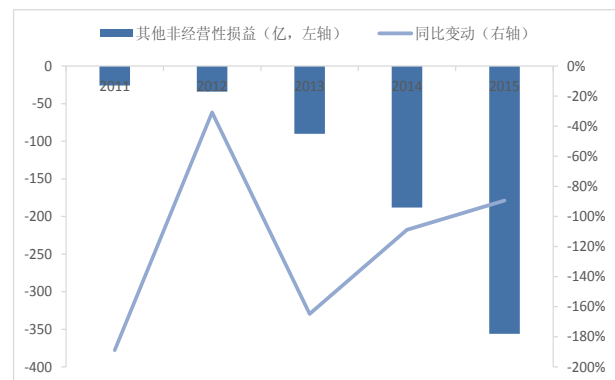
营业支出主要是保单持有人利益，即支付给其的赔偿和红利支出，内资保险占比低于外资保险，这和各自赚取保费规模成比例。期间费用上，销售管理费用占比内地保险股稍高，利息支出上，内资保险股占比 8.8%，外资占比不到 1%，原因在于友邦主营寿险业务，长短期借款少，因此利息支出少。经营活动外，非经营性损益上两类股占比都较小，但内地保险股出现负比值，追溯后发现主要是中国平安在 2015 年出现 356 亿港元的贷款减值准备，同比变动-102%。值得注意的是，中国平安已经连续五年出现较高的贷款减值准备负增速。非经营性损益的差异推动两类股在净利率的差异加大，外资保险股高于内地达 4 个百分点。

图 28：中国平安业务类型



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 29：中国平安其他非经营性损益及同比



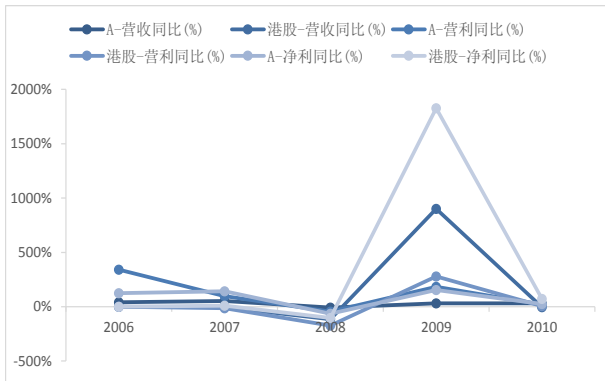
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

成长性上，保险板块整体在营收-营利-净利规模上有较大年度间波动。观察期内，内地保险股营收-营利-净利同比变动趋势较为一致，在 2008 年受金融危机影响，三项指标跌到最低点，分别为-8.6%，-44.8%，-64.4%。之后 2009 年得益于之前年度较低的基期值，加上国家积极政策刺激，营收-营利-净利同比大幅升高，分别为 30.4%，183.1%，153%。之后年度变动较为平缓，整体保持一定正向水平。外资保险股中保诚为三地上市，主体位于英国，对世界经济波动反应敏感，风险因素多，因此经营波动相对更大，特别是在 2008 年受国际金融危机影响，其营收-营利-净利分别为-1174，-236，-44 亿港币，亏损严重。在 2009 年，外资保险整体有 900%的营收同比和 1828%的净利同比，但相对 2007 年水准的营收和净利同比分别为 19%和-26%，说明 2009 年同比高得益于较低基数贡献，实际经营状况还略低于经济危机前水平。

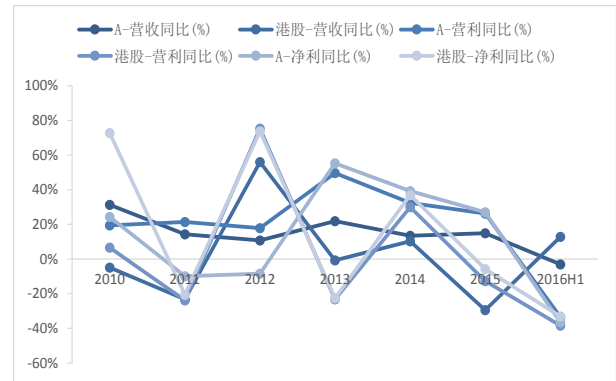
2010-2016H1 年，保险股经营相对趋于稳健，其中内地保险股营收-营利-净利同比在一定正区间波动，在 2011 和 2012 年度出现较小负向同比，相对外资保险隔年增速的两极分化，反映内地金融市场有相对较低的开放度和自由度，保险经营上财险受内地经济周期影响较大，寿险则对人口结构更为敏感。外资保险股营收-营利-净利同比变动趋势一致，出现正负同比年际间交替出现的现象，主要反映友邦保险等权重股经营、财务状况的冲击。

图 30：保险板块 2006-2010 年成长性

图 31：保险板块 2011-2016H1 成长性

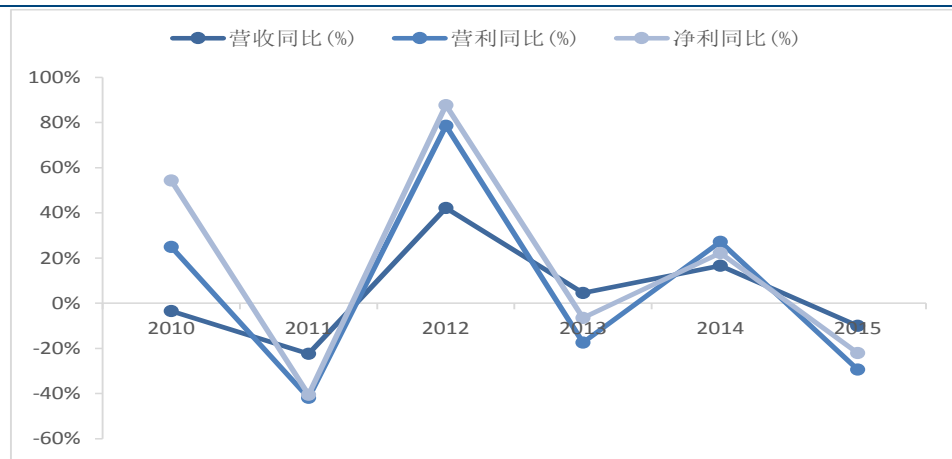


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

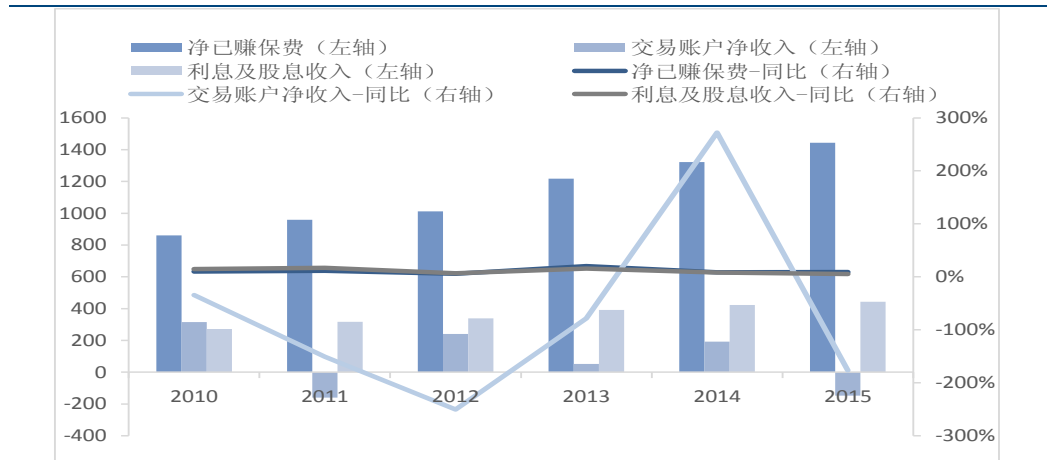
图 32：友邦保险成长性 (%)



资料来源：wind，东兴证券研究所

对友邦保险的收入类型进行分析，发现在保费收入和利息股息收入上，其在 2010-2015 年内保持稳定增速，反映主营业务的保险经营状况良好，但交易账户净收入年间有较大变动，在 2011 年和 2015 年出现交易净亏损，这主要反映了内地经济下行压力下，香港经济风险因素叠加，同时面对欧美经济萎靡冲击，使得投资金融工具有较大风险敞口，公允价值波动大，频繁计提减值损失，从而对营收，进而盈利、净利水平产生影响。

图 33：友邦保险收入 (亿) 类型及同比



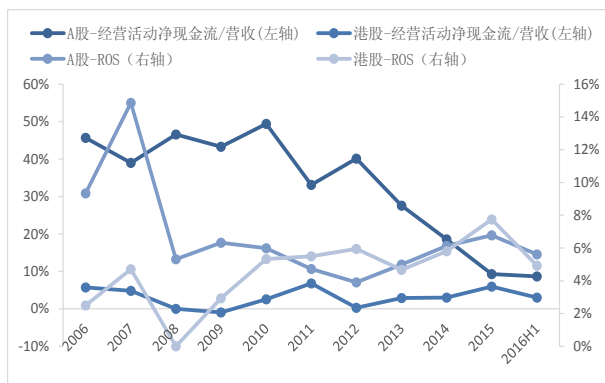
资料来源: wind, 东兴证券研究所

盈利能力上，销售净利润指标上，内地保险股整体处于下跌趋势，在 2008 年骤跌后与外资保险股处于同一水平段上，近三年来有小幅上升趋势，内地人口红利拐点和理财意识的加强有推动作用。外资保险股剔除 2008 年个别情况后整体处于上升趋势，在 2012 年后与内地保险股有重合趋势，外资保险主要是友邦保险，保诚由于其经营区域广和港股市值较小原因不予过分考虑。内资保险权重股中，除中国平安有 23% 银行业务和不到 1% 的证券业务，其余权重股都有高于 90% 的各类保险业务。而外资股代表友邦保险除保险业务收入外，投资收入和投资经验收入稳定在 20%-30% 区间内，多元化的经营模式有利于分散经营风险和提升盈利能力，使得非内地保险股在 2008 年后 ROS 稳步提升，达到和内地保险股同等水平。同时，证券投资业务也加大了外资保险股的风险因素，使得其营收-净利状况不稳定，估值波动较大。

对盈利质量的评估我们选择经营活动现金净流量与营收的比值，反映每单位营收代表的经营活动的实收的现金净流入状况。观察期内，内地保险股该指标下降趋势明显，其中平安保险在经营活动现金流和营收规模上都远远领先其他内地保险股，因此截取平安保险近几年经营现金流量科目进行分析。应用间接法进行调整，净利润-非经营

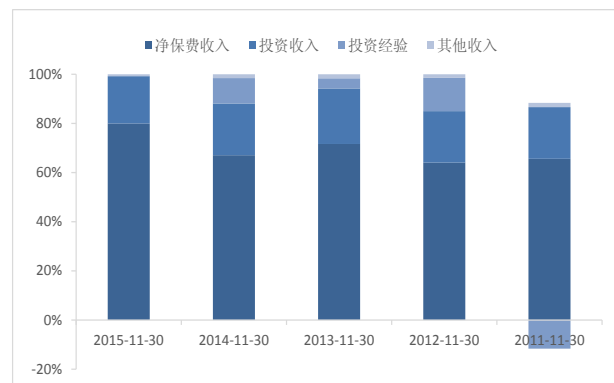
性净收益 + 非付现费用 + 营运资本减少 = 经营活动现金流量净额。非付现费用即折旧与摊销，其他非现金调整即非经营性净收益。观察期内，平安经营净现金流在 2012 年后有明显下降趋势，主要是营运资本减少额下降和非经营性的净收益增加导致。营运资本减少额主要体现在流动负债项的客户存款减少和流动资产项的应收账款增加、客户贷款增加等项目变动，整体反映平安在短期流动性和偿债能力上的优化，经营活动稳健性提升。而非经营净收益增加主要是由于平安保险证券投资收益的大幅提高。平安经营净现金流的近几年下降是其经营活动现金净流量/营收在趋势上不断下降的重要原因。外资保险股该指标整体偏低，稳定在 0.05 的水平上，反映外资保险盈利质量上不及内地，单位营收使企业流入的现金偏少。

图 34：保险板块盈利性指标



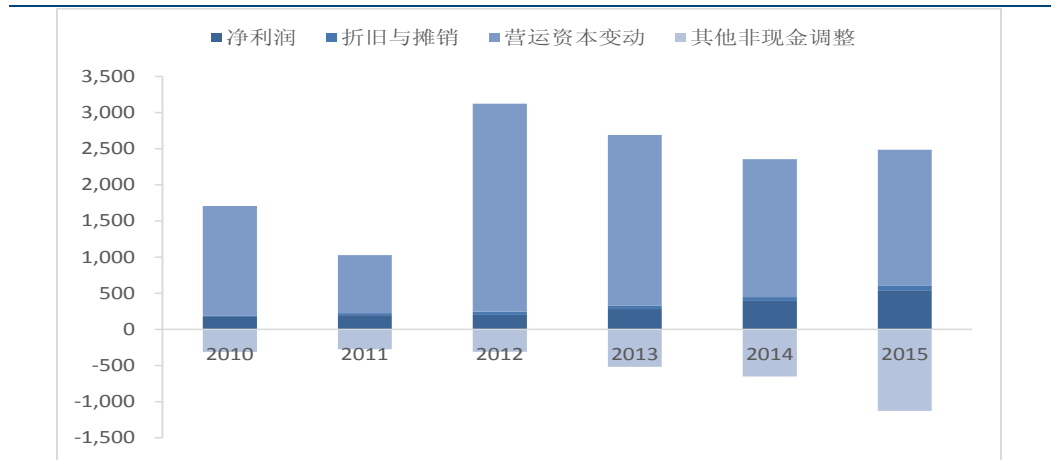
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 35：友邦保险业务类型



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

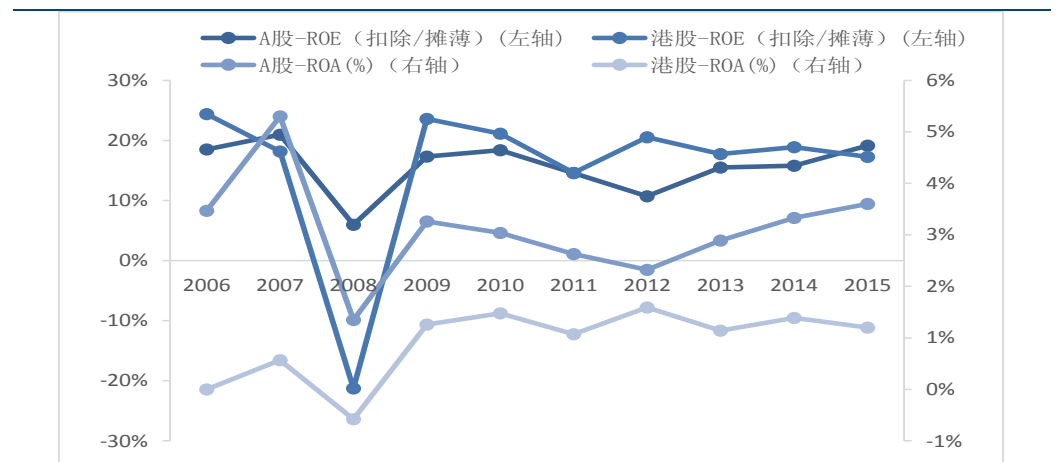
图 36：中国平安-经营活动现金净流量



资料来源：wind，东兴证券研究所

进一步地，我们对保险板块的股东权益和总资产的报酬率进行分析。权益净利率上，保险股板块整体较高，近年维持在 10%-20% 区间内。外资保险股受较高资产负债率的推动，ROE 小幅高于内地保险股，但在 2008 年受到金融危机冲击更大，ROE 跌至 -20% 以下，当年远低于内地保险股 ROE 水平。去除杠杆率对报酬率的影响，计算总资产报酬率，保险板块整体 ROA 在 1.5%-3.5% 区间内，两类保险股变动趋势一致，但内地保险股 ROA 观察期内保持高于外资保险股，这便进一步佐证了内地保险股资本运营效率和盈利能力较佳。

图 37：保险板块 ROE、ROA

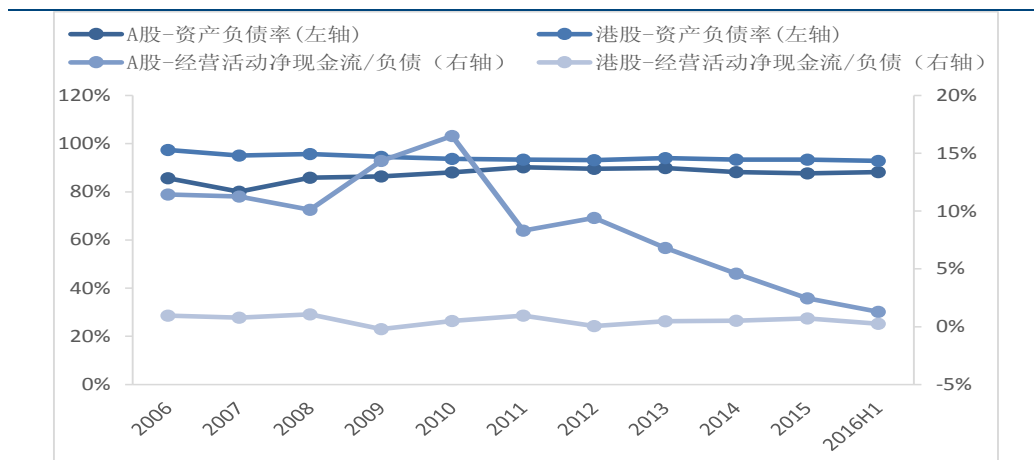


资料来源：wind，东兴证券研究所

资本结构上，首先比较两者资产负债率，两类保险股该指标都较为稳定，近年维持在90%以上，且外资保险股要高于内地，更高的负债率代表更大的偿债风险，但合理加大杠杆率也能满足企业扩张和创新需求，从而推动提升盈利能力。内地保险股竞争上有政策干预和部分垄断因素，盈利能力较强，现金流相对充沛；同时且受到保监会的严格监控，需控制好财务风险，因此会有相对较低的杠杆率。

我们把经营活动净现值与负债总额的比值进行比较，反映每单位负债代表的现金流水平，从而测度企业的偿债能力。内地保险股该比值在观察期内有下降趋势，但较好的现金流水平使得其仍领先于外资保险股。外资保险股在近十年内盖壁纸变化不大，维持在0.02水平，长期偿债能力不佳。

图 38：保险板块偿债能力指标

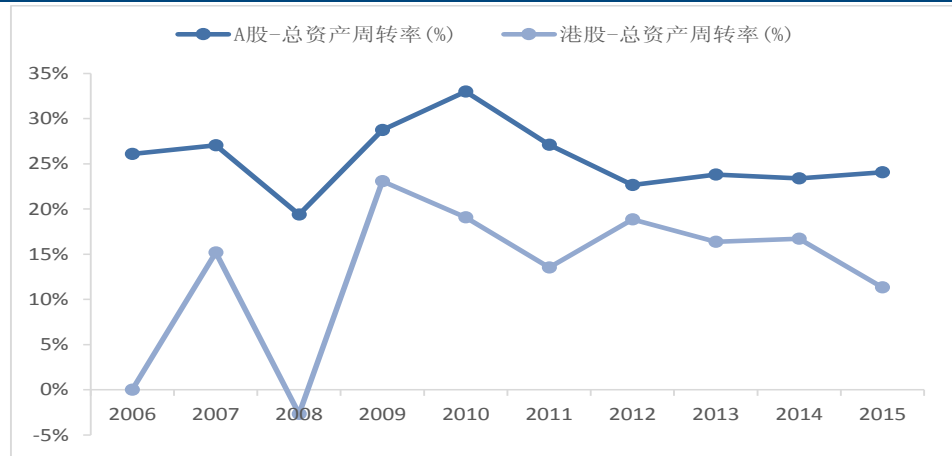


资料来源：wind，东兴证券研究所

营运能力上，保险公司资产负债主要体现在客户存贷款、证券投资、票据和长期借款等非有形的资产负债上，因此只选用总资产周转率对两类保险股进行比较。观察期内，内地保险股该指标远高于外资保险股，在2008年外资保险股该指标跌至负数，反映其整体营收为负，资产营运能力下降较大。2009年后两类保险股保持一定差距，波

动性减小，有小幅下滑。内地保险股受到较高营收规模加成高，整体营运能力优于外资保险股。

图 39：保险板块资产周转率（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.1.3 多元金融

截止 2016 年 12 月 31 日，港股多元金融板块成分股共计 131 支，流通市值共计 10342.05 亿港元，占港股流通市值的 4.05%，是金融板块中占比最小的一个分支。

由于小市值成分股较多，但对多元金融板块影响太小，因此挑选香港上市的内地和香港的权重股进行比较分析。其中，内地权重股包括中国华融、海通证券、广发证券、中信证券以及光大控股等大市值公司，流通市值总计 3096 亿港元；香港多元金融则主要包括港交所、海通国际、金利丰金融等公司，流通市值合计 3351 亿港元。权重股包括资管、投行、多领域控股、资本市场等主要细分方向，较为全面。

表 7：港股多元金融板块利润表

2015, 单位: 亿港元	内地多元金融	百分比	香港多元金融	百分比
总营业收入	3122.38	100.00%	240.69	100.00%
利息净收入	267.05	8.55%	21.25	8.83%

经纪佣金收入	1396.36	44.72%	24.26	10.08%
承销与投行费收入	65.21	2.09%	24.51	10.18%
资管费收入	114.24	3.66%	10.43	4.33%
自营业务收入	907.27	29.06%	17.18	7.14%
其他营业收入	415.72	13.31%	143.31	59.54%
贷款损失准备（扣除）	43.48	1.39%	0.24	0.10%
总营业支出	1799.57	57.63%	89.69	37.26%
销售管理费用	1180.68	37.81%	77.46	32.18%
营业利润	1322.81	42.37%	151.00	62.74%
权益性投资损益	62.49	2.00%	-1.11	-0.46%
其他非经营性损益	277.45	8.89%	2.97	1.23%
非经常项目前利润	1662.75	53.25%	152.86	63.51%
非经常项目损益	38.93	1.25%	4.74	1.97%
除税前利润	1701.68	54.50%	157.60	65.48%
净利润	1243.09	39.81%	133.01	55.26%

资料来源：wind，东兴证券研究所

由于内地权重股上市时间多较晚，集中在 2011-2014 年间，流通市值提取受限，因此利润表编制按照各权重股利润表数据简单加总所得，主要从共同百分比上进行占比分析。比较而言，香港多元金融股流通市值虽然和内地多元金融股相当，但在营收-营利-净利规模上却远不及内地股。主要原因是香港权重股市值主要由港交所提升，

为 2243 亿港币 (截止 2016 年 12 月 31 日) , 占比超过香港权重股的 2/3 , 但港交所作为特殊金融服务公司 , 盈利性不强 , 不能体现其市值代表的经营规模。

多元金融公司收入主要包括利息收入、佣金收入、自营收入、资管收入、成效和投行费收入等。其他营业收入主要是咨询顾问费、基金管理费、博彩酒店、资产租赁等业务产生的收入。两类多元金融股收入对比上, 利息净收入、资管费收入占比相当。但经纪佣金收入上内地股占比 45%, 香港股只有 10%, 由于香港的金融高度自由化, 也吸引了众多的金融各细分领域公司来港上市, 该板块中包含了咨询公司、券商、风投公司、资管公司、基金公司等各类金融机构, 业务范围包罗万象。而与之相比, 内地的多元金融板块类型分布更加集中, 9 家多元金融公司中有 6 家证券公司, 证券公司的经纪佣金收入自然占比较高, 特别是内地券商经营模式相对单一, 经纪业务收入占比较大, 因此内地多元金融股整体的该类收入占比较大。自营业务上, 内地该类收入占比也远高于香港股, 这是由于选取的香港权重股以投行和资管 (基金) 为主, 自营资产少, 业务规模较小。2015 年金融市场波动较大, 内地多元金融股受到股灾事件影响, IPO 在 6 月后一度暂停, 承销业务受到一定影响, 市场在快速下跌后年末前重新企稳。

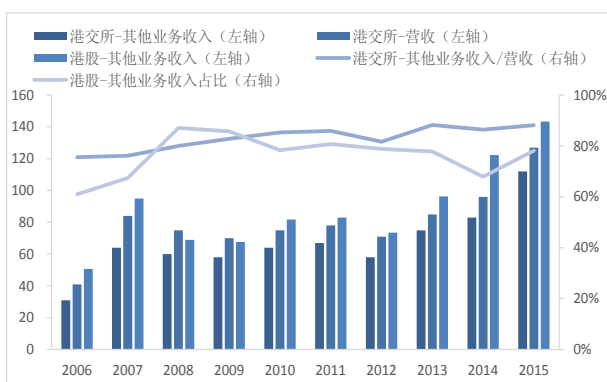
其他收入项上, 内地股 13%, 香港股则达到 59%, 对明细科目进行分析, 发现主要是惠理集团的基金管理费、云锋金融的咨询费、金利丰金融的博彩和酒店收入、特别是港交所的结算费和交易费, 占据港交所每年营收的 85% 左右, 在香港多元地产股总的其他业务收入中占比在 80% 左右, 是香港股整体 59% 其他收入占比的主要原因。

营业支出上,内地股占比香港股高。内地股业务类型以传统经纪业务的佣金收入为主,盈利模式相对单一。同时由于不同的市场格局和融资成本等因素,造成期间费用的差异。而香港股经营模式多样,企业资源利用率高,支出率较低,加上港交所作为第一市值股,其营业支出率也在 30%上下,因此整体营业支出率较低。

权益性投资损益上,内地股在 2015 年产生 62 亿港币的收益,而香港股整体此项由 1.1 亿的净损失。其他非经营性损益项目上,内地股达到 8.9%,高于香港股 7 个百分点之多。主要是权重股中国信达,作为国内四大资管之一,其持有的应收款项类大量不良债权资产收入及其公允价值变动计入其他非经营性损益,加上可供出售金融资产的股息收入,减去对经营资产(主要是不良债权)的减值损失后数值较大,占自身营收比重超 50%,占内地股总的其他非经营性损益比重超过 60%,是使得内地股该项占比较高的主要原因。

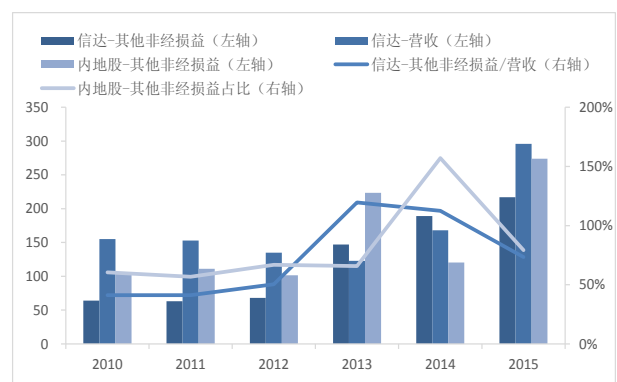
最终得到的净利润占比上,由于较高的营业支出占比和所得税费,内地股净利率要低于香港股。

图 40: 港交所其他业务收入



资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

图 41: 中国信达-其他非经营性损益



资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

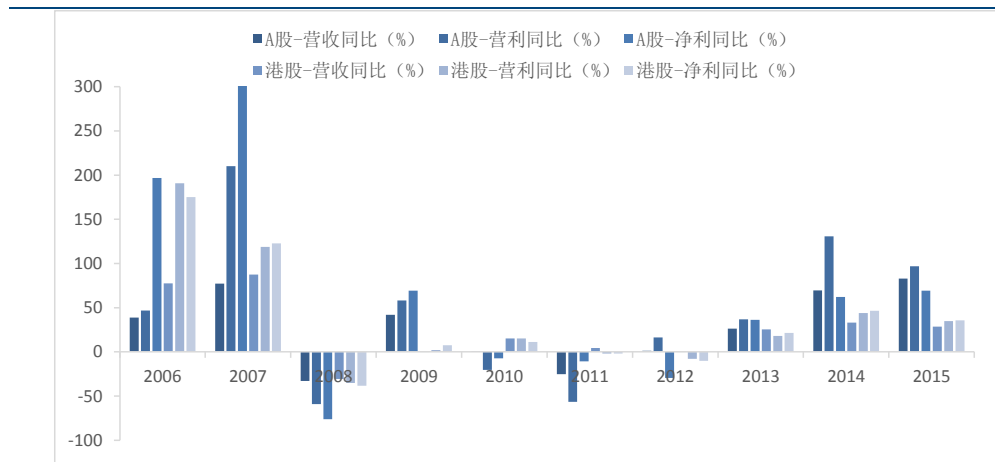
成长性上，内地多元金融股在 2007 年营收-营业-净利同比分别为 77%、210%、467%，均达到观察期内最高增速，主要是受股权分置改革、证券发行制度重新修订（新公司法、证券法出台）带来的流动性过剩的冲击。在 2008 年受金融危机影响，三项同比大幅下降，之后随国家刺激政策出台和金融市场调整，2009 年同比由负转正。

2010-2012 年内地多元金融整体经营状况不佳，营收-营业-净利在零点以下小范围波动，主要是紧缩货币政策下宏观经济增速放缓，加上欧美债务危机延续，内地资本市场景气度下降，市场风险潜伏。2013-2015 年内地整体经营业绩好转趋稳，保持较高的同比增速。

内地多元金融股在香港上市时间上普遍较晚，除光大控股 1973 年上市外，其余联交所上市时间集中在 2013-2015 年间。一般其报表财务数据会先于上市年度 3-5 个年度开始公开披露。即在 2007-2012 年间间断地有新的内地金融股营收-营业-净利数据录入内地股整体盈利数据中，在不采取个股加权的情况下，会对内地股整体营收-营业-净利同比产生冲击，从而导致其变动在相邻年间有较大波动，反映在图中就是内地股比香港本地股有相对更大的同比变动。

变动趋势上，两类多元金融股变动趋势较为一致，比较而言，内地金融股在营收-营业-净利波动性上要高于香港多元金融股，除权重股陆续上市的因外，主要源于内地金融市场还在改革进行时，市场信息不完全，为弱式有效市场，法规监管有待完善，市场风险较高。2013 年起，多元金融板块整体增速稳定中略有上升，保持向好趋势。

图 42：多元金融板块成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 8：港股多元金融板块权重股上市日期

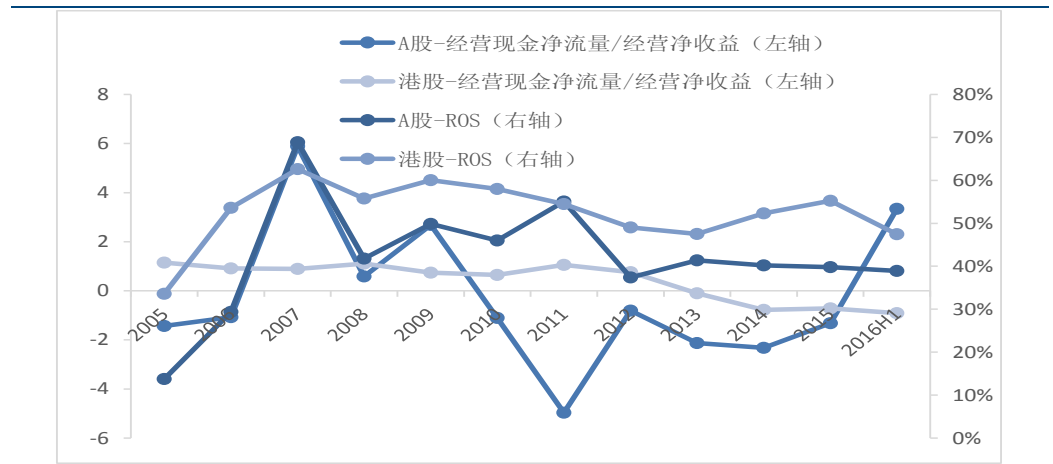
证券代码	证券简称	上市日期
0165.HK	中国光大控股	1973/2/26
3908.HK	中金公司	2015/11/9
6881.HK	中国银河	2013/5/22
1359.HK	中国信达	2013/12/12
6886.HK	HTSC	2015/6/1
1776.HK	广发证券	2015/4/10
6030.HK	中信证券	2011/10/6
6837.HK	海通证券	2012/4/27
2799.HK	中国华融	2015/10/30

资料来源：wind，东兴证券研究所

进一步观察多元金融板块的盈利能力，在销售利润率上，香港多元金融 2007-2015 年维持在 45%-60% 区间上，波动较小，盈利上的效率较高。内地多元金融相对波动性较大，在 2005 年起 ROS 不断上升，至 2008 年骤降至 41%，之后大致在 35%-55% 区间内波动，2013 年后维持在 40% 上下，净利率显著低于香港。虽然香港金融股整体的营收规模远不及内地，但由于收入结构较为多元（内地依赖单一经纪业务收入），营业成本和营业费用率要低于内地，加上香港企业所得税率仅 16% 左右，远低于内地（一般 25%），因此香港多元金融股创造利润的能力要高于香港上市的内地金融公司。

盈利能力不仅看经营活动创造利润的效率，也在于产生的利润的质量高低，即单位净收益包含的经营活动的现金净流入大小。比较经营活动净现金流/经营活动净收益，香港股该指标同样较为平稳，长期看有缓慢下降趋势，从 2013 年开始经营活动净流量为负，单位净收益包含经营性净现金流为负且绝对值不断上升，反映香港多元金融股整体的盈利质量在下降。而内地多元金融股该指标则有较大波动，2007-2011 年处于明显下滑趋势，2011 年最低为-4.97，当年度政府采取了紧缩性货币政策（3 次加息，6 次提高存款准备金率），资金流动极为紧张。加上欧美主权债务危机的持续蔓延，国内宏观经济增速放缓，股票市场震荡下挫，直接导致了内地券商恶化的现金流状况。2012 年始内地该指标开始表现出上升趋势，现金流状况有所改善，至 2015 年内地和香港多元金融股的该指标近似重合于-1 左右。在现金流状况上，香港多元金融股较为稳定，盈利质量相对较高。

图 43：多元金融板块 ROS 及经营活动现金流



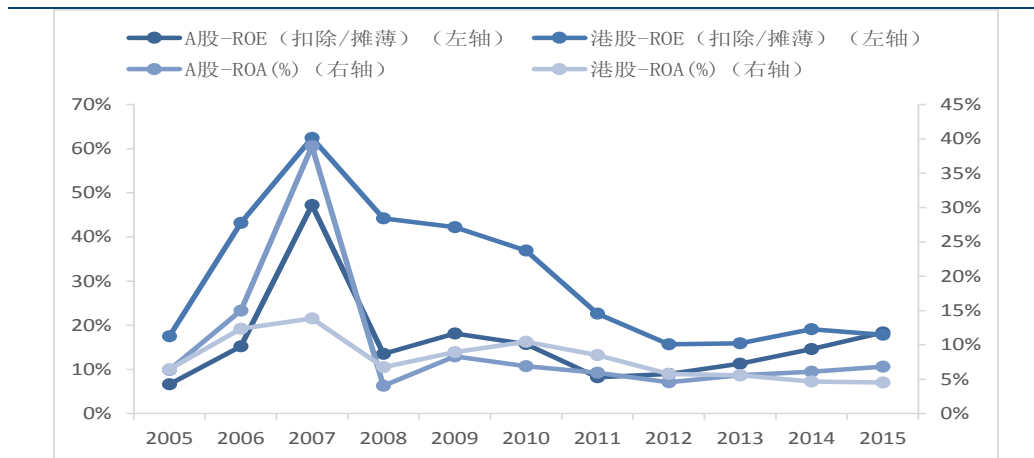
资料来源：wind，东兴证券研究所

净资产收益率上，观察期内内地低于香港，且两者保持一致的变动趋势，即 2005-2007 年不断上升，2008-2015 年下降为主。两类股在盈利能力上的高低，加上杠杆率上香

港股更高，相对权益资本占比小而净利率高，因此有高于内地股的 ROE 水平。变动趋势主要反映中国证券市场在 2008 年金融危机前的快速发展和之后受制于经济政策收紧、国际主权债务危机等引发股市震荡、多元金融业经营状况波动大的状况。

总资产报酬率上，由于去除了资本结构的影响，内地股和香港股差距缩小，大体保持相同水平。但在 2007 年在内地股改进一步推进、新的《证券法》《公司法》出台、金融市场化程度提升导致流动性过剩从而股市走势超强的背景下，内地多元金融公司扩张加速、盈利能力提高，资产报酬率骤升至 39%，远高于当期香港股的 13.9%。之后受金融危机和后续经济增长状况影响，内地和香港股 ROA 水平或升或降，但整体波动较小。

图 44：多元金融板块 ROE、ROA



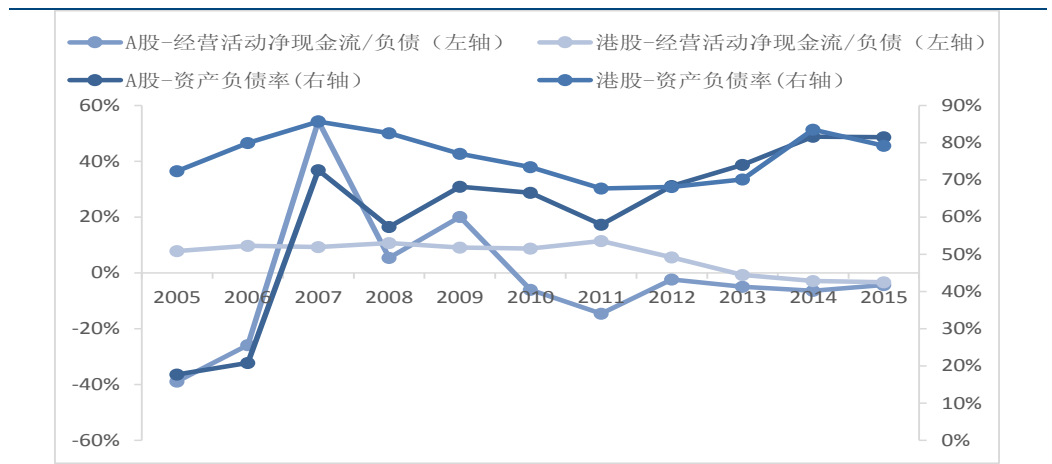
资料来源：wind，东兴证券研究所

资本结构上，观察期内，内地股杠杆率低于香港股，2012 年前内地股处于资产负债率快速上升阶段，内地金融市场处于发育期，股权分置、刺激性政策等推动多元金融公司在数量和规模上快速增加，行业竞争的加剧使得通过提升杠杆率以撬动更大收益成为常态，资产负债率上升迅速。香港股资产负债率较为稳定，保持在 70%-80%区

