重點摘錄

- 在預期未來利率走升的情況下，高收益債短期走空；但中期無影響。兼以美歐違約率預估將維持低檔，近期利差也已創今年新高的情況下，建議佈局投資成熟地區比重高且表現不遜於其他基金公司的法巴高收益債券型基金。投資基金又可規避個別公司債風險，穩定獲取高報酬。

- 投資、消費持續疲弱使得中國第三季 GDP 年比來到 5 年新低，不過近期透過加大鐵路投資穩增長，10 月中至今已批准近 7000 億人民幣鐵路基建投資案。在中國同時積極進行高鐵外交以推動周邊經濟體的互聯互通下，鐵路設備板塊將是最大受益者，推薦標的為中國南車（1176）、中國北車（6199）和南車時代電氣（3898）。

- 時序已邁入第四季傳統航運的旺季，使得波羅的海指數 BDI 近一個月來大漲 40%。另外，受惠於國際油價大跌逾 20%，運價與燃料成本間的利差有逐步擴大的跡象。從過去的經驗來看，當利差擴大時，除了可以改善航運業獲利表現外，也帶動航運類股股價的走揚，第一資本建議投資人可以佈局太平洋航運(2343 HK)與中海發展(1138 HK)。

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

2014.11 目錄

1. 預期利率走升階段，建議佈局高收益債－法巴高收益債券基金……P2
2. 中國透過鐵路投資抵銷房地產投資下行，建議佈局鐵路設備類股 P7
3. 運價走高伴隨油價走弱，航運類股吹起反彈契機…… P17
4. 本月推薦投資組合……P24

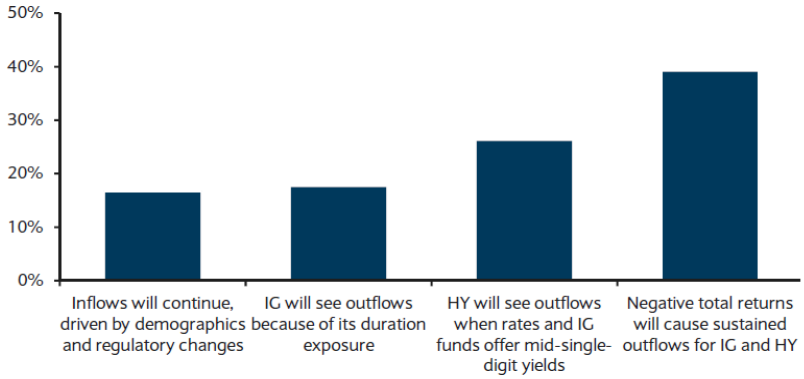
預期利率走升階段，建議佈局高收益債－法巴高收益債券基金

一、債券市場回顧

僅短期預期利率走升會對高收益債造成影響

美國量化寬鬆(Quantitative Easing)於10月底正式結束、預期即將在明年下半年開始升息。據巴克萊的調查顯示投資人多認為利率上升會使資金從高收益債及投資等級債留出，將對債市造成衝擊。但其實不論在金融風暴前期或後期，美國公債殖利率大幅攀升時，高收益債資產只在其中兩次受到微幅衝擊，其餘期間皆保持相對優異的報酬。因利率通常都是在經濟改善並成長的情況下調升；而經濟成長是有利於風險性資產的。雖投資人對利率升息的預期將使高收益債的資金流出，但我們認為這只是短期的現象，因保險公司會比散戶更積極的尋求高報酬，未來債券價格將會回升。且高收債已連3周資金轉出為入，10/30~11/5的資金流入金額更高達32億美金。

