重點摘錄

- 第一資本相當認同 GAM Credit Opportunities 透過投資於發債公司為投資等級，但資本結構順位較低的債券，以獲取低風險高報酬的操作策略；基金經理人已將浮動票息的債券增加至部位一半，降低存續期間至 4.06 年，有利於規避長期利率走升之風險；同時，該基金表現優於法巴全球高收益債基金，建議進場佈局。
- 中國中央積極推動奶粉企業整併政策，並嚴格把關進口奶粉，有利於國內品牌大廠，且國內品牌主導高速成長的二、三線城市市場，潛力十足。合生元（1112 HK）同時擁有受國家扶持的國內品牌資格和使用進口奶源的優勢訂價能力，並透過建立媽媽 100 會員制度領先佈局大數據分析，成功跨足 O2O 營銷模式；且較其他快銷品廠商具備高成長、高毛利與本益比處歷史低檔，建議買進。第一資本預估本益比可望達到 25 倍，目標價為港幣 67.25 元。
- 鋼鐵產業可謂為工業之母，與各產業關聯度高。當前，隨著全球經濟的復甦、歐美房市升溫、中美車市暢旺及中國加強淘汰落後產能下，鋼鐵業可望進一步受惠。第一資本預期，除中國以外，其他區域的鋼鐵產業有望從谷底走出，如美國諾可鋼鐵(NUE US)、台灣東鋼(2006 TT)。

研究團隊

歐股、債券－Joanne Hu

滬深港股－Emma Yu

新興、日股、原物料－Jack Lai

目錄

1. 債券型基金首選 GAM Credit Opportunities……P2

2. 合生元(1112 HK)－本土品牌結合高端市場，大數據加持更勝一籌 P7

3. 全球景氣持續復甦　鋼鐵業有望從谷底走出……P16

4. 本月推薦投資組合……P22

債券型基金首選 GAM Credit Opportunities

一、債券型基金產品回顧

投資人在不同時期應投資不同的基金產品

在今年1月底，新興市場的資金隨著美國縮減QE(量化寬鬆)確立逐漸流出，市場上存在系統性風險，1/27~1/31當週各國的股市均呈現下挫，MSCI世界指數跌幅近2%。當時，我們建議投資人可以避險需求為導向，選擇投資以評級A以上為主的短天期美元債券型基金-Old Mutual Total Return，風險較低。

待系統性風險解除後，股市信心恢復，MSCI世界指數2月的漲幅高達4.81%。3月，我們建議投資人佈局投資成熟市場為主的高收益債券型基金-法巴全球高收益債基金；其中89%投資於成熟市場，在美歐地區的企業盈餘獲利能力相對穩健、企業信用品質佳的情況下，今明兩年的高收益違約率預期都將低於長期平均，投資成熟市場的高收益債相對風險比較低。而GAM Credit Opportunities是藉由投資發債公司為投資等級但資本順位較低的債券來獲取低風險高報酬。

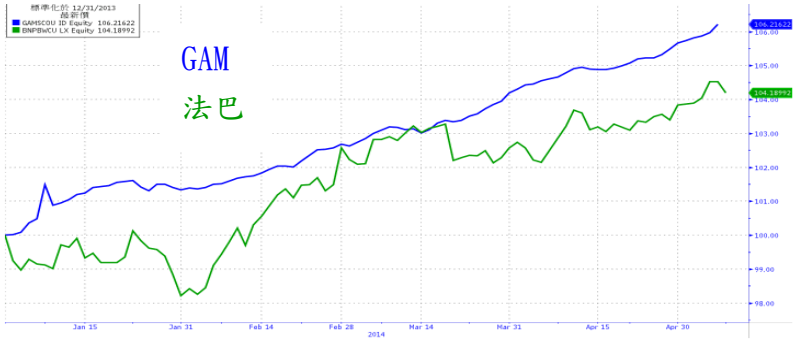
第一資本建議在現較無避險需求的情況下，可以獲取報酬較高的產品為首選，如法巴全球高收益債基金或GAM Credit Opportunities。

二、投資亮點

GAM 績效表現明顯優於法巴，且價格波動較小，表現較穩定

我們將上述兩檔產品，法巴全球高收益債券型基金與 GAM Credit Opportunities 年至今的價格走勢繪製在圖 1，從圖中可明顯看出 GAM 的表現明顯優於法巴，且價格波動的程度也較小，因此在後段將詳加介紹表現較優異的 GAM Credit Opportunities。

圖 1：GAM 與法巴的債券型基金價格走勢(年至今)



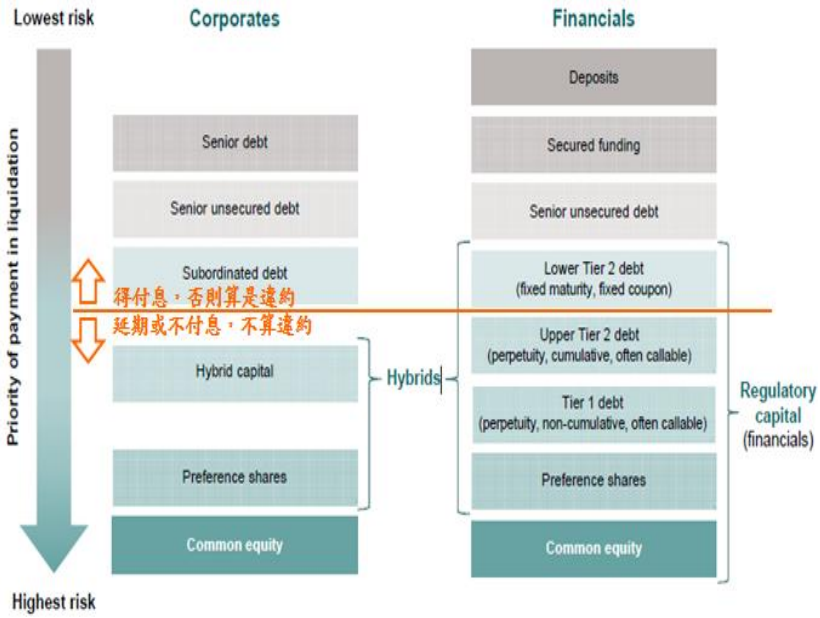
資料來源: Bloomberg

GAM Credit Opportunities 是 2011 年 7 月才成立的基金，基金，目前的基金規模為 4.8 億美元，除了成立第一年的年報酬為負之外，後兩年皆有 15%的年報酬率(見圖 2)，Benchmark 為巴克萊綜合美國企業總回報指數。