间上，香港金融市场发展历史久，制度健全，市场化程度高，香港本地多元金融公司也充分利用财务杠杆，提高盈利能力。

2012年后，内地和香港股杠杆率趋于一致，同时保持逐年上升趋势，香港多元金融板块整体风险度不断加大。

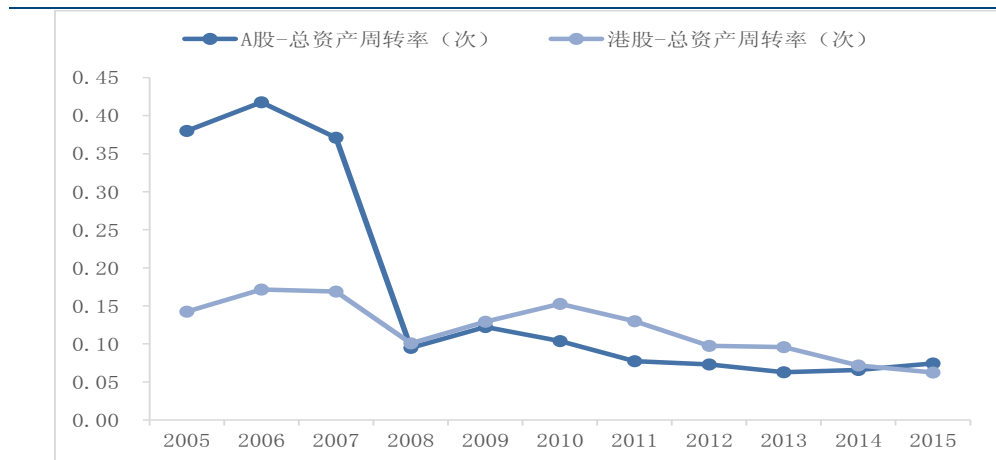
图 45：多元金融板块偿债能力



资料来源：wind，东兴证券研究所

资产的营运能力上，多元金融公司的资产项目主要是各类金融资产、现金及贷款、抵押证券等非实物资产，我们仅对整体资产营运状况进行比较。观察期内，香港股的总资产周转率较为平稳，稳定在 0.1 左右波动。内地股的资产周转率在 2008 年之前显著高于香港股，表明内地多元金融公司在金融危机前随内地证券市场的火爆有高速发展，高营收伴随资产的周转速度大幅提升。在 2008 年及之后，内地金融市场受制于经济增速放缓、政策变动和国际债务危机持续影响，该指标略低于香港股，两者保持共同缓慢下降的趋势，并在 2014 年相交。

图 46：多元金融板块资产周转率

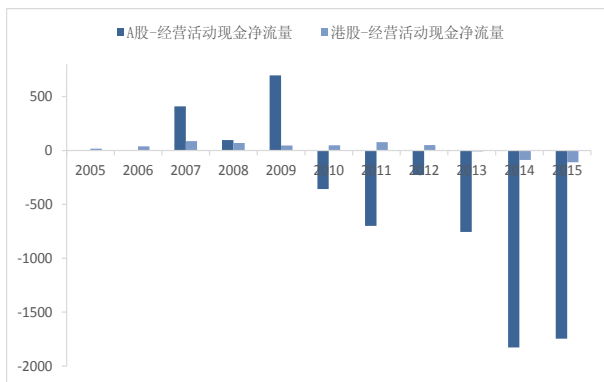


资料来源：wind，东兴证券研究所

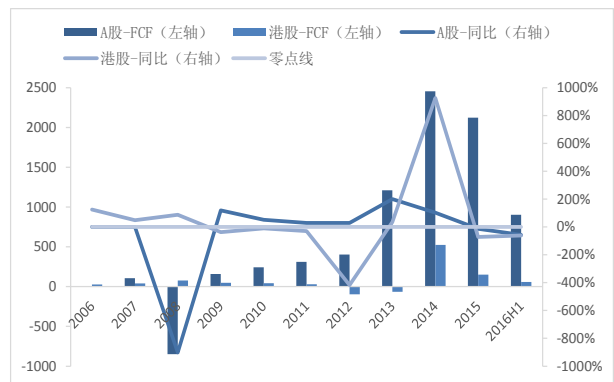
在间接法计算经营活动现金净流量时，“经营活动现金净流量=净利润+非付现成本-营运资本增加-非经营性净收益”。观察期内，内地股在 2009 年之后经营活动产生的净流量都为负值，数额上有不断增加的趋势。提取内地公司现金流量表，发现 2012 年后经营活动现金净流量的负向不断加大主要是营运资本的大幅上升所致。即在流动资产项（应收预付款项、融资客户垫款、代客户持有之现金、交易性金融资产等）上的投资增速超过流动负债（卖出回购金融资产、应计费用和应付款等）的增速，主要反映短期偿债能力或流动性的上升，以及新兴业务如融资融券、资管、自营的快速发展。但不断恶化的现金流状况会加大金融类公司的经营和财务风险，有资金链断裂的风险，也降低了其净利润的实际质量。比较而言，香港股的经营现金流一直保持略高于零点。

我们从企业自由现金流 (FCFF) 的角度进行进一步分析。企业自由现金流量=税后净营业利润+折旧-资本支出-营运资本净增加=税后净营业利润-净投资，表示归属于股东和债权人的最大现金流。比较内地和香港股的 FCFF，绝对值上，除了 2008 年内地-850 亿港币的巨额流出外，其余年度内地股都远高于香港股。同比变动上，2008 年

之后内地股增速相对较为稳定，香港股则在 2012 和 2014 年有较大波动。与经营活动现金净流量相比较，FCFF 更能体现对公司盈利质量和偿债能力的评估，内地股由 2010 年之后稳定的 FCFF 增长体现公司良好的现金管理、较强的盈利能力及高质量的净利润。在 FCFF 的稳定性上，2009 年之后内地股 FCFF 增速稳定较高，香港股则大升大降，内地股的现金流状况无疑更为稳定和优良，这也有利于内地股在内在价值评估中得到更准确的估计。

图 47：多元金融板块经营活动现金流


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 48：多元金融板块自由现金流量


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

3.1.4 房地产

截止 2016 年 12 月 31 日，港股房地产板块成分股共计 207 支，总市值共计 38558.41 亿港元，市值占比 7.85%。

表 9：港股房地产板块财务数据

单位：亿港元		2015
营业收入		24002.48
营业利润		4987.52
净利润		5233.80
流动资产		72457.27
非流动资产		70116.03
总资产		142815.34

流动负债	43336.59
非流动负债	32020.63
总负债	75357.22
股东权益	67397.13
经营活动产生的现金流量净额	3249.43

资料来源：wind，东兴证券研究所

选取 2015 年度房地产板块的经营数据，其中，净利润总计 5233.8 亿港元，总资产 14.28 万亿港元，总负债 7.54 万亿港元。流动资产 7.25 万亿，流动负债 4.33 万亿，则营运资本为 2.92 万亿港元。经营活动产生的净现金流为 3249.43 亿港元，要远低于本年度净利润 5233.80 亿港元，说明本年度净利润有较大部分是以赊销的形式存在，需要对应收账款周转率进行分析。

我们选取港股房地产板块具有代表性的权重股进行分析，分为内地地产和香港地产两部分。

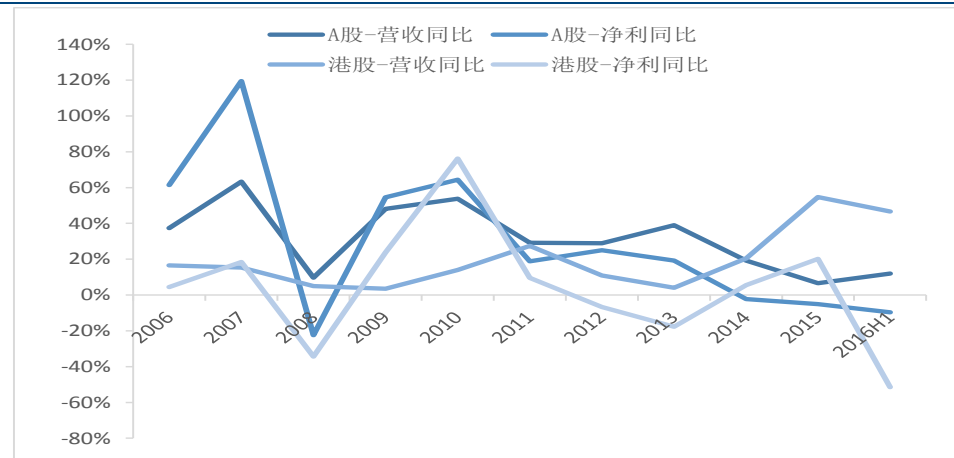
内地地产股选取万科、恒大、中国海外发展、华润置地等在市值和行业发展上具有引领作用的 22 家企业；香港地产股则包括以长和、新鸿基、恒基、长实等为代表的 16 家企业。

首先，成长性指标上，内地地产股和香港地产股的营收同比近十年内多次交叉，具有相反变动趋势。内地地产股受到政府税负限购土地政策等概念性因素影响，且其盈利模式单一，以房产销售为主，盈利波动性相对较强，但 2011 年后营收同比总体处于下降趋势，香港地产股则从 2013 年起营收同比有较大上浮。

净利润同比上，其曲线以盈利同比为轴上下浮动，波动性较大，内地地产股在多数年度要高于香港地产。2015 年香港地产股净利同比随营收同比上幅较大，高出内地地

产股，但 2016 年一季度香港地产股净利同比大幅下跌，主要原因是长和 2016H1 净利润同比大幅下降 85.36%，个股因素拖累香港地产整体净利同比。

图 49：房地产板块成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

港股市场上，利润表的净利润列示过程和内地有所不同，“营业利润+利息收入-利息支出+权益性投资损益+其他非经营性损益=非经常项目前利润”，之后再扣除非经常项目损益和所得税费用，就得到当年的净利润。香港地产股的销售净利率近十年几乎都远高于内地地产股，在 2007 年和 2010 年甚至破百，查询香港地产股的当年度利润表，我们发现，香港地产股这两个年度年超高净利润主要归功于权益性投资收益和其他非经营性损益项目收益的强力推动，两项收入在不提高营业收入的前提下提升净利润水平，导致出现极高的净利率。其中，权益性投资损益指以权益法计量的，企业取得关联公司股权投资后，根据持股份额应占被投资企业的净损益。而非经营性损益指与公司日常经营活动无关，但经常发生的除利息收入支出、权益性投资损益之外的盈利或损失。包括经营性的资产减值损失、股利收入、汇兑损益、交易性金融资产（负债）

和可供出售金融资产的公允价值变动损益（前者）和投资收益、处置损益、持续性的政府补助和税收返还减免等。

我们提取 16 家香港地产股和 22 家内地地产股从营业利润-权益性投资损益-其他非经营性损益-非经常项目前利润几项数据进行比较，按营业利润、权益性投资损益、其他非经营性损益分别占据非经常项目前利润的比例，做出下列两类地产股的对比图。我们发现，营业例如年占比上，内地地产股远高于香港，但权益性损益和非经营性损益占比上，结果恰恰相反。而且，虽然香港地产股只有 16 家权重企业，但其在权益性损益和非经营性损益的绝对数额上，2006-2007、2010-2012 年都远高于内地地产股。这就反映了香港地产股在权益投资和投资物业公允价值变动上的收益较高，也是其多元化经营模式的体现。

当净利率受到经营以外因素影响而缺失说服力时，选用只反映主营业务成本收入的毛利率指标，能有效克服净利率的缺陷。观察发现，两类地产股的这一指标变动都较为平缓，且香港地产股在近十年内持续高于内地地产股一定个百分点，这可以说明香港地产股在主营业务的盈利能力上要强于内地地产股，且具有稳定性。

图 50：房地产板块销售毛利率、净利率

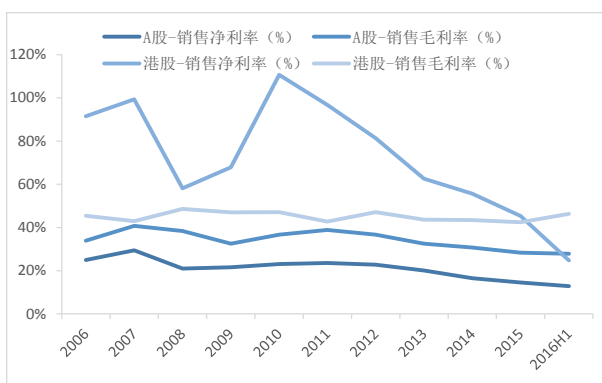
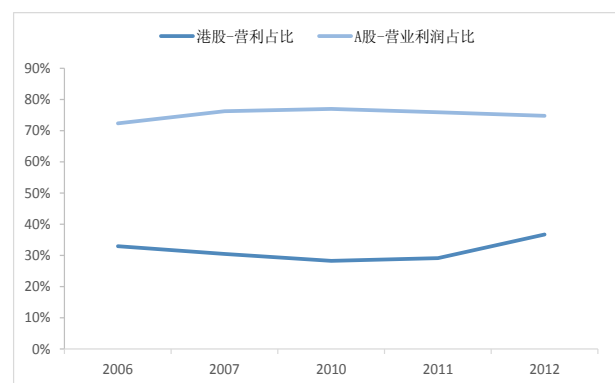
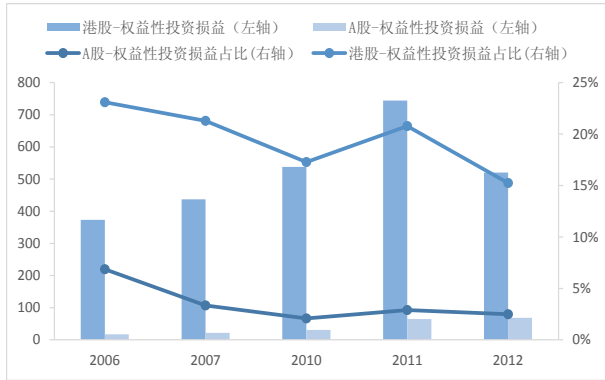


图 51：A 股&港股房地产板块营业利润

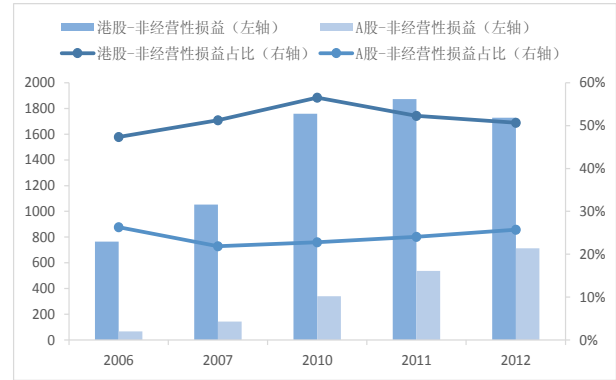


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 52： 房地产板块权益性投资损益（亿）


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

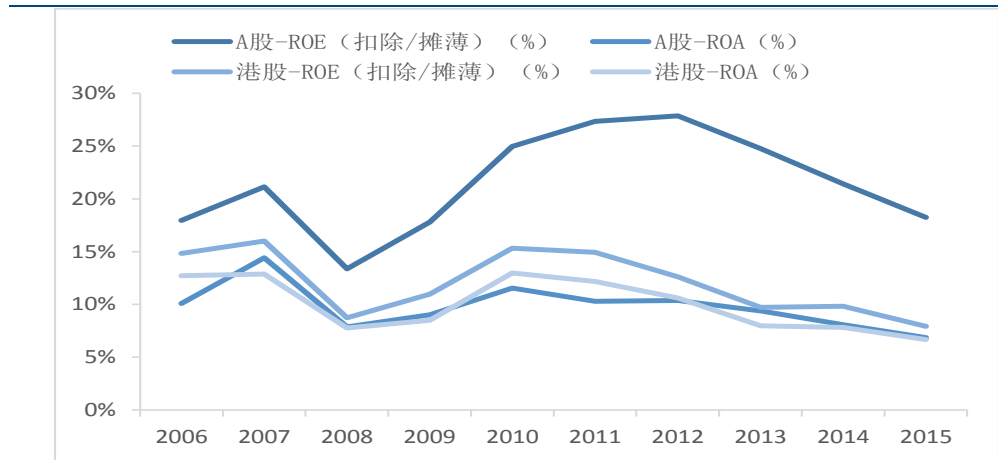
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 53： 房地产板块非经营性损益（亿）


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

进一步对两类地产股的权益净利润率和总资产报酬率进行比较。在 ROE 指标上，对比结果和毛利率正好相反，内地地产股较大程度高于香港地产股，且两者有相同变动趋势，但差距在拉大。结合内地地产股公司较高的资产负债率，说明内地地产股能较好利用债务资本的相对低成本优势，创造更高的 ROE 水平。ROA 对比上，两类地产股数值和变动趋势上都接近一致，说明针对权益资本和债务资本总体而言，两类企业的资本报酬率是一样的。

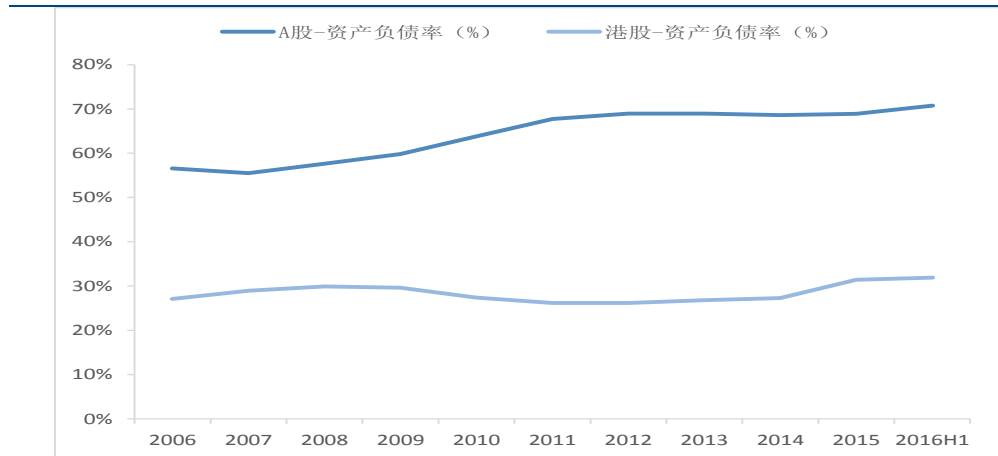
图 54： 房地产板块 ROA、ROE



资料来源：wind，东兴证券研究所

资产负债率指标上，由于资产和负债都是存量指标，变动较小，所以两类地产股该指标的波动率都较低。内地地产股受益于城市化浪潮和经济迅速发展风险和经营压力，也会扩大地产市场的投机性，加大金融市场展的推动，该指标几乎是香港地产股的两倍，有较高的杠杆率，这附带产生高的财务的不稳定性。

图 55：房地产板块资产负债率



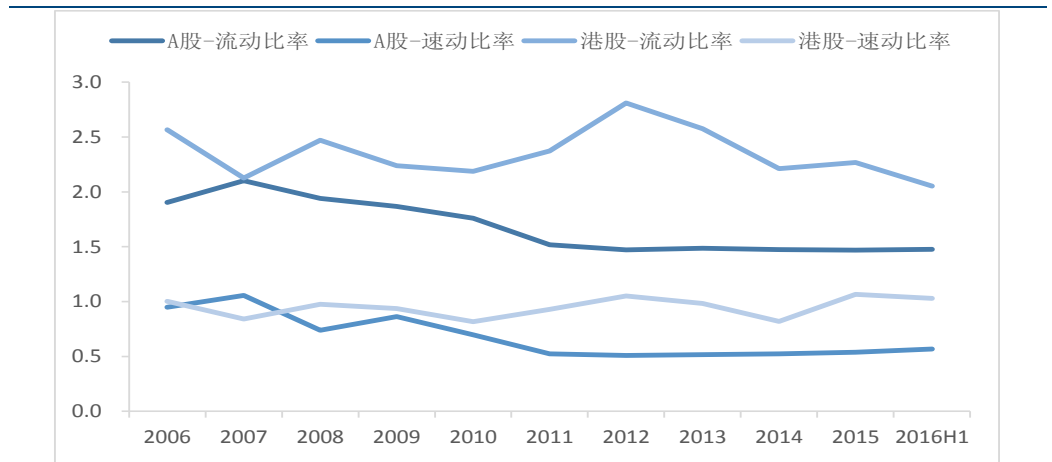
资料来源：wind，东兴证券研究所

偿债能力上，选取短期的流动比率、速动比率和长期的经营活动产生的现金流量净额/负债三个指标进比较。由于开发产品的投资巨大，一般需要长短期不同的巨额举债，

因此，对于房地产企业来讲保持良好的兑付能力，及时解决偿债能力困难，具有重要意义。

流动比率上，香港地产股小幅波动，在 2012 年达到最大值 2.8，之后开始迅速下降。内地地产股流动比率保持低于香港，在 2007 年之后缓慢下降趋势，在 2012 年后稳定在 1.5 附近保持不变。速动比率比较结果与流动比率相同，即香港地产股的速动比率要高于内地地产股。这说明不管是从短期一年内还是现时偿还短期负债的能力上，香港地产股都要优于内地地产股。

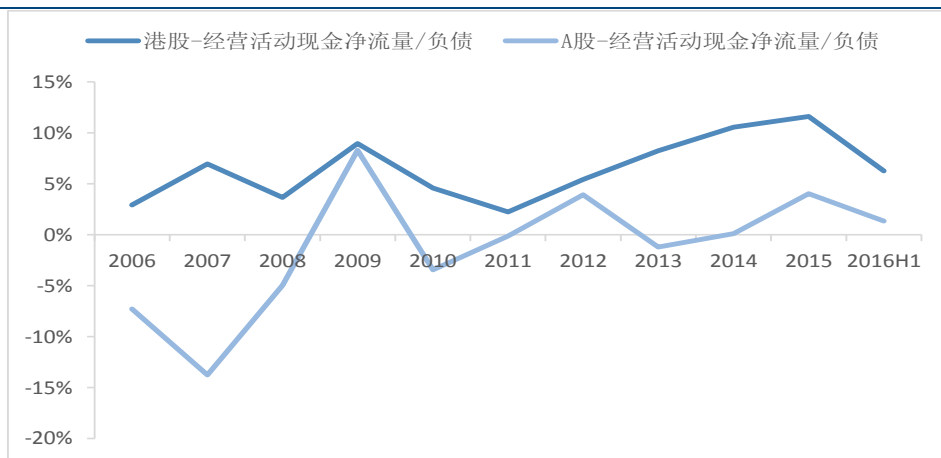
图 56：房地产板块流动及速动比率



资料来源：wind，东兴证券研究所

长期偿债能力上，用每单位负债承受的经营净现值来反映，比值越大，说明公司产生现金偿还长短期负债的能力越强。2006 年至今，香港地产股在这一比值上保持高于内地地产股，且相对有较小的波动水平。内地地产股在较多年份产生了负的经营净现金流，现金流紧张可能导致偿还到期债务的兑付风险，结合对流动比率的分析，反映内地地产股较差的偿债能力。

图 57：房地产板块流经营活动净现金流/总负债

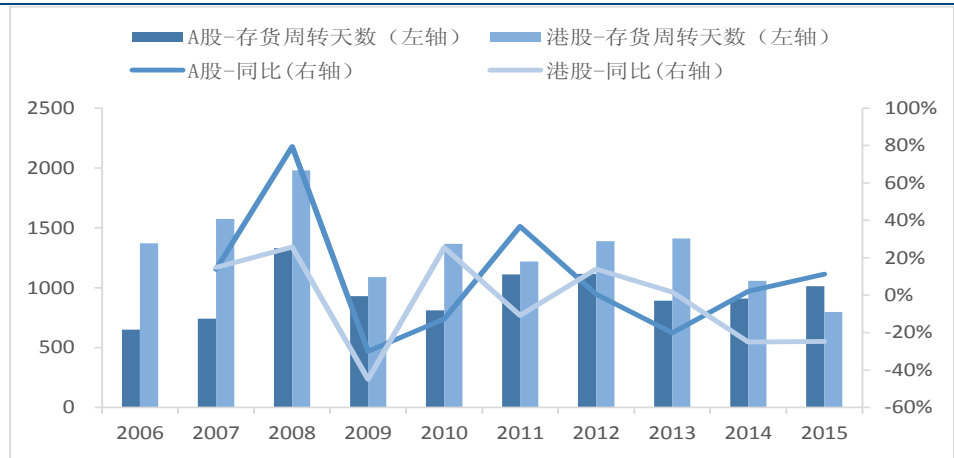


资料来源: wind, 东兴证券研究所

房地产企业由于主营出售房地产业务，而不动产变现能力较差，容易造成存货积压，因此具有较大的销售风险。我们选用存货周转天数、应收账款周转天数和总资产周转率对该板块的长短期营运能力进行分析。

我们将香港地产股和内地地产股看做两家不同经营区域的上市公司，按流通市值加权计算各自的存货周转天数和应收账款周转天数及其同比变动趋势。首先观察存货项目，在周转天数上，内地地产股 2015 年之前都低于香港，表明其较高的存货营运效率；但 2015 年去库存限购降杠杆等抑制因素影响了内地地产股存货销售规模和流转速度，使得其存货周转天数首次高于香港地产股。同比增速上，两类股变动较大，相互没有明显的趋势关联性，但 2015 年在内地地产股开始正同时，香港地产股保持低于-0.2%的同比增速，证明其存货营运效率向好趋势。

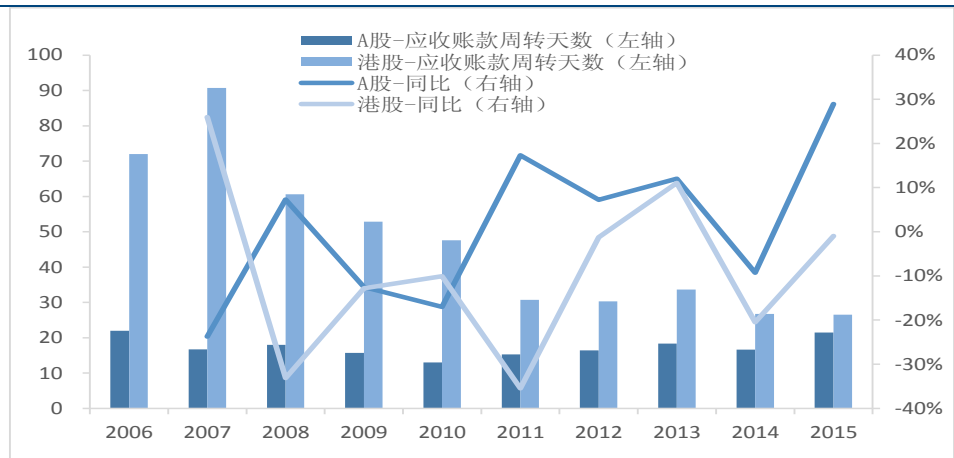
图 58: 房地产板块存货周转天数



资料来源: wind, 东兴证券研究所

应收账款周转天数上，内地地产股在周转天数上保持远低于香港地产，这反映其在应收账款管理上较为高效，通过加快应收账款的产生支付保持较低的应收账款占比，降低对企业经营现金流的压力，提高营运能力。同比变动上，两类股份都有较大的波动性，在 2014 年的负增速后，2015 年两类同比都大幅上扬，显示市场风险加大，使得销售规模或是行业应收账款循环出现较大问题。整体而言，香港地产同比增速上要低于内地地产，两者周转天数差距在缩小。但短期营运能力上，内地地产股优于香港地产股。

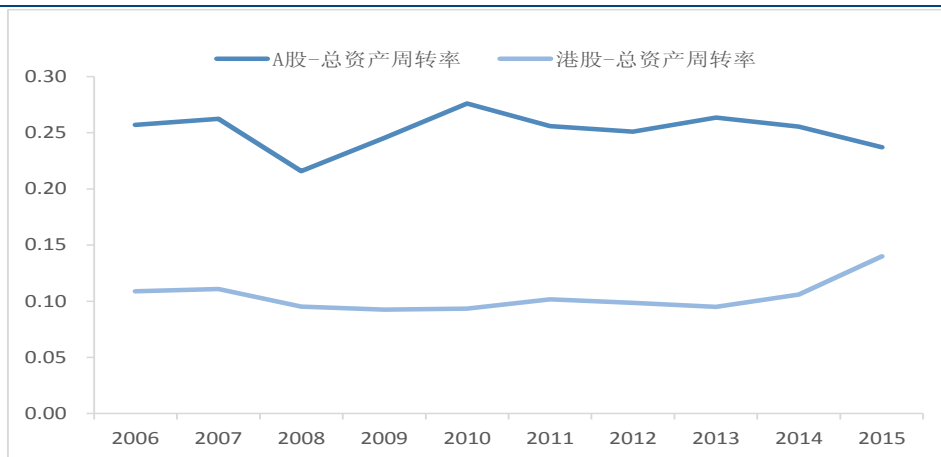
图 59：房地产板块应收账款周转天数



资料来源: wind, 东兴证券研究所

长期营运能力上，用总资产在单位会计年度的周转次数进行比较。两类地产股该指标都比较平稳，且内地地产股明显要高于香港地产股，2015 年两类地产股该指标与相互靠拢趋势。内地地产股在短期和长期营运能力上都领先香港地产股，一方面可以用内地政策红利带来的房地产黄金十年解释，营收的迅速增长高于资产项目的增速，营运能力指标向好；另一方面，内地和香港房企面对不同的市场环境，各自具有不同的单一或多元的盈利模式，因此影响营运能力的重视和改善程度。

图 60：房地产板块总资产周转率



资料来源：wind，东兴证券研究所

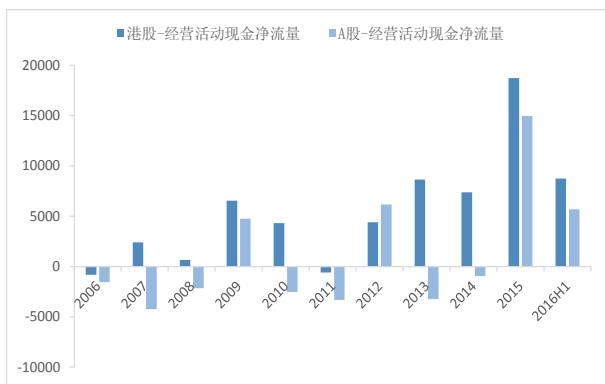
由于开发产品的投资巨大，因此，对于房地产企业来讲现金流断流是企业面临的最重要的财务风险，所以，保持现金流稳定是房地产企业财务管理的重要内容。

对两类地产股按市值调整和加总后的经营活动净现金流进行比较，香港地产股经营净现金流除 2012 年外，其他年度都明显高于内地地产股，且内地地产股在较多年份出现负的经营现金流，反映其资金收紧或是流动性困难。我们进一步统计 2006-2016H1 期间内地和香港地产权重股中经营活动净现金流为负的企业占比，可以发现，内地地产各年度该比率都高于香港地产，这便是对内地地产股现金流状况较差的一个明显揭

示。内地地产股在黄金十年内，保持较高的购买土地和新开工项目的频率，这是货币资金的一笔较大支出；同时，较高的采购支出和快速扩张带来的各项营业费用和职工薪酬的增加，消耗了大量经营活动现金。再结合近年较为流行的购买期房行为，内地房产股提前确认收入利润但却没有实际的现金流入，这也加重经营活动现金流的紧张趋势。

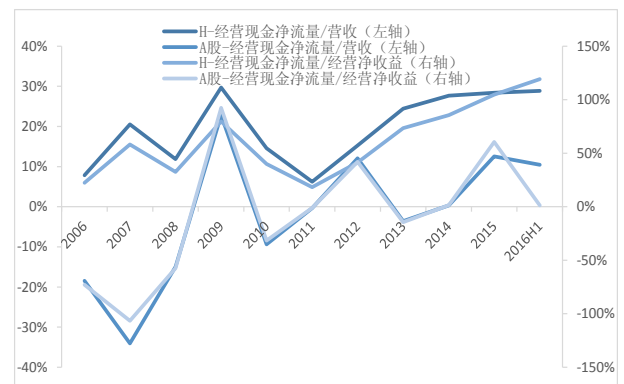
选用两项具有代表性的指标进一步佐证两类股份经营现金流的优劣。“经营活动产现金净流量/营业收入”以及“经营活动产现金净流量/经营活动净收益”，结果和上述一致。

图 61：房地产板块经营活动现金净流量



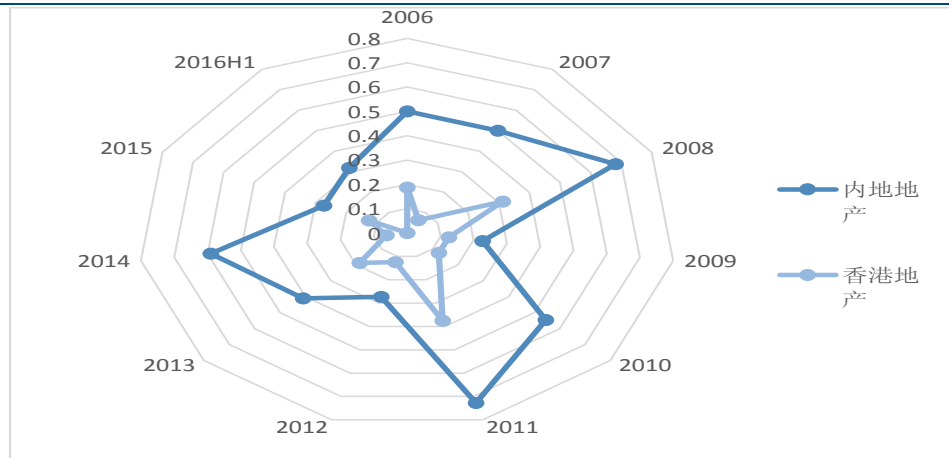
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 62：房地产板块经营活动盈利质量



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 63：房地产板块经营活动净现金流为负企业占比



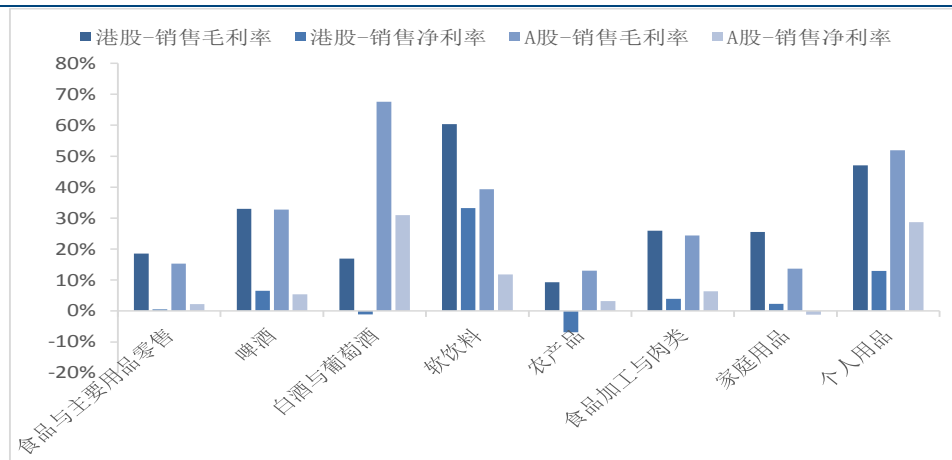
资料来源：wind，东兴证券研究所

3.2 大消费板块

3.2.1 必选消费

截止 2016 年 12 月 31 日，港股必选消费板块成分股共计 106 支，流通市值共计 3524.41 亿港元，占港股流通市值的 1.38%，是港股板块中占比最小的一个分支。对必选消费板块进行细分，主要包括食品零售、啤酒、白酒与葡萄酒、软饮料、农产品、食品加工与肉类（乳制品、肉制品、方便面、调味品）、烟草、家庭用品、个人用品等。其中消费收入弹性上，按照 2013-2015 三年平均收入弹性系数（内地）高低依次为个人用品、调味品、软饮料、乳制品、啤酒、葡萄酒、肉制品、方便面、白酒。白酒最低，反映其消费需求对消费者收入的反应最为迟钝，整体需求水平较为稳定。按毛利率和净利率进行比较，选取 2015 年数据，港股必选消费板块毛利率和净利率最高为软饮料，其次个人用品、啤酒、食品加工与肉类等，白酒与葡萄酒仅高于农产品，且整体净利率为负。A 股市场上该板块则以白酒类最高，其次个人用品、软饮料，最低依次为家庭用品、食品零售和农产品。比较而言，A 股必选消费板块在整体上盈利能力要高于港股，特别是白酒和个人用品类，对该板块毛利净利率有较大提升作用，而港股则在软饮料类上明显高于 A 股。

图 64：必选消费板块 2015 年销售毛利率、净利率

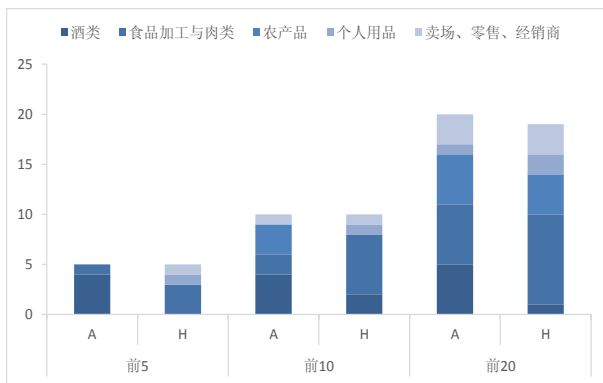


资料来源: wind, 东兴证券研究所

A股与港股在必选消费板块细分科目上类型有较大差异。挑选两市该板块各自流通市值排名前20的个股,前五名中,A股有4家为白酒类,港股有3家食品加工与肉类;前十名中,A股除4家白酒类外,包含3家农产品;港股则共计6家食品加工与肉类企业,以及两家啤酒公司;前二十名中,A股再多3家食品零售公司,港股则总共有9家食品加工与肉类公司。A股白酒类和食品加工类较高的净利率提升权重股整体的盈利水平,而港股较高毛利率的啤酒类和个人用品类品牌的缺乏使得其权重股整体盈利水平不及A股。

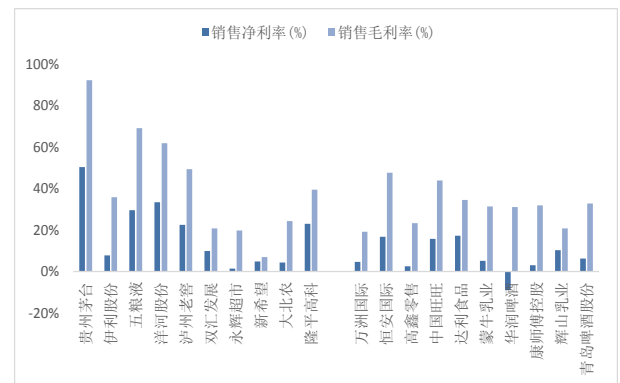
截取2015年A股与港股必选消费板块流通市值前10名盈利指标,首先整体上A股毛利净利率要高于港股该板块;其次,A股高盈利能力的个股表现为贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、隆平高科,其中白酒类公司在内地借助深厚文化氛围形成的消费市场、一线高品牌溢价、国有控股独大地位等形成超高毛利;隆平高科是我国农业科技创新的龙头企业,品牌效应好,国家政策扶持,因此盈利性在农产品类中相对突出。港股市场恒安国际、旺旺、达利食品等净利率较高,但相比A股同类企业并无较大优势,整体与A股净利水平仍有较大差距。