圖1：利率上升對債券基金的影響



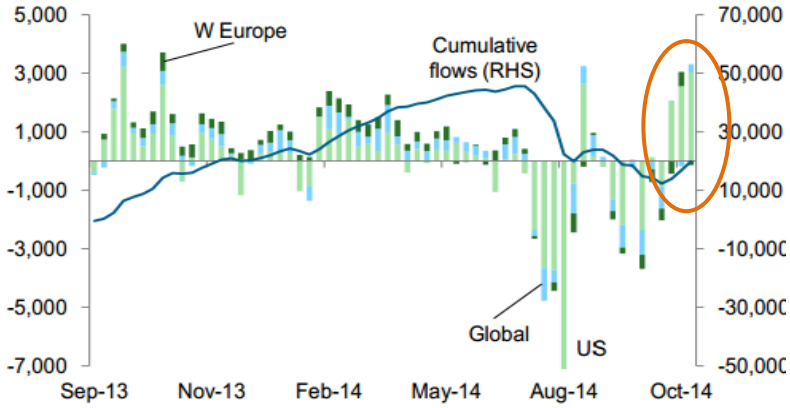
資料來源: Barclays

圖2：各期間十年期公債殖利率及高收益債的變化

Period Start	Period End	10y Tsy Chg (bp)	HY Total Ret.
Pre-Crisis Periods			
31-Jan-96	28-Jun-96	113	1.7%
30-Sep-98	21-Jan-00	237	6.5%
07-Nov-01	01-Apr-02	122	4.8%
13-Jun-03	02-Sep-03	150	0.9%
22-Mar-04	14-Jun-04	115	-1.9%
27-Jun-05	27-Jun-06	131	4.5%
Crisis and Post-Crisis Periods			
17-Mar-08	13-Jun-08	95	6.2%
30-Dec-08	10-Jun-09	185	32.2%
30-Nov-09	05-Apr-10	79	8.3%
08-Oct-10	08-Feb-11	134	5.0%
22-Sep-11	27-Oct-11	68	3.7%
31-Jan-12	19-Mar-12	58	2.3%
24-Jul-12	14-Sep-12	46	4.0%

資料來源: Barclays

圖 3：高收益債資金流(2013/9~2014/11)



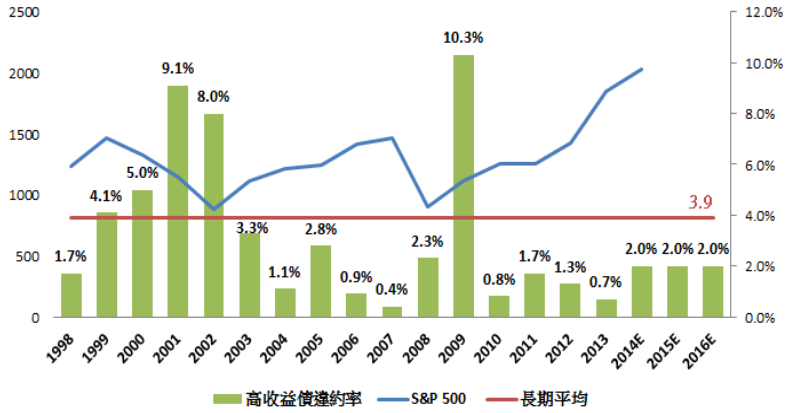
資料來源:Standard Chartered

二、投資亮點

美歐的違約利未來皆將維持在低檔，且近期利差皆擴大

據JPMorgan統計截至10/31美國高收益債的違約率為1.85%，較9月份的1.86%小幅下降；目前美國高收益債違約率仍處於低檔，雖然先前受到德州最大的電力公司TXU重整影響，違約率突然跳升，一度來到2.15%，創2010年以來新高；但截至10月，違約率已連6個月下滑，並仍低於長期平均3.9%，顯示這僅為單一事件。市場整體違約率仍低，基本面沒有惡化。且JPMorgan預估，從今年到2016上半年高收益債違約率都將維持在2%。

圖4：美國高收益債違約率及股市的走勢圖(1998~2016)

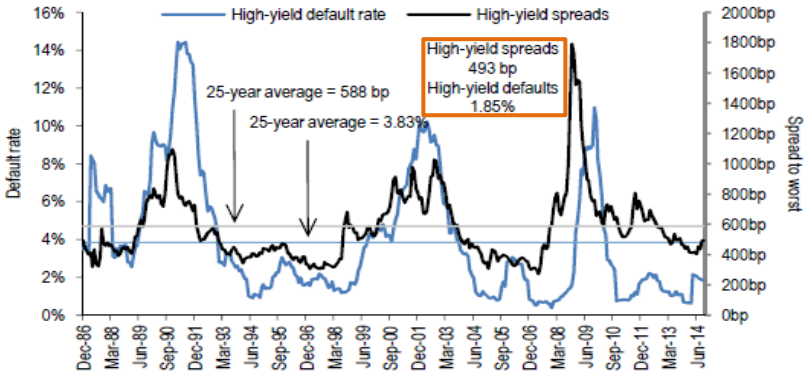


資料來源:JPMorgan

自7月起因投資人預期利率即將走升，資金從高收益市場中大幅流出，高收益債券的收益率上升，10月底與公債的利差擴大至493bp，今年利差的低點及高點分別為393bp和475bp。利差越小，代表市場認為高收益債違約的風險越