Credit Opportunities 投資資本順位較低的債券以獲取高報酬

該基金的投資策略是藉由投資資本順位較低的債券來獲取相對比較高的報酬，詳細的資本順位請看圖 2。一般在債券的選擇上，較少會選擇順位在 Subordinated debt(Lower Tier 2 debt)以下的債券，因債券條款較無保障，若公司延期或是不付息也不算違約。但該基金選擇大部份投資在 Lower Tier 2 debt 以下的金融債券，因為對銀行來說順位為 Lower Tier 2 debt 及以下的債券皆為銀行的監管資本，亦指監管當局規定銀行必須持有的資本，對銀行來說有相當的重要性，故銀行不會輕易不付息或違約。

圖 2：資本順位介紹



資料來源:基金月報

而銀行的這些債券因為資本順位較低，所以給予的票息也較高，反映在 YTM 上面也較高，以巴克萊的債券為例，隨著資本順位的降低，債券評等的下降，債券的票息也隨之上升，巴克萊的 CoCo(Contingent Convertible Bond)債票息高達 8.25%，收益率在最差的情況下也有 7.71%，詳見下頁圖 3。

圖 3：資本順位不同的債券比較

Company	Coupon (%)	Maturity	Rating	Type	Call date	Yield to worst (%)
Barclays	3.75	11/26/2020	A	Senior Unsecured	-	3.73
Barclays	6.875	Fixed /Floater Perpetual	BBB-	Upper Tier 2	11/2015 5yr+295bp	5.29
Barclays	8.25	Fixed/Floater Perpetual	BB+	Tier 1 CoCo	12/2018 5yr+670bp	7.71

資料來源:基金月報

該基金便是透過此種操作策略獲取比Benchmark高的YTM，該基金的YTM為5.71%，Benchmark則是3.12%，該基金投資在Lower Tier 2 debt以下的債券有68.3%，見圖4。

圖 4：Credit Opportunities 券別分佈

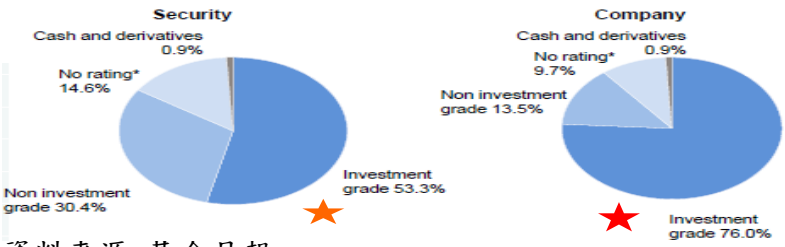
Security Type	%
Tier 1	44.5
Senior unsecured	19.5
Upper tier 2	17.4
Lower tier 2	11.4
Corporate hybrid	6.4
Cash and derivatives	0.9
Total	100.0

資料來源:基金月報

但其中有76%投資在投資等級的發債機構，風險較小

雖該基金較多投資在資本順位較低的債券，但其中有61.9%為銀行的債券，只有6.4%為風險可能較高的公司債。且就該基金投資債券的評級來看，有53.3%為投資等級，但從發債機構本身評等觀之，高達76%。銀行的金融債若資本順位較低，信評也會隨之下降，如巴克萊的CoCo債信評為BB+，但Senior Unsecured的債信為A，因此由發債公司的評級較能表達該基金真實的信用風險，該基金有81.4%的比重是投資在金融機構的債券。

圖 6：Credit Opportunities 債券評級分佈



資料來源:基金月報

且從該基金所持有的前十大持股公司來看，西歐前四大的保險公司中有三間，另外還有法國最大的銀行，英國第二大及第四大的銀行，十大持股皆為著名且投資等級的公司，見表 1。

表 1：Credit Opportunities 前十大持股公司

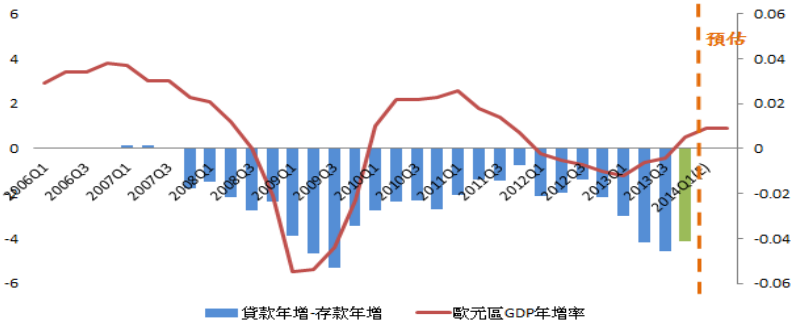
公司名稱	市值（億歐元）	行業	佔基金%	特色
駿懋銀行集團（Lloyds Bank）	664	金融	4.8%	英國政府（25%），為英國第二大的銀行
安本資產管理（Aberdeen Asset）	70	金融	4.8%	三菱日聯東京（17.29%）、駿懋銀行（8.3%）
法國巴黎銀行（BNP）	653	金融	4.6%	比利時政府（10.29%）、挪威銀行（2.8%），為法國對大的金融機構
TRAFIGURA BEHEER	--	能源	2.2%	
荷蘭國際集團（ING）	392	保險	2.1%	西歐第三大的保險公司
比利時聯合金融集團（KBC）	185	金融	2.1%	內部人（18.57%）
蘇格蘭皇家銀行（RBS）	248	金融	2%	英國政府（63.51%），為英國第四大的銀行
荷蘭保險公司（Aegon）	137	保險	2%	內部人（13.73%）
安盛（AXA）	421	保險	1.8%	內部人（14.17%），西歐第二大的保險公司
蘇黎世保險集團（Zurich Financial）	311	保險	1.8%	西歐第四大的保險公司

資料來源:基金月報、Bloomberg

三、投資策略

從歐元區貸款年增率(收入)與存款年增率(成本)之間的差額，可以看出歐元區銀行業的營運狀況，從貸存款的年增差額長期為負值的情況，顯示銀行業過去也還沒有完全復甦，只有情況比較好轉，現在則是最壞的情況已經過去，有開始改善的跡象。且從 GDP 年增率跟貸存款年增差額的走勢，可以看出兩者相當一致，且 GDP 年增率較為領先，在 GDP 年增率已落底且持續成長的情況下，預計銀行業未來將逐漸改善(見圖 7)。

圖 7：歐元區貸款年增與存款年增差額、GDP 年增率走勢圖（2006/Q1~2014/Q2）



資料來源:第一資本

而 Credit Opportunities 的前十大持股公司皆為歐洲的金融機構，預計銀行業在逐漸改善，歐洲經濟逐漸成長的情況下，持有歐洲金融債券的安全性將會提高，信用風險會再下降。