图 65：可选消费板块权重股分类



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 66：可选消费板块权重股毛利率、净利率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

◆ 个人用品：恒安 维达

在香港必选消费子版块中，选择个人用品类进行分析，主要包括权重股恒安国际和维达国际。截止 2016 年末，恒安流通市值为 686.18 亿港元，维达为 164.92 亿港元；当年度营收分别为 221.58 和 120.62 亿港元，说明两者在市场价值和经营规模上有较明显差距。两家公司均以纸巾为主营业务，其中维达国际在 2016 年纸巾业务收入占 83%，个人护理业务占 17%；恒安国际则纸巾、女性卫生用品、纸尿裤分别占比 47%、34.1%、11.2%，并在 2016 年将集团旗下零食分部亲亲集团分拆以专注个人卫生用品业务。从经营范围来看，恒安国际更显多元化经营策略。

对二者的盈利能力进行比较。2012-2016 年间，在销售毛利率和净利率上，恒安都明显高于维达，成本端，维达主要原材料造纸木浆价格近几年有向上波动，毛利率较低；恒安除此之外，卫生巾和纸尿裤产品原材料石油化工产品的价格长时间维持于较低水平及产品组合优化的效益，推动其保持较高的毛利率。在营业开支的管理上，恒安的期间费用管控效率也优于维达，由此在净资产收益率上，恒安领先于维达。

接下来重点对成长性进行分析。观察恒安国际近五年的营收-营业-净利同比数据：

- I. 2012 年营利同比远高于营收同比，净利同比又明显低于营利同比。前者主要受益于当年营业成本率下降明显和对 S&A 费用增速的控制（S&A 费用同比 4.46%，营收同比 8.65%），使得营利同比高于营收同比。后者是因为其他非经营性损益（汇兑损益）由 2011 年的 0.99 亿港币减少至本年度-0.44 亿港币，且实际所得税率上升，使得净利同比低于营利同比。
- II. 2013 年营利同比 3.2%，净利同比略高为 5.8%，营收同比却达到 14.37%。当年度营业开支项同比增速较高（S&A 费用增速 26.79%，营收同比 14.37%，营业成本率不变），导致营利同比低于营收。同时，其他非经营性损益（汇兑收益）由 2012 年的-0.44 亿港币猛增至 2.55 亿港币，且利息净收入较高增速（48.05%），导致净利同比高于营利。
- III. 2015 年营利同比为 19.22%，但营收同比和净利同比分别只有 2.62%和 3.45%，远低于营利增速。2015 年，营业成本率持续下降，且 S&A 费用大幅下降（S&A 费用同比-3.53%，营收同比 2.62%），导致营利保持高于营收的增速；同时，利息净收入下降 0.65 亿港币（-30.26%），其他非经营性损益（汇兑损益）由前年度-1.49 亿港币继续大幅下降至-4.46 亿港币，且当年实际所得税率上升，使得净利同比低于营利同比。
- IV. 2016 年营收-营利-净利都出现一定程度的负增长，其中营收下降最大为-9.44%。受益于 2016 年主要原材料造纸木浆和石油化工产品价格维持低位以及多样化经营带来的产品组合效益优化，整体毛利率稳中有升，女性卫生用品和造纸业务营收占比分别上升 1%与 0.4%至 34.1%与 47.0%，但在市场渗透率较高和竞争激烈

的现实环境下，销售增长不甚理想。国内中小型厂商的大量涌入使得中低档产品上竞争激烈、跨境电商带来外国品牌的冲击对中高档产品又产生较大影响，因此当年纸尿裤业务收入下降约 12.3%。占集团持续经营业务收入约 11.2%。集团因此于 2016 年 7 月分拆旗下零食分部亲亲集团以专注从事其个人卫生用品的生产及销售。

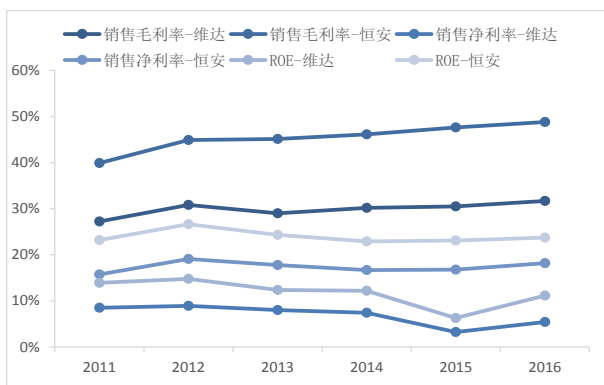
维达国际的非经常项目损益主要是政府补助，变动较大但稳定在千万港币水平，对营
利到净利有一定的调节作用。观察维达国际近五年的营收-营业-净利同比数据：

- I. 2013 年营收增速减缓 (12.85%)，营业负增长 (-8.57%)，净利同比大幅下降至 1.18%。2013 年，营业成本和营业费用占比上升，其中营业成本同比 16%，S&A 费用同比 15.76%，均高于营收同比 12.85%，使得营业同比为负；同时，当年度对联营企业的税后损失份额计入权益性投资损失 0.27 亿港币，其他非经营性收益 (汇兑损益) 由之前年度的 0.04 亿增至 0.62 亿港币，特别是实际所得税率由 25.35%减小为 19.35%，有力推动净利同比回归正数。
- II. 2015 年，营收增速较高，营业增速次之，净利同比却下降 47.02%。2015 年中国经济进入新常态，加之人民币贬值及各类快速消费品市场均存在竞争，对经营环境带来挑战。纸巾行业产能过剩供需不平衡有所缓解，但市场竞争仍然激烈，木浆价格上升亦对盈利造成一定压力，使得营业成本率和营业费用率有一定上升。从营业利润继续推算，2015 年利息净支出增速高 (29.54%)，其他非经营性损失由前年度的-0.18 亿大幅下跌至-3.09 亿港币 (主要是汇兑损失和外汇交易净损失：外汇交易损失 3.09 亿港元，其中 1.08 亿港元呈报为经营活动，2.01 亿港

元呈报为筹资项目)，非经常性损益项下降 0.49 亿港币至 0.35 亿港币（主要是政府补助），加上实际所得税率明显上升，使得当年度净利润大幅下降至 3.14 亿港币。

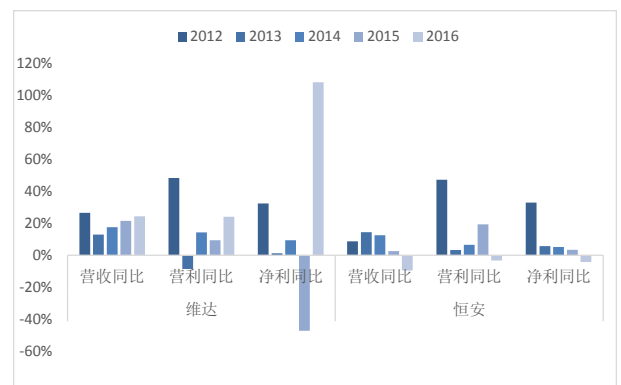
2016 年营收-营利-净利同比都较高，经营状况明显向好。经营环境依然不佳，但公司在 2015 年经营的基础上，控制销售和管理费用增速，灵活应对木浆成本上浮风险，保持了营收和营利水平的稳定上升。虽然利息净支出上涨 56.39% 至 1.61 亿港币，但公司控制汇兑损失同比减少 2.34 亿港币（76%）至 -0.75 亿港币，加上实际所得税率明显下降，使得当年度出现远高于营利增幅的 107.84% 的净利润同比。然而面对持续低迷的全球经济、激烈的市场竞争和上升的原材料成本，2017 年业务前景依然严峻。

图 67：维达&恒安盈利能力比率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 68：维达&恒安成长性比率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

表 10：恒安国际费用支出及同比

恒安国际（亿港币）	2012	2013	2014	2015	2016
销售&管理费用	41.39	52.48	64.02	61.76	58.18
S&A 费用-同比	4.46%	26.79%	21.99%	-3.53%	-5.80%

利息净收入	0.68	1.00	2.14	1.49	-2.06
利息净收入-同比	35.29%	48.05%	113.59%	-30.26%	-237.52%
营收同比	8.65%	14.37%	12.50%	2.62%	-9.44%

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 11：维达国际费用支出及同比

维达国际（亿港币）	2012	2013	2014	2015	2016
销售&管理费用	11.36	13.15	16.58	21.40	27.98
S&A 费用-同比	40.38%	15.76%	26.05%	29.08%	30.77%
利息净支出	0.41	0.57	0.79	1.03	1.61
利息净支出-同比	4.48%	39.22%	39.51%	29.54%	56.39%
营收同比	26.48%	12.85%	17.46%	21.45%	24.32%

资料来源：wind，东兴证券研究所

◆ 乳业：蒙牛、现代牧业、中国圣牧

我们在香港必选消费板块前 20 权重股中选取乳业类公司蒙牛、中国圣牧与现代牧业，对三者进行比较分析。截止 2016 年 12 月 31 日，三者流通市值分别为 586.4、136.62、101.32 亿港元。

现代牧业主营奶牛养殖业务（主要生产和销售原料奶予客户用于加工成乳制品）及自有品牌液态奶业务（主要生产和销售液态奶产品），是中国最大的乳牛畜牧公司及最大的原料奶生产商，奶牛养殖业务 2016 年营收集团占比达 69.59%，处于产业链条上游。截止 2017 年 2 月 7 日，蒙牛作为控股方持有现代牧业 22% 股份，并已于 2017 年 3 月 21 日进一步收购现代牧业其余已发行股份，占公告日公司 61.3% 权益。

牧业业务、液态奶业务、有机饲料种植为中国圣牧三大业务，截止 2015 年底，公司液态奶业务收入首次超过上游原料奶产品，产业由上游向下游布局。其独具特色的垂直一体化种、养、加、销产业链模式，及建立的绿色生态、循环促进、低碳环保的可持续发展产业体系有助于为圣牧带来可观的收入和利润贡献。

蒙牛乳业是由国资委实际控制的一家大型国企。相对传统的现代牧业等上游原奶生产公司而言，蒙牛处于乳业产业链下游，主业包括液态奶、冰淇淋、奶粉等各类乳制品，是中国领先的乳制品生产厂商之一。

对三者的盈利能力进行比较。在销售净利率上，中国圣牧>现代牧业>蒙牛乳业，圣牧的毛利率净利率高于现代，其经营模式为典型的打通产业链，垂直整合度高，分享了上下游整体收益，而后者在行业周期底部被下游蒙牛抢去了利润。投入资本回报率上中国圣牧>蒙牛乳业>现代牧业，2013 奶荒、2014 年原奶价格高位盘整中，上游乳企占尽优势，现代牧业受益明显，盈利指标上升明显。2015 年为乳业寒冬，供求逆转、奶价大跌，至今低位盘整，现代牧业由于液态奶收入占比较小，因而受损最大，而更早开拓下游的圣牧相较现代牧业而言，压力就轻了不少。圣牧体量高于现代牧业，有机奶相对高端、议价能力较前者强，也是非常关键的因素。

接下来重点对成长性进行分析。观察蒙牛乳业近五年的营收-营利-净利同比数据：

- I. 2012 年的营收-营利-净利增速都不甚理想，净利同比下降 20.91%。2012 年，内部调整，包括品牌策略调整、销售渠道整合和信息系统改革等，为未来整体升级和长远发展做了充足准备。同时当年营收-3.55%的增速，由于营业成本和 S&A

费用（同比下降 2.15%）下降速度不及营收，因此营利同比下降更多，净利同比因此有明显下幅。

II. 销售状况遇冷，营收-营利-净利同比小幅度下降。2015 年，虽然中国乳制品人均消费量仍存在巨大的提升空间，但二零一五年是中国乳业充满挑战的一年，原奶供给过剩，消费市场需求发生变化，市场竞争激烈，导致营收规模小幅下降。营业成本率有小幅下降，但营业费用率保持不变，因此营利同比保持小幅下降。虽然权益性投资损益下降 2 亿，但利息净收入有 8.58% 的提升，加上非经常项目损益项下的政府补助上升 1 亿，出售附属公司产生 1 亿收益，汇总后净利同比降速相对营利同比有小幅回落。

III. 2016 年，在营收同比上升 3.15% 的基础上，营利同比下降 38.36%，净利同比下降 129.72%，净亏损 8.4 亿港元。2016 年，营业成本率有所下降，但 S&A 费用同比上升 15.88%，增长近 24 亿港元，营业费用率同比上升达 25%，使得营利同比在营收微升基础上大幅下降。利息净收入下降 41.63% 至 1.77 亿，金额相对较小；权益性投资损益主要是对现代牧业的投资损失，按份额确认 3 亿港元的损失；特别是非经常项目损益，由于 2013 年收购雅士利给蒙牛乳业带来了 49.48 亿人民币的商誉值，随着雅士利业绩的大幅下滑，显然主动减值也是情理之中，因此 2016 年计提了 25 亿的商誉减值准备。抵消 2 亿的政府补助后，非经常项目损益产生 -23 亿的账户余额，比 2015 年底 5 亿的账户余额下降 5 倍多，最终净利润同比下降 130% 即亏损 8 亿港元。进一步分析，2016 年蒙牛内生盈利(剔除雅士利和现代牧业后的利润，但包括抛售高成本库存奶粉的损失)同比减少 7.4%

至 20.1 亿元，而当年上半年同比增速为 7%左右，7.4% 的下降主要受抛售库存奶粉造成的损失(税前 5.53 亿元)拖累。可以说雅士利是蒙牛乳业亏损的“拖油瓶”。

观察现代牧业近五年的营收-营利-净利同比数据：

- I. 2013 年营利增速较高，但净利同比为负。2013 年，利息净支出同比增加 164.7% 至 1.83 亿港元；其他非经营性损益项同比下降 123%至-0.37 亿港元，其中主要是公允价值变动减乳牛销售成本产生的收益由 1.61 亿下降至-0.83 亿港元；最终净利润下降 0.82 亿至 4.07 亿港元。
- II. 2014 年营利同比较大负增长，但营收和净利较高增速。2014 年，销售和管理费用同比上升 161.80% (40.38 亿港元) 至 65.33 亿港元，超过营收增长额 32.59 亿港元，导致营利出现 1.7 亿港元的亏损。本年度非经常性损益由 1.14 亿下降至 -1.5 亿港元，主要是衍生金融负债公允价值变动损失 2.09 亿，以及出售固定资产损失 0.36 亿港元。其他非经营性损益项上，虽然公允价值变动减乳牛销售成本产生的损失扩大至 4.17 亿，但于收获时按公允价值减销售成本确认原料奶产生的收益增加至 21.12 亿港元，加总后该项共产生 16.04 亿港元的收益，抵消非经常项目损失后，仍有力推动负的营利转为较高的净利润。
- III. 2015 年经营恶化，营收和净利下降明显。2015 年，对管理和销售费用的有效控制下同比下降 12.15%，使得营利为正的 0.13 亿港元，但之前年度较大亏损使得营利同比超过 100%。但 16.87% 的利息净支出增速，特别是其他非经营性损益项目上，于收获时按公允价值减销售成本确认原料奶产生的收益减少近 4 亿至 12.03

亿港币，加上公允价值变动减乳牛销售成本产生的损失进一步扩大 1.5 亿港币，使得当年该账户减小近一半至 6.36 亿港币，使得当年净利润出现明显负的同比增速。

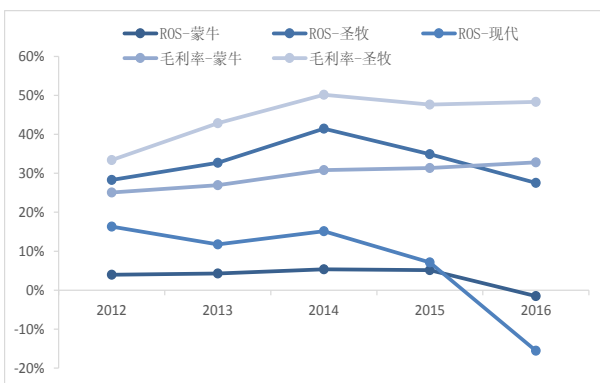
IV. 2016 年恶化加剧，营利和净利亏损较大。2016 年原奶供应充裕，价格复苏缓慢，现代牧业原料奶价格下跌、喷粉及加大了市场和销售费用投放力度（报告期公司液态奶宣传费用 5.08 亿，比上年的 0.23 亿元增加 4.85 亿，同比增加 21 倍），虽然营收下降近 2%，但管理和销售费用同比上升 5.88%。加上 2015 年营利仅 0.13 亿，使得本年-4.73 亿的盈利同比变动高达-3487.5%。利息净支出同比上升 14.17%（0.5 亿），特别是其他非经营性损益上，公允价值变动减乳牛销售成本产生的损失继续扩大至 10.59 亿港币，使得该账户总计同比下降 5.8 亿港币，从而进一步扩大了净利润的亏损金额。

观察中国圣牧近五年的营收-营利-净利同比数据：

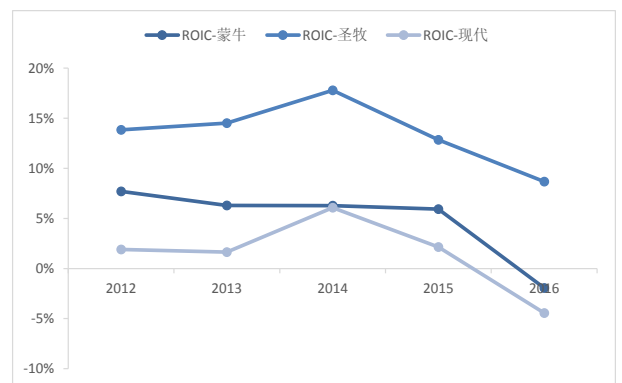
- I. 2012 年净利同比远低于营利同比。2012，利息净支出同比上升 584.72%至 0.13 亿港币，特别是其他非经营性损益由去年 1.43 下降至 0.06 亿港币，主要是生物性资产公允值的变动减去销售成本产生的收益下降，这使得在营利上升的情况下出现净利的减少。
- II. 2015 年营收营利增速下降明显，净利同比仅 6%。2015 年，营业成本率上升，销售和管理费用同比增速 53%，高于营收同比 37%，拉低营利相对营收的增速水平。净利息支出同比增加 0.35 亿港币，增速 50.84%；对联营企业确认的权益

性投资损益由-0.08 进一步扩大至-0.18 亿港币；其他非经常性损益（生物性资产公允价值减销售成本产生收益）也大幅减小 0.4 亿港币；最终使得扣除少数股东损益后的净利仅个位数增长。

III. 2016 年销售颓势加剧，净利同比负增长。2016 年，中国乳品行业竞争进一步升级及上游原料奶相对受压的态势，销售增速下滑。由于营业费用整体上升 30%，导致营利出现小幅下滑。营业利润之外，利息净支出上涨 30%（0.3 亿港币），其他非经营性损益（生物性资产公允价值减销售成本产生收益）下降 0.8 亿港币至-0.23 亿港币，特别是非经常项目损益上，政府补助减少的同时，有一笔 0.63 亿港币的捐赠支出，使得该项目相比去年减少了 1.08 亿港币，最终当年计得净利润 7.61 亿港币。

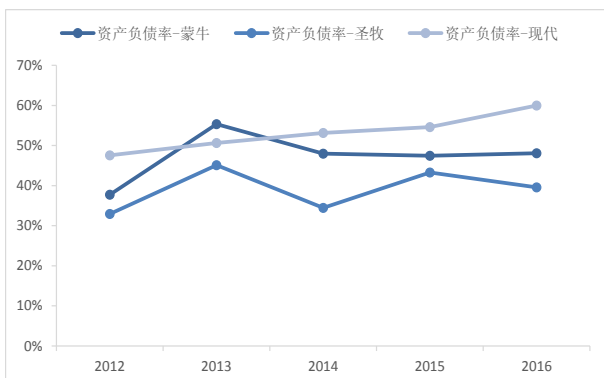
图 69：蒙牛&圣牧&现代 ROS、毛利率


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

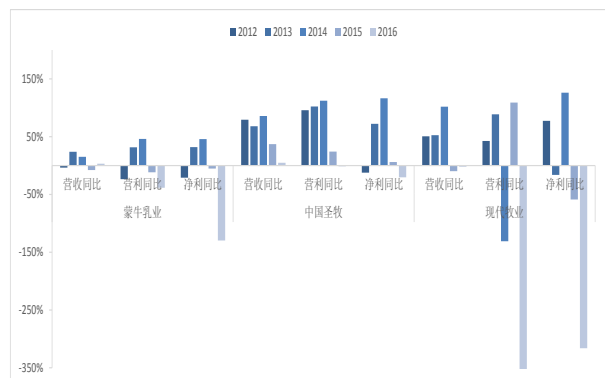
图 70：蒙牛&圣牧&现代 ROIC


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 71：蒙牛&圣牧&现代资产负债率
图 72：蒙牛&圣牧&现代成长性指标



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

表 12：蒙牛乳业费用支出及同比

蒙牛乳业(百万港元)	2012	2013	2014	2015	2016
营收同比	-3.55%	23.92%	15.23%	-7.82%	3.15%
S&A 费用	9,399.10	12,431.51	15,851.70	15,345.66	17,782.44
同比	-2.15%	32.26%	27.51%	-3.19%	15.88%
利息净收入	224.07	272.35	279.50	303.47	177.14
同比	55.71%	21.55%	2.62%	8.58%	-41.63%

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 13：中国圣牧费用支出及同比

中国圣牧(百万港元)	2012	2013	2014	2015	2016
营收同比	79.46%	67.94%	85.68%	37.07%	4.79%
S&A 费用	43.70	123.70	291.36	445.15	480.33
同比	148.77%	183.08%	135.54%	52.78%	7.90%
利息净支出	12.93	41.12	68.78	103.74	134.95
同比	584.72%	218.01%	67.25%	50.84%	30.08%

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 14：现代牧业费用支出及同比

现代牧业(百万港元)	2012	2013	2014	2015	2016
------------	------	------	------	------	------

营收同比	50.64%	52.64%	101.88%	-9.66%	-1.86%
S&A 费用	1,691.42	2,495.61	6,533.47	5,739.47	6,077.21
同比	54.55%	47.55%	161.80%	-12.15%	5.88%
利息净支出	69.02	182.69	308.69	360.77	411.91
同比	19.08%	164.70%	68.97%	16.87%	14.17%

资料来源：wind，东兴证券研究所

接下来，我们分别截取港股与 A 股各自市值排前 20 的股票，以流通市值为权重对其 2015 年利润表项目进行加权平均，计算各自占营收比重后列示如下。

表 15：必选消费板块利润表

单位：亿港元	港-2015	百分比	A-2015	百分比	港-2014	百分比
营业收入	511	100.00%	331.53	100.00%	656.43	100.00%
主营收入	507.88	99.39%	328.55	99.10%	653.03	99.48%
其他业务收入	3.12	0.61%	2.98	0.90%	3.4	0.52%
总营业支出	471.49	92.27%	234.43	70.71%	617.59	94.08%
营业成本	372.88	72.97%	171.79	51.82%	488.63	74.44%
毛利	134.15	26.25%	156.76	47.28%	163.53	24.91%
销售及管理费用	96.24	18.83%	62.11	18.73%	126.58	19.28%
员工薪酬	49.54	9.70%	-	-	55.83	8.50%
折旧摊销	15.65	3.06%	-	-	17.95	2.74%
营业利润	39.52	7.73%	97.1	29.29%	38.84	5.92%
利息支出	3.96	0.77%	1.13	0.34%	5.08	0.77%

利息收入	2.85	0.56%	2.03	0.61%	4.41	0.67%
利息净支出	1.11	0.22%	-0.9	-0.27%	0.67	0.10%
权益性投资损益	0.48	0.09%	1.14	0.34%	0.95	0.15%
其他非经营性损益	-1.96	-0.38%	-0.13	-0.04%	4.78	0.73%
非经常项目前利润	36.93	7.23%	99	29.86%	43.91	6.69%
非经常项目损益	3.23	0.63%	2.75	0.83%	3.04	0.46%
所得税	10.63	2.08%	24.41	7.36%	13.1	1.99%
少数股东损益	2.54	0.50%	3.65	1.10%	3.22	0.49%
持续经营净利润	27	5.28%	73.7	22.23%	30.63	4.67%

资料来源：wind，东兴证券研究所

A 股该板块受制于白酒类及农业科技类高市场估值但较低营收的影响，在营收规模上不及港股，但 A 股受益于白酒类对毛利的提升作用，营业成本率只有港股的 2/3，从而使得其营业利润在规模上反超港股。日常消费板块在营业外的权益性投资、利息收支、非经常项目损益上金额较小，对营业利润率到净利率的转化没有明显影响。但港股板块利息净支出占比为负，A 股却是净利息收入，主要是因为港股板块内的万洲国际作为业务范围跨美欧中的跨国公司，有较高的汇兑损益，近两年主要是汇兑损失冲击，使得港股该板块出现连续的利息净支出。所得税费用上，A 股明显占比高于港股，这反映香港公司相对有更低的企业税负，有利于提升企业活力。归属母公司的净利润上，延续较高毛利率带来的高盈利性，A 股权重股净利率为近乎港股 4 倍。

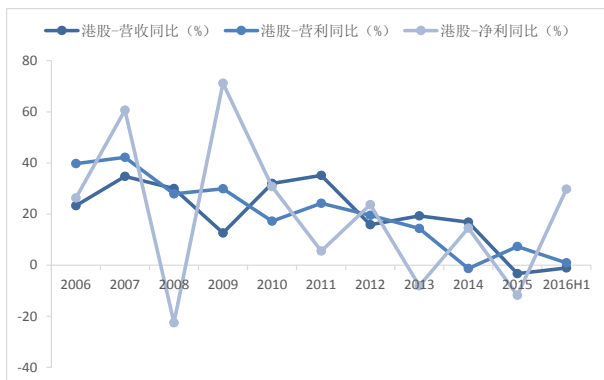
港股自身变动上，受实体经济增长乏力、原料成本波动及行业竞争加剧影响，2015 营收规模同比有所下降，但毛利率有所提升，主要是食品加工与肉类、乳制品享有成本红利影响。营业利润率因此有所上升，但非经营性损益项目占比下降 1%至-0.38%，主要是万洲国际 2015 年农产品收获时公允价值减去销售成本的收益减少所致(2014 年：55.77 亿港元；2015 年：-6.90 亿港元)，这使得 2015 年净利率和 2014 年差距有所缩减，整体而言，港股必选消费板块在营收规模缩减的情况下，盈利能力有所提升。

观察期内，成长性比较上，香港必选消费板块营收-营业-净利增速波动较大，2008 年净利规模有超过 20%的下降，2010 年后，三者增速有不断下降的整体趋势，从 20% 增速跌到 2015 年的零点左右。相对而言，净利润由于在营业基础上进一步反映了非经常性损益变动，所以按年增速波动最大，营业同比则相对平缓很多，也按年度保持较明显的下降状态，说明港股必选消费板块整体销售增长乏力，行业增速放缓竞争加剧。

A 股必选消费板块营收-营业-净利同比变动趋势较为明朗，2009 年和 2011 年是增长黄金期，2010 年后三者增速保持快速下降趋势，至 2015 年同时处于零点附近。近三年来，原材料成本下降，但竞争白热化导致销售费用增长抵消原材料下降释放的利润，国民收入水平增长导致需求的收入弹性下降（国家统计局数据显示，2010-2015 年，国内食品消费收入弹性系数由 1.13 减少至 0.69，相比整体消费弹性系数下降明显，体现两个因素：一个是城市化速度减慢导致需求增长乏力，一个是企业产品老化

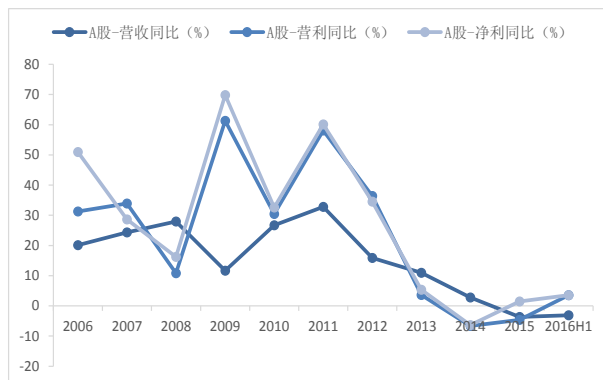
导致消费外溢)，宏观上经济下行压力下 CPI 指数回落，内地必选消费行业基本面处于弱景气状态。

图 73：必选消费板块成长性指标-港股



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 74：必选消费板块成长性指标-A 股

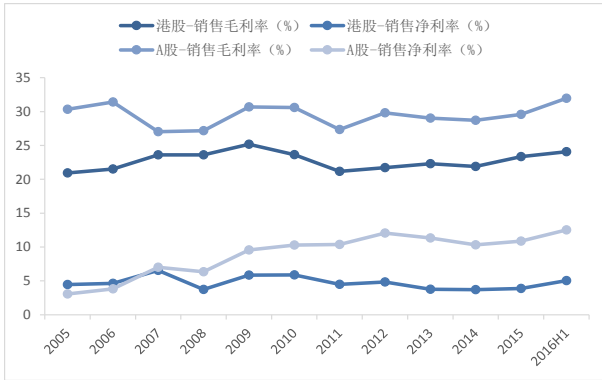


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

盈利能力上，A 股必选消费板块在毛利率和净利率上都明显高出港股。如前所述，权重股的子行业分布差异是导致 A 股更好盈利性的主要原因。且 A 股该板块权重股以白酒类和农业类为主，港股该板块以食品加工与肉类、农产品为主，都属于收入弹性系数较低的子行业，需求的相对稳定导致其创造利润的能力变动较小。进一步观察发现，A 股该板块销售净利率观察期内有长期缓慢上升的趋势，主要是宏观经济增长长期、国家政策支持、原材料下降的成本红利等推动产生。

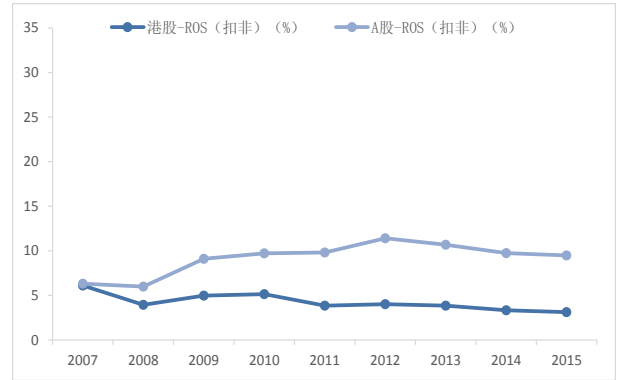
剔除 ROS 指标分子净利润中的非经常性损益项目，以更好反映经营活动的盈利能力。可以发现，该指标上 A 股必选消费板块仍有明显高于港股的水平，且剔除后的 ROS 曲线更为平缓，即在生产销售活动创造利润上，A 股盈利性更强且比较稳定。同时可以发现，2015 年内地和港股板块的非经常性损益有所增加，从而导致双方 ROS 都有上升趋势，但剔除该项后，ROS (剔除) 都是不变中有轻微下滑的。

图 75：必选消费板块销售毛利率、净利率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

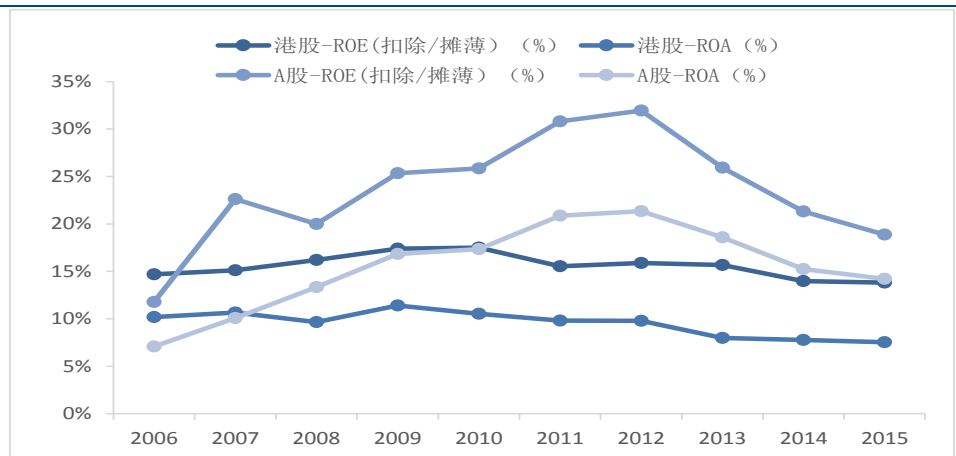
图 76：必选消费板块扣非 ROS



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

总资产报酬率上, 港股必选消费板块观察期内低于 A 股且 2011 年后差距有缩小趋势。内地该板块权重股受制于经济增速下降和行业竞争激烈冲击, 行业景气度下降明显; 港股该板块由于权重股类型较为多样, 食品加工、农产品、个人用品、经销商和卖场等各自面对不同的行业格局变动与经济冲击, 整体经营风险下降, 因此维持相对下降较平缓的 ROA 水平。两市场 ROE 曲线与 ROA 有相同变动趋势, A 股净资产收益率高于港股, 且近四年由于 A 股 ROE 迅速下降导致两市板块 ROE 差距缩小较为明显。

图 77：必选消费板块 ROE、ROA



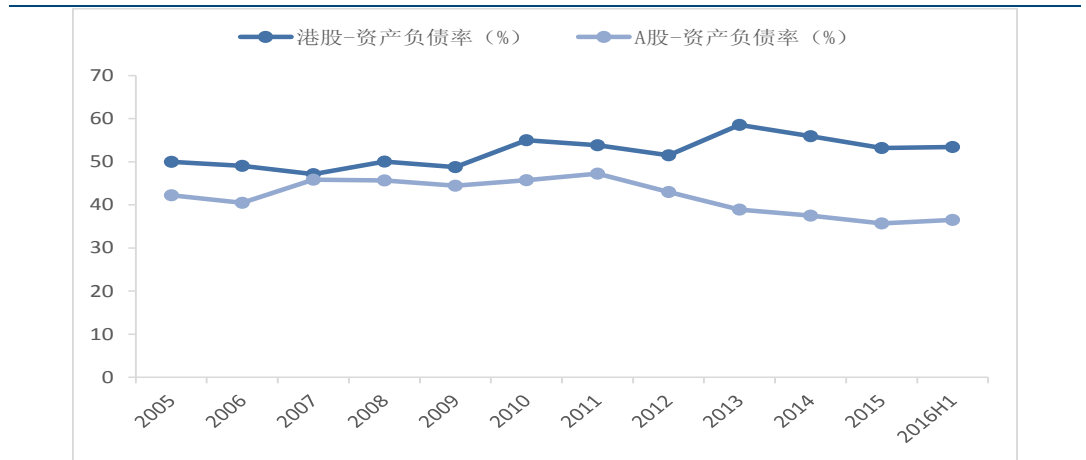
资料来源：wind, 东兴证券研究所

资产负债率上，港股该板块高于 A 股，自 2008 年起该差距有加大趋势。截止 2016 年半年度，港股必选消费板块该指标为 53.41%，内地为 36.54%，港股该板块有相对更高的杠杆率。

A 股必选消费板块中，由于白酒龙头现金流状况优良、农业类资金需求相对小，从而两类有较低杠杆，2015 年资产负债率指标上，白酒类如泸州老窖 21.35%，五粮液 15.61%，农业类如新希望 31.46%（除了隆平高科 51.15%）；同时，零售、奶制品、食品加工杠杆率较高，如伊利股份 49.17%，百联股份 54.24%，但由于在权重股中占比较小，不对整体资产负债率产生决定影响。

港股该板块，各权重股都有较高杠杆率，首先，在权重股结构中主要是有高杠杆的食品加工类企业；其次，个人用品类如恒安国际（54.40%），合生元（73.97%），乳制品、零售类如辉山乳业（57.88%）、高鑫零售（61.04%）都有高于内地同类型企业的杠杆率。高杠杆率代表更高的债务融资需求，反映香港上市企业面对相对更激烈的行业竞争同时，有较高的扩张需求与风险意识。港股该板块上市企业在财务政策上对财务杠杆的使用更为高效，同时也产生了相对较高的财务风险。

图 78：必选消费板块资产负债率



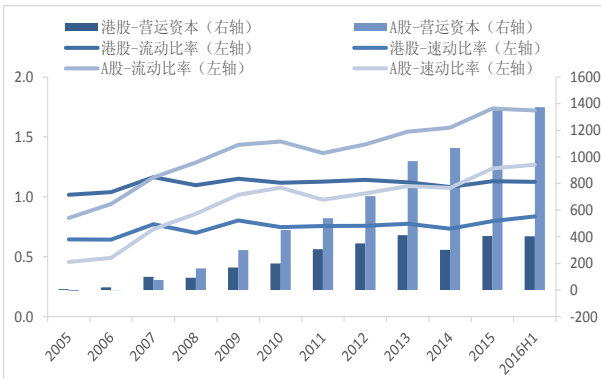
资料来源：wind，东兴证券研究所

偿债能力上，首先观察两市该板块短期偿债能力。港股前 20 大权重股在营运资本规模上远小于 A 股，且 A 股板块营运资本增速高于港股，因此两者差距拉大明显。流动比率和速动比率上，A 股在观察期内 2007 年以后保持高于港股，且差距有逐渐拉大趋势，即 A 股该板块的两项短期偿债指标增长快于港股，反映 A 股必选消费板块在短期偿还债务的能力要优于港股。港股的流动比率观察期内维持高于 1 的水平，速动比率在 0.6-0.8 范围波动，整体短期偿债能力中等。

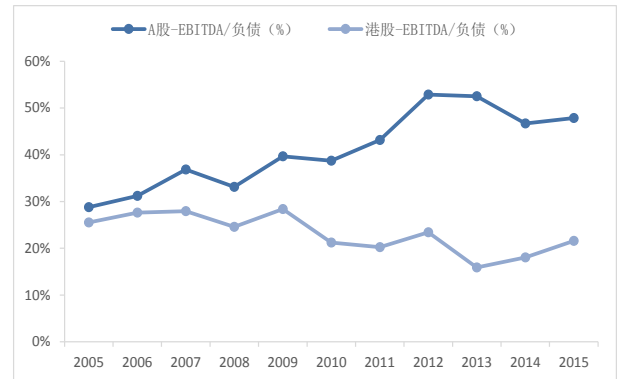
长期偿债能力上，用单位负债包含的息税折旧摊销前利润来反映板块使用债权人和股东资本产生的盈利用以偿还长期负债的能力。A 股该板块指标要高于港股，且由于 A 股板块有相对港股低且存在下降趋势的杠杆率，负债占比不断下降，因此该指标上自 2006 年两市差距逐渐拉大，至 2015 年差距达 0.26，即 A 股必选消费板块较港股多 0.26 的单位负债的偿债能力，在长短期偿债能力上，港股该板块都不及 A 股。