小，也代表高收益債價格越高。目前利差雖離平均水準的589bp仍有段距離，但已超過年初以來高點，顯示高收益債價格已較便宜，價值面吸引力提升。

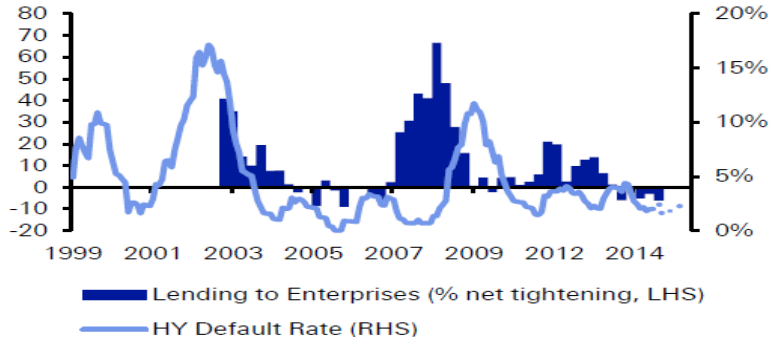
圖5：美國高收益債利差及違約率(1986~2014)



資料來源:JPMorgan

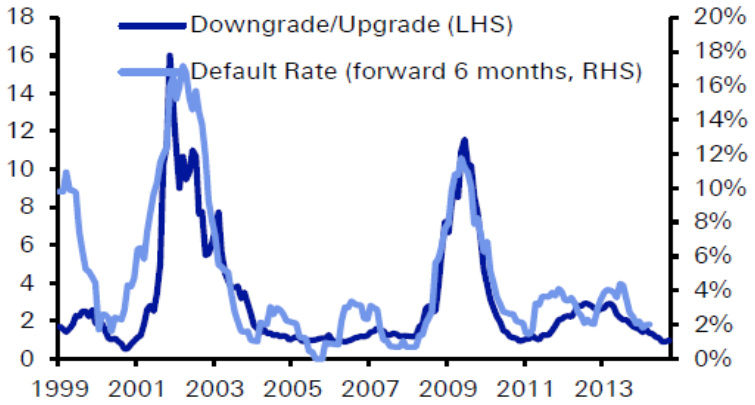
雖歐洲近期成長的步伐較為放緩，但違約率也處在相對低位。Deutsche bank將銀行貸款審查的鬆緊度及企業降級/升級比分別與歐洲的高收益債違約率進行對照，結果顯示不論從貸款審查鬆緊度或是企業降級/升級比，都較違約率來的領先，且走勢都向下；預期未來歐洲高收益債的違約率將下滑(見圖5、圖6)。當銀行貸款的審查較為嚴格時，表示企業的貸款需求強勁，而目前歐洲的貸款審查鬆緊度都為負，顯示目前銀行的貸款是處於供過於求的情況，故企業都有充足的資金，債券的違約率也較低。而企業的降級/升級比小於1的時候表示企業評級被調升的家數多於被調降的家數，歐洲企業的降級/升級比自2013 Q1以來便逐漸下滑，10月的降級/升級比為0.96。

圖6：銀行貸款審查鬆緊度及高收益債違約率



資料來源: Deutsche bank

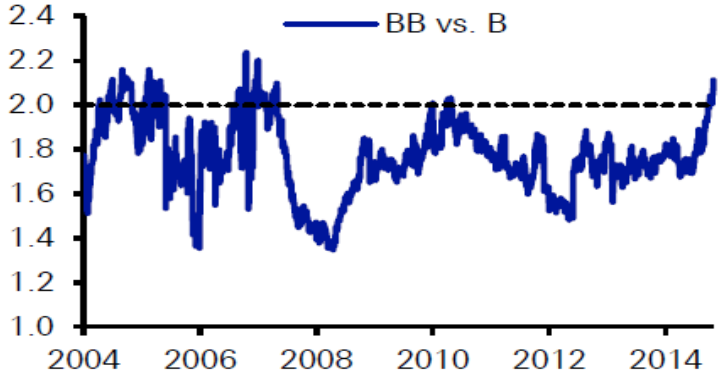
圖7：企業降級/升級比及高收益債違約率



資料來源: Deutsche bank

而在歐洲各評級的高收益債中，評級為B的債券不論是與評級A、BBB及BB的利差在近期皆走升，尤其在過去僅少數幾次評級BB與B之間的利差有超過到2倍(見圖7)，在歐洲高收益債違約率未來也將維持低檔的情況下，我們認為投資評級為B的債券風險有限，但利差較其他評級來的大。