基金經理人已增加浮息票據部位，縮短 Duration，因應升息

該基金另外較大的風險為利率風險，而從表 2 基金的券種分佈來看，可以看出基金經理人在確定縮減 QE 後，迅速採取行動，增加浮息票據的部位，以及縮短 Duration，顯示基金經理人操作靈敏，並已事先為了美國聯準會可能升息的行動採取應對的措施。

表 2：Credit Opportunities 的券種分佈

	平均票息	平均存續期	定息債券	浮息債券	股票	現金及衍生工具
2013/6/30	6.80	3.97	69.01	27.92	0.06	3.01
2013/7/31	7.15	4.38	72.06	27.63	0.02	0.29
2013/8/31	6.67	4.28	69.33	27.81	0.02	2.84
2013/9/30	6.86	4.39	67.84	26.79	0.02	5.35
2013/10/31	6.99	4.77	70.83	26.05	0.02	3.1
2012/11/30	6.97	4.81	69.44	25.14	0.02	5.4
2013/12/31	6.84	4.87	68.9	25.8	0.02	5.28
2014/1/31	6.89	4.49	44.5	51		4.5
2014/2/28	6.89	4.06	47	52.1		0.9
2014/3/31	6.92	4.06	46.4	50.7		2.9

資料來源:基金月報

故第一資本建議投資人可佈局相對其他債券型基金高報酬、低風險的 GAM Credit Opportunities。

圖1：各債券型基金資料整理

Old Mutual Total Return	Parvest Bond World High Yield	GAM Credit Opportunities
・特色: ・99%投資於評級A以上的債券，幾乎為無風險	・特色: ・投資於Baa3或BBB以下證券為賺取穩定收益，風險較高	・特色: ・透過投資發債公司為投資等級但資本結構順位較低的債券，來獲取低風險高報酬
・YTD:0.84% ・YTM:1.48% ・Duration:1.86	・YTD:3.37% ・YTM:5.51% ・Duration:3.76	・YTD:4.19% ・YTM:5.71% ・Duration:4.06
・受利率波動影響:小 ・信用風險:小	・受利率波動影響:中 ・信用風險:大	・受利率波動影響:大 ・信用風險:中

資料來源:第一資本

合生元(1112 HK)－本土品牌結合高端市場，大數據加持更勝一籌

一、公司簡介

合生元使用歐洲進口乳源製造高端嬰幼兒配方奶粉，市占率高達 27.7%

以嬰幼兒益生菌起家的合生元國際控股集團（1112 HK）成立於 1999 年，2008 年起以合生元呵護、超級呵護、金裝與超級金裝系列跨足嬰幼兒配方奶粉市場。2008 年中國爆發眾多國產品牌所生產之奶粉內含化工原料三聚氰胺，導致當時共有 12,892 名幼童因長期食用而住院接受腎結石治療，嚴重打擊消費者對國產奶粉的信心，合生元透過與三家歐洲廠商合作，直接使用歐洲奶源並於當地製造後原裝進口至中國，因而使得合生元成為中國高端嬰幼兒配方奶粉（售價 200 人民幣以上）龍頭廠商。根據尼爾森統計，雖然 2013 年合生元於中國整體嬰幼兒配方奶粉市場市佔率只佔 5.2%(詳見圖 1)，但卻在高端嬰幼兒配方奶粉市場佔有龍頭地位，市佔率高達 27.7 %；也因此，該公司毛利率高達 65%，明顯優於同業的 30%~40%。

圖 1：中國嬰幼兒配方奶粉市場主要企業市占率
（附加中文名稱即為中國本土品牌）

#	Company	Market Share
#1	Mead Johnson	14.1%
#2	Beingmate 貝因美	9.9%
#3	Nestlé SA	9.3%
#4	Danone	9.2%
#5	Yili	7.8%
#6	Biostime 合生元	5.2%
#7	Yashili	4.7%
#8	Abbott	3.0%
#9	Synutra	2.8%
#10	Daqing Dairy	2.5%
	Top 10	**68.5%**
	Others	31.5%
	Total	**100%**

透過收購長沙營可搶進中低價位奶粉市場，以及收購杭州可靠護理進軍紙尿褲市場，完整其嬰幼兒產品布局

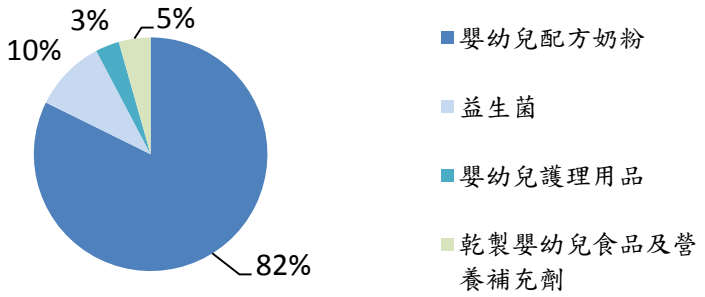
除了維持高端嬰幼兒配方奶粉市場的領導地位，合生元於今年初宣布收購長沙營可營養品有限公司，產能將用於生產新品牌「素加」系列配方奶粉，新產品亦將使用歐洲進口奶源；不過由本地生產將可使得成本下降，故「素加」系列產品定價較低（160 至 200 元人民幣），有助合生元藉此搶佔二、三線城市以下的中低價嬰幼兒配方奶粉市場。

另外，為了進一步完整其產品組合，合生元陸續推出營養補

充劑、乾製嬰幼兒食品和嬰幼兒護理用品（「葆艾」系列），並於 1/14 與杭州可靠護理簽訂合資協議，雙方成立合資公司製造和銷售葆艾系列嬰兒紙尿褲，根據 CEO 羅飛於 4/23 線上法說會表示，今年年報內才會公布嬰兒紙尿褲的營收表現，不過目前葆艾嬰兒紙尿褲已先行在 21 家母嬰用品專賣店試賣，銷售成果優於公司本身預期。

今年年初以來合生元併購動作頻頻，CEO 羅飛亦表示近期仍持續尋找適合併購對象，顯示合生元積極布局嬰幼兒消費品市場，未來有望成為全方位嬰幼兒用品廠商。

圖 1：2013 年營收分布圖



資料來源：公司財報

二、投資亮點

（一）中國乳業整併淘汰潮將至，有利國內品牌大廠

中國中央推動奶粉企業整併政策，意味 4 年內將淘汰半數以上企業

中國經過毒奶事件後，中國中央為提振消費者對國內奶粉品牌信心，積極整頓奶粉企業。去年 10 月，中國工信部推動《嬰幼兒配方奶粉行業企業兼併重組工作方案》，要求分三階段實現整合目標：第一階段為全面調查階段；第二階段培育 10 家年營收超過 20 億人民幣的大型企業，使前 10 家國內品牌集中度達到 65%；第三階段為形成 3 到 5 家營收超過 50 億人民幣的企業，到 2018 年底，最終配方奶粉企業整合到 50 家左右。目前中國的嬰幼兒配方奶粉生產企業共 127 家，此項政策意味著中國將在 4 年內淘汰掉半數以上的奶粉企業。