图 79：必选消费板块短期偿债性指标

图 80：必选消费板块长期偿债性指标



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

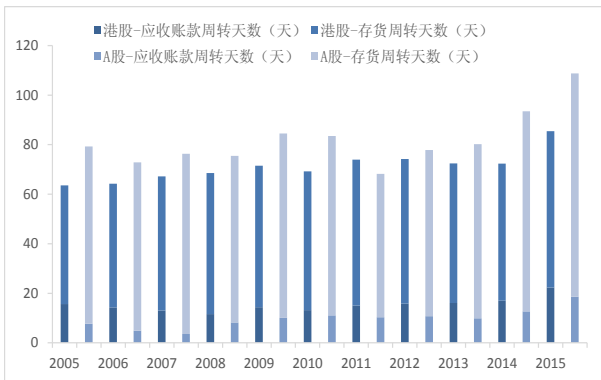


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

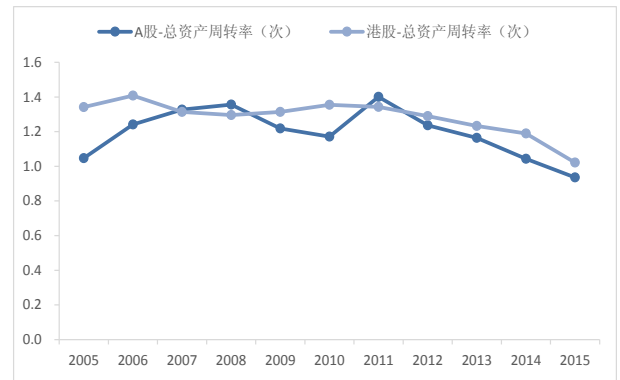
对日常消费板块而言，存货和应收账款余额及变动是其经营状况的重要反映。观察近十年来两市该板块的营业周期（=存货周转天数+应收账款周转天数），发现港股在营业周期上各年度显著低于A股，反映其对流动资产营运和管理效率较低。分解营业周期，港股的应收账款周转天数稳定地高于A股，说明其在应收账款的授信回收上管理效率较低，反映充分市场化竞争中通过应收账款授信期调整增加渠道和销货商，或是激烈行业竞争中买方处于相对优势地位。但在存货周转天数上A股要显著高于港股，即A股该板块的公司的存货周转次数少，存货滞销的风险大。由于A股该板块权重股以白酒类与农业类为主，白酒龙头公司营业额均较小，但毛利高，且其品牌价值使其各年有相对稳定的需求，其存货的特殊性决定其不受存货堆积情况的困扰。农业类在国家政策扶持下仍有较大的农副产品滞销的风险。

总资产周转速度上，观察期内A股整体要低于港股，仅在2008年（金融危机，内地受影响相对较小）和2011年特殊时期（A股该板块营收有较高同比增速）有高于港股的周转速度。2011年之后，A股该板块总资产的周转速度迅速下降，至2015年首

次低于 1 为 0.94，反映行业竞争加剧和宏观政策调整下行业景气度的下行以及对资产营运能力的下降。港股 2011 年后也有小幅下降的趋势，但降幅小于 A 股该板块。

图 81：必选消费板块存货、应收账款周转天数


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 82：必选消费板块总资产周转率


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

3.2.2 可选消费

截止 2016 年 12 月 31 日，港股可选消费板块成分股共计 505 支，流通市值共计 27764.59 亿港元，占港股流通市值的 10.87%，在港股板块中占比高于必选消费，处于中等位置。

港股必选消费板块按市值排名，前十大权重股中，有四家为博彩公司；前二十大权重股中，有五家博彩公司，七家服饰或鞋类公司，三家汽车公司，两家电器类公司，两家零售公司，以及一家媒体公司。A 股该板块前十大权重股有七家家用电器或汽车制造类公司。十一到二十排名上，数家媒体类公司异军突起。两者差异主要体现在港股板块有较多博彩公司和服饰类企业，A 股板块则以家用电器和媒体类公司为主。

我们将该港股板块所有成分股按照 2015 年 12 月 31 日的流通市值为权数，对可选消费板块的利润表数据进行加权平均，得到该板块的利润表。为了突出港股市场的特点，用相同方法得出 A 股可选消费股的加权平均后的利润表数据，两者进行比较分析。

表 16：可选消费板块利润表

2015	港股	百分比	A 股	百分比
营业收入	241.03	100.00%	508.04	100.00%
主营收入	239.95	99.55%	503.26	99.06%
其他业务收入	1.07	0.45%	4.78	0.94%
总营业支出	215.86	89.56%	487.01	95.86%
营业成本	143.49	59.53%	427.81	84.21%
毛利	49.83	20.67%	75.45	14.85%
销售及管理费用	66.67	27.66%	56.66	11.15%
员工薪酬	28.96	12.02%	-	-
折旧摊销	9.16	3.80%	-	-
营业利润	25.17	10.44%	21.04	4.14%
利息支出	1.91	0.79%	2.15	0.42%
利息收入	1.00	0.42%	1.68	0.33%
利息净支出	0.91	0.38%	0.47	0.09%
权益性投资损益	3.55	1.47%	13.65	2.69%

其他非经营性损益	-0.16	-0.07%	0.42	0.08%
非经常项目前利润	27.65	11.47%	34.63	6.82%
非经常项目损益	2.61	1.08%	4.30	0.85%
所得税	3.57	1.48%	5.57	1.10%
少数股东损益	0.62	0.26%	5.24	1.03%
持续经营净利润	26.08	10.82%	28.12	5.54%

资料来源：wind，东兴证券研究所

截止 2015 年 12 月 31 日，A 股该板块共计 455 家有市值数据的上市公司，港股 496 家，但在营业收入规模上，A 股板块几乎是港股板块的两倍，这反映 A 股可选消费板块结构中较多的家用电器和汽车制造类公司，特点都是有较大的销售金额，有力推动 A 股板块在营收规模上的提升。营业支出项上，A 股营业总支出率略高于港股该板块，主要反映各项营业费用和营业成本的差异。营业成本上 A 股显著高于港股该板块，这可以港股板块较多博彩类公司，其较大市值权重使得其高毛利率的特点在板块毛利率上反映出来。营业费用上，主要是销售和管理费用，港股板块该项费用占比超过 A 股板块的两倍，博彩类公司特别是服饰类和鞋类公司，近年来面对越发激烈的市场竞争、颓势延续的行业经营环境、市场饱和等冲击，通过加大营销支出提高知名度和产品销量，是必要的选择。港股该板块在员工薪酬上占比 12.02%，间接通过营业成本和管理费用等反映，整体控制较好。

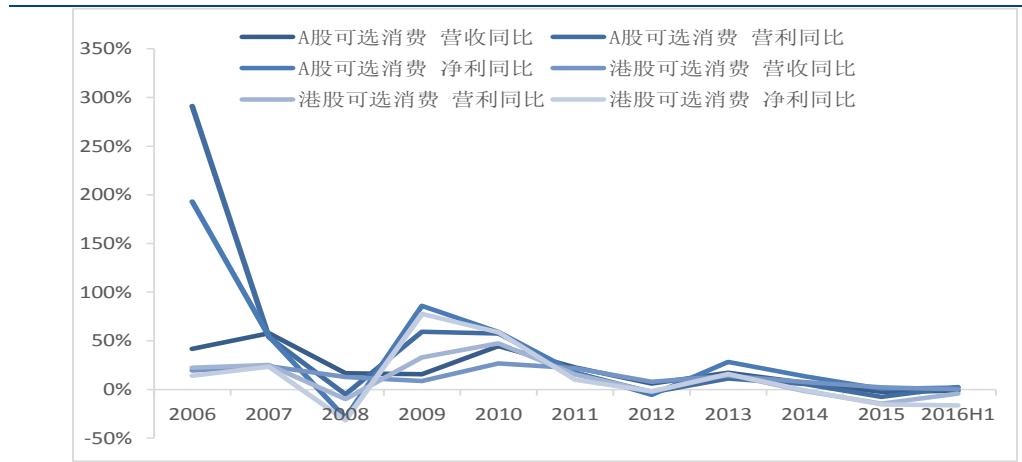
另一项重要的期间费用——利息（净）支出上，两市场差距不大，可选消费板块企业单个规模有限，对债务融资和金融工具投资有限，不会产生较高的利息收支。其他非

经营性损益主要反映汇兑损益的变动，反映汇率走势对损益的影响。非经常项目损益在该板块主要指政府补助项目，对家用电器、汽车制造、中大型服饰类公司的扶持是国家的一项政策。

营业利润率上，港股该板块由于较低的营业成本，从而该指标超过 A 股两倍，在营业活动以外收支上，两市又差距较小，最终净利率上，港股该板块整体为 10.82%，A 股近 5.54%，反映港股可选消费板块较好的盈利能力。

提取港股与 A 股该板块各类财务指标进行比较分析。首先是成长性上，两市观察期内走势较为一致，2008 年是一个显著衰退的时间，营收-营业-净利同比上除营收有小幅上升外，营业、净利同比都出现显著下降。之后 2009-2010 年在国家应对金融危机的刺激性政策、经济环境良好、行业市场广阔等因素推动下，行业进入繁荣期。2011 年度，为平稳物价，抑制经济过热，开始采用加息和提高准备金率等货币政策进行抑制，可选消费板块消费在一定程度受到冲击，各项增速同时回落。2012 年，经济下行趋势初现、加上欧洲主权债务危机不断、美国经济形势不佳，可选消费板块行业景气度不甚理想。2015 年，经济结构转型下的新常态增速、资本市场的动荡加剧、房价持续攀升对可消费资金的挤压作业，港股可选消费板块在这种形势下出现较 A 股更为明显的颓势，营业和净利同比有大幅下降，并延续到 2016 年的上半年。

图 83：可选消费板块成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利性指标上，观察期内，销售毛利率上港股明显高于 A 股该板块，且差距稳定在 10%左右，这反映港股博彩和服装鞋类公司较高的毛利率水平。销售净利率上港股由于毛利率高，对 A 股也保持小幅的优势，但差距并不明显。

总资产报酬率和净资产收益率指标反映公司管理者运用股权和债务资本创造投资回报的效率，港股可选消费板块在两项指标上有略高于 A 股该板块，且走势较为一致，2006-2008 报酬率下降至底端，2009-2010 年明显上幅趋势，2011-2015 年在宏观经济下行和行业环境不佳下开始缓慢下幅，至 2015 年度，港股和 A 股可选消费板块下降至相同的 ROA 和 ROE 水平。

图 84：可选消费板块销售毛利率、净利率

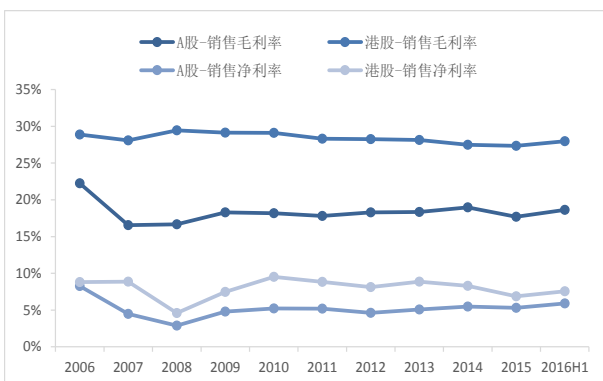
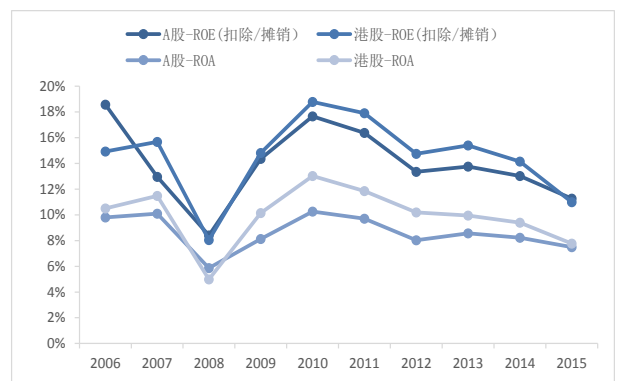


图 85：可选消费板块 ROE、ROA

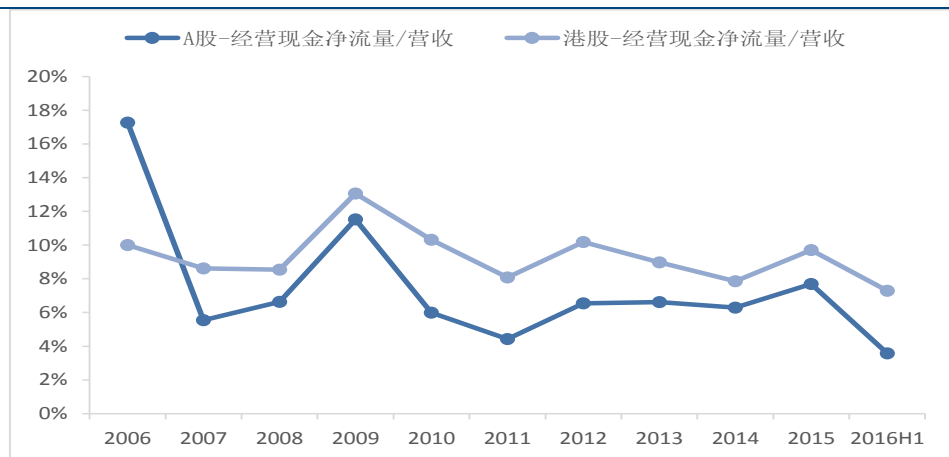


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

港股可选消费板块在盈利能力上由于 A 股，计算单位营收包含的经营活动现金净流量来反映盈利质量的高低，观察期内，除 2006 年外港股板块该指标都显著高于 A 股，说明其销售活动有较好的产生现金流入的能力。

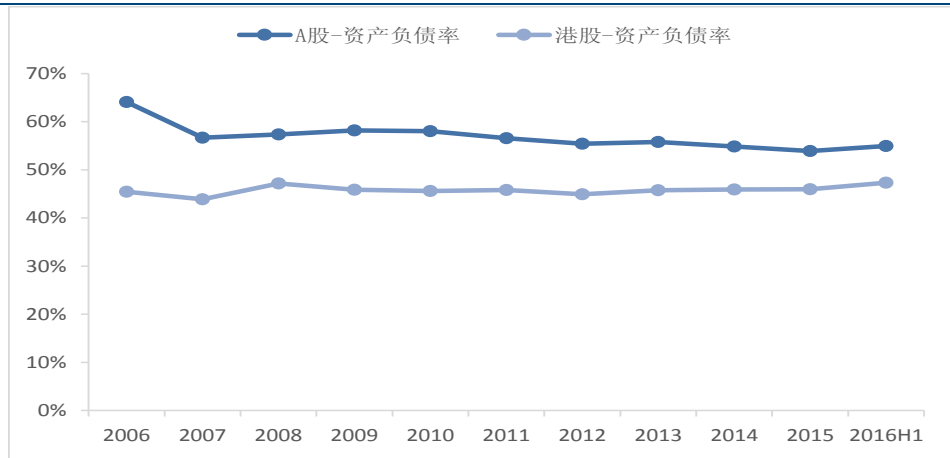
图 86：可选消费板块经营现金净流量/营收



资料来源：wind，东兴证券研究所

资本结构上，港股和 A 股可选消费板块数值较为稳定。A 股板块高于港股，反映其权重股汽车制造和家用电器较高的融资需求下，更多地通过发债形式筹集资金满足研发投入等需要。而港股板块除永利澳门 90.3%(2015 年)的杠杆率较高外，其余博彩类和服饰类权重股杠杆率都较低。

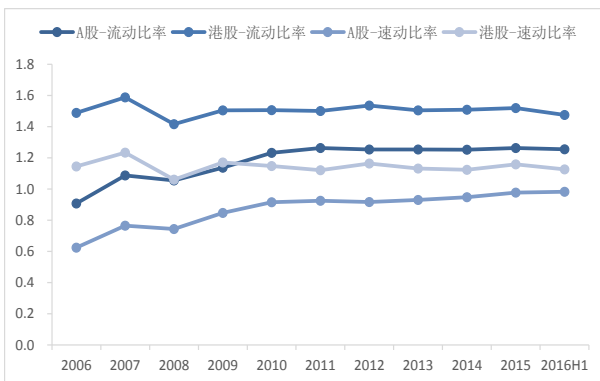
图 87：可选消费板块资产负债率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

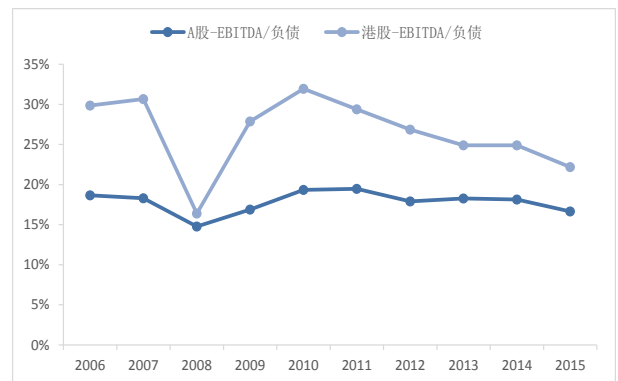
偿债能力上, 观察期内, 港股可选消费板块在流动比率和速动比率上都显著高于 A 股板块。反映其在短期内 (一年内/现时) 变现流动资产偿还流动负债的能力较强。将息税前利润扣除未实际支付的折旧、摊销费用后得到 EBITDA (息税折旧摊销前利润), 港股板块该指标在近十年内维持高于 A 股板块水平, 仅在 2008 年港股由于处在世界金融中心之一, 风险敞口大, 市场自由度高, 受到金融危机较大的影响, 净利润下幅和负债水平上幅相对更大, EBITDA/负债受压大幅下降, 逼近 A 股板块该指标数值。但整体而言, 港股可选消费板块的长期偿债能力是优于 A 股的。

图 88: 可选消费板块流动、速动比率



资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

图 89: 可选消费板块 EBITDA/负债

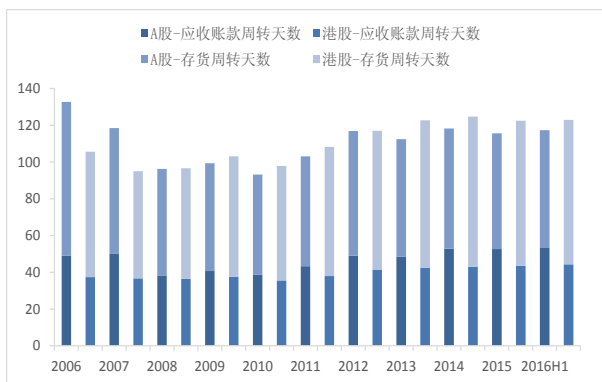


资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

营运能力上，流动资产上主要是存货和应收账款的流动性。应收账款周转天数上，A股可选消费板块观察期内保持高于港股，反映应收账款的流动性港股板块更强。存货周转天数上，A股该板块由2006年高于港股并保持小幅下降，而港股存货周转天数则按年小幅上升，2009年起港股该指标开始高于A股，并持续到2016年上半年，说明港股可选消费板块在存货的营运能力上不及A股，且长期来看，港股该板块的存货管理水平有下降趋势。

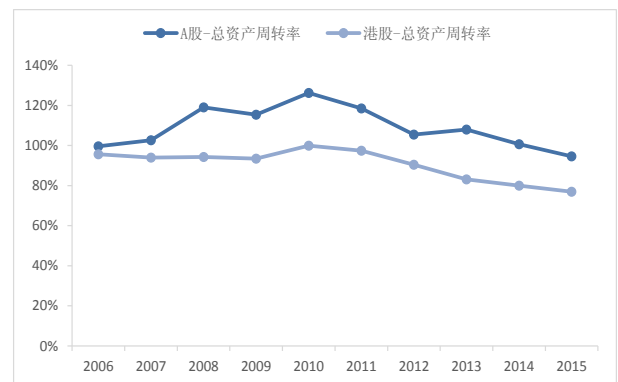
总资产周转率上，港股该板块波动较A股要小，长期来看，两者都保持小幅下降的趋势，即在销售状况呈现颓势下，总资产的营运能力有小幅度的下滑。

图 90：可选消费板块存货、应收账款周转天数



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 91：可选消费板块总资产周转率



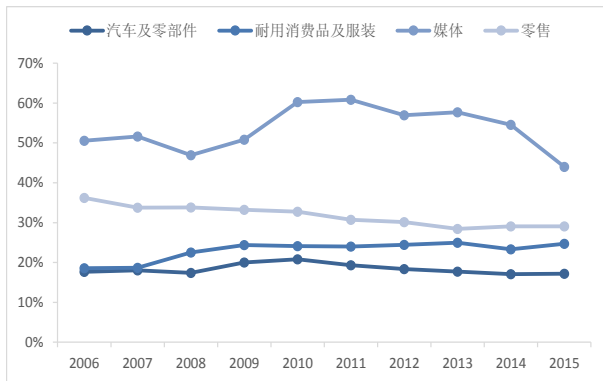
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

由于港股可选消费板块有五大细分子板块，汽车及零部件制造、耐用消费品和服装、媒体、博彩、零售，各具特色，因此提取市值排名靠前的权重股作为子板块代表，对各自特点进行比较分析。港股消费者服务类主要是市值较高的博彩类公司，因此也称博彩子板块。

毛利率上，观察期内由高至低分别为媒体、零售、耐用消费品及服装、汽车及零部件。媒体类公司一枝独秀，毛利率明显高于其他三类板块，权重股主要是阿里影业、恒大健康和电视广播等主营影视广播或是印刷媒体的公司，资产中影视版权或是著作权等无形资产占比较大，固定成本小，导致毛利率水平较高，但营业额基数相比其他子板块较低，与其市值不成正比。零售板块主要是专卖店（珠宝、化妆品）、互联网和实体店零售公司，一般是作为产品的批发和销售端存在，也有自己设计委托代工后进行销售的。其营业成本体现为存货的批量购进成本，主要支出在于门店的租金及营销成本，因此毛利率水平也相对较高。耐用消费品服装属于轻工业，主要包括纺织品、服装、鞋类及家用电器的制造和销售，生产环节创造利润的能力有限，拉低了该子板块的毛利率水平。汽车及零部件制造属于重工业，比较而言，以中低端市场为传统领域的自主品牌竞争力仍然有限，价格低是重要的营销手段之一；新能源如比亚迪、超威电池等政府补助频繁，自身盈利能力不强；玻璃生产商如福耀玻璃、信义玻璃技术水平推动下有较高毛利，但汽车零部件生产商的营收规模小，对整体产生较小提升。

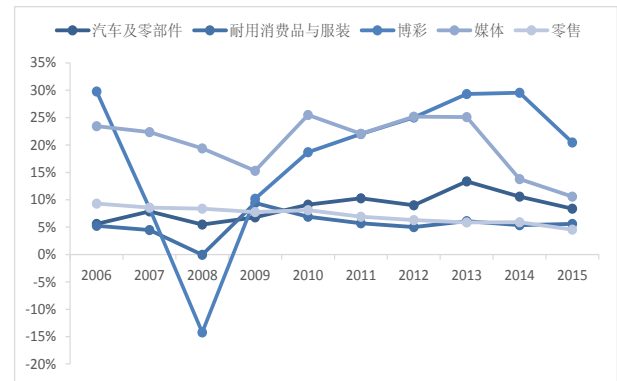
销售净利率上，各子板块近十年波动明显增大。博彩板块波动最为明显，在 2006-2008 年处于直线下降状态，2008 年出现明显整体亏损，之后逐渐回升至 30% 水平，2015 年有下滑趋势。媒体板块由较高毛利率延续，维持 15% 以上的净利率，整体水平上高于其余板块，但 2014 年始出现明显下滑趋势。零售、耐用消费品、汽车及零部件板块最为稳定，净利率水平在 5%-10% 范围内小幅波动，但耐用消费品与服装板块在 2008 年受到金融危机的较大冲击，净利率下降明显。

图 92：可选消费板块销售毛利率（%）



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

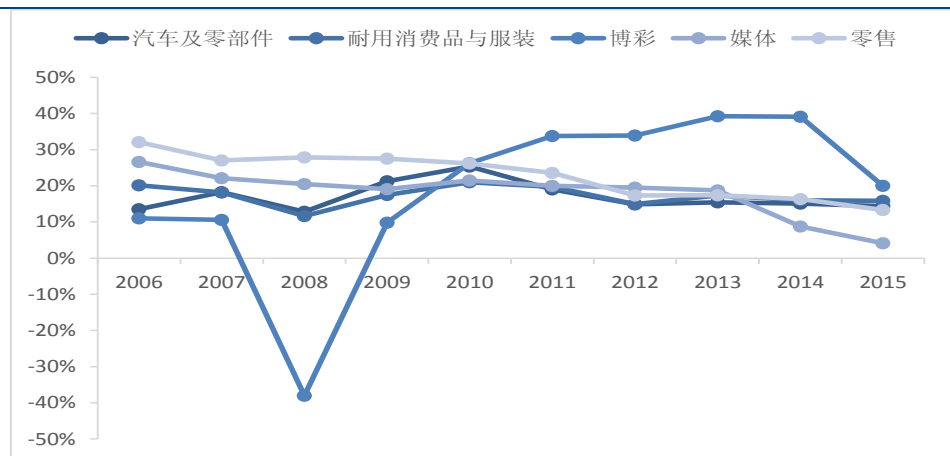
图 93：可选消费板块销售净利率（%）



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

净资产收益率上，整体走势及大小关系与 ROS 水平一致，媒体类 ROE 水平不再远高于其余板块，而是居于中等。扣除非经常性损益项目后，各子版块 ROE 按年波动减缓，特别是媒体子版块，由于其频繁的金融性投资买卖损益以及政府补助项目反映在非经常性损益内，因此扣非后的平滑曲线更反映其逐年下降的盈利能力。汽车及零部件、耐用消费品和服装、零售类 ROE 曲线近五年趋于重合，ROE 水平显著高于各自 ROS 水平也反映了这类板块相对媒体板块较高营业收入对销售净利率的稀释作用。

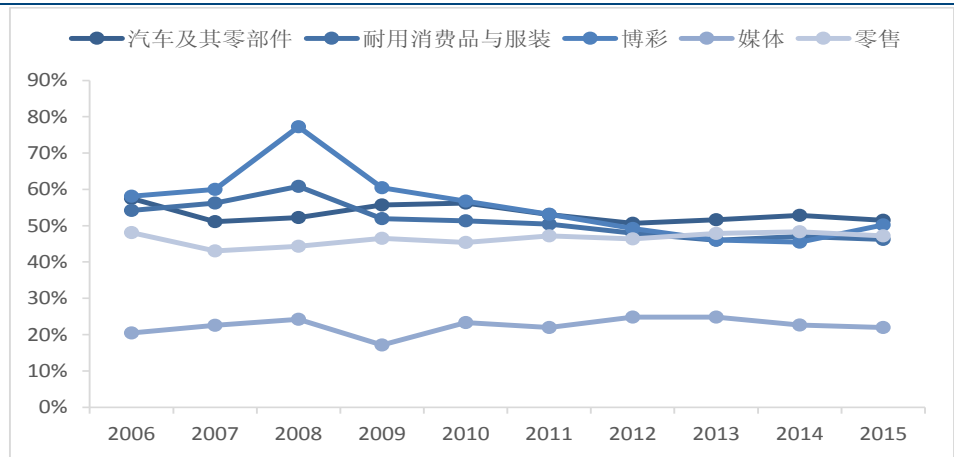
图 94：可选消费板块 ROE（扣除/摊薄）



资料来源：wind，东兴证券研究所

五大子版块中，博彩业对经济增速变动的反应无疑最为敏感，2008 年国际金融危机造成的冲击也最大。特别是银河娱乐，于 2008 年计提了一笔 123 亿港币的博彩牌照减值损失（计入其他非经营性损益），使得当年出现 114 亿的亏损，经营状况不佳而发债融资满足现金需求，导致杠杆率较大幅度上扬。媒体板块的资产负债率水平较低，维持在 20%-25%区间内，因为其资产主要是现金及其等价物、商誉及无形资产、以及进行传媒活动所必需的固定资产项，进行大额投资和出现流动性缺口的可能较小，因此杠杆率水平较低。

图 95：可选消费板块资产负债率



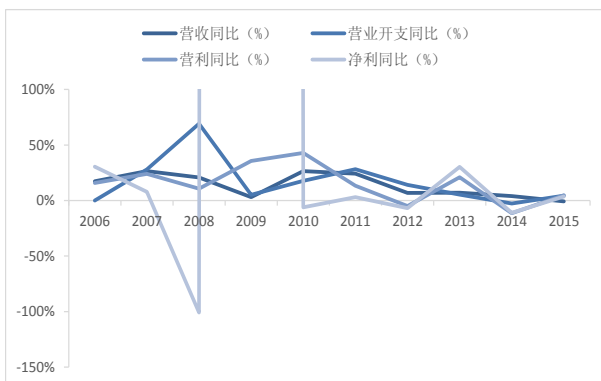
资料来源：wind，东兴证券研究所

接下来进一步对耐用消费品和服装、汽车及零部件、博彩三个细分板块进行分析。

耐用消费品和服装板块主要是服饰鞋类以及家用电器类公司。国内市占率前十的运动品牌中，有六家在港股上市，安踏、李宁、特步等。但港股该细分板块前 20 大权重股以服装服饰及奢侈品类如国际奢侈品巨头普拉达、箱包巨头新秀丽、供应链服务商利丰等公司为主，运动类和家用电器类品牌相对较少。成长性上，2008 年营收增速有下降，但营业费用增速达到 70%，其中销售和管理费用同比增长 69%，较高的营

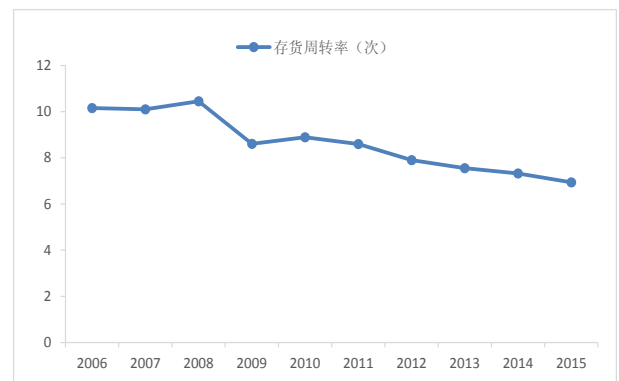
销费用侧面反映当年销售状况受经济状况恶化的较大压制，从而营利增速也有所下降，净利同比则下降 100.85% 合计亏损 0.74 亿港币，特别是新秀丽公司作为业务遍布全球的大型企业，其 2008 年净利润-111 亿港币，主要是相关无形与固定资产减值 36 亿，以及计提的 75 亿港币的商誉减值损失。(2009 年净利同比高达 29388.93%，原因是 2008 年-0.74 的净利润，2009 年 254.14 亿港币)宏观经济低迷、行业竞争激烈但库存大量堆积、打折销售带来的恶性竞争等使得该板块维持较小的同比增速，净利同比几乎不增，销售热度欠佳。在 2013 年服装类存货过剩通过之前减少订单、关闭门店和清理库存等方式缓解，净利增速有所回升。但经济下行趋势加剧和通胀的进一步放缓、电商渠道的崛起，继续压制该板块的营收-营利-净利增长，近两年行业形势较为严峻。

图 96：耐用消费品与服装成长性指标



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 97：耐用消费品与服装存货周转率

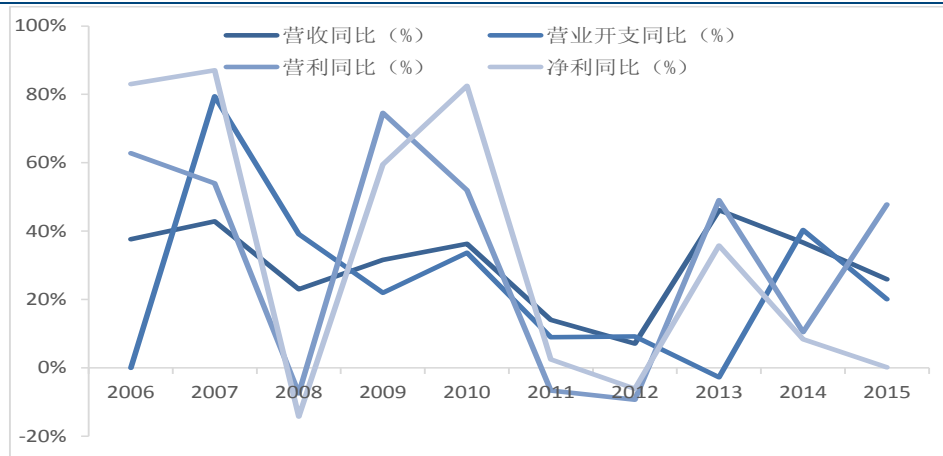


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

汽车及其零部件板块上，大量板块内公司经营范围在内地地区，其经营环境受内地经济形势及政府政策等影响。2008 年其营收同比增速显著下滑，营业开支增速高于营收，从而盈利同比和净利同比出现小幅下降。2009-2010 年，购置税优惠、以旧换新

补贴、汽车下乡补贴、节能汽车补贴等一系列刺激汽车消费政策的鼓励下，汽车消费热情集中释放，营收增速保持较高水平，同时整体上很好控制了营业费用的上升速度，从而盈利和净利增速更为突出。2011年起，除节能汽车补贴政策（节能汽车能耗标准上升，受补贴车型范围缩小）外，大部分刺激政策都已退出，加上大城市汽车限购政策的陆续出台，特别是2009-2010年政策优惠带动大量汽车需求的超前消费，导致当期汽车销售遇冷，营收增速大幅缩减，在2011-2012年出现盈利和净利同比减少状况。2013年，之前两年低迷期累计的换购、增购需求，宏观政策稳定带来消费信心提升，新型城镇化带来的刚性需求等因素提振汽车消费，各项成长性指标出现较好增长趋势，但近两年经济下行趋势和自主品牌竞争力不足（研发费用支出有限，就权重股长期而言有下降趋势）等因素对汽车销售产生一定压制作用，净利增速按年呈下降趋势，2015年整体为0.14%。

图 98：汽车及其零部件成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 17：汽车权重股研发费用率

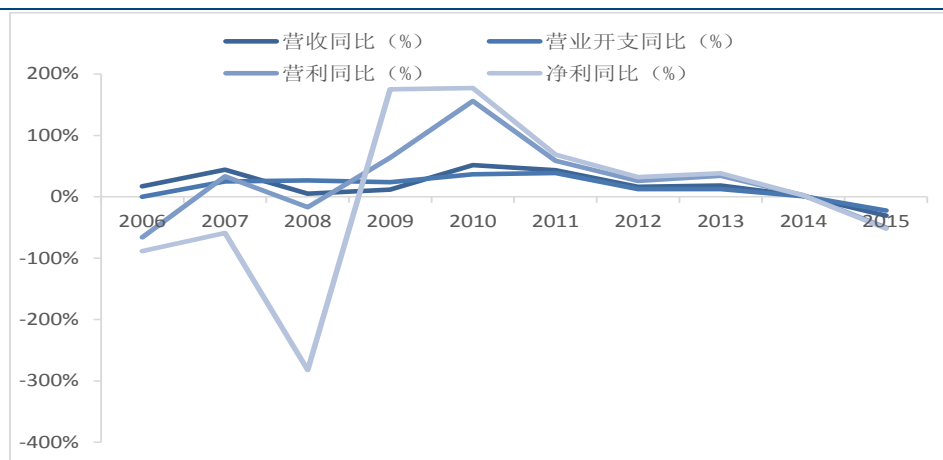
单位：亿港元		2011	2012	2013	2014	2015
比亚迪股份	研发费用	13.74	11.50	12.79	18.65	19.98

	营业收入	576.06	550.74	637.37	706.33	931.26
	研发费用率	2.38%	2.09%	2.01%	2.64%	2.15%
	研发费用	34.59	33.95	16.34	23.50	28.94
东风集团	营业收入	1634.17	1543.38	478.21	1030.00	1516.42
	研发费用率	2.12%	2.20%	3.42%	2.28%	1.91%

资料来源：wind，东兴证券研究所

博彩业作为港股最具特色的细分板块，与香港联交所宽松的上市条件有关，这为博彩特殊产业提供了畅通的融资渠道，包括澳门老牌博彩标的及境外博彩巨头纷纷在港股上市。博彩业与宏观经济周期息息相关，2008年金融危机对其造成极大的冲击，亏损明显。特别是银河娱乐，2008年亏损114亿港元，其中营业利润负11亿港元，主要损失反映在123亿的博彩牌照减值损失。2008年后，博彩业进入近四年的繁荣期，2013年，随内地固定资产投资的放缓和反腐力度的加大，业务占比最高的贵宾厅博彩业务受较大冲击，从而引起整个板块进入业绩下行周期，在2015年各项成长指标同比出现明显下降。

图 99：博彩成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.2.3 医疗保健

截止 2016 年 12 月 31 日，港股医疗保健板块成分股共计 100 支，流通市值共计 5807.11 亿港元，占港股流通市值的 2.27%，在港股板块中占比仅次于必选消费板块。其中细分板块两类分别为制药 51 支成分股、医疗服务与器械 50 支。A 股医疗保健板块则有 224 支个股，流通市值合计 35732.01 亿港元。以 2015 年末的流通市值为权重，加权计算出 A/H 两市的板块利润表各项数据，通过对比以期发现港股医疗保健板块的特色。

表 18：医疗保健板块利润表

2015，单位：亿港币	港股	百分比	A 股	百分比
营业收入	240.67	100.00%	72.92	100.00%
主营收入	240.53	99.94%	72.91	99.99%
其他业务收入	0.14	0.06%	0.01	0.01%
总营业支出	224.35	93.22%	64.57	88.56%
营业成本	196.97	81.84%	49.95	68.50%
毛利	43.54	18.09%	22.96	31.49%
销售及管理费用	25.14	10.44%	14.22	19.50%
员工薪酬	9.75	4.05%	-	-
折旧摊销	2.78	1.16%	-	-
营业利润	16.32	6.78%	8.34	11.44%
利息支出	2.13	0.89%	0.85	1.17%

利息收入	0.61	0.25%	0.30	0.41%
利息净支出	1.52	0.63%	0.55	0.76%
权益性投资损益	0.86	0.36%	0.55	0.75%
其他非经营性损益	0.05	0.02%	0.03	0.04%
非经常项目前利润	15.70	6.53%	8.36	11.46%
非经常项目损益	2.13	0.89%	1.08	1.49%
所得税	3.70	1.54%	1.53	2.10%
少数股东损益	2.71	1.13%	0.44	0.61%
持续经营净利润	11.42	4.74%	7.47	10.24%