圖 8：評級 BB 與 B 的利差比



資料來源: Deutsche bank

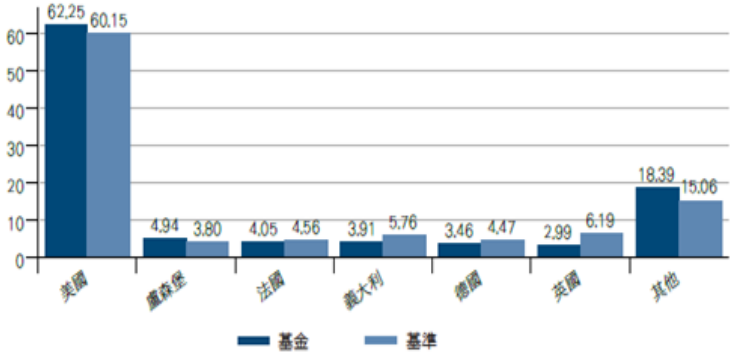
三、投資策略

建議佈局投資地區多為成熟國家的法巴高收益債基金

在預期未來利率走升的情況下，高收益債短期走空，但中期無影響，且美歐違約率未來將維持低檔，近期利差也已創今年新高的情況下，建議佈局高收益債。

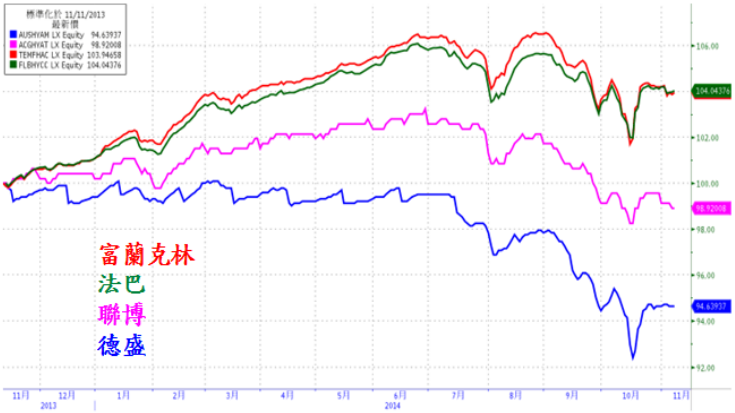
在上段的投資亮點中，雖歐洲評級為 B 的高收益債較為吸引人，但在個別債券的產品投資上較為困難，第一資本建議可佈局投資成熟地區比重高且表現不遜於其他基金公司的法巴高收益債券型基金(見圖 7、圖 8)。投資基金又可規避個別公司債風險，穩定獲取高報酬。

圖 9：投資地區分佈



資料來源:基金 9 月月報

圖 10：高收益債基金價格走勢圖(過去一年)



資料來源:Bloomberg

圖 11：法巴高收益債基金前十大持股

公司名稱	票息(%)	到期日	評級
ALTICE	7.25	2022/5/15	B
FIAT Chrysler	4.75	2022/7/15	BB-
Wind Telecomunicazioni	4	2020/7/15	BB
BNPP Flexi Bond	-	-	-
PPC Finace	5.5	2019/5/1	B
Schaeffler	4.75	2021/5/15	BB-
Gestamp Automocion	5.875	2020/5/31	BB
Grupo Antolin Irausa	4.75	2021/4/1	BB-
EILEME	11.75	2020/1/31	B+
Ardagh Packaging	4.25	2022/1/15	B+