中國中央很快就開始實行其整頓計畫。去年 12 月，工信部隨即推出了《嬰幼兒配方乳粉生產許可審查細則》，不僅對企業牧場及奶源有了嚴格限定，更對全產業鏈建設提出了完整的規定，並要求企業於 2014 年 5 月 31 日之前完成換證審查和再審核工作，沒有拿到生產

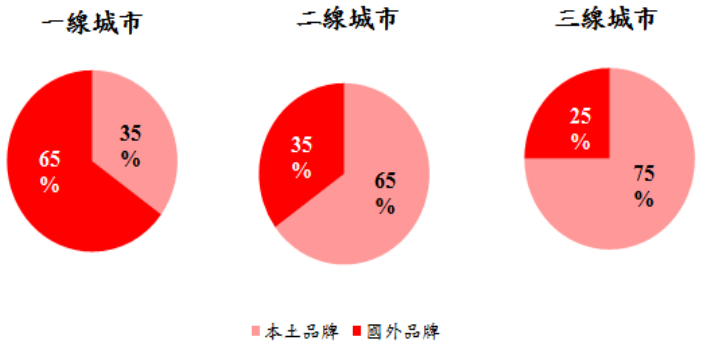
許可證企業擁有 1 年的整頓期，也就是在 2015 年 5 月 31 日之前，仍無法取得許可證者即退出市場。在這項被業界稱為史上最嚴格的嬰幼兒配方奶粉企業准入制度下，預計今年就將有三分之一的企業面臨被併購或被淘汰出場。

為了鞏固中國自有品牌地位，嚴格限制洋奶粉進口，有利國內品牌大廠，且本土品牌主導高速成長的二、三線城市奶粉市場，潛力十足

另外，為了鞏固中國國內品牌地位，中國中央於今年 5/1 開始執行洋奶粉進口新規，規定未經註冊的境外生產企業的嬰幼兒配方奶粉不允許進口，此項政策將淘汰中國境內眾多沒有授權材料來源的國外雜牌與採用地下分裝的本土小品牌，利好本土乳業。日前國家認監委公布的首批境外奶粉生產商註冊認證名單共有 41 家，而合生元（包含旗下「素加」系列）目前在歐洲的三家嬰幼兒配方奶粉工廠已全部通過認證。

根據 JPMorgan 統計，國外品牌主要市場集中在一線城市，而本土品牌則是主導二、三線城市奶粉市場。在單獨二胎政策開放下，大城市家庭因經濟壓力等因素生育意願明顯較中小城市家庭低，再加上未來隨著城鎮化逐步發展，鄉鎮居民收入提高以及消費意識增強，預期二、三線城市之奶粉市場擴張速度將超越一線城市，本土品牌奶粉成長潛力亦將大過國外品牌。

圖 2：中國本土品牌與國外品牌市占率－依所在地區



資料來源：JPMorgna

合生元同時擁有受國家扶持的國內品牌資格和使用進口奶源的高定價優勢，前景十分看好

根據市調機構尼爾森統計，2013 年中國嬰幼兒奶粉銷售額為 600 億人民幣，預計未來 2 到 3 年之內仍將保持 14%到 15%的增長率，2017 年將達到 1000 億人民幣市場規模。在去年年底到現在密集整併政策去蕪存菁下，最後將只有少數具競爭優勢的企業能享受如此

龐大的嬰幼兒奶粉市場。合生元為少數擠近前 10 大市占率的國內品牌，且已透過收購長沙營可取得生產許可證，具國家扶植條件；另外，由於使用國外進口奶源，故可同時擁有比國內廠商更高的產品定價，這樣優越的條件使得合生元於中國國內高端嬰幼兒奶粉企業地位更加穩固。

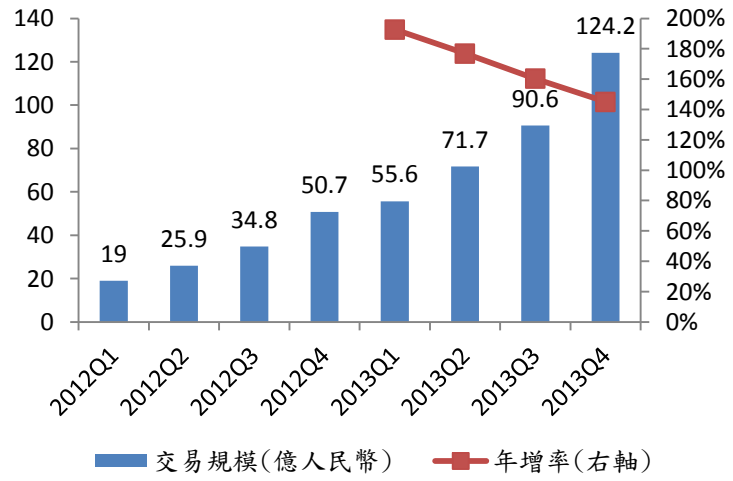
（二）合生元領先佈局大數據分析，成功跨入 O2O 模式

網購母嬰用品交易規模高速成長，奶粉傳統零售渠道受到電商擠壓

根據市調機構尼爾森於 3 月發布調查報告中顯示，2013 年奶粉傳統零售渠道銷售佔比雖然達到 36%，但銷售較去年衰退 4%；母嬰用品專賣店銷售佔比高達 42%，銷售額年增 15%；電子商務雖然銷售佔比只有 22%，但銷售額較去年高速增長 50%。

另外，我們也可以由根據易觀智庫發布的《2013 年第 4 季度中國 B2C 市場季度監測報告》中發現，2013 年第 4 季母嬰品類產品 B2C 交易規模達 124 億人民幣，較去年大幅增長 145%（詳見圖 3），顯示越來越多消費者願意在網路上購買母嬰產品。合生元身為上游供貨商，且擁有本土主流品牌地位與高品質國外進口奶源，無論傳統零售通路或是電商平台此消彼長，對旗下產品銷售都有利，不過若能及早拓展電子商務渠道，對其銷售狀況必然有所助益，而合生元早已搶先佈局。