资料来源：wind，东兴证券研究所

2015 年末，港股板块权重股年末流通市值合计 5926.55 亿港元，A 股对应 40617.69 亿港元。但加权后的营收港股板块远高于 A 股，主要源于国药控股当年高达 2710 亿港元的营收，加权后营收贡献 169.54 亿港元。营业支出上，港股板块在营业成本占比上高于 A 股，从而其整体毛利率较低仅 18.09%，这和大陆内外不同的经济增速、政策环境、行业竞争程度等相关。期间费用上，港股的销售和管理费用占比仅 A 股一半，显示其上市公司整体较好的费用控制能力，然而在较高的成本水平下，其仍有相对低的营业利润率。营业活动外，利息收支、股权投资和非经项目损益等各项损益占比较小、差异不大，不对整体盈利水平产生影响，这反映医疗保健行业债务资金的利息负担小，资金投入集中主营业务，金融工具投资规模较小。实际所得税率上，A 股板块要比港股高近三分之一，有更高的所得税负担。最终反映到净利率上，港股医疗保健板块的净利率为 4.74%，内地该板块则为 10.24%。

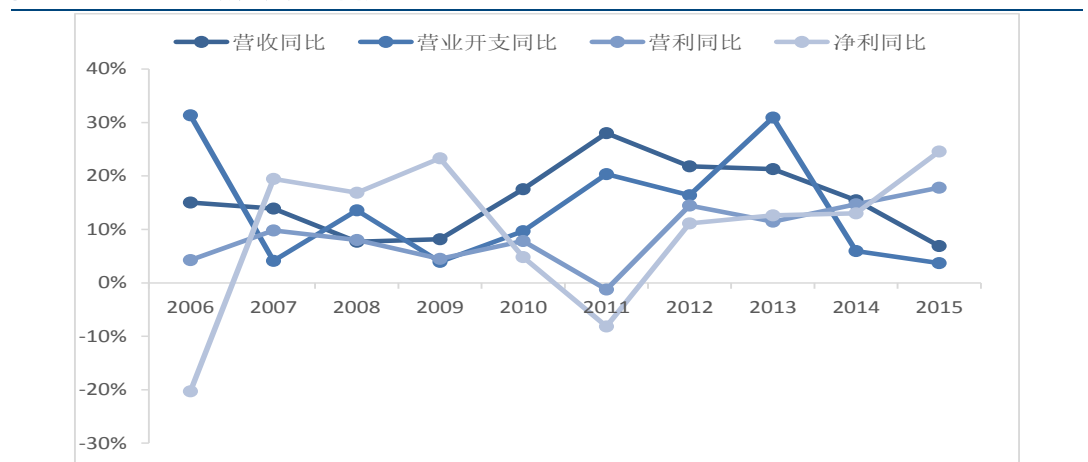
提取个股数据，港股制药板块市值第一石药集团主营原料药（维 C 和抗生素），供过于求下净利率仅 14.6%；第二中国生物制药毛利率 77.7%，但较高的营业开支率压制盈利性，其净利率仅 20%。医疗服务类市值第一阿里健康，主营医药信息网络和服务，是阿里在健康产业的重要布局，但连续亏损多年，依赖港股市场宽松上市环境得以继续维持上市地位；市值第二国药控股主营医药分销服务，性质作为中央医药储备定点单位，毛利率仅 8.2%。高市值股在盈利性上表现不佳，拖累了港股该板块的盈利能力。

成长性上，主要对港股医疗保健板块的营收-营利-净利及营业开支的同比数据进行分析。医疗行业享有较大政策红利，医保的全覆盖、大病医保推行和筹资水平提升催生十年的医疗行业黄金期。观察板块营收同比变动，2006 年，国务院筹划启动新一轮医改，医保覆盖率和支付标准的逐步提高，营收增速保持较高水平。至 2008 年，中国经历了上半年通胀高企、下半年剧烈紧缩的经济形势，市场流动性由泛滥迅速转为枯竭，几乎国内所有行业都经历了先成本猛增、后销售剧减，甚至资金链濒临断裂的“过山车”行情。九月全球爆发的金融危机更给世界经济以重创，此间医药行业更是承受了原材料价格大涨、物流成本高企，又承受了销售剧烈下滑之困，营收增速迅速下至 7%左右。2009 年，新一轮医改方案正式出台，政策利好对医药行业刺激显著，营收增速迅速上升，至 2011 年达到最高点 28%。2012 年，医保控费的初始实施，药品价格调控和药品分类管理加紧，同时，药品集中招标采购体制进一步调整，加快了国内医药产业的整合步伐，产业集中度以并购重组的方式迅速提高，行业在竞争激烈的整合期中销售出现持续下滑。2013 年，国务院发布公告称，深化医保支付制度

改革，加快健全全民医保体系（提高医保政府补助标准），行业增速得以延续上年度水平。至 2014 年，随着国家经济增速放缓、行业政策红利逐渐退去、以及新医改的不断深入，中国医药行业的发展明显「换挡」进入中高速增长时期，同比增速大幅下滑至 15%。2015 年，医保控费的全面展开，打破了医疗行业以来医保扩张的传统逻辑，行业整体进入艰难转型期，加上破除以药养医（取消药品加成）以进一步降低药品虚高价格，行业销售增速继续大幅下滑至 7%。

营业费用上，2006-2015 年行业营业开支同比增速维持略低营收增速，对营业费用的管控较好，但 2013 年随经济下行压力、医药行业竞争加剧和行业集中度提升，营业开支有高于营收近 10% 的增幅，从而盈利同比维持在相对较低的水平。净利同比近十年维持较高增速，但在 2010-2011 年受通胀严重下政府紧缩货币政策、原材料成本上升、产能过剩及竞争激烈等因素压制，净利增速出现较大幅度下滑。2012 年度开始回升。

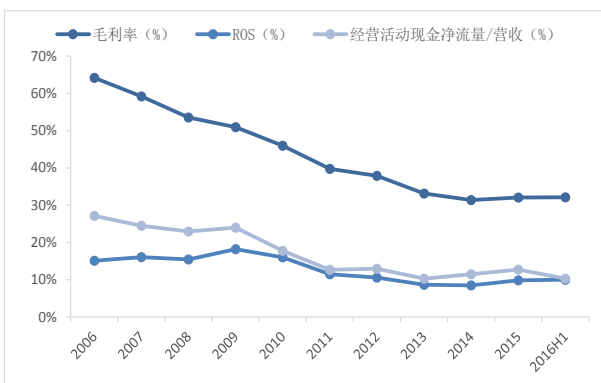
图 100：医疗保健板块成长性指标



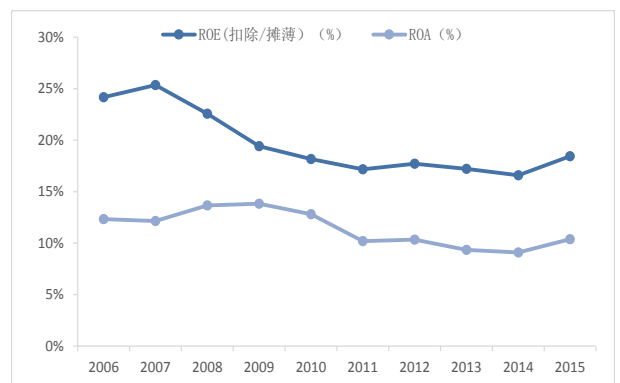
资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力上，受行业竞争程度不断加剧，基础药产能过剩与原材料成本波动影响，港股医药保健板块的毛利率从 2006 年 64% 持续下降，至 2014 年仅 31%，2015 年维持不变。净利率观察期内波动较小，在 2009-2011 年有明显下降，之后长期维持在 10% 的水平上。盈利质量上，单位营收产生的经营活动现金净流量走势长期略微下降，近五年维持在 0.10 至 0.13 区间内，整体而言，现金流状况趋紧。

一方面，观察期内板块毛利率有持续下降趋势，另一方面，2011 年以后，医保控费概念的兴起与扩展实施，多轮招标降价，加上发改委推动下对以药养医的破除，药价虚高受到多种压制，行业增速减缓，反映在资本收益上，行业 ROE 与 ROA 水平近十年处于下降趋势。同时，2011 年以后行业杠杆率大幅上升，对 ROE 的下降起到反推作用。

图 101：医疗保健板块毛利率、净利率、现金流/营收


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

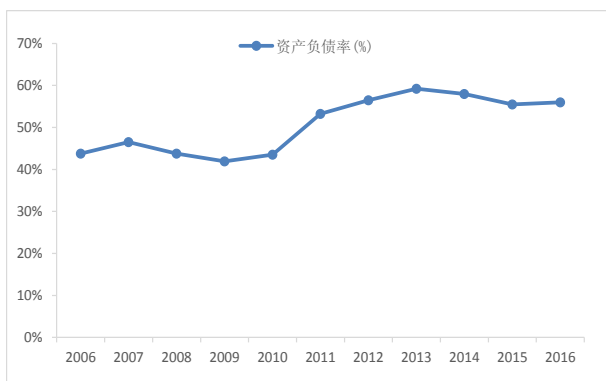
图 102：医疗保健板块 ROE、ROA


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

资产负债率上，医疗保健板块观察期内呈阶梯状，2010-2012 有明显上升，主要是行业政策偏紧、原材料成本上升加上行业兼并重组步伐加快推动公司提高杠杆率以筹集扩张资金和提升行业竞争力。

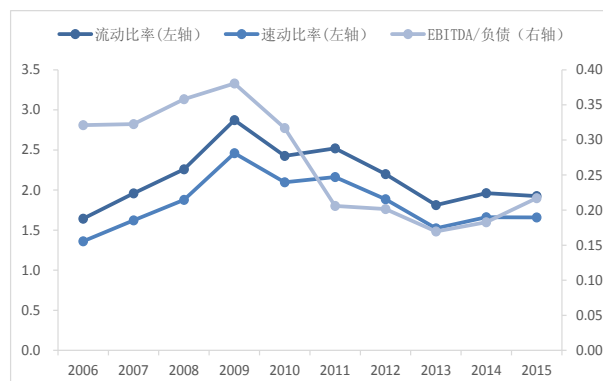
偿债能力上，短期的流动比率和速动比率走势一致，观察期内保持高于 1.3。最高点出现在 2009 年分别为 2.87 和 2.46，之后持续减小，反映短期偿债能力的下降，但仍维持在较高水平段。长期而言，单位负债包含的息税折旧摊销前利润呈明显下落趋势，2009-2011 年下滑迅速，反映整体负债规模较大上升的同时，债务和权益资本整体的盈利能力并未有同比上升，长期偿债能力下降，财务风险上升。

图 103：医疗保健板块资产负债率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

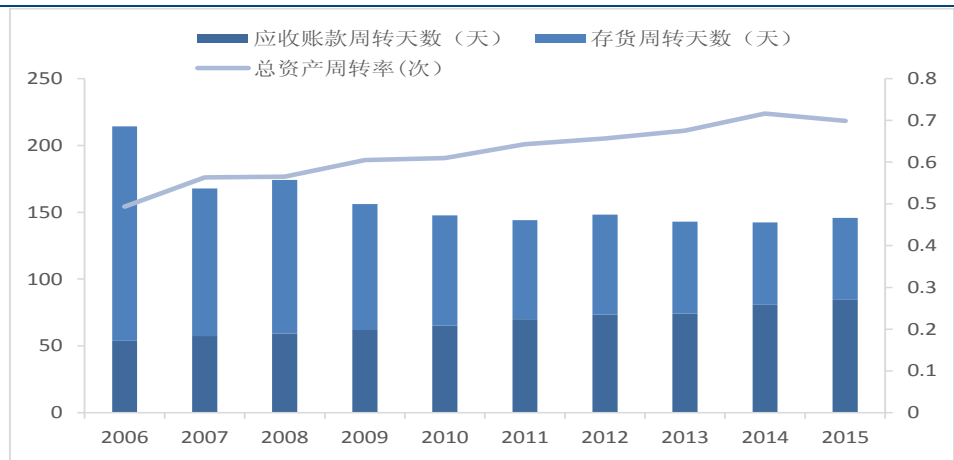
图 104：医疗保健板块偿债性指标



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

营运能力上，对应于单位营收包含的现金净流入按年下降，应收账款周转天数观察期内持续小幅上升，即板块而言，应收账款转化为现金的时间不断延长。存货周转天数则按年呈明显下降趋势，反映在医疗保健板块黄金十年内，营收整体保持较高增速，存货入库出库的时间缩短，市场需求较为广阔。营业周期为应收账款和存货各自周转天数的加总，长期而言呈明显下降，反映营业活动中流动资产占用资金的时间不断下降，资金的运用效率在不断提升。总资产周转率呈持续上升，也是板块在营运能力上不断提升的反映。

图 105：医疗保健板块营运性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

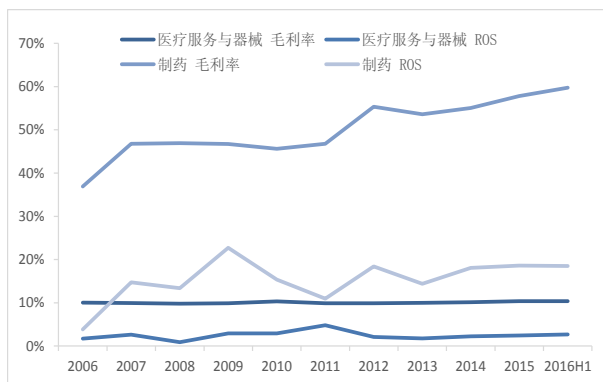
港股医疗保健板块细分领域主要是制药和医疗服务及器械两类，在盈利性和发展前景上有较大区别，因此提取两类公司各自权重股进行比较分析。在港股医疗保健板块 2016 年 12 月 31 日流通市值排前 20 的权重股其中，有 12 家制药类与 8 家医疗服务与器械类，流通市值上分别为 2831.79 和 1295.61 亿港元。其中医疗服务与器械类权重股营收合计 2869.5 亿港元，国药控股独占 2710.39 亿港元（2015 年度数据），这是其作为中国最大的药品分销商及供应链服务商的属性所致，从而其各项损益数据对本类整体会产生决定性影响。比较而言，制药板块权重股 2015 年营收合计 2195.67 亿港元，其中华润医药有高达 1475.7 亿港元（2015 年度数据）的营收，也是因为其作为全国第二大医药制造商和分销商的属性所致，其损益水平较大幅度影响本类细分板块的财务指标。

盈利能力上，制药板块的毛利率水平远高于医疗服务与器械。制药板块近年毛利率水平呈上升趋势，主要是行业加速整合使大市值权重股有更强的行业竞争力，在医保控费、招标降价上话语权加强。医疗服务与器械板块则维持稳定的 10% 水平的毛利率水平。销售净利率上，制药板块观察期内 ROS 水平波动较大，近三年稳定在 18.5%

左右；医疗服务与器械板块则稳定在较低的 ROS，最高在 2011 年达到 4.8%。中国医疗服务市场规模巨大，但在消费水平较低和医保不完善状况下受到压制，2014 年起伴随刚性需求持续显现，将实现市场需求迅速扩容。

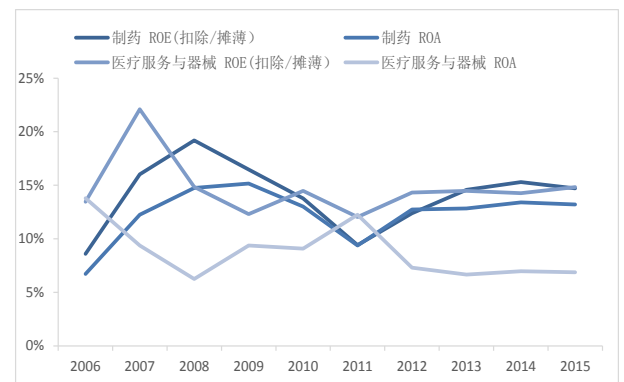
权益净利率上，两大细分板块观察期内波动较大，制药板块 ROE 在 2008-2010 年高于医疗服务与器械板块，但持续下降趋势使其在 2011 年有低于医服器材的 ROE，反映当年度原材料成本上升及行业竞争加剧下资产收益水平的下降。之后年度制药板块 ROE 水平缓慢上升并与医服器材板块保持相同水准。实际上，近十年制药板块一直有相对低得多的杠杆率，在权益资本占比更多的情况下其相同 ROE 水平代表更高的盈利能力。总资产报酬率上，制药板块 ROA 与 ROE 走势一致，且在 2011 年同时下降后出现重合。当年医服器材板块则逆势上升，出现较高的 ROA 水平。整体而言，制药板块有更高的总资产收益率水平。

图 106：制药、医服器械毛利率、净利率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

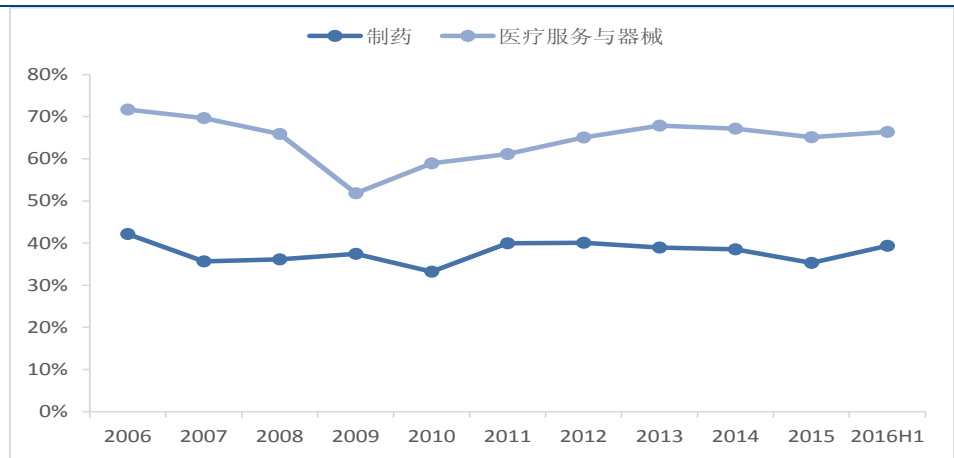
图 107：制药、医服器械 ROE、ROA



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

资产负债率的对比上，医服器材板块观察期内有远高于制药板块的杠杆率水平，反映医服器材进行扩张投资等活动对资金需求更为迫切，制药板块在较高净利率下内部融资规模更大。

图 108：制药、医服器械资产负债率



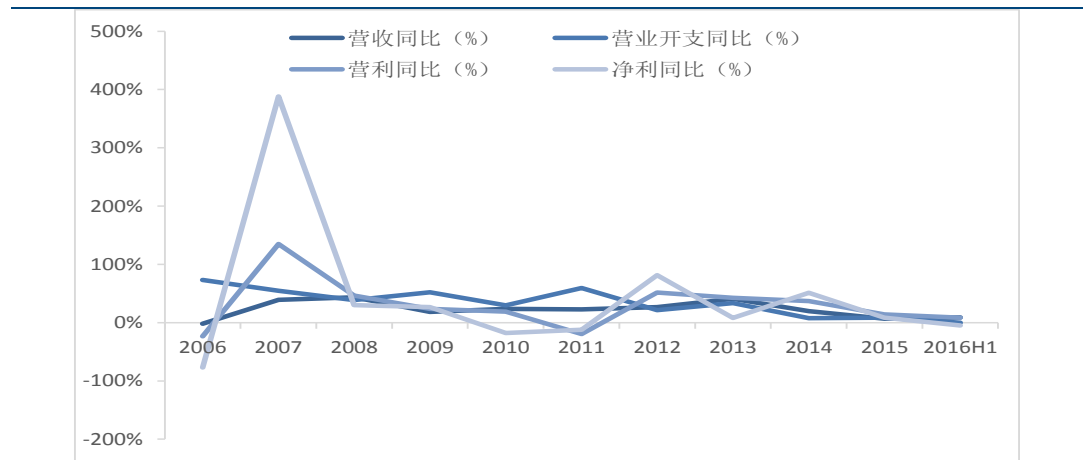
资料来源：wind，东兴证券研究所

成长性上，制药板块近十年整体保持较高的营收-营业-净利增速。2006 年营收微降，但因为营业费用同比大幅提升，从而营业和净利同比有大幅下滑。2011 年，受经济政策收紧、行业原材料价格上浮及营业费用同比高涨等影响，营业和净利同比有小幅下滑。近几年营收增速有下滑趋势，主要是随国家经济增速放缓、行业政策红利逐渐退去、以及新医改的不断深入，中国医药行业的发展也明显「换挡」进入中高速增长时期。

研发费用上，2011-2015 年间，制药板块整体研发费用增速呈下降趋势这和行业政策红利不再，销售遇冷下利润增速大幅下滑有关。三生制药为中国领先的生物制药公司，其研发专业技术覆盖了多个生物制药产品研发领域，于 2015 年末，该集团拥有 30 项在研产品，其中 14 项产品作为中国国家一类新药开发。较高的创新性使得公司实

现较高的销售和净利增速，但行业整体艰难转型期带来较高的不确定性使得公司减少了对研发的投入力度，而是进行金融工具或权益性投资。复星集团则在营收增速有所下滑时，加大了在医疗服务和器械业务上的投入，相应研发投入增速有所下降。

图 109：制药成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 19：制药权重股研发费用

单位：亿港元	2011	2012	2013	2014	2015
石药集团	1.01	0.78	2.12	3.07	3.25
同比	1.67%	-22.74%	172.53%	44.60%	5.63%
三生制药	0.52	0.91	1.19	1.22	1.33
同比	11.34%	75.93%	31.10%	2.72%	8.77%
复星医药	2.34	3.77	5.57	7.15	8.00
同比	65.88%	61.53%	47.47%	28.50%	11.82%

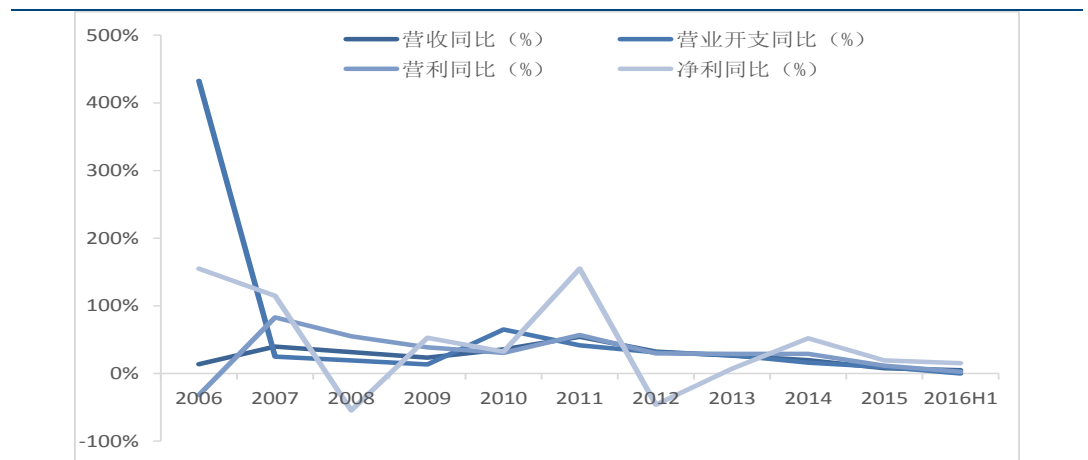
资料来源：wind，东兴证券研究所

医疗服务与器械的成长性上，2008 年，中国经历了上半年通胀高企、下半年剧烈紧缩的经济形势，市场流动性由泛滥迅速转为枯竭，资金链危机下销售黯淡，医疗服务

行业受到较大冲击，净利有 55%的同比下降。近五年来，该细分板块保持较高的营收-营业-净利同比增速，反映人口老龄化、城镇化、财富增长以及基本医疗保障制度的推进等因素的驱动下医疗服务市场需求持续显现，随消费升级而不再受到压抑。2011 年和 2012 年的净利同比分别为 155%与-46%，较大反差的源于权重股威高股份，其 2011 年有高达 32.12 亿港币的非经常项目损益（主要是出售共同控制实体收益 31.68 亿港币），2012 年非经常项目损益仅为 0.67 亿港币。从而推动板块在营业同比几乎不变下净利有大幅波动。2014 年，在全球经济尚未完全走出低迷、国内经济增速放缓的严峻形势下，国家医疗体制改革持续深化，制药工业增速减缓，而医疗服务发展迎来政策机遇。人口老龄化、二胎政策、政府投入等因素将有力推动医疗服务板块后续高速增长，从具体行业环境来看，未来挑战与机遇并存的大背景依然未变。

选取该细分板块的销售和管理费用、员工薪酬同比数据。板块销售和管理费用增速控制得当，保持低于营收的增速。员工薪酬近两年高于营收增速，反映较好的行业环境。全球经济增速放缓与国内人均可支配收入持续增长下，医疗服务与器械子板块将有相对较大的发展空间。

图 110：医疗服务与器械成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 20：医疗服务与器械销售、管理费用

单位：亿港元	2011	2012	2013	2014	2015
销售和管理费用	76.84	98.57	124.78	144.16	157.52
同比	41.60%	28.27%	26.59%	15.53%	9.26%
员工薪酬	39.35	51.02	63.31	76.67	89.27
同比	59.47%	29.65%	24.10%	21.10%	16.43%
营收同比	54.41%	32.24%	26.24%	19.74%	7.63%

资料来源：wind，东兴证券研究所

3.3 投资品

3.3.1 能源

截止 2016 年 12 月 31 日，港股能源板块成分股共计 56 支，流通市值共计 9432.82 亿港元，占港股流通市值的 3.70%。其中中海油港股流通市值最高为 4330.8 亿港元，其次中石化 1403.24 及中石油的 1219.52 亿港元，剩余公司流通市值大多在 500 亿港元以下。股在能源股票构成上存在区别。我们将石油与天然气开采、冶炼、运输及设备制造等均归于石油天然气公司，将煤炭与消费用燃料公司归为煤炭公司。经细分板块上，前二十只权重股中，仅有 4 家煤类公司，分别为中国神华、中煤能源、兖州煤业股份及中国优质能源，其中，市值 40.93 亿港元的中国优质能源公司，受益于地理位置处贵州省，公司享受无烟煤整体供应不足的西南及华南地区无烟煤市场对无烟煤的强劲需求，因而近三年在整体颓势的煤业中一枝独秀，保持较高的营收和净利增速。另有 16 家油气类公司相对有更高市值，其中两油一化流通市值（2016 年 12 月 31 日）占板块比重达到 73.72%，从而对港股能源板块走势产生更大影响。我们继续

以 2015 年 12 月 31 日的流通市值为权重，对港股和 A 股能源板块所有上市公司 2015 年利润表各项数据进行加权平均，并计算出各项目的营收占比，列示如下。

表 21：港股能源板块利润表

单位：亿港元	港股	同比	A 股	同比
营业收入	7243.37	100.00%	13012.55	100.00%
主营收入	7101.25	98.04%	12779.30	98.21%
其他业务收入	142.12	1.96%	233.25	1.79%
总营业支出	6885.90	95.06%	12453.95	95.71%
销售及管理费用	5921.52	81.75%	10781.52	82.85%
营业利润	357.47	4.94%	558.60	4.29%
利息支出	74.90	1.03%	148.32	1.14%
利息收入	13.64	0.19%	16.96	0.13%
利息净支出	61.27	0.85%	131.36	1.01%
权益性投资损益	25.28	0.35%	23.17	0.18%
其他非经营性损益	-36.65	-0.51%	-24.05	-0.18%
非经常项目前利润	284.83	3.93%	426.37	3.28%
非经常项目损益	13.41	0.19%	9.40	0.07%
所得税	37.26	0.51%	114.25	0.88%
少数股东损益	35.31	0.49%	61.86	0.48%
持续经营净利润	225.66	3.12%	259.66	2.00%

资料来源：wind，东兴证券研究所

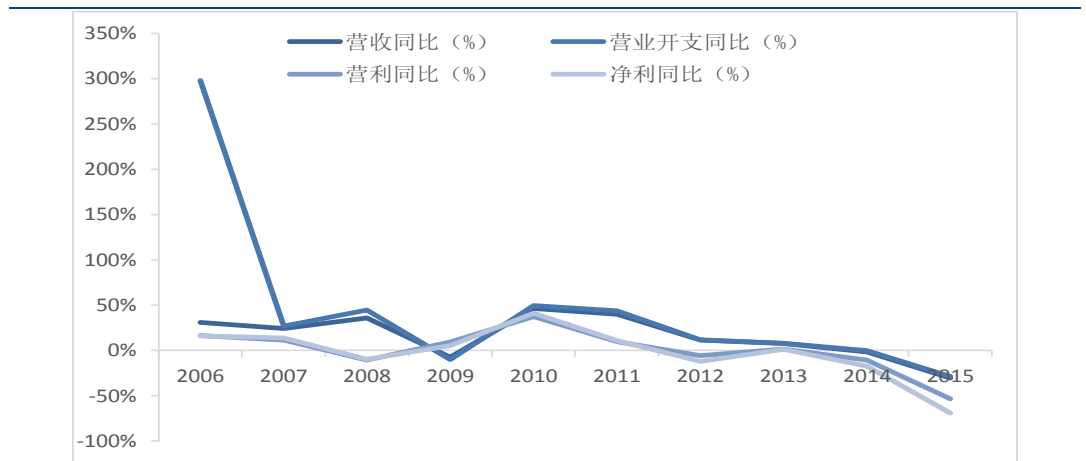
观察港股与 A 股能源板块利润表数据，两者在利润表结构上差异较小，各项收支率差异不大。中石油、中石化和中国神华为同时在 A 股和港股上市的 A+H 模式公司，且三者在 A 股上市的比例接近或超过 80%，超过了在港股上市比例的 4 倍。即使如此，三家公司在港股能源板块上的流通市值仍居于前四，从而对板块各项财务数据产生较大的影响，使得内地和香港的能源板块财务数据结构有趋同倾向。但在规模上，A 股能源板块营收-营利-净利规模都要高于港股。

在营业利润率和净利率上，港股都稍高于 A 股，这也反映两市能源板块在标的构成上的差异，A 股能源板块仅前 20 大权重股中就有 16 家煤炭股，港股对应仅 4 家，煤炭类公司近三年在严重的产能过剩、结构调整中盈利下滑严重，因此煤炭股占比较少的港股能源板块能有相对较高的净利率。其他非经营性损益上，两市该板块都为负值。主要是中石化、中海油及神华较高资产减值损失的影响。其中，中石化 2015 年有 46 亿港币的汇兑损失及 61 亿港币的长期资产减值损失，在 2016 年长期资产减值损失扩大到 184 亿港币。中国神华在 2015 年计提 46 亿港币的物业厂房及设备的减值损失。中海油 2015 年资产减值损失 33 亿港币，2016 年达到 136 亿港币。所得税率上，港股能源板块的实际所得税率要略低于 A 股板块。整体而言，相比其他行业，能源板块具有营收规模大，净利率低的特点。

进一步对板块整体的成长性进行分析，能源板块营收-营利-净利同比数据多数年份较为一致，2008 年受到金融危机对实体经济的较大冲击，油价先升后降，大幅波动。虽然营收保持 36% 增速，但营利和净利都出现一定程度下滑。2009 年煤炭需求和价格下降，油价保持低位，成本高企等因素使得板块整体出现营收负增长，但由于较低

的净利润基数，净利同比出现小幅上扬。2010 年板块逐渐恢复增长态势，持续两年保持较高的成长能力。2012 年宏观经济增速放缓及欧洲主权债务危机的冲击，煤炭需求乏力，油价震荡盘整，行业开始进入艰难增长期。颓势持续到 2015 年有较大加剧，受宏观经济、供求关系、价格下跌等因素持续冲击，行业在艰难结构调整期中营收-营业-净利出现较高幅度下降。

图 111：能源板块成长性指标



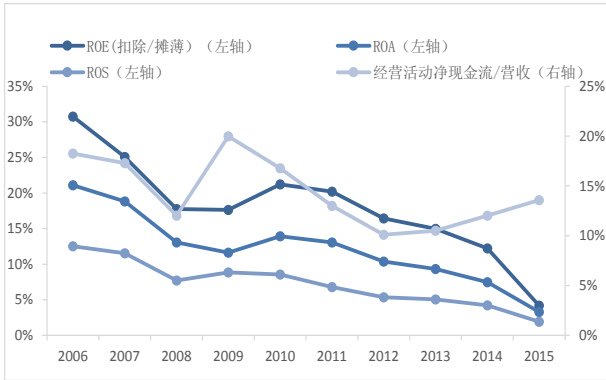
资料来源：wind，东兴证券研究所

港股能源板块的盈利能力上，销售净利率、总资产收益率、权益净利率观察期内走势一致，整体呈下降趋势，2010 年出现小幅上扬，2011-2015 年盈利能力持续下行。

单位营收包含的经营活动现金净流量在 2009 年明显上扬，源于当年有较大幅度下降的营收；2010-2015 年持续下降，反映在盈利质量上的下降趋势。

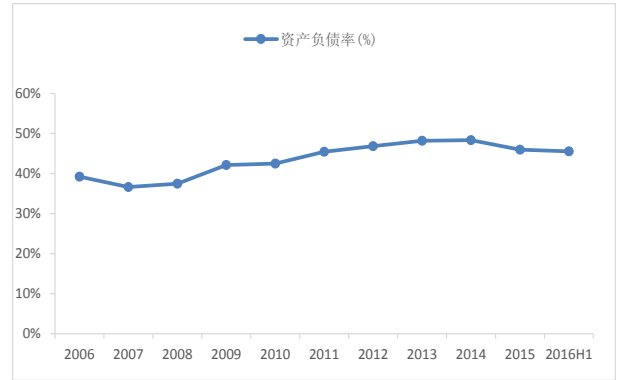
资产负债率上，港股能源板块的杠杆率近十年呈缓慢上升趋势，从 2006 年的 39.21% 上升至 2016 年中的 45.56%，相对同行业而言较低，主要是市值排名前三的两油一化资产负债率都在 40%-45% 区间内，加上板块石油股占比较多，因而整体的杠杆率水平较低。

图 112：能源板块 ROS、ROA、ROE、经营现金流/营收



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 113：能源板块资产负债率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

偿债能力上，流动比率和速动比率差距保持在稳定区间，变动趋势一致，自 2007 年后处于缓慢下降状态，2014 和 2015 年出现小幅度上扬。而单位负债包含的息税折旧摊销前利润长期处于不断下降趋势，反映在盈利能力下降和负债水平整体上升趋势下长期偿债能力的下滑。

营运能力上，营收账款周转天数近十年有明显增加，存货周转天数长期处于下降趋势，但 2015 年有一定回升。总资产周转率与营业周期的变动趋势恰好相反。整体而言，在 2009 年和 2011 年后，板块的营运能力呈现明显下降状态。

图 114：能源板块偿债性指标

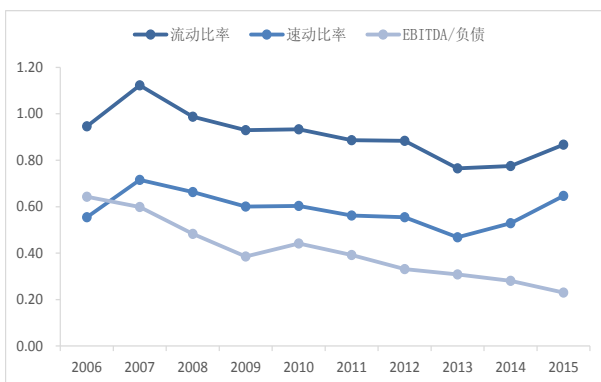
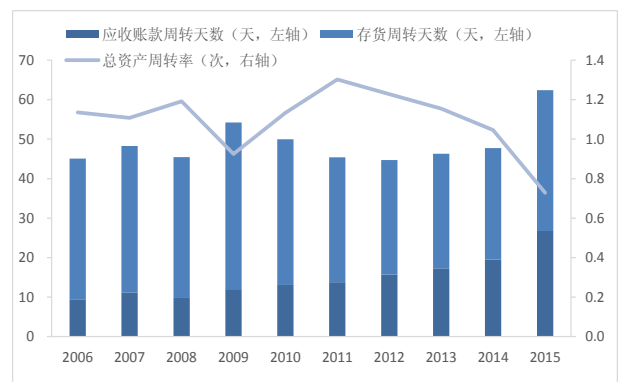


图 115：能源板块营运性指标



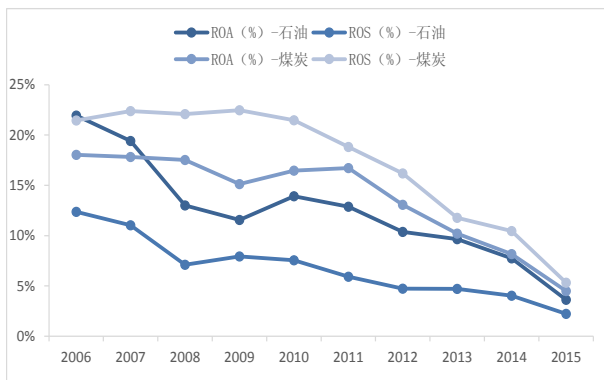
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

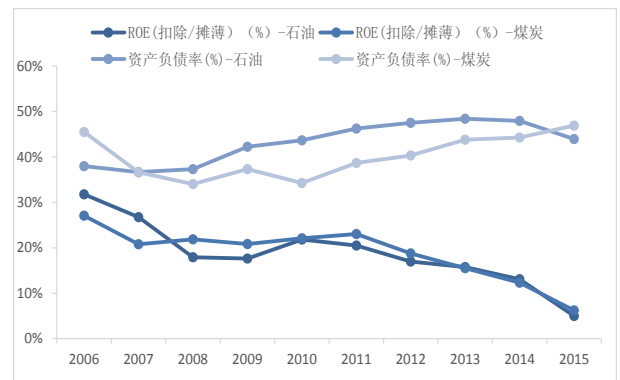
能源板块细分为石油和煤炭两类，我们提取石油板块内的两油一化及昆仑能源四只股，煤炭板块内的中国神华、中煤能源和兖州煤业股份三只股分别代表两个细分板块，计算个股加总的板块成长性及盈利能力指标，进行比较和分析。

盈利能力上，观察期内煤炭板块的销售净利率和总资产收益率要高于石油板块，这是个差异造成的。中石油中石化营收规模大，但净利率低，分别为 2.4%和 2.2%，较高净利润基数抵消了中海油 11.8%的提升作用，使得石油板块盈利效率变低。中煤兖州煤业分别为 4.9%和 0.4%，亏损基数小，中国神华净利率 14%，提升作用显著，则煤炭板块的 ROS 和 ROA 相对较高。按年变动上，两类都处于持续下降趋势，2011年后，宏观经济放缓、油价震荡中有下行趋势、煤炭供需逆转，价格下跌，两类都出现盈利能力的大幅持续下降。