資料來源:基金 9 月月報

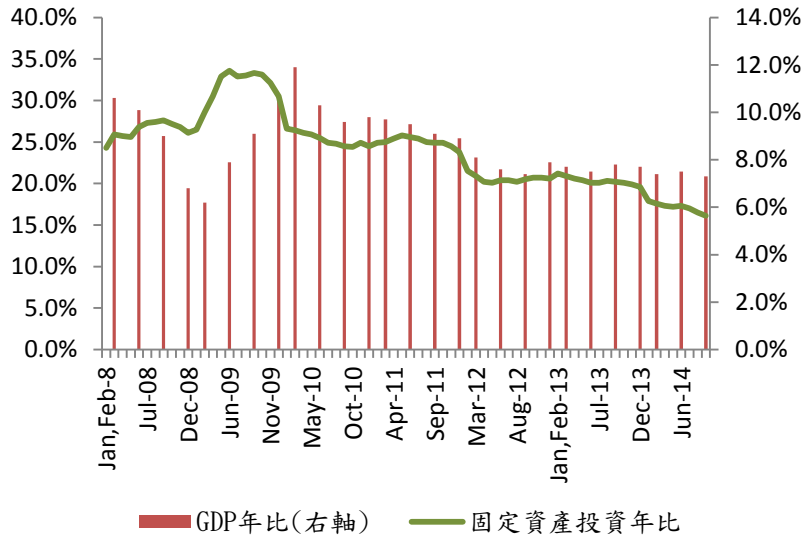
中國透過鐵路投資抵銷房地產投資下行，建議佈局鐵路設備類股

一、中國景氣概述

消費、投資持續疲弱，GDP 年比來到 5 年新低

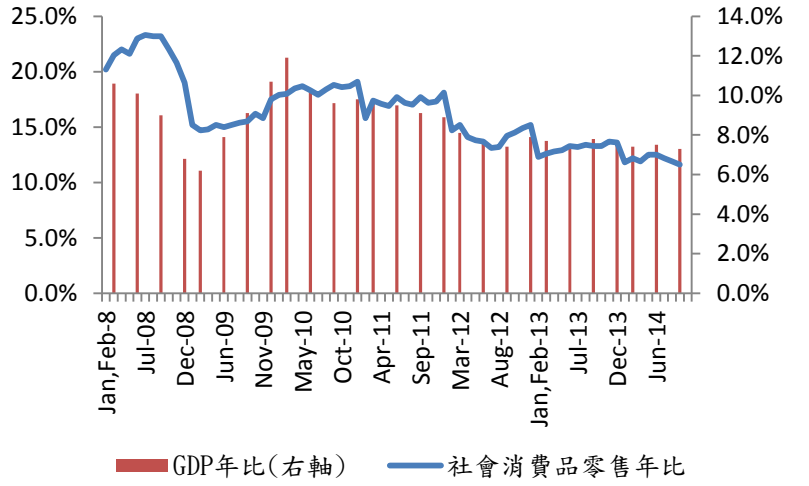
中國第三季 GDP 來到 5 年來的新低水準 7.3%，主要仍受到投資和消費力道放緩拖累，9 月固定資產投資年比降至 16.1%，創 2002 年以來的新低；社會消費品零售銷售年比亦下降至 2006 年以來新低 11.6%；工業增加值年比則小幅反彈至 8%。

圖 1： 固定資產投資年比與中國 GDP 成長率走勢圖



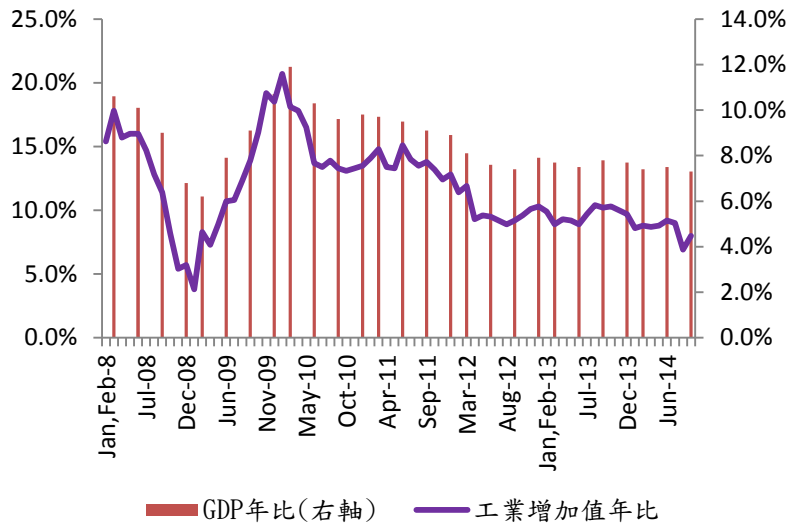
資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