圖 3：2012Q1-2013Q4 母嬰品類產品 B2C 交易規模



資料來源：易觀智庫，第一資本整理

08 年建立媽媽 100 會員管理系統，使用大數據分析達成精準行銷

探討合生元進入電商渠道的起點，須將時間回朔至 6 年前，隨著合生元產品組合逐漸增多，為了有效管理個別產品的消費數據，合生元在 2008 年開始建立媽媽 100 會員管理系統，透過在各母嬰專門店裝上合生元專屬 POS 機，並提供會員積分兌換（以 10 積分等於 1 元產品或服務，會員可使用積分兌換合生元集團產品、禮品和服務）和媽媽 100 會員雜誌等服務，同時管理顧客關係和獲取顧客消費詳細資訊，並藉此做到精準營銷。以奶粉為例，一般而言寶寶餵養週期為 1 罐/週，某會員第一次購買了 3 罐合生元奶粉，3 週後 POS 機將會自動列印出一張需要回訪的用戶名單，表示這位客戶的奶粉快用完了，店家這時即可以電話詢問需不需要採購和送貨的服務。

圖 4：媽媽 100 會員管理平台與產品示意圖

資料來源：公司財報

去年成功跨足電子商務 O2O 營銷模式，目前已有媽媽 100 App、京東旗艦店和微信店鋪，成立半年以來營收占比已達 9%

由於早在 6 年前就進入了會員管理系統與大數據分析的領域，使得合生元較同業更能順利地跨入電子商務的 O2O 營銷模式，2013 年 9 月合生元正式推出媽媽 100 App，會員使用手機下單後，訂單將分派給最近的母嬰專門店，免費送貨上門。在電商平台的部分，合生元於 2014 年 2 月宣布與京東達成戰略合作，合生元媽媽 100 官方旗艦店正式進駐京東；2014 年 3 月則是正式設立媽媽 100 微信公眾帳號與微信店鋪。京東和微信兩個平台交易方式亦採用 O2O 營銷模式，即線上下單、線下實體店送達服務。目前營收來自 O2O 營銷流程的占比已達 9%，成長空間極富潛力。

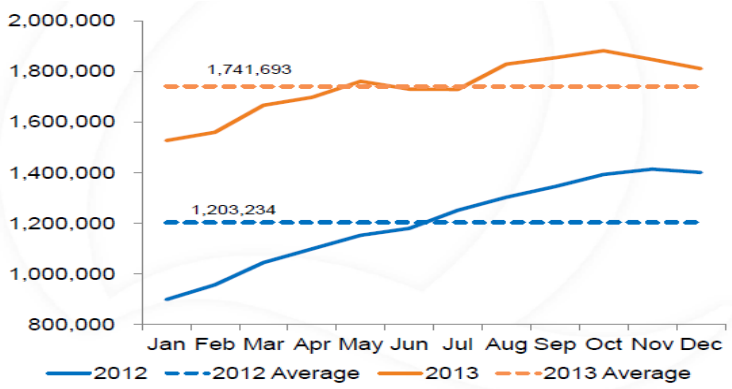
圖 5：媽媽 100 App 畫面

資料來源：媽媽 100 App

活躍會員人數大幅增長 45%，營收貢獻亦同步上升至 88%，顯示其已建立有效的會員回購制度

截至 2013 年，媽媽 100 平均活躍會員人數由去年的 1203 萬人大幅增長 45%至 1742 萬人，且由會員貢獻之營收占比由去年的 85%上升至 88%，可見合生元所採用之會員服務制度與大數據分析能有效掌握會員的消費取向，未來隨著活躍會員人數持續上升，合生元之營收表現值得期待。

圖 6： 2012/1-2013/12 活躍會員人數走勢



資料來源：合生元財報

2013 年營收與淨利成長受反壟斷調查影響明顯放緩

（三）快銷品產業亮眼新星－高成長、高毛利、低本益比

觀察 2013 年合生元的財報表現，全年營收達 45.6 億人民幣，淨利達 8.2 億美人民幣，營收和淨利的成長速度明顯放緩，主要原因在合生元於去年受到中國國內反壟斷調查，裁定違反反壟斷法須繳納 1.6 億人民幣罰款，並下調產品價格，超級呵護系列於去年 7 月開始下調 5%，其餘產品下調 10%。

表 1：2012-2013 合生元財報表現彙整（單位：億港幣）

	2012H1	2012	2013H2	2013
營收	13.6	33.8	20.6	45.6
毛利	8.9	22.3	13.7	29.8
營業利益	3.7	10.5	4.9	11.6
淨利	2.7	7.4	3.0	8.2
年增率				
	2012H1	**2012**	**2013H2**	**2013**
營收	57%	54%	51%	35%
營業利益	49%	47%	32%	11%
淨利	40%	41%	9%	10%
利潤率				
	2012H1	**2012**	**2013H2**	**2013**
毛利率	66%	66%	66%	65%
營業利益	27%	31%	24%	25%
淨利	20%	22%	14%	18%

資料來源：公司財報，第一資本整理

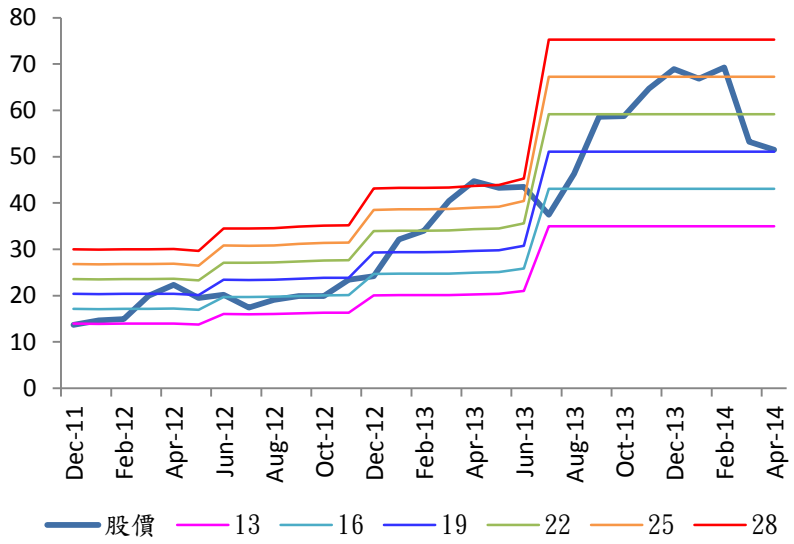
相較其他快銷品廠商，合生元同時具備高成長、高毛利與低本益比條件，建議買進

我們進一步比較合生元和其他中國快銷品廠商今年和明年的營運狀況預期（詳見下頁表 2），我們發現大部分快銷品廠商今年的成長速度將有所趨緩，不過觀察合生元的營收成長仍較其他廠商快速，並同時擁有傲人的毛利率、營益率和淨利率表現，且本益比相對較低，在看好未來中國乳業品牌集中度提高，以及媽媽 100 會員數持續增加下，合生元結合高端奶粉龍頭、中低價產品布局以及暢通的線上線下銷售渠道，未來有望成為全方位嬰幼兒產品企業，建議買進。