两类板块在资产负债率上，石油板块率高于煤炭，从而在权益净利率上，石油板块得与煤炭板块水平相当，有重合趋势。

图 116：石油、煤炭 ROS、ROA


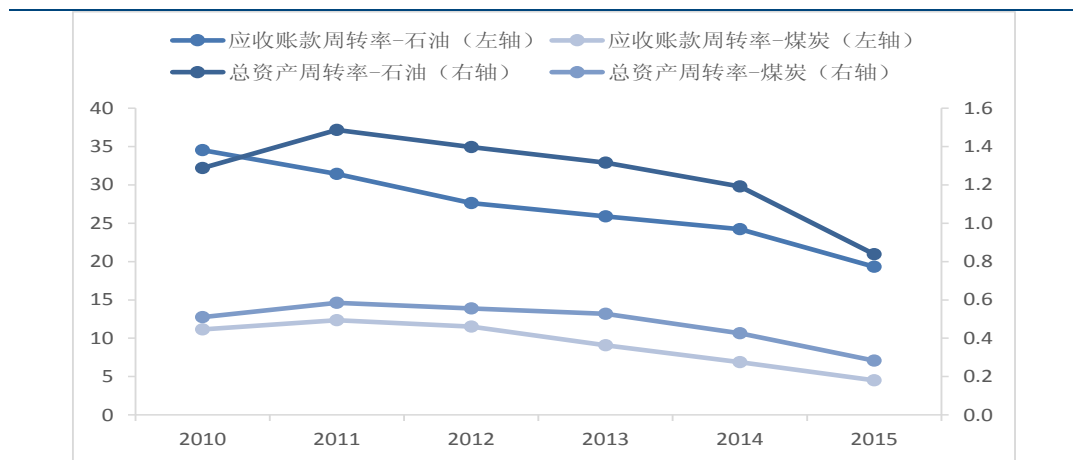
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 117：石油、煤炭 ROE、资产负债率


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

特别提取两类板块的应收账款周转率及总资产周转率进行比较。应收账款周转率反映流动资产的周转情况，也反映公司在现金流方面的状况，煤炭板块在该指标上明显要低于石油板块，即在各种不利因素压制下其应收款项的循环时间不断延长，流动资产的管理效率降低，现金流在销售不振的情况下进一步削减。总资产周转率结果一致。煤炭行业近几年经营状况不断恶化，杠杆率不断上升，带来利息净支出同比的明显上升，近四年其增速都元高于营收增速，给公司带来较大的财务压力。其他非经营性损益主要反映对长期资产计提的减值损失，行业经营环境不佳，该项同比在 2013 和 2015 年都有超过 300% 的负增速，主要是中国神华和兖州煤业股份在当年计提影响，侧面反映了行业面临的严峻形势。

图 118：石油、煤炭应收账款及总资产周转率



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 22：煤炭利息净支出、非经损益同比

煤炭	2012	2013	2014	2015
利息净支出同比	30.13%	42.13%	39.08%	22.80%
其他非经营性损益同比	538.83%	-438.85%	193.21%	-353.49%
营收同比	15.36%	10.18%	-10.62%	-31.97%

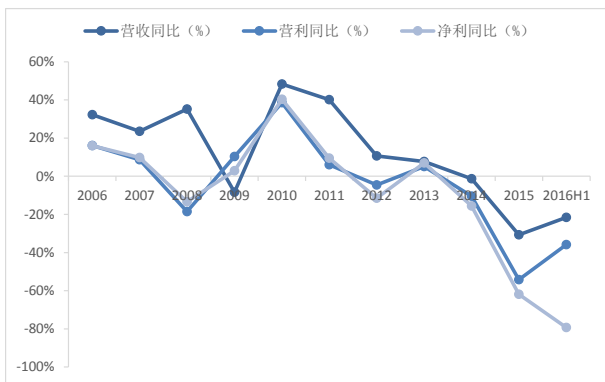
资料来源：wind，东兴证券研究所

成长性上，石油板块营收-营业-净利走势相对一致，在 2010 年达到最高营增速，之后开始长期下滑。2008-2009 年受国际金融危机冲击，油价先升后降、成本高企给经营带来较大负担，营收-营业-净利同比出现明显下降。2010 年在经济刺激计划和宽松货币政策的支撑下，世界经济继续了金融危机后的复苏势头。中国继续实施积极的财政政策，经济保持了平稳较快发展。由于需求旺盛，国际油价总体比去年大幅上升。另一方面，通货膨胀压力逐渐加大，原材料和油田服务价格继续上升，行业向好，营收-营业-净利同比达到最高增速。从 2011 年起，欧洲深陷主权债务危机、国内经济平稳中通货紧缩、结构性问题凸显，受经济形势和供求关系等因素的影响，国际油价震荡盘整，但仍维持在较高位水平，营收-营业-净利同比保持缓和的下降趋势。2013 年后，世界经济深度调整中复苏乏力，中国经济下行趋势明显，供需关系总体宽松，导致国际油价跌至地位持续运行，营收-营业-净利下降幅度不断加大，行业整体环境不断恶化。2016 年上半年，美国经济温和复苏，欧元区复苏基础尚待巩固，中国经济运行总体平稳，虽国际油价维持低位，但营收-营业-净利降速有减缓趋势。

煤炭是我国主要的能源和工业原料，在中长期内仍将是我国的主体能源。燃煤发电的市场份额有所下降，但主导地位没有变。煤炭行业的成长性上，营收-营业-净利变动趋势一致。2009 年受金融危机持续影响，增速骤降，之后在 2010 年恢复平稳增长。2011 年起，煤炭行业的营收-营业-净利增速逐年大幅下滑，行业经营艰难。2012 年受宏观经济增速放缓，南方水电出力增加，以及进口煤冲击等因素共同影响，中国煤炭需求增长乏力，供需关系发生转变，煤炭现货价格大幅下跌。2013 年，结构性产能过剩问题凸显，加上全球经济低迷、进口煤持续增加，煤炭价格剧烈波动，在 2/3

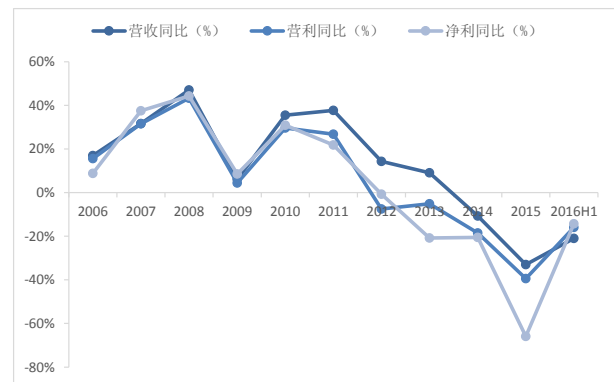
季度大幅下跌。2015 年是中国煤炭行业十分艰难的一年。世界经济形势错综复杂，国际能源价格大幅下降，国内经济增速继续放缓，煤炭供需严重失衡，煤炭行业亏损面持续扩大。国内经济增长换挡期、产业结构调整期和政策消化期「三期」迭加，行业震荡中发展颓势明显。这种局面在 2016 年上半年发生一定转换，2016 年，面对错综复杂的国内外经济环境，中国政府继续加大供给侧改革力度，深入推进去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，国民经济运行缓中趋稳、稳中向好。国内生产总值(GDP)同比增长 6.7%，增速同比下降 0.2 个百分点。虽煤炭产能过剩的局面未发生实质性改变，但行业营收-营业-净利下降趋势初现明显回升。

图 119：石油成长性指标



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 120：煤炭成长性指标



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

3.3.2 原材料

截止 2016 年 12 月 31 日，港股原材料板块成分股共计 180 支，流通市值共计 8985.6 亿港元，占港股流通市值的 2.78%，低于能源板块的 3.70%，占比较小。A 股原材料板块共 520 只股，市值合计 64796 亿港币，市值规模远大于港股。依旧以 2015 年 12 月 31 日的流通市值为权重，对两市该板块利润表各项数据进行加权平均，得到两市原材料板块各自的利润表数据，列示如下。

表 23：港股原材料板块利润表

单位：亿港元	港股	百分比	A 股	百分比
营业收入	278.84	100.00%	183.53	100.00%
主营收入	277.44	99.50%	183.16	99.80%
其他业务收入	1.40	0.50%	0.37	0.20%
总营业支出	256.40	91.96%	179.62	97.87%
营业成本	234.77	84.20%	166.45	90.69%
毛利	42.67	15.30%	16.71	9.10%
销售及管理费用	20.58	7.38%	11.71	6.38%
营业利润	22.43	8.04%	3.92	2.13%
利息支出	11.00	3.95%	4.21	2.29%
利息收入	1.32	0.47%	0.77	0.42%
利息净支出	9.69	3.47%	3.43	1.87%
权益性投资损益	1.51	0.54%	0.21	0.11%
其他非经营性损益	-4.66	-1.67%	-1.21	-0.66%
非经常项目前利润	9.59	3.44%	-0.52	-0.28%
非经常项目损益	3.06	1.10%	3.24	1.76%
所得税	4.63	1.66%	1.51	0.82%
少数股东损益	0.11	0.04%	-0.06	-0.03%
持续经营净利润	7.91	2.84%	1.27	0.69%

资料来源：wind，东兴证券研究所

港股该板块市值最高的 GLENCORE-S 主营能源产品、金属及矿产，营业范围分布在欧亚美非各大洲，为实力雄厚的跨国公司。由于其主营业务侧重欧洲非亚洲，又有 2015 年营业收入高达 13215.16 亿港元，远超市值第二的中国宏桥 534.93 亿港元（2015 年），其加权后的利润表各项数据对板块数据会产生决定作用，因此剔除该权重股后按总市值 6379.19 亿港元计算。

两市原材料板块标的的构成不同。港股和 A 股原材料板块权重股中的金属采矿企业均占了较大比例。除此之外，A 股中化工类企业占比较大，建材和纸品林业板块则较少；而港股的权重股方面，建材、化工和纸制品林业这三个子行业的分布较为平均。对金属采矿业进行细分，港股该板块主要是钢铁和有色金属，有色金属中有一定比例的铝业和黄金，相对 A 股而言港股的钢铁类占原材料比例要低。

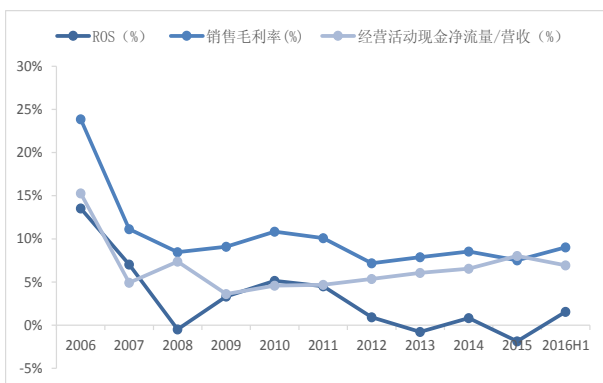
两市该板块上市公司大多深耕内地市场，但板块内不同细分行业的比例差异及上市公司自身财务经营特点导致两市该板块有一些差异。成本率上港股低于内地板块，从而在毛利率上港股原材料板块高出内地 5 个百分点。期间费用中，销售和管理费用率上两市相仿，但在利息净支出率上，港股原材料板块略高于内地。营业利润和净利润率上，港股板块都明显高于内地，主要是 2015 年钢铁行业销售萎靡亏损严重，而港股板块钢铁股占比要小且多为优质的大型钢铁公司。

其他非经营性损益项目上，两市都为负百分比，由于港股权重股中五矿资源、RUSAL 及中国宏桥该项有较大损失，导致港股板块在其他非经营性损益项上的负的比例更高。其中，五矿资源该项目为-54 亿港元，其中非经营性资产减值损失 49 亿。全球

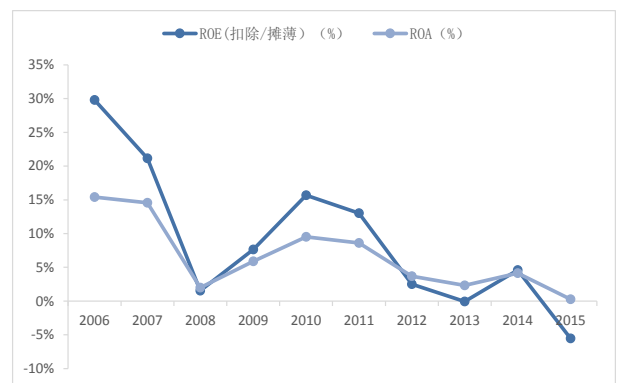
最大的原铝及合金生产商 RUSAL 公司该项为-22 亿港币，其中非流动资产减值损失 10 亿，汇兑损益 11 亿港币。

对港股原材料板块整体各项财务数据进行梳理，首先是盈利能力。销售毛利率上，行业观察期内在 2006-2008 年有大幅下滑，之后波动减小，在 2012 年继续出现略微下滑趋势。行业净利率和毛利率走势一致，但值得注意的是，2013 年、2015 年行业净利率为负，即整体不佳的销售状况的延续导致行业出现亏损。现金流量上，按年变动趋势相对缓和，由于 2009 年之后营收同比增速的不断减小，单位营收包含的经营现金流有长期的缓慢上升趋势。

行业的权益净利率和总资产报酬率长期呈下降趋势，其中 2008 年是受全球金融危机影响，单一年度大幅下降。2011 年后在国内外经济形势、行业竞争、供需矛盾等作用下开始出现两项比率的持续下降。

图 121：原材料板块毛利率、ROS、经营现金流/营收


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 122：原材料板块 ROE、ROA


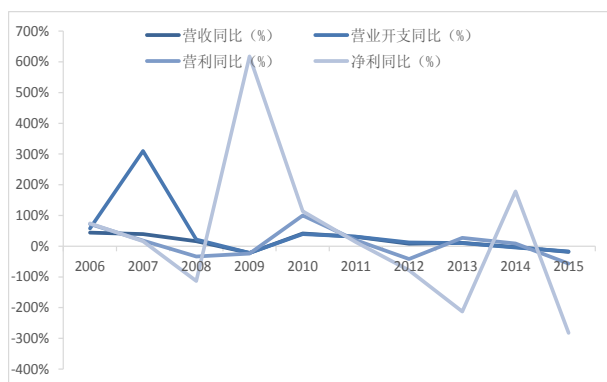
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

成长性上，可以看出，行业销售状况走势明显，2008 年营收-营业-净利同比明显下滑，但在 2009 年政策刺激下开始回升并不断稳定向好。2011 年后，世界整体经济增长乏

力，国内经济增速下降和产能过剩带来供需矛盾，激烈的行业竞争和兼并重组活动进一步冲击，导致行业成长不佳，且有不断加大趋势。净利同比在 2012-2015 年，除 2014 年有所回升外，都出现明显亏损或增速近乎不变的状况。

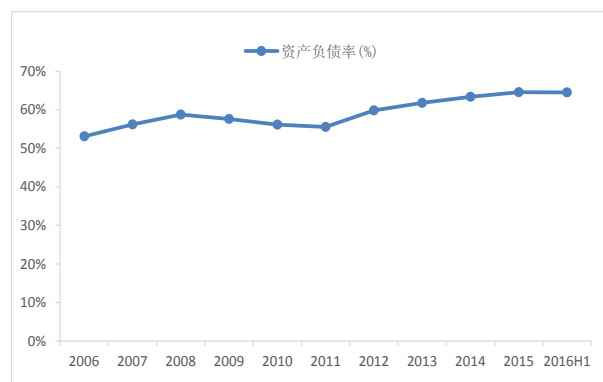
资产负债率上，长期而言，板块杠杆率持续缓慢上升，从 2006 年的 53.1% 逐渐增长到 2016 年上半年的 64.5%，逼近 70% 的警戒线。较高的杠杆率带来较大的财务负担，但也代表对债务资本的利用更为充分。

图 123：原材料板块成长性指标



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 124：原材料板块资产负债率



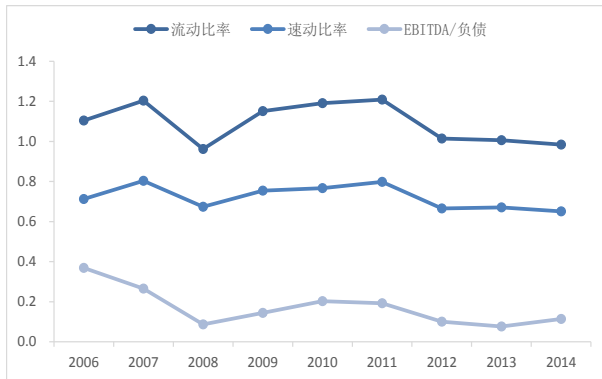
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

偿债能力上，流动比率维持在 1-1.2 区间，速动比率维持在 0.6-0.8 区间，短期偿债性不佳，且 2010 年后长期有下降趋势。单位负债包含的息税折旧摊销前利润 2009 年后保持稳定，维持在 0.12 的水平上。

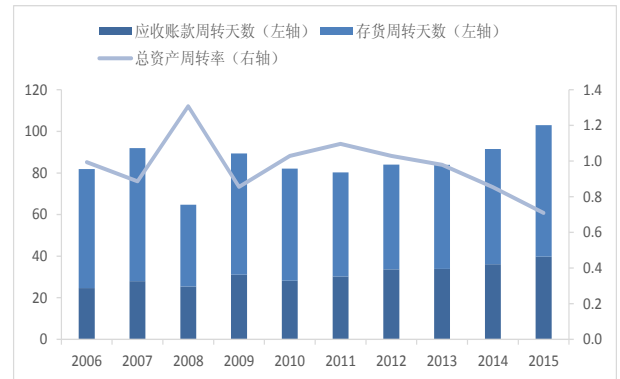
营运能力从流动资产的应收账款和存货的周转天数和总资产的周转次数进行反映。变动趋势上，2011 年后，资产的管理效率在不断降低，应收账款和存货的周转天数都有上升趋势，总资产周转率也有明显下滑。

图 125：原材料板块偿债性指标

图 126：原材料板块营运性指标



资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所



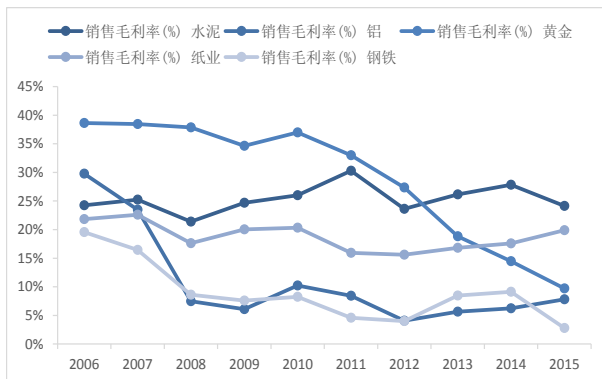
资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

对原材料板块进行细分, 包括金属采矿、建材、化工、纸制品与林业、容器包装五个细分子板块, 数量上以金属采矿和化工板块为主, 剩下三个子板块相差不大。鉴于篇幅, 我们提取金属采矿板块的钢铁、铝业及黄金、建材板块的水泥业、纸制品与林业中的纸业中市值较大权重股, 提取其各自加总的成长性与盈利性指标, 以对各个细分行业近年变动趋势有细致认知。

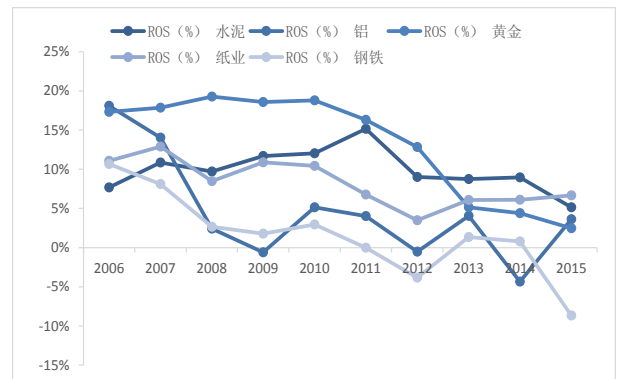
销售毛利率上, 2012 年前黄金板块维持最高, 但 2010 年开始急剧下降, 至 2015 年, 仅略高于铝业。其他三个排序上, 长期来看毛利率从高至低依次为水泥、纸业、钢铁和铝业。

销售净利率按年走势与毛利率相近, 但波动较大。2015 年虽毛利率仍不及水泥, 但纸业的净利率超过水泥, 证明纸业在经济下行下的行业整体不振中盈利性有回升趋势。钢铁在 2011 年后较多年度净利率为负, 反映该行业整体较差的经营状况。

图 127: 五大细分板块毛利率
图 128: 五大细分板块 ROS



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所



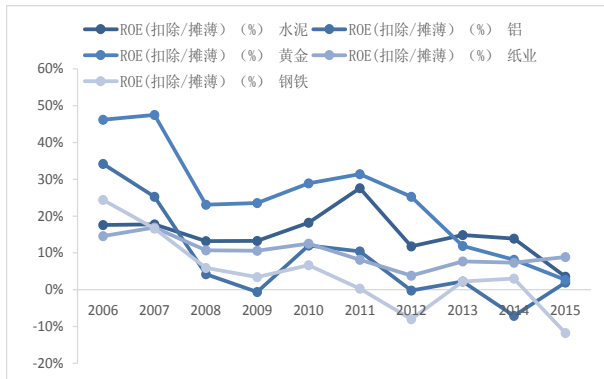
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

权益净利率上，主要年度黄金>水泥>纸业>铝业>钢铁，和各行业净利率关系无较大出入。黄金行业的杠杆率较低，但近五年有较大增速，股东权益占比的降低延缓了 ROE 的下滑态势。

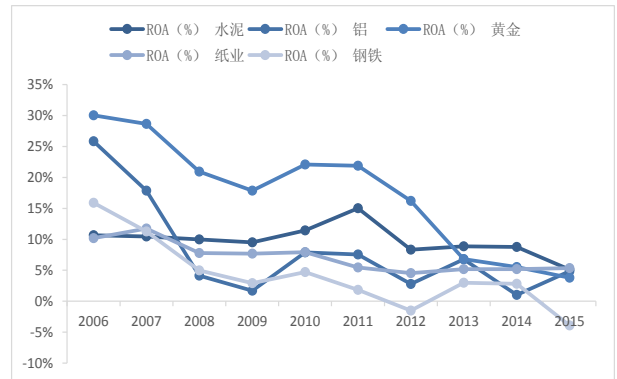
资本结构上，资产负债率整体上水泥>铝业>纸业>钢铁>黄金，黄金行业增速最快，从 2008 年的 26.6% 持续增加大到 2015 年的 60.4%。水泥行业杠杆率增加最缓慢，2015 年末，水泥铝业纸业都处在略低于 70% 警戒线的位置。港股中的钢铁权重股如首钢资源为国内较大的煤炭开发和销售商，主要客户为首钢股份、唐山钢铁、武汉钢铁、太原钢铁等钢铁生产商，其 2015 年杠杆率仅 17.7%；恒实矿业致力于对中国境内的铁矿石进行投资和运营，地处河北，区位优势带来稳定需求，杠杆率仅 30%。权重股较低的杠杆率减缓了中小钢铁公司较高负债率对行业杠杆率的提升，行业杠杆率维持在 50%-55% 区间内。

图 129: 五大细分板块 ROE

图 130: 五大细分板块资产负债率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

最后对各个细分板块的成长性进行详细的分析。

黄金、铝及钢铁都属于金属采矿业。金属采矿业中分为钢铁和有色金属，有色金属进一步划分为轻金属（铝、镁、钾）与重金属（如铜、铅、锌）、贵金属（如金、银、铂）及稀有金属（如钨、钼、锆、锂、镧、铀）等区分。有色金属行业（黄金、矿产）为国民经济基础行业，与国民经济的景气程度有很强的相关性，经济的周期性波动将会影响本公司的业绩。

黄金是经过时间检验的、不可替代的全球性战略资产，是各国金融储备体系的基石，在维护国家金融稳定和经济安全中具有不可替代的作用。随世界经济的不确定性增强，“黑天鹅”事件频发，国际地缘政治冲突风险以及全球主要经济体不景气促使投资者避险情绪升温、保值需求增加，国际黄金市场仍将保持旺盛的需求，黄金的货币属性越来越凸显，这些都将对黄金形成有效的支撑。但随美元进入加息通道，美元强势地位将继续对黄金构成较大的压力。2010年，全球经济出现复苏迹象，中国及新兴经济体国家是全球经济增长的引擎，美国、欧盟等发达国家经济慢慢走出低谷，然而在后金融危机时代，潜在的金融风险并没有得到完全释放，全球通货膨胀预期及经济刺

激政策可能退出，增加了经济增长的不确定性。2010 年金价继续保持高位震荡，但价格波动有可能加大，其他基本金属价格高位上运行。黄金和铝行业营收同比有小幅上升。

2011 年，在美联储量化宽松政策、欧债危机和中东动荡局势的影响下，黄金作为避险工具，仍保持高位运行，有色金属继续延续高位震荡格局，但铝业营收增速的下降导致营利和净利同比的明显下滑。

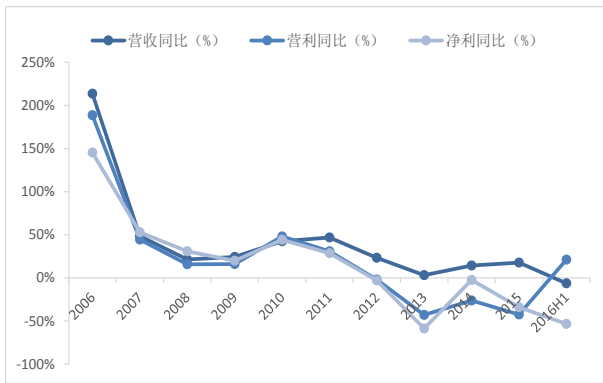
2012 年，国际经济形势复杂，欧美经济温和复苏；国内经济增速下降加上紧缩的货币政策，基本金属和黄金需求面临较大压力，预计基本金属价格在震荡中呈重心下移趋势。

2013 年以来黄金价格大幅度下降，对本公司盈利水平产生较大影响。

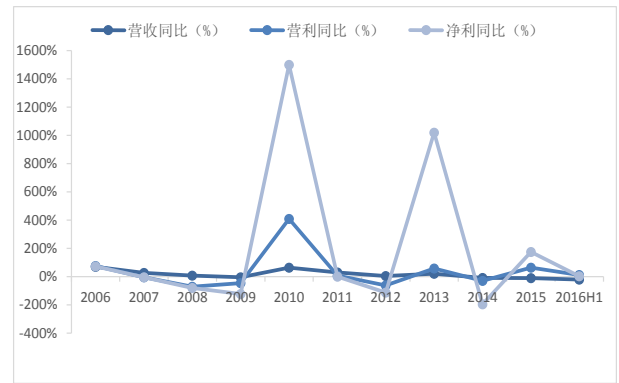
2014 年，预计金价总体仍将位于底部震荡，基本金属等大宗商品价格也将继续承压，尤其是铜等部分供给宽松的品种将继续面临较大下行压力。

2015 年，世界经济总体复苏疲弱，美元利率的上升趋势将继续对黄金形成压力，金价总体维持低位震荡；中国需求下降对大宗商品价格压力明显，有色金属总体仍将低位震荡。

铝业在 2010 年产生 409%的营利同比和高达 1499%的净利同比，在 2013 年净利同比 1019%，主要是前一年度大额亏损导致的同比基数小所致。

图 131：黄金成长性指标


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 132：铝业成长性指标


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

首先钢铁价格走势上，2010 年以后开始处于持续下跌过程，其营收同比增速也开始不断下降，2012 年同比下降 13.45%。行业自 2010 年后持续的较差经营导致其净利率保持低位或负数，从而加倍反映营收的按年变动趋势，波动性较大。

2010 年，政府继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。固定资产投资保持较高水平，兼并重组有利于提高产业集中度和结构调整，一些下游行业保持良好发展势头，扩大内需政策有利于提高消费水平。然而，全球经济还处于恢复过程中，不确定因素较多。钢铁市场的供需矛盾存在且严峻，能源价格上涨、进口铁矿石价格居高不下，使钢铁生产成本面临很大压力。当年度行业实现较高的营收-盈利-净利同比增速。

2011-2012 年，通胀严重下政府实施了多达六轮的银行加息，银根收紧，钢铁行业融资成本上升，下游需求偏弱，钢价持续下跌。2012 年，从国际看，欧美债务危机深层次的矛盾将继续蔓延和加剧，全球经济短期难以复苏。从国内看，经济增长放缓与通货膨胀并存，钢铁行业产能过剩、供需矛盾依然突出。受宏观形势影响，下游行业

增长放缓，对钢材的需求也将呈减缓趋势。钢铁企业间的竞争将更加激烈。行业营收同比出现负增速，营和净利同比大幅下降，2012 年钢铁行业净利同比达-20740%，原因是前一年度的净利大幅下降至 0.021 亿港元，基数小使得当期亏损加大时有较高的负同比增速。

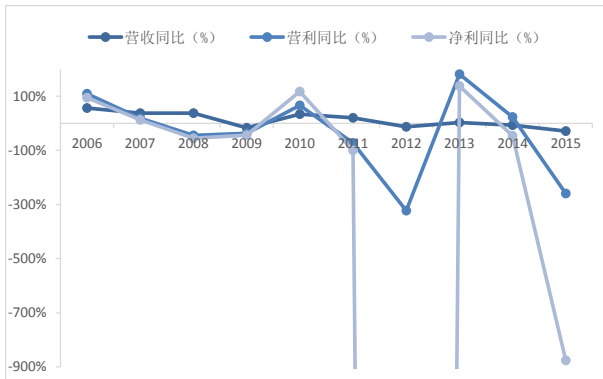
2013 年，钢铁生产全球性恢复增长，就我国而言，该行业仍将处于去产能过程中，钢价下跌继续，但铁矿石煤炭等原材料也处于持续下跌，行业经营状况整体略有改善，但幅度有限。营收同比由负转正，小幅上扬。

2014 年，铁矿石、煤炭等大宗原材料价格降幅大于钢材价格，钢铁企业总体经济效益有所起色。但国内经济下行压力下固定资产投资同比下降，融资成本高企，供需矛盾依然严峻的形势下行业营收和净利同比仍出现一定的下滑。

2015 年，国内市场钢材价格呈断崖式下跌，原材料铁矿石、废钢价格整体也呈下跌走势。钢材价格持续下跌的影响远大于原材料价格下跌的影响，是导致钢铁企业生产经营困难的直接原因。同时，全球经济复苏仍艰难曲折，国内经济增速换挡期和结构调整阵痛期叠加共振，下行压力持续存在，大宗商品和资源行业将保持周期性底部运行。随着中国政府加大钢铁行业供给侧改革，去除过剩产能的要求也将一定程度上影响炼焦煤的供应和需求。炼焦煤行业的市场环境短期内很难得到改善，煤价仍将承受压力，中长期将回归理性的供求关系。（首钢资源）

图 133：钢铁成长性指标

图 134：Myspic 综合钢价指数



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

2008 年，金融危机带来严峻的宏观经济形势、市场竞争激烈、原材料价格上涨、出口受挫 (人民币升值、出口退税率下调)，销售状况受明显冲击。

2009 年，应对国际金融危机一揽子计划和产业政策以国务院文件形式发布，为水泥业的产业结构调整和销售增长提供了有利条件，四万亿计划出台，供需关系稳定。

2010 年，产业政策效果明显，同时，在国家“保增长、调结构、防通胀”等宏观经济政策和 4 万亿投资基础设施建设项目延续的双重拉动下，水泥行业依然保持了旺盛的需求，水泥价格在下半年大幅提升，拉动行业利润同比较高增速。

2012 年，全国经济增速放缓，固定资产投资回落，基础设施建设、房地产投资增速下滑，全国水泥需求增速趋缓 (5.3%)。国家去产能政策逐步实施，淘汰部分落后产能，但由于新增产能集中释放，2012 年上半年水泥价格持续下滑，下半年随着需求回暖水泥价格小幅回升，当年营收-盈利-净利同比增速进一步下降。

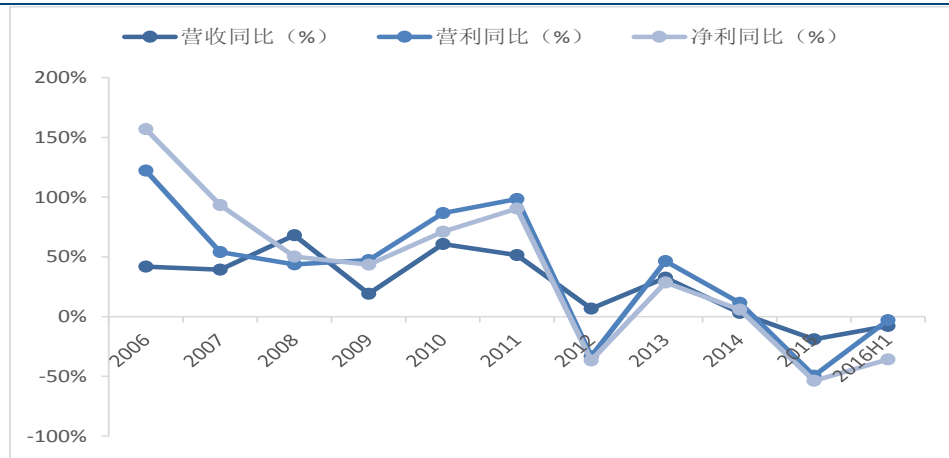
2013 年，全国经济增速放缓，固定资产投资保持平稳增长，基础设施建设投资和房地产投资有所复苏，水泥行业经济效益有所改善。全年水泥价格呈现前低后高走势，

上半年水泥价格低位运行，下半年随着需求超预期增长，水泥价格有所回升，第四季度明显回暖。（2013年三项同比增速由负转正，有明显回升）

2014年，两项投资增速大幅下降，经济下行带来的需求不足和产能严重过剩。全国水泥价格整体呈现前高后低，水泥产能利用率有所降低，水泥行业经济效益基本稳定。中央政府出台融资、税收优惠政策鼓励企业兼并重组，大企业继续引领行业整合，集中度进一步提升。2015年，全国经济下行压力持续加大，固定资产投资回落，基础设施建设表现乏力、房地产投资增速出现断崖式下滑，水泥需求呈现25年来首次负增长。水泥价格整体呈下降趋势，产能利用率持续走低，行业陷入利润大幅下滑困局。（宏观下行、供需矛盾）

2016年，经济形势依然严峻，下行压力持续加大，固定资产投资缓中趋稳。房地产市场逐步回暖和基建项目加快启动带动水泥市场弱势复苏，水泥需求呈现低速增长态势。随着水泥供给侧改革的加速，政府、协会及大企业加大力度推进错峰生产、行业自律、区域竞合、市场整合等一系列措施，使市场供求关系得到阶段性改善，水泥价格持续回升，且后期走势较为坚挺。

图 135：水泥成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

2008 年的全球金融危机影响下，全球制造业发展放缓，造纸行业业绩受压。

2011 年，全球经济复苏步伐缓慢，加上欧洲债务危机、美国宽松货币政策等，令外围市场持续波动，同时中国受通胀问题影响，宏观调控的力度加强，对各行各业的营运都带来了一定程度的压力。行业环境上市场气氛转趋保守，而成本持续高企。

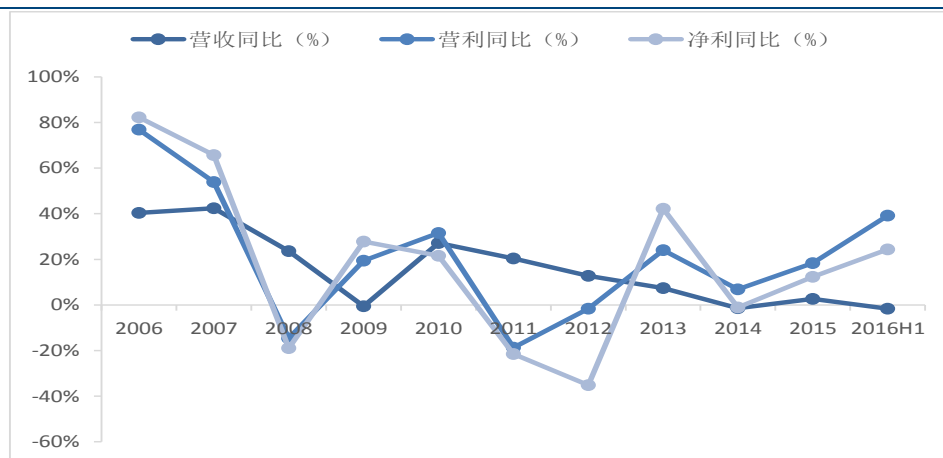
2013 年起，营业收入增速仍持续下降，但行业毛利率开始回升，导致本年度营业和净利同比由负转正、较高上扬。

2014 年，宏观经济下行压力，产业转型和环保政策收紧加剧行业挑战，同时行业洗牌为权重股提供扩张机遇。同时网购的发展弥补了经济持续低迷带来的需求降速。本年度行业整体经营仍较为艰难。

2015 年，全球经济持续波动，中国经济则在下行压力下保持稳定。由于包装纸产品与日常消费息息相关，行业的基本需求稳定，加上得益于网络购物快速发展带动市场消费和物流模式的转变，行业销售增速见底后开始回升。同时，政府以空前强大的力度积极执行环保法规，加快淘汰高能耗、重污染与低效益的落后产能，抵消了新产能

对市场的影响，产品销售价格因而从过去持续低迷的市场环境中得以见底回升，行业毛利率略微上升，当年营利和净利同比有明显上扬。

图 136：纸业成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.3.3 工业

截止 2016 年 12 月 31 日，港股工业板块成分股共计 337 支，流通市值共计 21489.48 亿港元，占港股流通市值的 8.42%，明显高于能源和原材料板块，占比较大。A 股工业板块共 749 只股，市值合计 108980.34 亿港币，平均和整体的市值规模远大于港股。依旧以 2015 年 12 月 31 日的流通市值为权重，对两市该板块利润表各项数据进行加权平均，得到两市工业板块各自的利润表数据，列示如下。

表 24：港股工业板块利润表

单位：亿港元	港股	百分比	A 股	百分比
营业收入	1018.93	100.00%	4407.07	100.00%
主营收入	918.15	90.11%	4396.53	99.76%
其他业务收入	100.76	9.89%	10.54	0.24%

总营业支出	994.27	97.58%	4169.68	94.61%
营业成本	685.97	67.32%	3770.01	85.54%
销售及管理费用	121.62	11.94%	357.48	8.11%
营业利润	24.66	2.42%	237.39	5.39%
利息支出	278.33	27.32%	63.35	1.44%
利息收入	495.38	48.62%	22.13	0.50%
利息净支出	-217.05	-21.30%	41.22	0.94%
权益性投资损益	14.53	1.43%	10.58	0.24%
其他非经营性损益	-109.13	-10.71%	-7.46	-0.17%
非经常项目前利润	147.11	14.44%	199.29	4.52%
非经常项目损益	54.51	5.35%	25.17	0.57%
所得税	48.11	4.72%	52.08	1.18%
少数股东损益	38.09	3.74%	23.42	0.53%
持续经营净利润	115.43	11.33%	148.96	3.38%

资料来源：wind，东兴证券研究所

港股和 A 股工业板块在具体构成标的上有所不同。截止 2016 年 12 月 31 日排名前 20 的权重股中，港股该板块有 14 家资本货物类，4 家运输类，2 家商业和专业服务类。而对应 A 股三类分别为 11 家、8 家与 1 家。但 A 股板块流通市值前 6 名都是资本货物公司，港股前五权重股中就有 2 家运输类公司。由此可得，两市工业板块都以