圖 2：社會消費品零售年比與中國 GDP 成長率走勢圖



資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

圖 3： 工業增加值年比與中國 GDP 成長率走勢圖

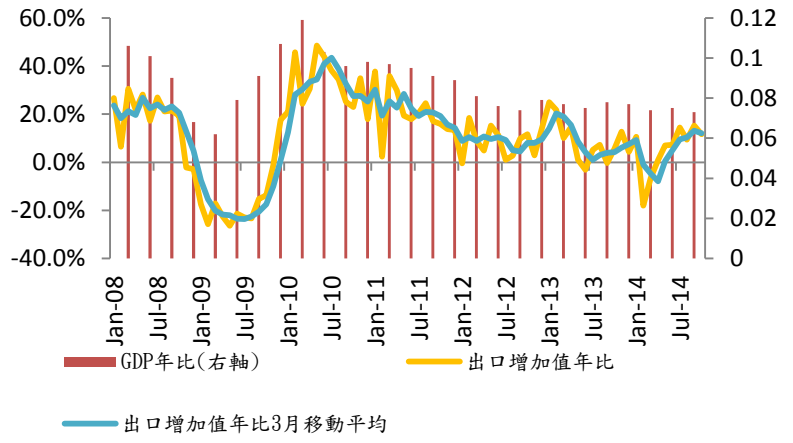


資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

雖然出口表現亮眼，不過 CPI、PPI 年比皆大幅下降，反映內需不振、產能過剩

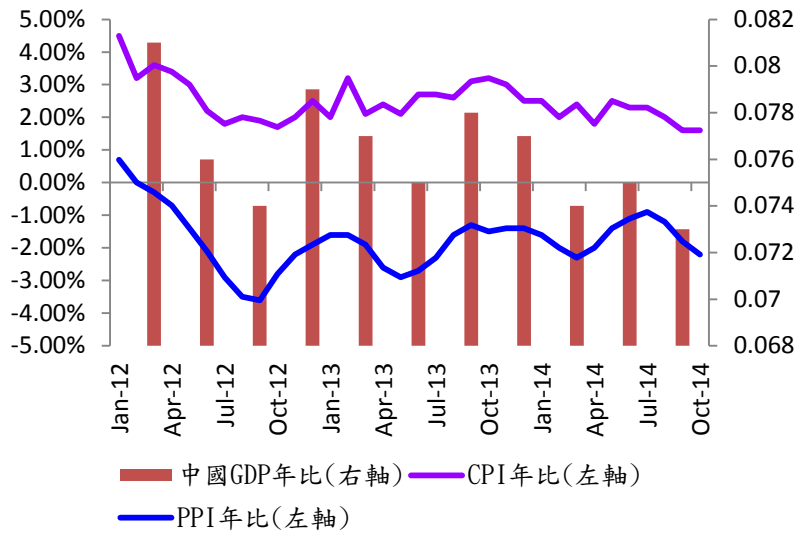
出口為三駕馬車中表現最佳，出口年比則連續兩個月雙位數成長，最新公布之 10 月出口年比達 11.6%，3 個月移動平均亦平穩向上。另外，CPI 年比自 9 月來到五年來新低 1.6%之後，最新公佈之 10 月 CPI 年比仍維持在此低點，而 PPI 年比則是連續 32 個月負成長，10 月 PPI 年比衰退幅度更擴大至-2.2%，顯示中國除了產能過剩問題仍持續存在之外，內需也出現疲弱跡象。

圖 4：出口年比與中國 GDP 成長率走勢圖



資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

圖 5：CPI 年比、PPI 年比與中國 GDP 成長率走勢圖

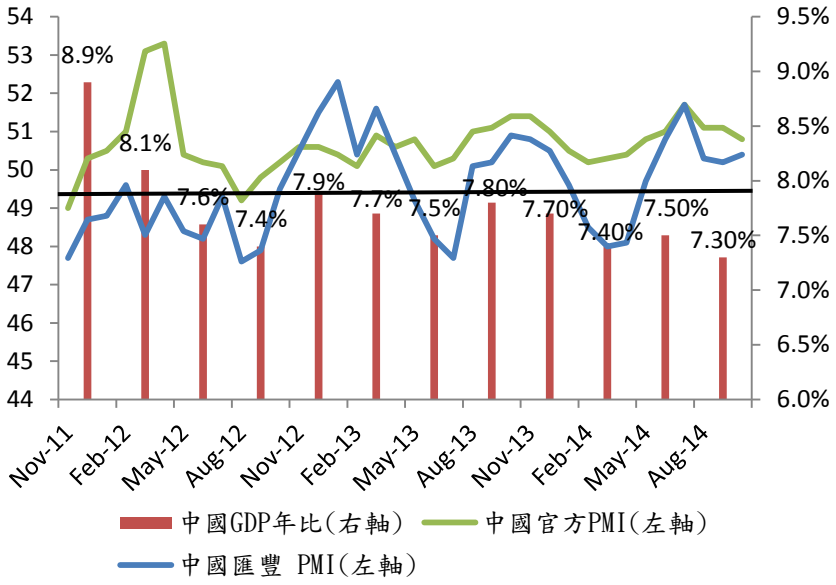


資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

領先指標製造業 PMI 與同步指標克強指數皆維持低檔，顯示中國經濟仍處於落底階段

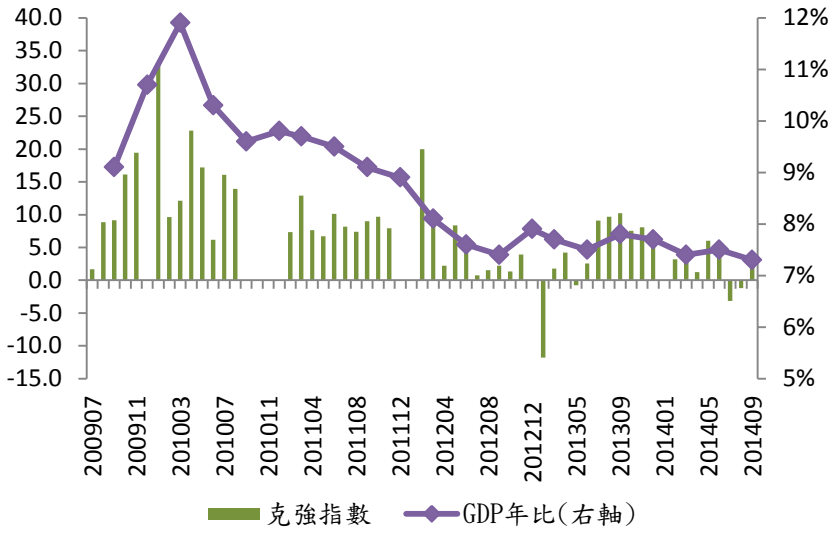
領先指標部分無論是中國官方製造業 PMI 或是匯豐製造業 PMI 皆呈偏弱的走勢，11 月中國官方製造業 PMI 來到 5 個月的新低 50.8，匯豐製造業 PMI 則是持續維持在低檔 50.4。觀察 9 月克強指數由負轉正，主要原因為工業用電量年比與新增人民幣貸款年比皆較前期改善，但由於鐵路貨運量年比跌至去年 5 月以來新低-5.46%，故克強指數仍於低位，進一步顯示中國經濟仍處於落底的階段。