三、投資策略

近期由於中國成長股經歷一波修正，合生元本益比降至 19 倍，觀察過去合生元（1112 HK）歷史本益比的走勢，其本益比鮮少來到 19 倍區間,顯示近期可尋找逢低買進的時機。第一資本預估本益比有望達到 25 倍，根據券商估計之 2014 年全年每股盈餘 2.69 港幣計算，目標價為 67.25 港幣，以 5/9 收盤價 46.3 港幣計算，尚有 35%的上檔空間。

圖 14：合生元歷史 PE 走勢圖



資料來源：Bloomberg，第一資本整理

表 2：快銷品主要企業營運表現彙總表

		蒙牛	伊利	貝因美	合生元	匯源果汁	中國旺旺	康師傅	統一	恒安
營收	**2013**	434	478	61	46	45	238	681	233	170
	2014	522	542	68	60	59	277	766	261	197
	2015	591	615	82	78	74	322	865	295	228
淨利	**2013**	16	32	7	9	2	43	25	9	30
	2014	21	37	8	13	6	49	34	7	35
	2015	26	46	10	17	7	58	41	8	41
毛利率	**2013**	27%	28%	61%	65%	31%	42%	30%	33%	45%
	2014	29%	30%	61%	66%	36%	41%	31%	34%	45%
	2015	29%	31%	62%	66%	37%	41%	31%	34%	46%
營益率	**2013**	4%	5%	14%	25%	-2%	21%	6%	2%	22%
	2014	5%	8%	15%	29%	12%	22%	8%	3%	22%
	2015	6%	9%	15%	29%	13%	23%	8%	3%	23%
營收 YoY	**2013**	20%	14%	14%	35%	13%	14%	19%	9%	14%
	2014	20%	13%	12%	31%	31%	17%	12%	12%	16%
	2015	13%	13%	21%	31%	26%	16%	13%	13%	16%
市值(億人民幣)		614	739	144	233	81	1,306	989	180	793
PE		29	20	19	18	14	26	29	25	23

資料來源：Bloomberg，第一資本整理

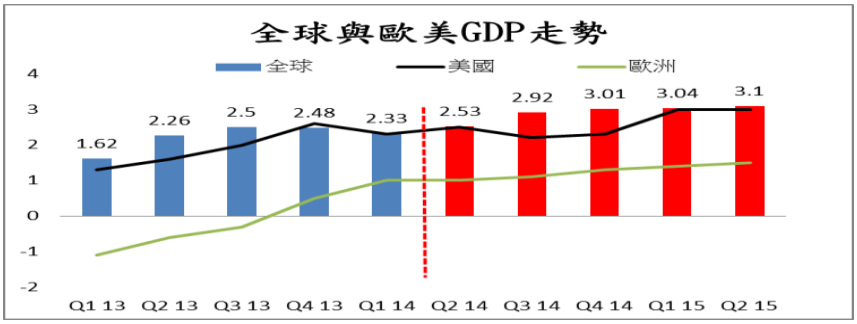
全球景氣持續復甦　鋼鐵業有望從谷底走出

一、全球景氣持續復甦，鋼鐵可望受惠

鋼鐵產業可謂為工業之母，在現今的社會中更是如此，因為它是技術、資本、能源密集之工業，與各產業關聯度高，包括汽車、營建、國防、造船、機械、航太等產業都和鋼鐵工業有密不可分的關係。因此，一旦經濟逐漸復甦走強之下，鋼鐵產業可望進一步受惠。根據 Bloomberg 預估(見圖 1)，2014 年各季 GDP 成長率有望從 2.33%逐季上漲至 3.01%，其中歐美等成熟市場可望成為這波景氣復甦的領頭羊。

全球經濟復甦，可望動鋼鐵需求上升

圖 1：主要國家鋼鐵產量走勢

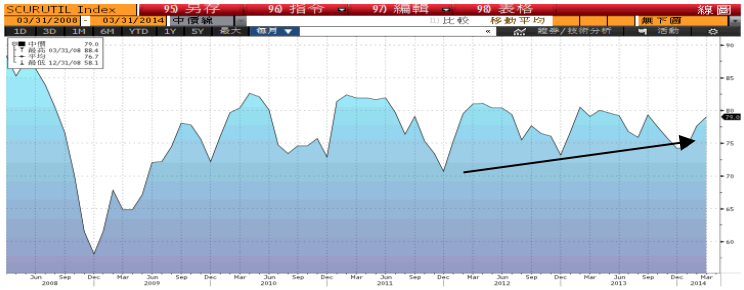


資料來源:世界鋼鐵協會、第一資本整理

全球鋼鐵龍頭阿塞洛米塔爾(MT US)近日(5/9)亦表示，由於歐美景氣復甦樂觀，上調其鋼鐵需求，美國的鋼鐵需求預估加速至 4%，高於今年的全球需求平均 3~3.5%，而歐洲今年較去年增加 0.5%至 2~3%的成長。但另一方面，中國由於經濟持續放緩，今年需求量增幅由前次預估的 3.5%~4.5%，減緩至 3%~4%，俄國則由先前預估的增加 1.5%~2.5%，下調至-2%~0%。

另外，我們亦觀察到全球鋼鐵業產能利用率有逐漸走升的跡象(見圖 2)。因此，我們預期除中國以外，其他區域的鋼鐵產業有望從谷底走出，展望全球各地鋼鐵產業，將因不同區域狀況會有不同程度的表現；其中歐美地區的鋼鐵產業將更令人期待。

圖 2：全球鋼鐵產能利用率



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

二、投資亮點

（一）歐美經濟復甦，房市走升

美國在量化寬鬆政策刺激下，經濟持續走強，而歐洲也在量化寬鬆與財政緊縮同時進行下，經濟明顯從谷底走出，歐元區製造業 PMI 已連續 10 個月維持在景氣擴張線 50 之上(見圖 3)。除此之外，歐美房市也持續回溫，美國、英國及德國的新屋開工數或規模都來 5 年來新高，都將可望帶動鋼鐵的需求(見圖 4)。