资本品类为主，但港股板块在权重股分布上更为均匀；整体上，市值来讲港股的分布类别更为均匀，有相对较多的商业专业服务类公司。

观察两市 2015 年的加权利润表数据，在营收规模上，A 股高市值对应其较高营收规模。营业成本项上，由于港股细分的航运和铁路类没有销售毛利率数据的统计，因此对板块的营业利润率造成一定误差，显示港股工业板块在营业成本率上低于 A 股。期间费用上，港股板块的销售和管理费用率要高于内地板块，营业利润率上，港股不及 A 股工业板块一半。

利息收支上，港股板块的利息收入和利息支出率都远高于内地板块，从而利息净支出上，港股工业板块表现为利息净收入占比 21.3%，而 A 股该板块表现为利息净支出占比 0.94%。主要源于权重股第一位中信股份的贡献，2015 年，中信股份利息收入 2729 亿，利息支出 1480 亿，利息净收入 1249 亿港币，占营业收入比重为 47.27%。（2014 年起，中信股份的利息收支占比和金额大幅上升，利息净收入由 2013 年的-28 亿骤增至 2014 年的 1127 亿港币，营收占比为 39.98%，之后两年都维持在千亿水平上）。

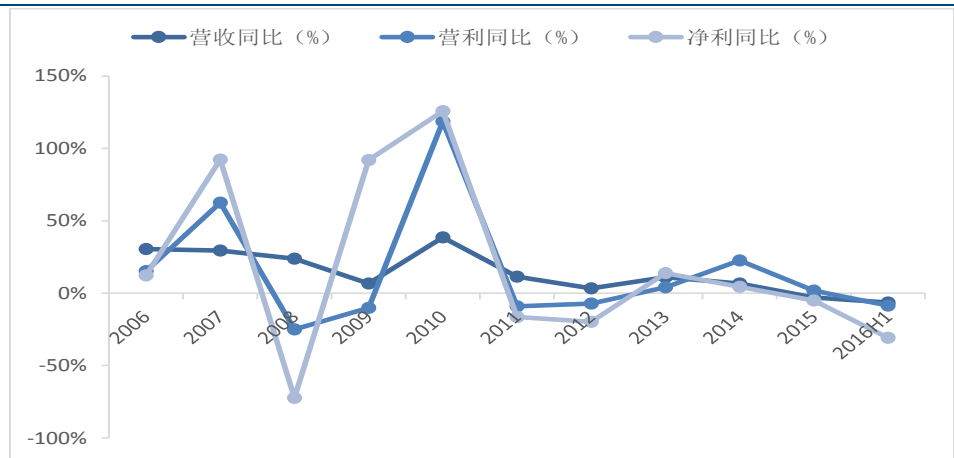
其他非经营性损益项目上，港股板块占比为-10.71%，相比 A 股，较大的该项目损失主要是中信股份等权重股的贡献。中信股份的其他非经营性损益主要包括资产减值损失，其金额与利息收入有密切关系，2014 年由 17 亿减小至-498 亿港币，之后该项损失额逐年不断增大，2015 年损失 632 亿港币，其中贷款及垫款减值损失 478 亿，其他减值损失 312 亿港币，主要反映在贷款及其他金融性投资大幅增加时对应计提减值损失的增加。

非经常项目损益上，两市差 5 个百分点，主要是中信股份和复星国际的贡献。中信股份的非经常项目损益 219 亿港元，其中金融服务业的投资性资产净收益 196 亿。而复星国际 2015 年非经常项目损益 228 亿港元，主要是特殊事项即附属公司和可供出售资产的出售收益共计 166 亿港元。

最后在净利率上，港股工业板块要明显高于 A 股，主要是港股板块大额利息净收入弥补较高的营业费用和非经营性损益（资产减值损失），从而港股工业板块 2015 年整体的盈利性要好于内地板块。

对港股工业板块的财务比率进行分析，首先观察期成长性指标。营收-营利-净利同比变动上，2006-2009 有缓慢下降趋势，2010 年回升明显，2011 年后营收增速长期呈缓慢下滑，2015 年首次出现 3% 的负增速。

图 137：工业成长性指标

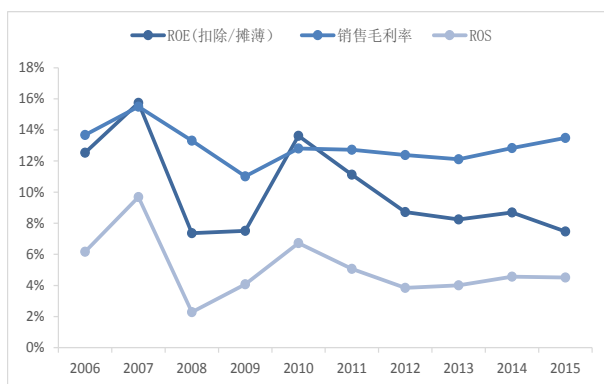


资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力上，首先是工业板块的毛利率、净利率和权益净利率。销售净利率和权益净利率走势相一致，即 2008 年骤跌，2010 年回升至金融危机前水平，之后持续缓慢下滑。毛利率主要反映原料燃料的成本变动及生产线的营运控制能力，港股板块该指标变动较为平稳，2008-2009 年在通货膨胀和金融危机先后冲击下，成本端变动剧烈，毛利率明显下滑，2010 年之后长期保持稳定，且 2015 年有小幅上扬。

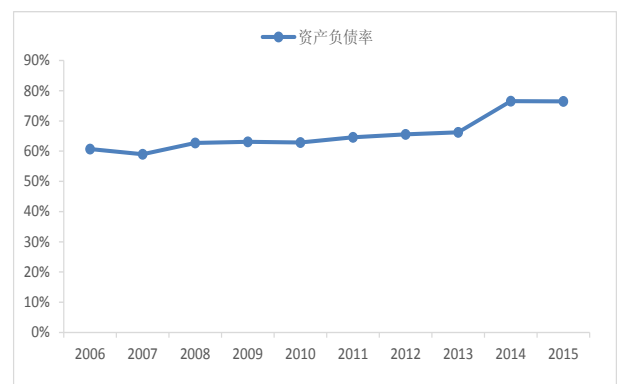
资产负债率上，工业板块观察期内处于不断上升状态，2014 年首次高于 70% 的警戒线，骤升至 76.56%。不断升高的杠杆率反映行业整体对资金的需求上升，也反映了较高的财务负担。

图 138：工业板块毛利率、ROS、ROE



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

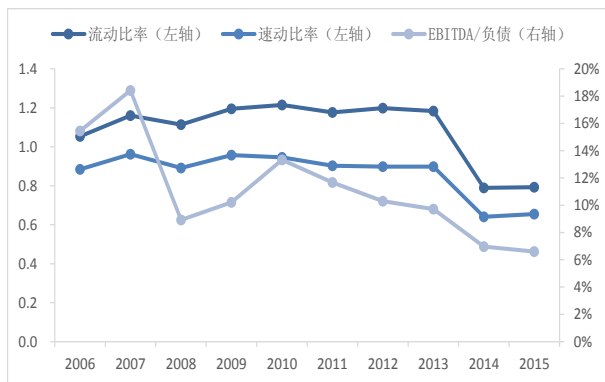
图 139：工业板块资产负债率



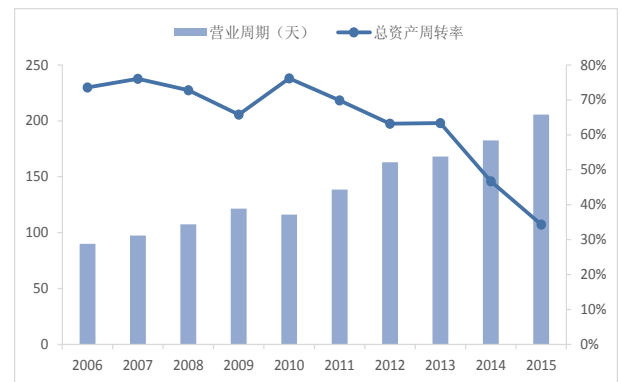
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

偿债能力上，短期的流动比率和速动比率分别在 1.2 和 0.9 左右波动，较为正常。2014 年短期偿债能力骤降，流动比率降至 0.8，说明当年流动资产只占流动负债的 80%，在短期内偿还流动负债的能力较差。长期而言，单位负债包含的息税折旧摊销前利润整体呈下滑走势，2008 年大幅下滑，应是受当年净利润大幅下降的影响；2010 年后近五年呈规律下降，反映在行业整体销售不畅下长期偿债能力在明显不断下滑。

对工业板块，特别是其中资本品细分板块，包括建筑工程、电气设备和机械，营运能力是较为重要的一项衡量经营管理效率的指标。观察期内，行业营业周期（存货周转天数加应收账款周转天数）按年呈增加趋势，总资产的周转速度相应在不断下降，2010年随着金融危机余波平息和政策刺激，行业销售有所起色，各项资产周转速度的提升带来营运指标小幅回升。

图 140：工业板块偿债性指标


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 141：工业板块营运周期、资产周转率


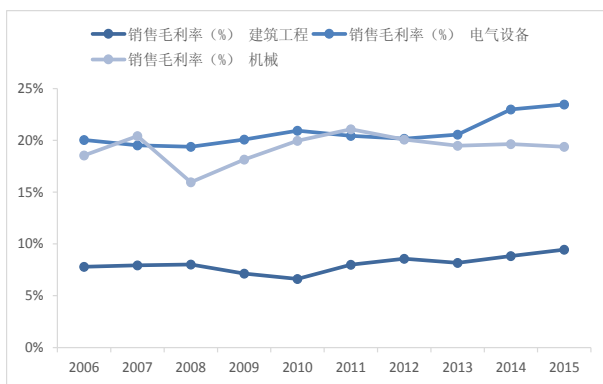
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

港股工业板块细分为资本品、运输和商业专业服务三大类。三个细分类目在营运模式上有较大差异。首先对资本品类进行分析，继续把资本品类细分为建筑工程、电气设备和机械三个细目。

盈利能力的比较上，销售毛利率由高至低为电气设备 > 机械 > 建筑工程，且观察期内都波动不大，机械板块在 2008 年毛利率有较明显下滑，之后逐渐回升。电气设备板块近十年略高于机械板块，但 2014-2015 年其毛利率有明显上升，从而拉大与机械板块差距。

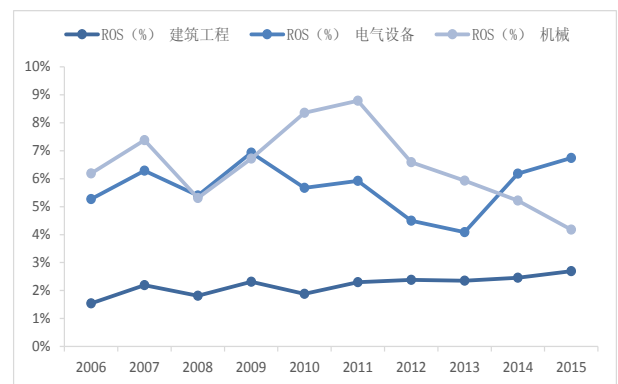
销售净利率上，从高至低依次为机械 > 电气设备 > 建筑工程。但就毛利率而言，电气设备要略高于机械，因此在 2006-2013 年间电气设备类在营业费用开支上要高于机械类，抵消了成本相对低的优势。2014-2015 年，随电气设备类毛利率明显上扬，其销售净利率也大幅提升，高于机械类。整体而言，建筑工程的销售净利率较为稳定，而电气和机械自 2011 年后处于下降趋势。

图 142：资本品销售毛利率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 143：资本品 ROS



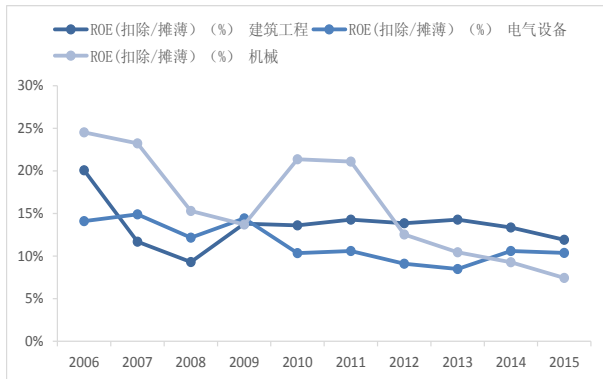
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

权益净利率反映利用股东资本创造收益的能力，2009 年之后，机械 > 建筑工程 > 电气设备，但 2011 年起机械类的权益净利率大幅下降，和其销售净利率的变动趋势一致，反映盈利能力在销售疲软下的明显下降。

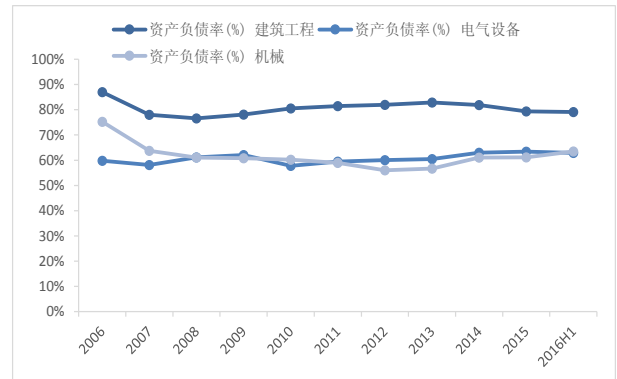
资本结构上，建筑工程观察期内杠杆率都高于 75%，反映其财务杠杆的充分利用和较高的偿债负担，但整体走势保持稳定。电气设备和机械类的资产负债率处于 60% 上下，近五年电气类要略高于机械类。

图 144：资本品 ROE

图 145：资本品资产负债率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所



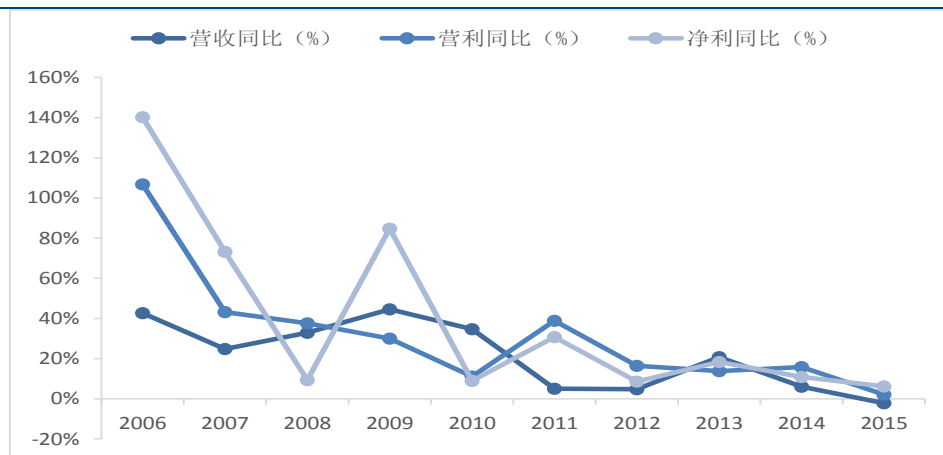
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

接下来进一步对三类资本品的细分公司类进行比较。其中建筑工程主要是中国建筑国际、中国铁建等 5 家建筑工程类公司；电气设备主要包括大型电力装备制造上海电气及驱动部件供应商德昌电机等 7 家公司；而机械主要是注塑机产销商海天国际及建筑机械与重卡产销商中国中车等 10 家公司。

建筑工程类的成长性上，由于权重股如中国建筑国际、中国铁建等都是主要经营立足于内地广阔道路、建筑等基础设施建设上，受经济周期等因素影响明显，市场广阔加上经济整体增速较高，因此观察期内营收-营利-净利都保持增长态势。2008 年，美元贬值和能源价格上涨引发了一轮全球通胀狂潮；美国次贷危机导致的全球金融海啸逐步蔓延到实体经济。发达国家经济已陷入衰退，中国、印度等世界主要新兴经济体股市、楼市剧烈震荡，实体经济受到的冲击也逐步显现。中国政府及时出台了一系列扩大内需、增加投资、保持增长的政策。稳定经济形势，建筑工程板块营收受较小影响，但净利同比出现大幅下降。2011 年中国内地经济过热下的宏观调控和货币政策持续收紧，内地经济增长出现放缓迹象，同时国际经济形势异常复杂，板块营收同比增速在 2011 年出现大幅下滑至 5%，2012 年之后，激烈的市场竞争环境和复杂多变的国

内外经济形势导致销售增速较低并在低水平段上波动。营利和净利同比的波动性相对要大，在 2008 年和 2011 年后出现明显的增速降低，2009 年营业活动外收益的增加加上 2008 年较小的净利润基数导致出现较高的净利同比增速。

图 146：建筑工程成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

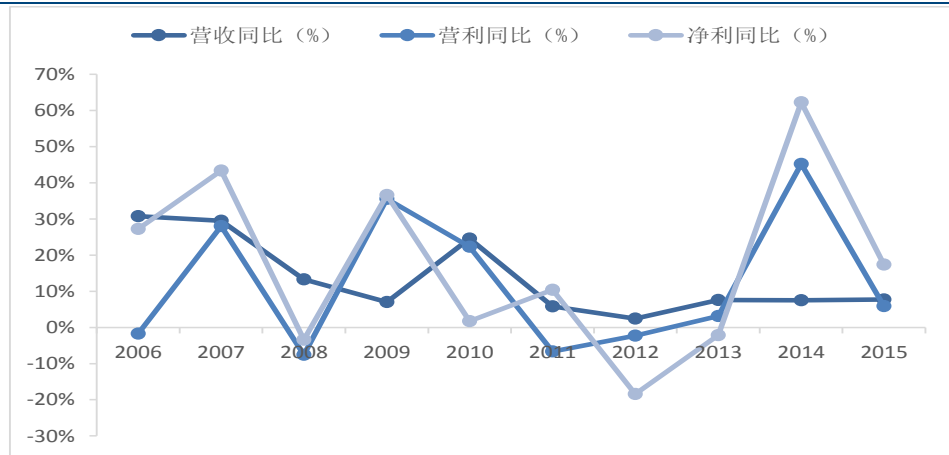
2008 年金融危机后，在中国政府 4 万亿投资及各项振兴产业政策、扩大内需措施不断出台的政策主导下，中国经济正逐步走出困境，2009 年中国 GDP 实现同比增长 8.7%。尽管中国宏观经济逐步回暖，但全球经济仍未完全摆脱金融危机的影响，通货膨胀及汇率波动等不可控风险更构成了中国企业进一步发展的不利因素，板块营收增速 2009 到达最低点后，2010 年开始回升；而营利和净利同比则有较大波幅。

2011 年是“十二五”规划的开局之年，世界经济增长放缓，欧债危机不断加剧，美国经济复苏乏力，日本“核漏”事件影响尚存。国内货币政策收紧，经济结构矛盾凸显，能源行业正进入结构调整期，装备制造业处于转型升级期，电气设备板块当年营收同比下滑明显至 5.82%，并在后几年延续这一较低同比增速。

2012 年虽然经济增速减缓、铁路投资节奏放缓、国际经济态势急剧动荡，但未来相当长的一段时间，随着铁路、城轨建设的持续推进及经济发展，中国干线和城市轨道交通需求将仍然强劲，从而带动如中车时代电气（权重股之首）这类产销电气系统的公司销售增加，2012 年行业营收保持稳定，净利则出现明显的负增长。

2014 年，港股的电气设备行业经受了产能过剩、市场需求不足的严重挑战，但行业原材料成本下降带来毛利率明显提升，加上对营业费用的较好优化控制，因此在保持营收的平稳增长同时，营利和净利同比有大幅的上扬。

图 147：电气设备成长性指标



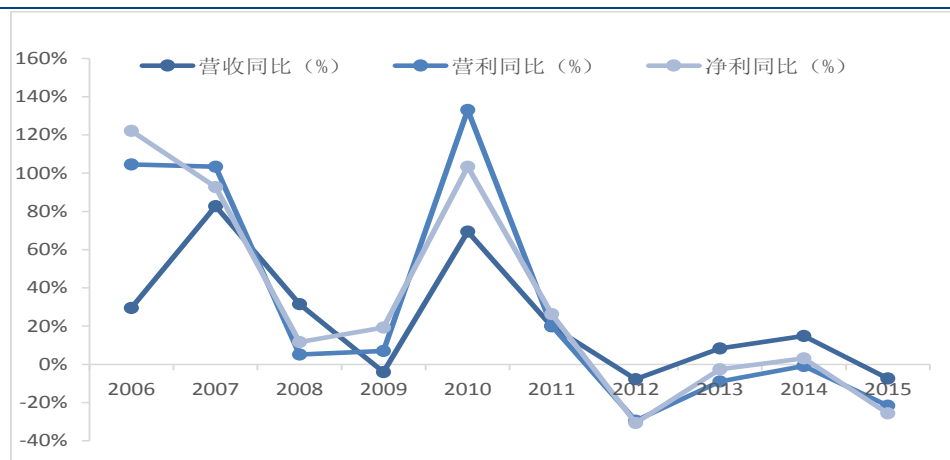
资料来源：wind，东兴证券研究所

港股机械板块的权重股中，工业机械行业有 4 家，集装箱及能源化工装备、注塑机等各类机械，主要受石油钢铁等能源资源价格变动影响，营收规模整体较小。建筑机械与重型卡车行业 6 家，发动机、工具车、造船等各类大型机械，相对有更大的销售规模。同时，该板块面临一些共同的问题即持续高位的原材料价格以及中国不断增长的直接劳工之工资。

2010年后，机械板块成长性指标都有大幅下降趋势，源于世界经济整体增长乏力，国内经济在抑制通胀下温和增长，行业产能过剩、应收账款周转偏慢、市场恶性竞争等风险仍没有得到充分有效的释放，工程机械企业不可避免地将在低位中运行。

截至2015止年度，国内及全球市场仍然挑战重重，经济环境阴霾密布。中国经济增长继续面临下行压力，国内生产总值增长率放缓至6.9%，为过往25年来最慢。制造业采购经理人指数自2015年一直低于50，处于经济收缩状态。就全球而言，量化宽松结束及美国加息引发资金流出，以及大宗物资的商品价格急跌，促使多个新兴经济体的货币大幅贬值，削弱了机械行业海外市场规模。世界经济环境错综复杂、持续低迷、国内经济下行压力加大，工程机械行业继续低位调整，营收-营利-净利同比继续出现负增长。

图 148：机械成长性指标



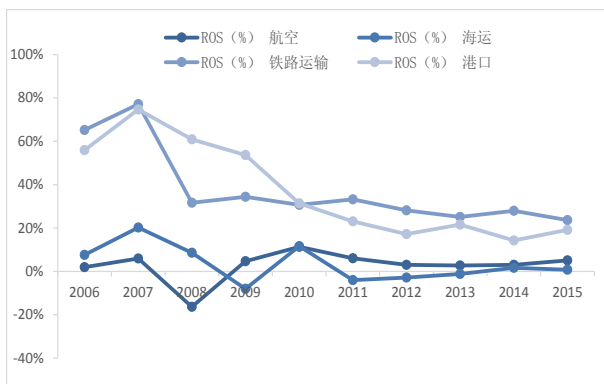
资料来源：wind，东兴证券研究所

运输板块主要分为航空货物与物流、航空公司、海运、公路与铁路、交通基本设施五大行业，我们选取航空、海运、铁路、港口四个代表性行业，提取各自权重股进行比较分析。

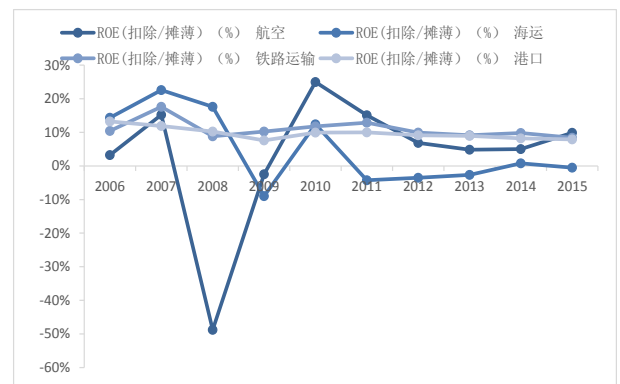
盈利能力上，销售净利率 2010 年后从高至低依次为铁路运输 > 港口 > 航空 > 海运。

铁路和港口的整体净利率水平较高，铁路运输行业 2008 出现净利率的骤跌，之后保持稳定在 30% 水平段；港口行业净利率对经济形势反应较敏感，在 2007 年后持续下滑并在 2010 年后低于铁路运输行业。

权益净利率上，港口和铁路运输行业近十年维持在 10% 水平段，而航空行业 ROE 自 2009 起高于海运，两行业 ROE 走势相似，2011 年有缓慢下降，之后保持稳定。近三年而言，ROE 由高至低为铁路运输 > 港口 > 航空 > 海运。

图 149：运输 ROS


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

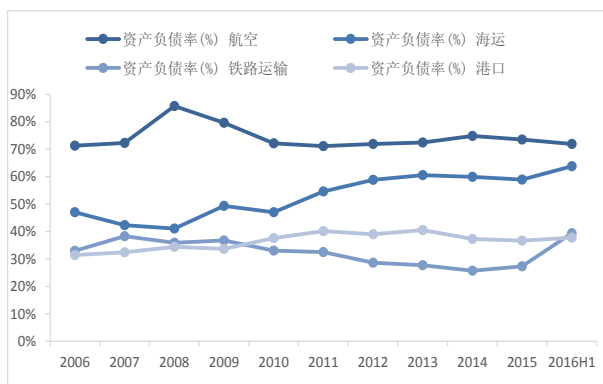
图 150：运输 ROE


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

资本结构上，四大行业观察期内较为稳定。整体而言，资产负债率由高至低为航空 > 海运 > 港口 > 铁路运输，基本和盈利能力顺序相反。较高的杠杆率意味着较高的债务成本开支，在宏观经济下行，行业经营疲软的背景下，无疑削减了公司的盈利能力。铁路运输和港口行业属于初期投资大，但路线或港口建成后的后续维护成本较小；航空有较高的维护和运营成本，海运船舶后续运营的损耗较大，因此较多通过债务融资方式满足投资和经营需要。

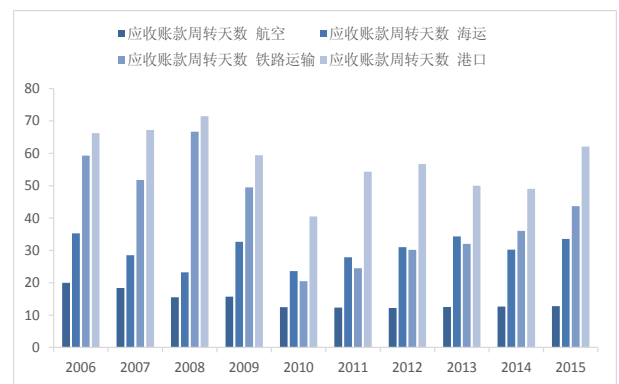
对运输板块，作为第三产业没有存货堆积问题，但行业经营状况和资产营运能力通过应收账款周转天数可以反映。该项指标由低至高为航空 < 海运 < 铁路运输 < 港口，即流动资产投资的管理效率上，航空行业最高，港口行业最低。港口和铁路运输行业在较高的销售净利率背后，是宽松的信用政策，应收账款信用期延长增加了公司现金需求，也会降低盈利的质量。

图 151：运输资产负债率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 152：运输应收账款周转天数



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

成长性上，运输板块业务中国际贸易占比较大，特别是航空、港口和海运，业务间关联度高，且对国际经济形势有较高敏感度。

航空：在金融危机出现后，全球性经济衰退和地区政治动荡对航线产生较大冲击，实体经济萎靡导致货运业务首当其冲，同时商务客运业务营收净利都有大幅下降。

2010 年，全球经济缓慢复苏，加下刺激政策效果持续显现，航空行业的客运及货运业务均表现良好，运载量持续强劲，收益大幅增加。

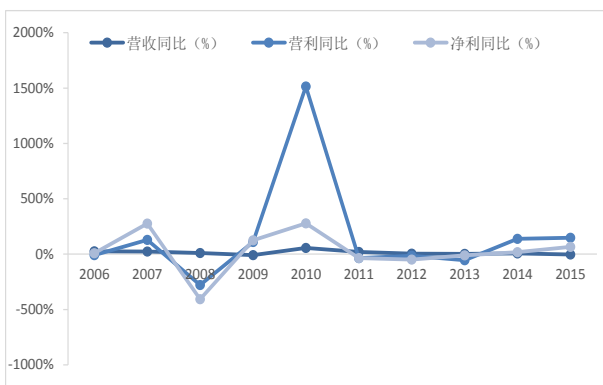
2011 年，世界主要经济体出现不稳定和不明朗的因素，国内在通胀严重下实施稳健的货币政策，航空货运市场疲弱、经济客舱收益率下降、日本及泰国发生天灾对业务

造成负面影响、中东局势动荡及航油价格持续高企，加上行业竞争按年愈发激烈，行业营收-营利-净利同比逐年下降明显，近五年成长性不佳。

港口：行业公司经营范围包括国内外货物装卸、运输、中转、仓储等港口业务和物流业务。港口业集装箱吞吐量的增长与中国宏观经济和港口腹地经济发展形势紧密相关，2008 年受国际金融危机影响，欧美经济严重受挫，中国作为世界工厂，出口业务所受冲击持续显现，航运运输需求快速下滑，营收和营利增速在 2009 年探底，成长性指标均为负数。2010 年全球经济温和复苏下，行业经营状况出现明显好转。

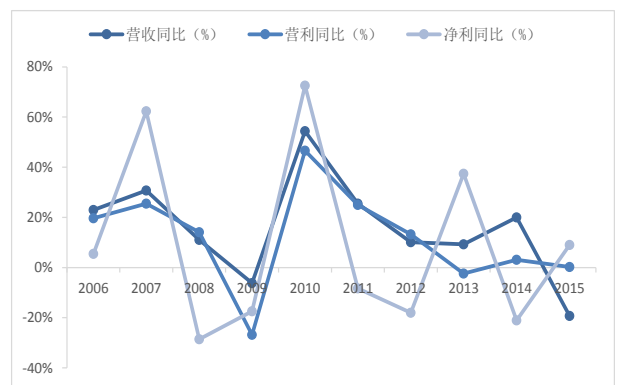
2011 年，全球经贸增速放缓超出预期，航运市场严重低迷，港口经营面临内部成本上升和外部需求放缓的双重压力。欧债危机是影响经济增长的最大不确定因素，加上地缘政治、贸易保护主义等因素的影响，经济下行风险持续存在。受此影响，港口业务总体也将同样呈现出增速放缓趋势，营收和营利同比走势也从 2011 年起不断下降。

图 153：航空成长性指标



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 154：港口成长性指标

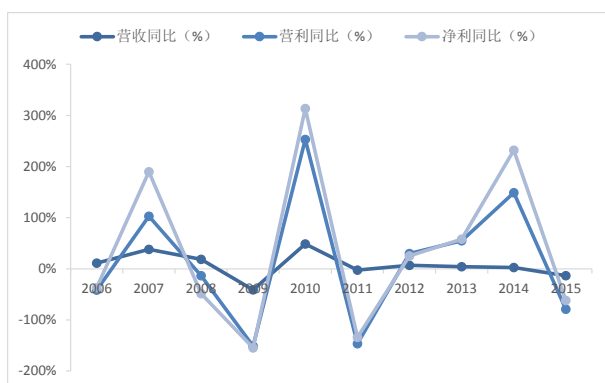


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

海运行业的营收主要受国际经济形势变动影响，起伏不大，走势与港口行业一致。但其营利与净利同比走势重合，且观察期内波动性较大。

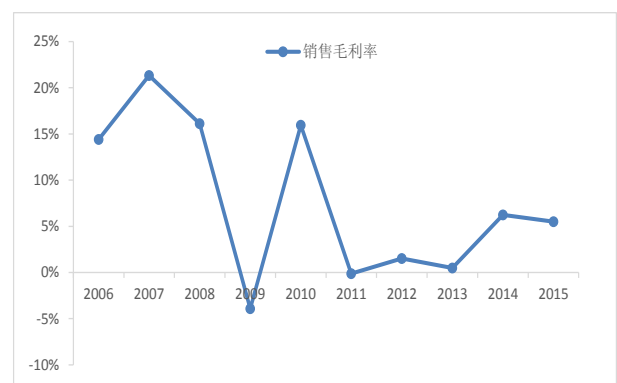
金融危机的冲击导致宏观经济 2009 年探底，积极政策刺激下，2010 年行业的营收- 营利- 净利同比均有明显回升。但 2011 年在全球经济增长乏力、欧洲深陷债务危机和 国内经济增速放缓下，海运行业营收同比小幅下降，营利和净利则亏损明显。但得益 于油价的持续下行趋势，行业毛利率在 2014 年呈现明显回升，因此在营收略增情况 下，行业营利净利同比有较高增速。但 2015 年经济下行压力进一步加大，全球经济 疲软和地区政治事件频发，行业营收同比下降 13.31%，营利和净利同比也出现较大 负增长。

图 155：海运成长性指标



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 156：海运销售毛利率

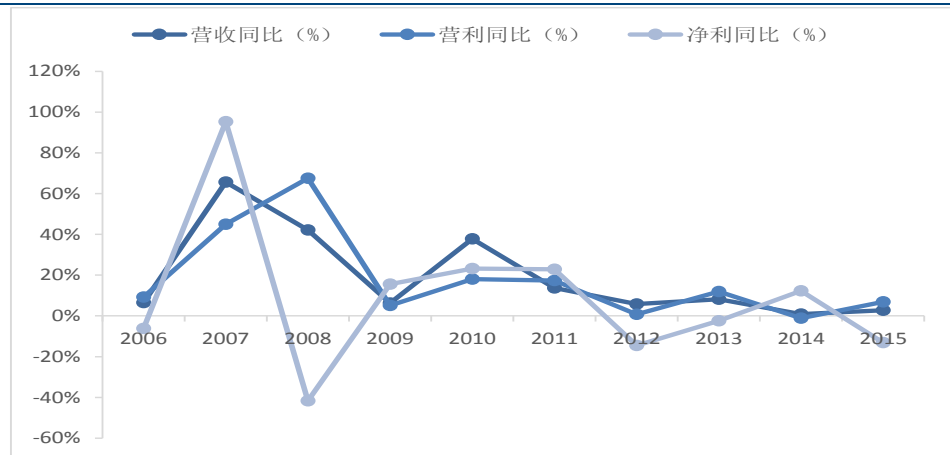


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

港股铁路运输行业包括港铁公司和广深铁路股份两只权重股。港铁公司主营港澳地区 铁路线和部分巴士线，同时在向内地和欧洲地区地铁线布局；广深铁路则主营广深铁 路线及港澳直通车项目。市场范围较小加上基础交通行业一定的垄断性质导致行业在 整体经济增长乏力状况下保持较稳定的营收增速。铁路运输行业观察期内保持连续的 营收和营利增长，销售净利率为运输板块最高，但净利同比出现一定波动。

在 2008 年以前铁路运输行业有较高的营收增速，但金融危机对实体经济的冲击导致整体经营不振，2008 年出现 41.73% 的净利同比下滑，至 2009 年营收增速触底至 6.34%。2011 年开始全球经济受挫下风险叠加，需求下降，营收和营利增速缓慢持续下降，净利同比上，2014 年虽广深铁路出现净利润出现 48% 的下滑，但港铁公司较高的净利润规模和 20% 的同比增速，拉动铁路运输整体的净利同比回升至 12%，2015 年港铁公司净利同比下降 17%，是行业净利润下滑 13.15% 的决定因素。

图 157：铁路运输成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.4 公共服务

3.4.1 公用事业

截止 2016 年 12 月 31 日，港股公用事业板块成分股共计 18 支，流通市值共计 11438.24 亿港元，占港股流通市值的 4.48%，近乎电信板块一半，整体影响较小。A 股公用事业板块共 85 只股，市值合计 18661.65 亿港币，整体的市值规模大于港股，但平均值小于港股。公用事业板块主要包括发电供水、污水废气处理、公路和桥梁的基建投资等等，港股该板块上市公司以电力供应为主，辅以一些燃气水务及新能源类公司。电力供应上以煤炭发电为主，主要经营市场为内地及香港地区。

依旧以 2015 年 12 月 31 日的流通市值为权重，对两市该板块利润表各项数据进行加权平均，得到两市公用事业板块各自的利润表数据，列示如下。

表 25：港股公用事业板块利润表

单位：亿港元	港股	百分比	A 股	百分比
营业收入	319.41	100.00%	283.12	100.00%
主营收入	317.18	99.30%	282.45	99.76%
其他业务收入	2.22	0.70%	0.67	0.24%
总营业支出	243.16	76.13%	199.61	70.50%
销售及管理费用	169.96	53.21%	86.36	30.50%
营业利润	76.25	23.87%	83.51	29.50%
利息支出	13.95	4.37%	25.51	9.01%
利息收入	2.61	0.82%	0.70	0.25%
利息净支出	11.34	3.55%	24.81	8.76%
权益性投资损益	33.00	10.33%	7.37	2.60%
其他非经营性损益	-6.70	-2.10%	5.39	1.90%
非经常项目前利润	91.21	28.56%	71.46	25.24%
非经常项目损益	12.25	3.83%	2.52	0.89%
所得税	16.23	5.08%	15.70	5.55%
少数股东损益	7.20	2.25%	11.74	4.15%
持续经营净利润	80.04	25.06%	46.54	16.44%

资料来源：wind，东兴证券研究所

比较而言，如果将港股和 A 股公用事业板块各看做一家公司，则在营收规模上，港股更高。截止 2015 年末，港股该板块公司流通市值最低为 97.27 亿港元，对应 A 股为 38.2 亿港元，又有港股该板块除香港本地优质公司外，也包括华能、华润等内地大型权重股，因此港股该板块整体在规模和盈利性上要优于 A 股。

营业支出率两市差别不大，港股略高。销售费用和管理费用率上，港股要明显高于 A 股该板块，较高的销售费用反映港股板块上市公司面临相对更大的竞争压力，成分股多大型公司推动管理费用率较高。但在利息净支出上，A 股板块占比 8.76% 要明显高于港股，即其债务负担相对更大。其他非经营损益上，港股占比负数，比 A 股该项占比小 4 个百分点，主要是港股板块的华润电力在 2015 年计提了 44 亿港元的经营性资产减值损失，其他非经常项目损益的金额为 -50 亿港元，从而对港股整体的非经常损益项目占比产生较大压制。