圖 6：中國官方 PMI、匯豐 PMI 與 GDP 年比走勢



資料來源：第一資本整理，Markit，國家統計局

圖 7：克強指數與 GDP 走勢圖



資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

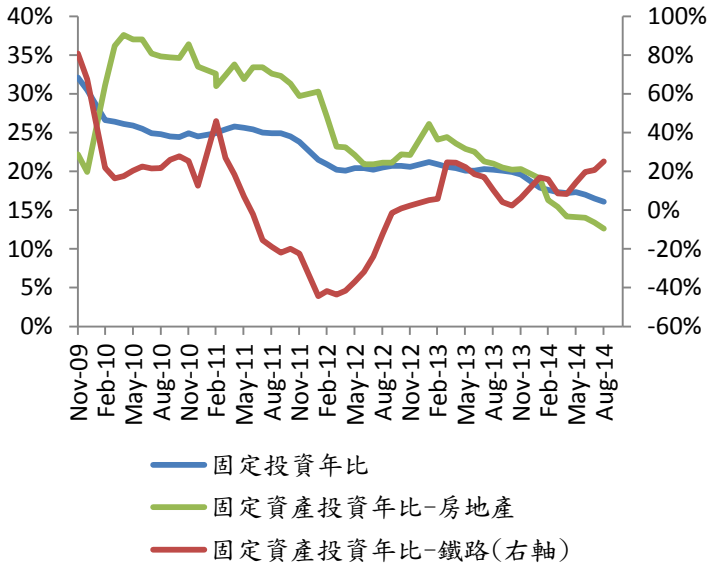
二、投資亮點

（一）中國加大鐵路投資穩增長

由圖 8 可看出，雖然整體固定投資年比與房地產投資年比持續下探，鐵路運輸設備投資年比卻是逆勢向上，由此可知，在短期經濟下行壓力較大的背景下，中國中央通過加大鐵路運輸設備投資穩增長的策略已十分明顯。

中國加大鐵路投資以抵銷房地產投資下滑，10 月中至今已批准近 7000 億人民幣鐵路基建投資

圖 8：固定資產投資年比分項比較



資料來源：Bloomberg，第一資本整理

在 10/16 到 11/5 中，中國國家發改委亦密集批覆了 21 個基建項目，包含 16 條鐵路和 5 個機場，項目總投資金額高達人民幣 6,933.74 億元。

表 1：10/16 至 11/5 中國國家發改委批覆基建項目
（單位：億人民幣）

Date	計畫	總投資金額
11/5	南昌至贛州鐵路	532.5
11/5	連雲港至鎮江鐵路	464.62
11/5	格爾木至庫爾勒鐵路	376.4
11/5	衢州至寧德鐵路	304.85
11/5	祥雲至臨滄鐵路	155
11/5	南昆鐵路南寧至百色段增建第二線	98.83
11/5	和順至邢台鐵路	66.4
10/30	蒙西至華中地區鐵路煤運通道	1930.4
10/30	大同至張家口鐵路客運專線	179.9
10/30	川藏鐵路拉薩至林芝段	366
10/22	黔江至張家界至常德鐵路	384.4
10/22	鄭州至萬州鐵路	974.3
10/22	商合杭鐵路莞湖長江公鐵大橋	86.46
10/22	松原查干湖民用機場	7.84
10/22	青海果落民用機場	11.33
10/22	內蒙古扎蘭屯民用機場	4.67
10/22	雲南省瀾滄民用機場	15.33
10/22	貴州仁懷民用機場	15.73
10/16	遼寧錦州港至內蒙古白音華鐵路擴能	256.38
10/16	大理至瑞麗鐵路	257.3
10/16	玉溪至磨憨鐵路	445.1
Total		6933.74