圖 3：歐美製造業指數走勢

歐美景氣持續擴張

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 4:美英德房市數據

歐美房市持續升溫

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

中美車市持續暢旺

（二）兩大車市持續暢旺

另一個帶動鋼鐵需求的市場就是車市，中國與美國車市目前持續升溫；中國車市更是躍升為全球最大汽車市場，年銷量達 2,000 萬台以上，而美國汽車銷售也再創 5 年來新高 1,600 萬台(見圖 5)。

圖 5:中美汽車銷售走勢

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

（三）中國加強淘汰落後產能

受大氣汙染與北京霾害影響，中國加強空氣污染整治，國務院於 2013 年 10 月 15 日推出《關於化解產能嚴重過剩矛盾的指導意見》，其中包括淘汰產能落後的鋼鐵廠，中國政府計畫於 2017 年前淘汰 8,000 萬噸落後產能，並預期中國鋼鐵產能利率將從 2013 年的 71.2%提升到 2015 年的 76%。

（四）全球鋼鐵產業獲利逐步走揚

根據 Bloomberg 調查統計(見表 1)，2014Q1 全球鋼鐵業獲利都較去年上升，顯示鋼鐵產業有逐漸好轉的跡象，而從區域別來看，歐美地區的鋼鐵產業，獲利表現大幅改善，係因鋼價走升所致，顯示歐美鋼業復甦力道較為強勁。

圖 1:全球鋼鐵公司獲利表現

單位:美元	2014Q1 EPS	2013Q1 EPS	EPS YOY%
全球	0.12	0	18.85
中國	0.09	0.01	41.35
歐洲	0.16	-0.03	152.31
北美	0.24	0.04	100.34

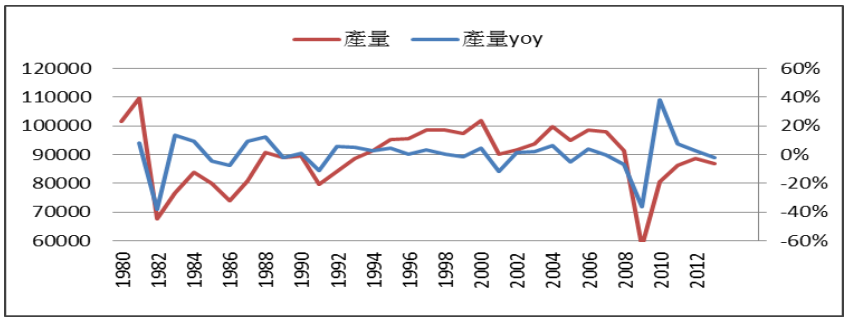
資料來源：Bloomberg、第一資本整理

三、投資策略

產能過剩雖是很多區域會面對的問題，但美國鋼市則因國內鋼鐵產量縮減，帶動鋼價止跌回升(見圖 6 與圖 7)，加上房市、車市的升溫，有望帶動美國鋼市的回暖。

圖 6:美國鋼鐵產量走勢

美國鋼鐵產量已連 2 年在下降



資料來源：國際鋼鐵協會、第一資本整理

圖 7:美國鋼價走勢

美國國內鋼價逐步走升

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

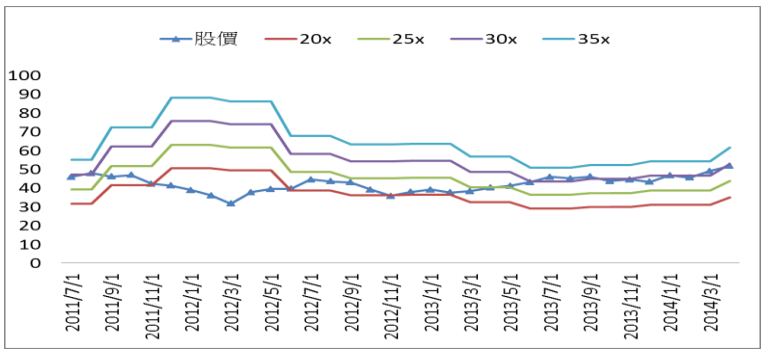
（一）美國鋼鐵業者-紐柯鋼鐵(Nucor)

諾可鋼鐵(代碼 NUE US)是目前美國最大的鋼鐵公司，市值規模達 165 億美元，其獲利表現居鋼鐵產業之首。公司利用廢鋼作為產品主要原料，主要產品有普碳鋼、緊固件、合金鋼、不銹鋼，可應用在汽車、建築等領域，諾可亦是美國最大廢鋼回收公司。

受到美國房市、車市的復甦影響，帶動國內鋼鐵需求大增。尤其是先前受到酷寒天氣影響，使得鋼鐵原料及成品運輸不易，進一步推升國內鋼鐵價格，帶動諾可第一季財報較去年同期大幅增長，營收較去年同期成長 12.3%至 51 億美元，EPS 則從 0.26 美元上升至 0.41 美元。觀察諾可過去 3 年 P/E 落在落在 20x~35x(見圖 8)，考量市場樂觀看待美國房市與車市的復甦，預期諾可未

來的獲利與營收將逐年增長(見表 2)，第一資本預期諾可短期有望挑戰前波高點 55 美元， 離 5/9 日收盤價 51.6 美元仍有 6.5%上檔空間

圖 8:諾可股價歷史 P/E 走勢



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

表 2:諾可未來財務預估

單位:美元	2012	2013	2014	2015
營收	194億	191億	205億	209億
營收YOY	-3%	-1.50%	7.30%	1.90%
EPS	1.74	1.55	2.25	3.47

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

（二）台灣境內鋼鐵業者-東鋼

東鋼為台灣規模最大的 H 型鋼廠商，鋼筋產品亦為台灣三大廠之一，生產線分別落在高雄、桃園、苗栗，其產品有 7-8 成比重為內銷。

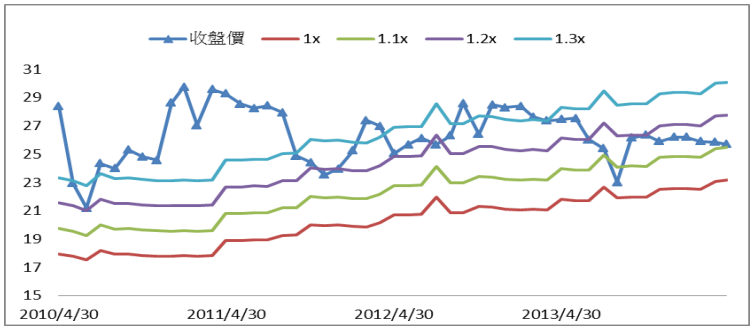
除了受惠中國淘汰落後產能，有利於區域鋼價築底外。東鋼於 2012 年 5 月啟用桃園觀音新廠房，使得東鋼成為國內生產成本最低的廠商，平均毛利達 9%，遠優於同業的 5%。此外，內政部規定，於 2015 年 7 月起，將縮減建地的容積率，都更區域容積率由 2 倍降至 1.5 倍，非都更區域為 1.2 倍，促使建商近期積極申請建案，根據最新統計，2013 年全年核發營建執照、住宅樓地建築面積較去年同期增加 7%、20%，有利於鋼筋與 H 型鋼在 2014、2015 年需求增加。