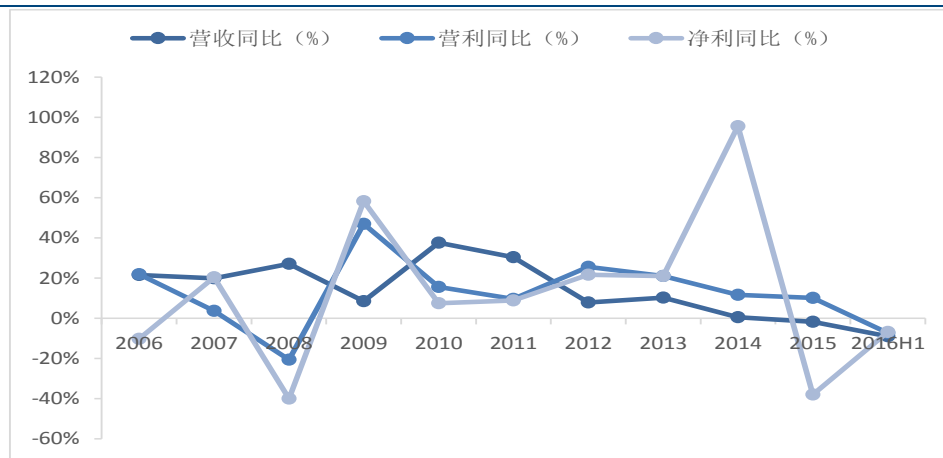
营业利润率上，港股板块低于 A 股，但非经常项目前利润率上，港股板块却高于 A 股，这主要是港股较高的权益性投资损益导致的，侧面反映港股板块公司业务范围更多元，合营及联营公司收益的分成收入高。又有非经常项目损益上港股要高于 A 股板块，最终在净利率上，港股公用事业板块高于 A 股。

2008 年，由于香港转型为服务业主导的成熟经济体系，用电需求的增长不再与基本的经济增长有密切关系，因此于未来年度的售电量增长维持偏低。但内地水电需求受到制造业生产、基建项目规模的显著推动，在较高经济增速推动下市场广阔。香港公用事业板块合计 18 只股，6 家香港本地公司内有 4 只市值居前板五，因而受到内地和香港水电气等需求的综合影响。

成长性上，整体而言，观察期内除 2008-2009 年外的营收营利净利增速较为稳定。2008 年板块主要原材料煤炭价格经历了多月暴涨，成本端压力加上全球金融危机的冲击，行业营利和净利同比出现大幅下降，2009 年在政策刺激作用下，营利和净利同比出现明显回升。2010 年行业营收增速自 2008 年后回升至观察期最高值 37.6%，之后在国际复杂经济因素和国内经济下行压力下营收增速逐年缓慢下降，营利和净利增速则保持两年略增后，2013 年开始出现逐年下降趋势。

2014 年长江基建集团权益性投资项目由上年度的 114 亿港元增长至 288 亿港元；电能实业的非经常性损益由 0.02 亿港元增加至 529 亿港元。两者是港股公用事业板块 2014 年度在营利同比仅 11% 下净利润超常增长 95% 的主要原因，该年度板块净利润合计由 847.59 亿港元增至 1701.25 亿港元。电能实业非经常性损益主要是出售附属公司产生的净收益；而长江基建集团 2014 年度按份额确认了联营公司损益 232 亿港元，该项目上年度仅 47 亿港元。

图 158：公用事业成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

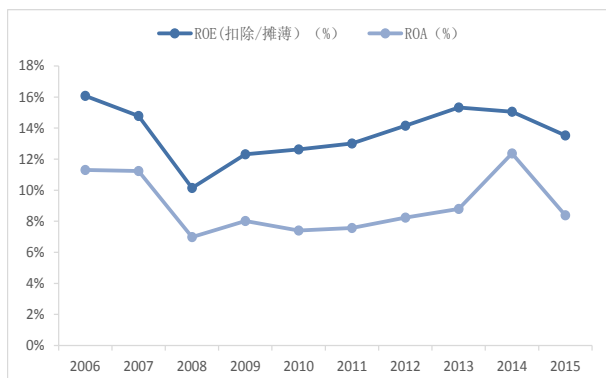
盈利能力上，公用事业板块的销售净利率在观察期内呈 U 型走势，由 2006 年 24.24% 一路跌到 2011 年的 12.53%，之后小幅回升至 2016 年上半年的 20.55%。其中在 2008 年是受金融危机对实体经济冲击从而影响板块经营，2009-2013 较为平稳，2014 年受权重股非经营活动（权益性投资损益和出售附属公司净收益）影响，净利润率有明显上升，但之后年度迅速回落。继续观察单位营收包含的经营活动现金净流量变动，基本走势与净利率一致，但 2014 年未将股权投资和出售收益未计入经营活动，因而该指数真实反映了经营活动盈利情况。

权益净利率和总资产报酬率的变动则相对平缓，走势清晰，2008 年为明显凹点，之后逐年上升。近几年受工业生产下行、国内经济转型和产业结构调整影响，煤炭市场供过于求，价格持续下跌，有利于板块控制发电成本，提升盈利水平，同时也对板块内副业煤矿业务造成较大冲击。

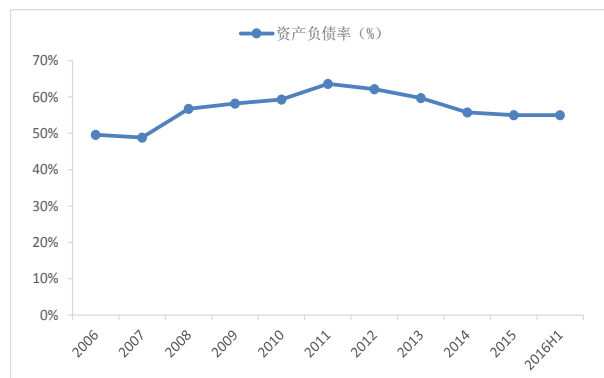
资本结构上，观察期内公用事业板块的资产负债率至 2011 年上升至 63.59%，之后逐年略微下降。2008 年四季度煤价受金融危机冲击，高位暴跌，之后开始缓慢上升恢复，2011 年上升至高位，成本上扬下行业净利率持续缓慢下降；同时在 2008 年后政策刺激作用下，国内经济形势不断好转，行业扩张对外部资金需求增加，因此导致杠杆率逐年的上升。2011 年后，经济下行压力下工业生产对水电需求增速减缓，行业竞争激烈，风险因素叠加，板块整体杠杆率有所降落。

图 159：公用事业 ROE、ROA

图 160：公用事业资产负债率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

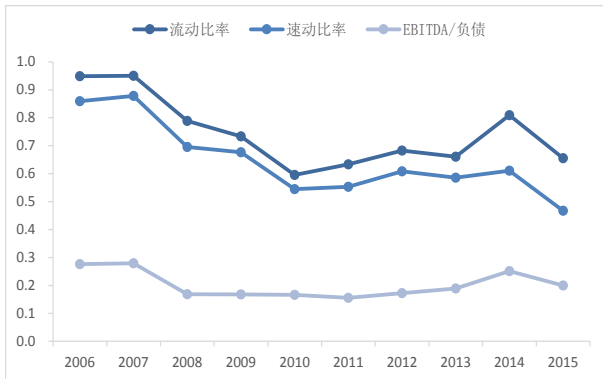
偿债能力上，短期而言，流动比率和速动比率走势一致，2008-2010 年按年下降，之后幅减小，流动比率维持在 0.6-0.7 水平，速动比率略低于前者。流动比率长期较低主要是因为公用事业板块公司资产项主要是大额固定资产，流动资产内营业活动产生小额的应收账款，而流动负债项上短期借款和长期借款的到期部分较多，因此短期偿债能力不佳。

长期偿债能力上，观察单位负债包含的息税折旧摊销前利润，近十年该比率保持稳定，仅 2008 年受净利大幅下降影响出现明显下滑，之后维稳。

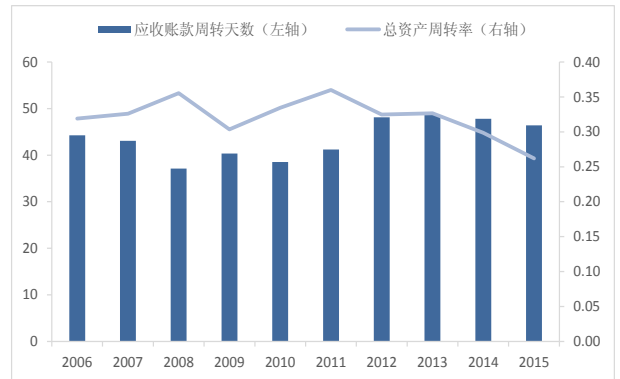
营运能力上，应收账款周转天数 2006-2010 年稳定中小幅波动，2011-2013 年有增长趋势，即应收账款相对营收出现周转速度下降，压制净现金流增长。总资产周转率长期呈下降趋势，主要是宏观经济下行下行业整体不景气、供求矛盾加剧所致，特别是 2011 年及之后年度，净利同比保持高于营收，净资产增长带动总资产增长，该比率因此有所下降。

图 161：公用事业偿债性指标

图 162：公用事业营运性指标



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

3.4.2 电讯业

截止 2016 年 12 月 31 日，港股电信业务板块成分股共计 21 支，流通市值共计 21479.65 亿港元，占港股流通市值的 8.41%，在公共服务大类中占比高公用事业一倍，整体影响较大。板块内成分股主要是三大电信运营商：中国移动、中国联通、中国电信，流通市值合计 20684.18 亿港元，占板块市值比重超过 91%，是板块经营状况的决定因素。相比较而言，A 股电信业务板块成分股仅 6 只，流通市值合计 2350.69 亿港元，板块市值规模上远小于港股。其中三大运营商仅中国联通在 A 股上市，流通市值 1732.2 亿港元，在 A 股该板块占比达 74%。

以 2015 年 12 月 31 日的流通市值为权重，对两市该板块利润表各项数据进行加权平均，得到两市电信业务板块各自的利润表数据，列示如下。

表 26：港股电讯业板块利润表

单位：亿港元	港股	百分比	A 股	百分比
营业收入	6744.06	100.00%	2251.76	100.00%
主营收入	5939.36	88.07%	2251.76	100.00%
其他业务收入	804.70	11.93%	0.00	0.00%

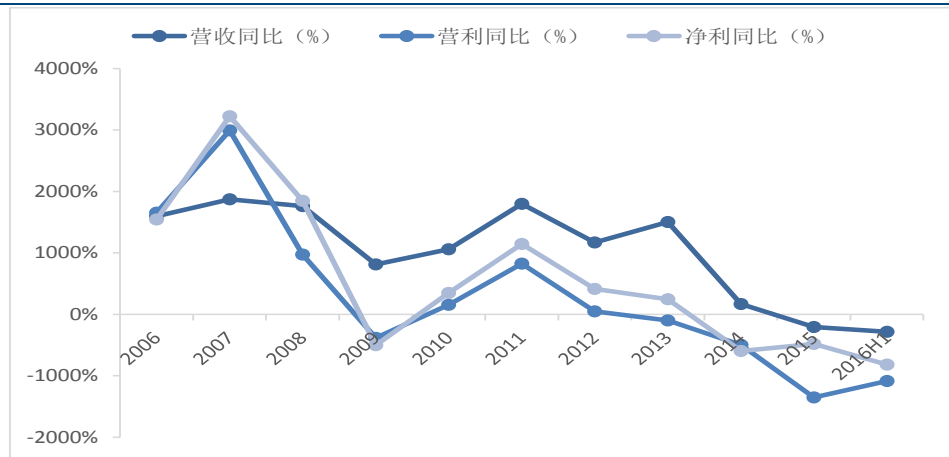
总营业支出	5666.50	84.02%	2147.99	95.39%
销售及管理费用	-	-	427.49	18.98%
营业利润	1077.55	15.98%	103.77	4.61%
利息支出	11.52	0.17%	36.90	1.64%
利息收入	149.88	2.22%	3.69	0.16%
利息净支出	-138.36	-2.05%	33.21	1.47%
权益性投资损益	74.96	1.11%	-6.49	-0.29%
其他非经营性损益	-72.62	-1.08%	-16.61	-0.74%
非经常项目前利润	1218.25	18.06%	47.47	2.11%
非经常项目损益	161.04	2.39%	66.47	2.95%
所得税	336.39	4.99%	27.95	1.24%
少数股东损益	1.40	0.02%	56.33	2.50%
持续经营净利润	1041.50	15.44%	29.65	1.32%

资料来源：wind，东兴证券研究所

观察 2015 年的利润表数据，把港 A 两市电信板块分别看做两家公司，则营收规模上，港股更高，这主要是三大权重股拉动所致。营业支出率上，A 股该板块要高于港股。营业利润率上，港股明显高于 A 股，主要是中国移动和香港电讯作为净利率较高的权重股的提升作用，而 A 股权重股中国联通净利率仅 3.78%，低于 A 股该板块平均净利率。营业活动之外，利息净支出上，港股板块的占比为负，低于 A 股 3.5 个百分点，主要是该年度中国移动高达 183.83 亿港币的利息净收入导致。所得税上，港股电信板块所得税占比要明显高于 A 股，主要是中国移动当年高达 16% 的净利率导致其利润总额相对较大，在正常税率下产生较高所得税数额，拉高行业整体的所得税费用率。整体而言，由于中国移动、香港电讯、电讯盈科等优质权重股的提升作用，加上 A 股板块权重股中国联通盈利能力不佳，因此港股电信板块净利率要远远高于 A 股。

由于港股电信业务板块主要是受到三大运营商经营财务的影响，因此选取中国移动、中国联通和中国电信三大权重股作为板块代表，对其财务数据进行分析。

成长性上，整体而言营收-营利-净利同比处于明显下降趋势，但在 2009-2011 年出现一波明显回升。宏观经济下行背景下该板块行业竞争不断加剧、互联网业务对传统通信行业影响持续加大、监管政策发生变化，各项因素共同导致了板块成长性在 2011 年后的下行趋势。

图 163：电讯业成长性指标


资料来源：wind，东兴证券研究所

各项损益科目上，其中其他非经营性损益在 2015 年出现-15639%的增速，主要是 2014 年其该项数据仅 0.77 亿港币，本年减少至-120.16 亿港币。结合成长性，2015 年行业净利同比要明显高于营利同比，主要是非经常项目损益导致，该年同比增速 577.32%至 386.21 亿港币。非经常性损益项目观察期内变动较大。

表 27：电讯业板块各类费用变动

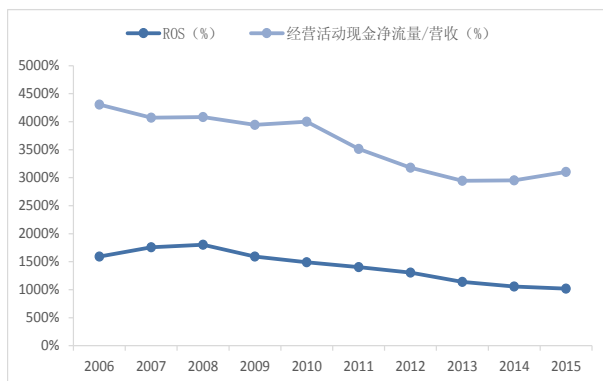
同比变动	2011	2012	2013	2014	2015
销售和管理费用	16.96%	11.45%	23.47%	3.35%	4.78%
权益性投资损益	654.85%	31.40%	28.19%	15.80%	-11.81%
其他非经营性损益	13.51%	-12.53%	-83.39%	-91.73%	-15639.81%
非经常项目损益	-164.74%	57.75%	22.97%	-90.30%	577.32%

营业收入	14.72%	7.89%	16.28%	1.28%	-2.23%
------	--------	-------	--------	-------	--------

资料来源：wind，东兴证券研究所

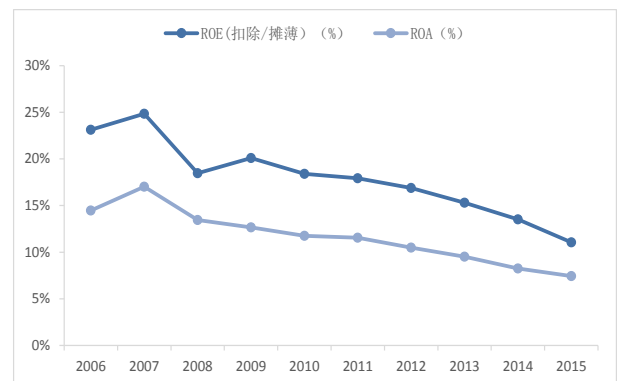
销售净利率上，香港电信业务板块观察期内整体呈缓慢下降趋势，但在 2009 年之前有小幅上升，2008 年受国际金融危机冲击、加上 3G 业务初次推广，费用成本叠加导致销售净利率出现持续的下降。2011 年后，宏观经济增速下滑、行业格局调整和竞争加剧，ROS 继续缓慢下降。单位营收包含的经营活动净现金流长期走势与销售净利率一致，但其在 2011 年后下降加速，说明单位营收创造盈利的质量下降，或者营收增速在较高期间费用增速压制下产生较低的盈利增速。权益资本的盈利效率上，扣非后的权益净利率显示，2008 年受金融危机影响出现明显下跌，之后按年缓慢下降。总资产报酬率走势大体与 ROE 一致，也与销售净利率的走势相符。

图 164：电讯业 ROS、经营现金流/营收



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

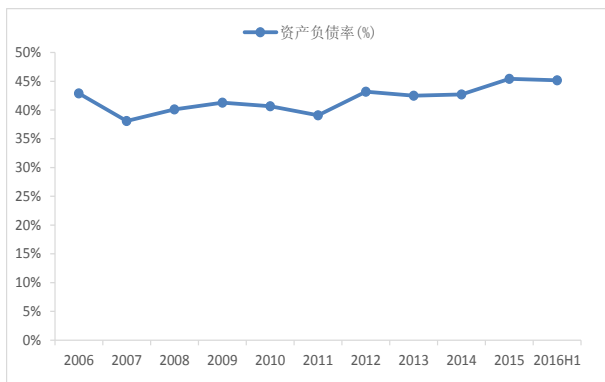
图 165：电讯业 ROE、ROA



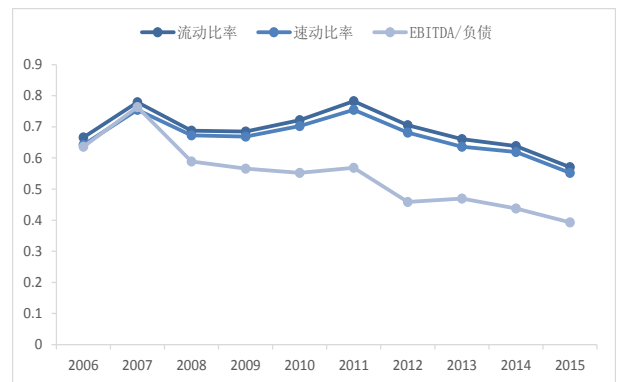
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

资本结构上，观察期内资产负债率整体呈小幅上升趋势，特别是 2011 年后增长趋势较为明显。由于营收增速保持高于净利增速，净利率不断下降，留存收益的增速有所下降；同时为了在 3G、4G 浪潮中扩大市场份额，激烈竞争和扩张导致杠杆率水平的提升。

由于电信业务板块的三家运营商都是主营通信、宽带、移动网络、信息服务等业务，其资产结构特点上，主要投资在固定资产上，流动资产主要包括少量维持经营活动所需的现金、应收账款等，因此整体的短期偿债能力较差，流动比率近十年低于 0.8，在 2011 年后下降明显。长期偿债能力上，单位负债包含的息税折旧摊销前利润观察期内长期呈明显下降趋势，由于 2011 年后行业杠杆率不断提高导致负债规模扩大，同时盈利能力持续小幅下滑，从而该指标按年不断下降。

图 166： 电讯业资产负债率


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 167： 电讯业偿债性比率


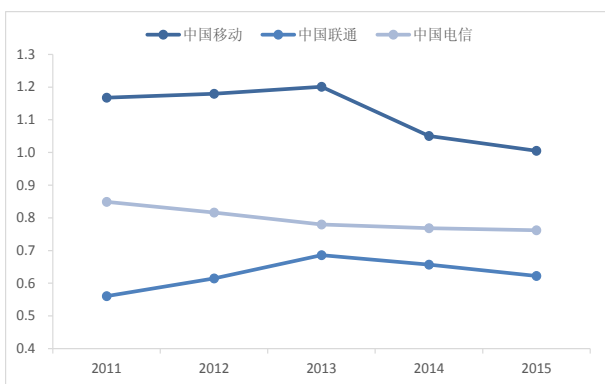
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

营运能力上，应收账款周转天数在 2011 年以前呈下降趋势，之后由于国内宏观经济下行、产业结构调整和行业竞争等因素，应收账款的管理效率下降，回款周期延长，这无疑加大坏账的可能性，且周转速度下降也削弱了公司的短期偿债能力。总资产周转率整体波动较小，2009 年有明显下降。总资产周转率细分而言，中国电信 > 中国移动 > 中国联通。2011-2015 年中，中国电信变动不大，中国移动有逐年下降趋势，中国联通则在 2013 年达到上升顶点，之后下降。板块整体受中国联通较大影响，呈现倒 V 式结构。中国联通近五年营收增速在 2011-2013 年较高，推动总资产周转速度加快；而总资产仅在 2015 年增长率较高，对关联方的长期应收款大幅增加导致产

生 13%资产增速。即营收能力和资产管理效率的变差推动该项指标在 2014-2015 年出现明显下滑。

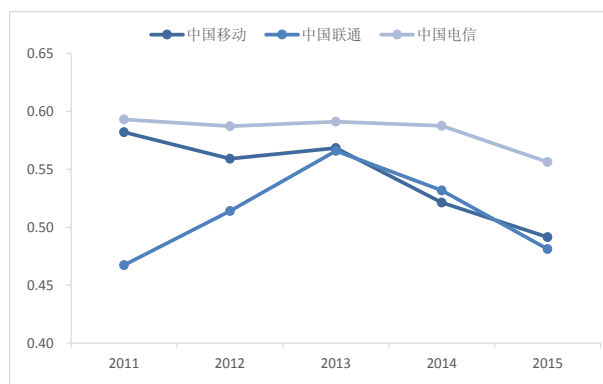
细分三大运营商，固定资产周转率由高至低为中国移动 > 中国电信 > 中国联通，其中中国移动周转率较高为 1.2 次，主要是其较高的营收规模导致的，且 2014-2015 年中国移动的固定资产周转率有明显的下降趋势，主要是因为其 2014 年固定资产增长 17% 远高于营收 2% 的增速，因此在 2014 与 2015 年出现固定资产周转速度的下降。

图 168：三大电信运营商固定资产周转率



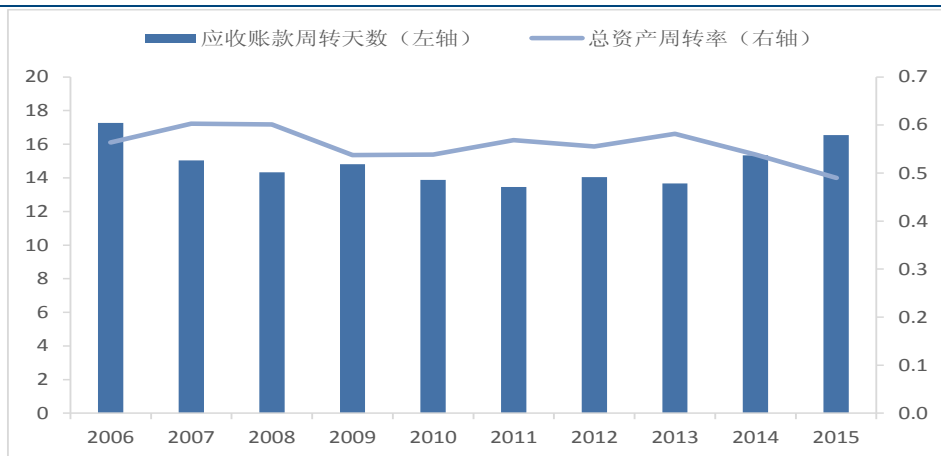
资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 169：三大电信运营商总资产周转率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

图 170：电讯业应收账款和总资产周转率



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.5 信息技术

截止 2016 年 12 月 31 日，港股信息板块成分股共计 247 支，流通市值共计 28366.83 亿港元，占港股流通市值的 11.11%，规模中等。其中软件与服务 91 家，技术硬件与设备 126 家，半导体产品与设备 30 家。第一大权重股腾讯控股流通市值 17978.03 亿港元，占板块市值的 63%，腾讯较好的经营财务状况会对板块整体产生较大的影响，掩盖了其他成分股的真实财务经营情况，因此剔除腾讯控股后对剩余 246 只成分股进行比较分析。

以 2015 年 12 月 31 日的流通市值为权重，对两市该板块（剔除腾讯控股）各项数据进行加权平均，得到两市信息技术板块各自的利润表数据，列示如下。

表 28：港股信息技术板块利润表

单位：亿港元	港股	百分比	A 股	百分比
营业收入	405.42	100.00%	73.65	100.00%
主营收入	403.03	99.41%	73.4	99.67%
其他业务收入	2.38	0.59%	0.25	0.33%
总营业支出	402.28	99.23%	66.97	90.93%
营业成本	333.06	82.15%	53.61	72.79%
毛利	69.06	17.03%	19.79	26.88%
销售及管理费用	44.78	11.05%	10.91	14.82%
营业利润	3.14	0.77%	6.68	9.07%
利息支出	2.99	0.74%	1.02	1.38%
利息收入	1.19	0.29%	0.49	0.67%

利息净支出	1.81	0.45%	0.52	0.71%
权益性投资损益	-0.14	-0.04%	0.2	0.27%
其他非经营性损益	-3.21	-0.79%	0.24	0.32%
非经常项目前利润	-2.02	-0.50%	6.59	8.95%
非经常项目损益	-11.74	-2.90%	1.65	2.24%
所得税	0.59	0.15%	1.07	1.46%
少数股东损益	0.02	0.00%	0.21	0.29%
持续经营净利润	-14.37	-3.54%	6.95	9.44%

资料来源：wind，东兴证券研究所

腾讯控股 2015 年营收 1227.8 亿港币，毛利率 53%，净利率 28.3%。剔除腾讯控股后，港股信息技术板块加权后营收 405.42 亿港币，毛利率 17.03%，净利率-3.54%，和腾讯控股在营收规模和盈利能力上差距明显。

A 股信息技术板块截止 2016 年末的成分股合计 420 家，流通市值合计 60654.27 亿港币，显著高于港股该板块。A 股板块成分股中，除最低 6.03 亿港币市值外，其余均高于 25 亿港币，对应港股则有超过 76%的成分股流通市值低于 25 亿港币。标杆式权重股的稀缺使得港股板块行业整体受联想集团、瑞声科技、汉能薄膜发电等权重股较大影响。

两市信息技术板块共同特点包括利息负担低、权益性投资和非经项目等损益占比小，营收及成本和营业费用的相对走势是盈利能力变动的决定因素。

具体的营收规模上，加权后的营收港股是 A 股的五倍有余，主要是港股上市的联想集团高达 3482.58 亿港币的营收推动所致。联想的营业成本高达 2968.94 亿港币，也解释了港股板块在毛利率上低于 A 股。期间费用上，销售和管理费用率港股板块略低于 A 股，利息净支出率也相差不大。港股板块的营业利润率只有 0.77%，同时在其其他非经营性损益和非经项目损益上都为负数，因此净利率为-3.54%，港股行业整体 2015 年处于亏损状况。2015 年港股汉能薄膜发电、联想集团、美图公司等权重股在上述损益科目上为负数，板块利润表数据较大程度反映其较差的营业外损益状况，特别是市值第一的汉能薄膜发电当年营收大幅下降导致净利润为负 122.34 亿港币，加权后为-20.42 亿港币，是板块整体亏损的主要原因。

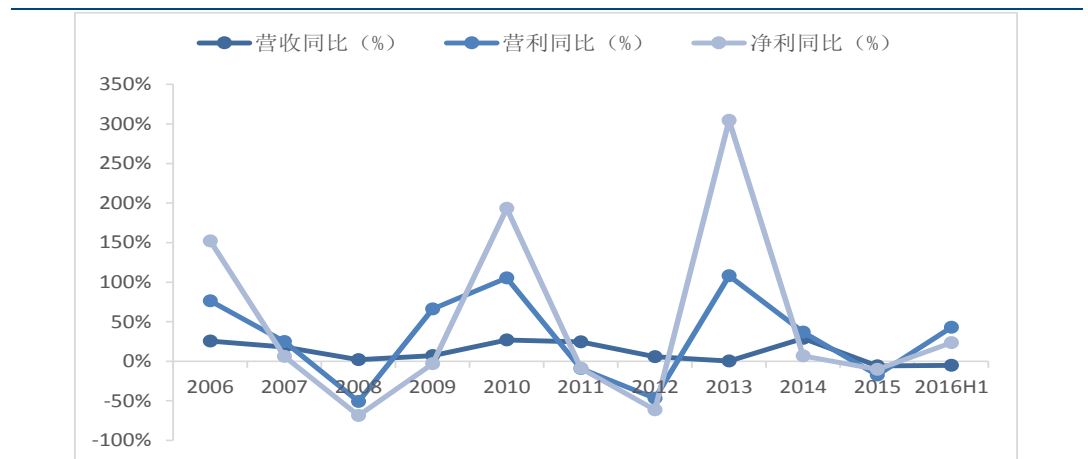
选取板块中权重股进行各项财务指标的分析，其中软件与服务 17 家，技术硬件与设备 24 家，半导体产品与设备 8 家，加上一家 2016 年 9 月退市的 TCL 公司(私有化)，合计 50 家公司。

首先在成长性上，观察期内营收同比最为稳定，保持低于 30%的增速，仅在 2015 及 2016 上半年出现同比负增速。营收同比变动趋势上，2008 年有所下降，2011-2013 年明显下降至 0.15%后次年回升，2015 年降至负增速。营利和净利同比变动相对一致，波动较大，但基本与营收呈同方向变动。在 2013 年营收增速近乎 0，但销售和管理费用仍有 6.07%的增幅，同时该年度行业权益性投资损益和非经项目损益均有高于 15%的增长，因而推动营利和净利增速的较高回升。

行业在其他非经营性损益上同比按年有较大波动，一方面是其绝对额基数较小，另一方面个别权重股如中芯国际在 2014 年该项目因金融工具公允价值变动导致由 1 亿降至-1124 亿港元，对行业同比变动产生较大影响。

相对其他板块，信息技术板块观察期营收保持稳定增长，虽然营利和净利同比按年波动较大，但就我国产业结构转型升级和需求持续增长的高新技术产品市场而言，仍对其成长性有较好预期。

图 171：信息技术板块成长性指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

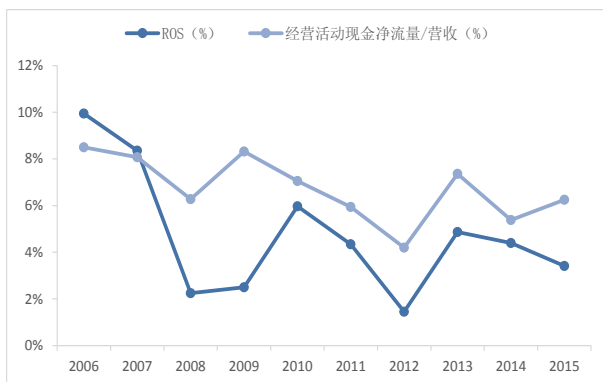
表 29：信息技术板块各类费用变动

同比变动	2011	2012	2013	2014	2015
销售和管理费用	29.71%	7.68%	6.07%	23.83%	3.99%
权益性投资损益	38.84%	-12.44%	18.59%	-44.26%	-240.70%
其他非经营性损益	-176.77%	-521.79%	97.84%	-278848.21%	100.98%
非经常项目损益	46.62%	15.77%	15.99%	1650.49%	-92.64%
营业收入	24.39%	5.82%	0.15%	29.02%	-6.01%

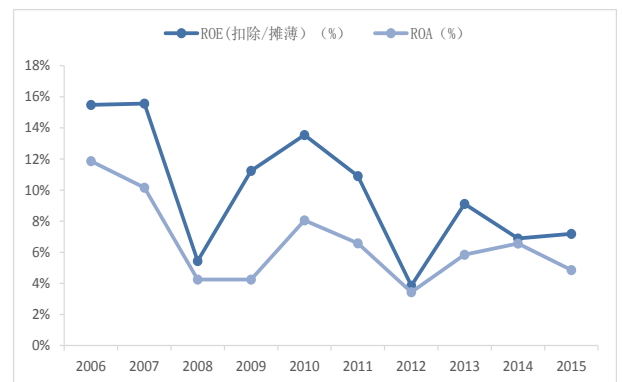
资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力上，首先销售净利率观察期内按年波动较大，整体水平居于 8.5%以下。走势上在 2008-2009 年以及 2011-2012 年有明显下滑，主要原因在于当年的宏观经济变动及行业格局调整及竞争加剧。单位营收包含的经营净现值走势基本与销售净利率一致，但相对平滑。进一步观察发现，销售净利率走势也反映了观察期内净利润同比增速的变动趋势。

总资产报酬率观察期内的走势较为稳定，但 2008 年和 2011 年在紧缩货币政策、金融危机、国际经济政治事件影响下出现下滑，权益净利率则在相同变动方向基础上放大波动，即财务杠杆的存在使得股东面临的收益和风险都较债权人要高。

图 172：信息技术板块 ROS、经营净现金流/营收


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

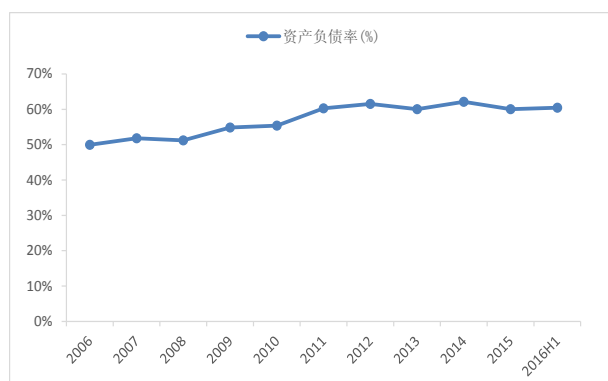
图 173：信息技术板块 ROE、ROA


资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

资本结构上，观察期内的资产负债率整体呈上升趋势，在 2006-2011 年有明显上幅，之后维持在 60%水平上。细分三个行业而言，整体上技术硬件与设备 > 软件与服务 > 半导体产品与设备，技术硬件与设备类中权重股如联想集团、舜宇光学科技、中兴通讯等都有较高的杠杆率，其资产规模也居于板块前列。

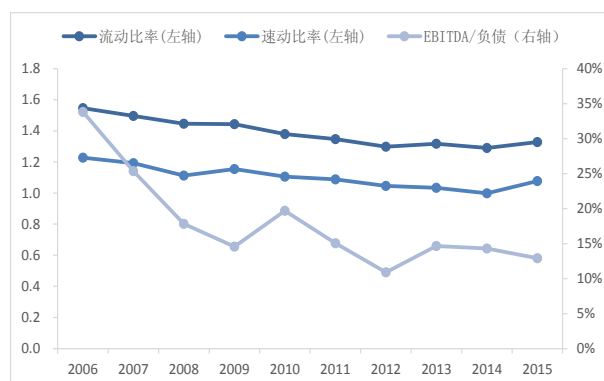
偿债能力上，信息技术板块的流动比率和速动比率近十年整体有轻微下滑，分别在 1.3-1.5 和 1.0-1.2 上下波动，较高的流动和速动资产比重说明该板块短期而言有较强的变现偿债能力。单位负债包含的息税折旧摊销前利润观察期内呈明显下降趋势，其中在 2010 年和 2012 年以后出现上浮，2010 年随金融危机余波消退，世界经济温和复苏，加上国内经济政策刺激，行业形势较好，需求回升带动营收和净利增速上扬，长期债务的偿还得到更好的保证。2013 年行业整体盈利能力的回升比较明显，单位负债包含同比更多的利润收入。

图 174：信息技术板块资产负债率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

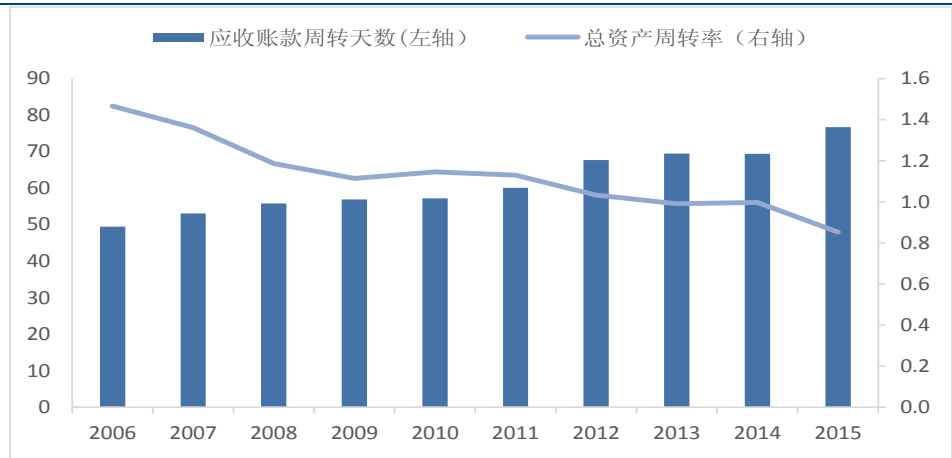
图 175：信息技术板块偿债性比率



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

营运能力上，信息技术板块整体在营收按年保持增长的同时，资产的管理效率出现明显下降。近十年内的应收账款周转天数处于明显不断上升趋势，即年内应收账款的回款天数不断延长，对公司现金流造成较大压力；同时不断下降的总资产周转速度也降低了公司的盈利能力和单位资本创造回报的效率。

图 176：信息技术板块应收账款、总资产周转率



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 结语

在本文中，我们以 GICS 方法对港股上市公司进行分类，从整体近十年各项财务指标的变动入手，比较板块间盈利能力、营运能力及资本结构的差异；在板块内部，比较内地和香港本地公司经营财务差异，或是对权重股进行剖析，以求能找出不同行业经营和财务的特点及影响因素，并追溯港股自身特色上加以把握。

在关键的能力指标上，根据 2015 年度的数据，销售净利率比较上，金融 > 房地产 > 公用事业 > 信息技术 > 电信业务 > 医疗保健 > 可选消费 > 工业 > 能源 > 必选消费 > 原材料。营运能力则与销售净利率相反，即必选消费 > 可选消费 > 医疗保健 > 能源 > 原材料 > 信息技术 > 电信业务 > 工业 > 公用事业 > 房地产 > 金融。金融板块杠杆率极高，工业板块也较为明显，可选消费最低。最终权益净利率上，金融 > 医疗保健 > 信息技术 > 公用事业 > 电信业务 > 可选消费 > 房地产 > 工业 > 必选消费 > 能源 > 原材料。不同板块在保持自身特色同时，互相在经营上有连接或是交叉，因此部分板块财务经营状况的变动有明显相关性，这从板块股价的相关系数或是各自成长性按年变动趋势上可以得到证明。

市场是多个行业的集合，其财务和经营状况非常庞杂，非一篇报告所能详尽。同时，港股上市公司的信息披露相对 A 股较为自由，因此财务信息披露质量高低不一，影响了本报告的准确性。本文作为抛砖之作，谨希望通过不完整的梳理，为投资者初步形成对港股财务状况的概念，并了解其影响因素和不同市场的价值敬献绵力。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用

的相关信息 and 文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。