觀察東鋼歷史 P/B 約落在 1X~1.3X 區間(見圖 9)，除了考量上述因素外，加上東鋼營業利率與營收都在改善下

(見圖 10 與表 3)，第一資本給予東鋼的目標價為 28 元(1.2x)，離 5/9 日收盤價 25.75 元仍有 8.7%的上檔空間。

預期東鋼股價有望上漲 28 元(1.2x P/B)

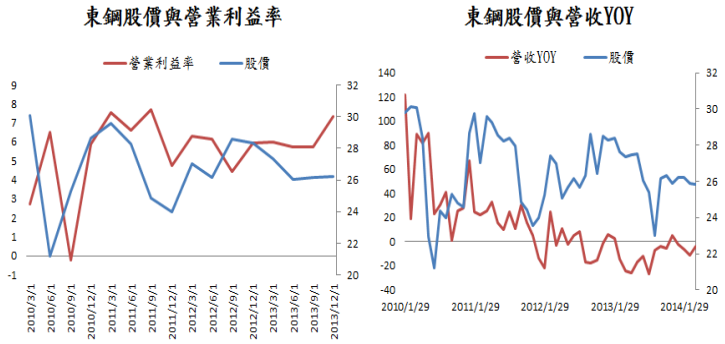
圖 10:東鋼歷史 P/B 走勢



資料來源：鉅亨網、第一資本整理

東鋼營業利益連 2 季改善、營收亦逐漸上升

圖 11:東鋼股價與營收、營業利益率走勢



資料來源：鉅亨網、第一資本整理

表 3:東鋼未來財務預估

單位:台幣	2012	2013	2014	2015
營收	368億	327億	360億	349億
營收YOY	-3%	-11.10%	10.90%	-3.00%
EPS	1.78	2.14	2.09	2.44

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

本月推薦投資組合

推薦 股票/ETF

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
iShares費城交易所半導體ETF	2014/2/7	9.59%	4.75%	5.48%	27.33%	北美半導體BB值維持擴張訊號
PowerShares德銀做多美元指數ETF	2014/2/21	-0.69%	0.47%	-0.74%	-5.61%	QE縮減持續，美元長期看漲
SPDR工業類股ETF	2014/5/12	1.49%	5.70%	4.73%	23.54%	美國景氣持續回溫，企業可望提升資本支出
SPDR非必需消費類股ETF	2014/5/5	-0.73%	3.86%	-22.00%	23.84%	美國經濟維持正向，有利消費類股
ProShares放空20年期以上美國公債ETF	2014/5/5	0.58%	-0.47%	-5.12%	0.17%	QE縮減持續，公債殖利率處於低檔有利反彈
iShares安碩富時A50中國指數ETF	2014/04/28	1.58%	-5.55%	-6.29%	-21.02%	預期中國經濟狀況持穩且資金流動性充裕，建議佈局以捕捉大盤反彈行情
iShares那斯達克生技指數ETF	2014/02/25	-17.12%	-3.68%	-8.07%	29.48%	近期生技公司併購活動活躍，有利股價表現；且生技類股走勢亦有持穩跡象，建議布局
EPHE US EQUITY/菲律賓ETF	2014/02/07	17.20%	5.60%	15.50%	-13.70%	菲律賓信評相繼獲得調升，加上出口改善影響，後勢看好
iShares MSCI Spain ETF	2014/5/6	0.74%	4.40%	6.92%	36.36%	西班牙為南歐地區成長最快速的國家，各項經濟數據也表現亮眼，建議可佈局享受南歐快速增長的獲利
iShares MSCI 歐元區 ETF	2013/8/13	4.20%	-0.51%	5.43%	21.32%	德國為歐洲最大的經濟體，在歐洲復甦有望的情況下，建議以德國為投資地區
中國南車	2014/04/11	-8.93%	-8.93%	0.52%	0.35%	中國中央密集推出鐵路產業相關政策，建議布局中國最大的兩家鐵路機車供應商之一
統一企業中國	2014/02/27	-21.20%	-8.09%	-14.73%	-29.18%	預期在價格戰趨緩下，泡麵產品虧損將逐漸收窄，有望於2015年由負轉正，建議逢低買近
去哪兒	2014/05/13	2.33%	-11.23%	-11.30%	--	為中國主要線上旅遊搜尋平台，其平台下機票與酒店預定覆蓋人數皆為全中國最高
汽車之家	2014/03/28	-21.80%	-13.59%	-6.91%	--	融合持續穩定獲利、創新電商平台營運方式和世界最大的汽車消費市場，商機無限
Drys Ship	2014/4/11	-3.90%	-4.80%	-20.10%	61.90%	全球景氣回溫及船隻失衡改善，散裝航運業者預期將逐漸好轉

推薦 債券

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
委內瑞拉國有石油	2013/11/15	7.42%	0.64%	5.12%	6.40%	為今年10月到期，票息4.9%的債券，具到期日近，風險較小
中漁	2014/05/12	0.01%	0.27%	0.35%	5.58%	中國漁業的領導廠商，且票息較高有9.75%
中國山水水泥集團	2014/02/07	0.37%	0.03%	-0.22%	2.27%	為今年7月到期，票息6.5%的債券，具到期日近，風險較小

推薦 共同基金

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
華夏中國成長基金	2013/12/13	2.89%	-0.62%	-0.79%	15.73%	基金藉由放空金融股和指數ETF策略降低系統性風險，同時也能享受到高成長類股漲幅
FOREICC LX EQUITY/印尼基金	2014/2/7	16.05%	0.40%	14.80%	-20.65%	印尼經濟成長穩健、通膨緩解及貿易赤字問題已獲得改善，後勢持續看好
INVANDA ID EQUITY/東協基金	2014/2/7	11.60%	1.00%	10.00%	-11.40%	東協體質強健，且擁有龐大的內需市場及廉價的勞動力，未來成長力道大
JFTHAII HK EQUITY/泰國基金	2014/2/7	6.86%	-2.60%	5.40%	-18.40%	預期泰國最糟糕的情況已過，短期或有波動，但長線看好
景順歐洲大陸企業基金	2014/5/5	-0.70%	0.44%	9.88%	43.88%	透過投資於在歐洲各國（但不包括英國）的小型公司，以達致長期資本增值