資料來源：路透、經濟日報、第一資本整理

（二）中國將加快「一帶一路」建設

中國將透過「一帶一路」擴展至周邊經濟體

11/5 習近平於中央財經領導小組第八次會議中表示，要加快推進「一帶一路」－絲綢之路經濟帶、21 世紀海上絲綢之路建設。「一帶一路」涵蓋中亞、南亞、西亞、東南亞和中東歐等國家和地區，總人口約 44 億，經濟總量約 21 兆美元，分別約占全球的 63%和 29%。

圖 9：「一帶一路」示意圖

資料來源：聯合報

目前已決定透過亞洲基礎設施投資銀行與絲路基金支持「一帶一路」建設

資金上中國中央亦透過亞洲基礎設施投資銀行(AIIB)和絲路基金給予此項計畫大力支持。亞洲基礎設施投資銀行今年 10 月底已在北京宣佈成立，成員國包括中國、印度、泰國和馬來西亞等 21 個國家，主要為發展中國家提供專案貸款。習近平則在 11/8 宣佈中國將出資四百億美元成立絲路基金，並開放亞洲投資人參與。

中泰高鐵將成中國與東南亞國家互聯互通的樞紐

其實自去年 9 月到 10 月間“一帶一路”戰略提出以來，習近平等中國官員藉由多次出訪中亞、東南亞各國，並透過高鐵外交為此計畫鋪路，例如去年 11 月國務院總理李克強訪問泰國時傳出之中泰高鐵合作已於今年 9 月實現，泰國已經批准了廊開府到馬塔府、清孔到帕棲的高鐵線路，總成本約為 7,414 億泰銖（約人民幣 1,430 億元），且根據《曼谷郵報》稱，兩條新高鐵線將把中國的南部省份，通過泰國與東南亞其他國家相連，幫助中國在東南亞地區發揮更大的經濟影響力。

圖 9：中泰高鐵合作路線

資料來源：新浪財經

未來仍有許多潛在高鐵外交商機

除了與「一帶一路」相關的國家進行高鐵外交，中國政府亦積極於各國推銷中國的高鐵技術，包括俄羅斯、美國和墨西哥等，未來仍存在許多潛在高鐵外交商機。

表 2：未來潛在高鐵外交計畫

項目	投資額（億人民幣）
莫斯科至喀山高鐵	15
北京至莫斯科高鐵	105
墨西哥高鐵項目	2.6
加州高鐵項目	41.74

資料來源：中金公司

三、投資策略

建議佈局中國南車（1176）、中國北車（6199）和南車時代電氣（3898）

第一資本推薦中國兩大鐵路機車供應商－中國南車（1766 HK）和中國北車（6199 HK），在營收、淨利、營益率和淨利率表現皆十分相似（詳見圖 10 到圖 12），近期亦傳出中國中央為整合資源行銷高鐵，有意將南、北車合併消息，目前兩家公司合計市占率高達 90%以上，若合併後對兩家公司皆十分有利。另外，10/17 中國鐵路投資公司受中國鐵路總公司委托，計畫對鐵路機車電務車載設備採購項目採用競爭性談判方式採購，本次共採購鐵路機車列車運行監控裝置及相關設備共 320 套，專營軌道交通裝備電傳動系統的南車時代電氣（3898 HK）成為潛在供應商。未來若南、北車合併後，身為中國南車旗下子公司的南車時代電氣亦有望首先受惠，建議佈局（詳見表 3 到表 6）。

圖 10：中國北車 vs 中國南車－營收規模（單位：億人民幣）

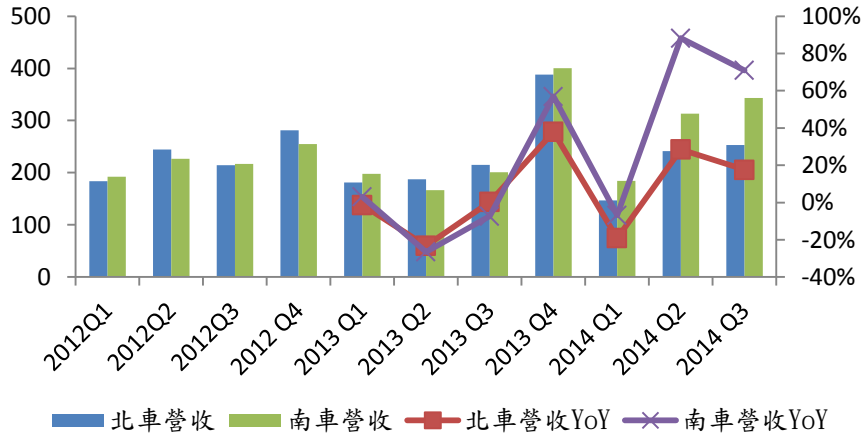


圖 11：中國北車 vs 中國南車－營業利潤（單位：億人民幣）

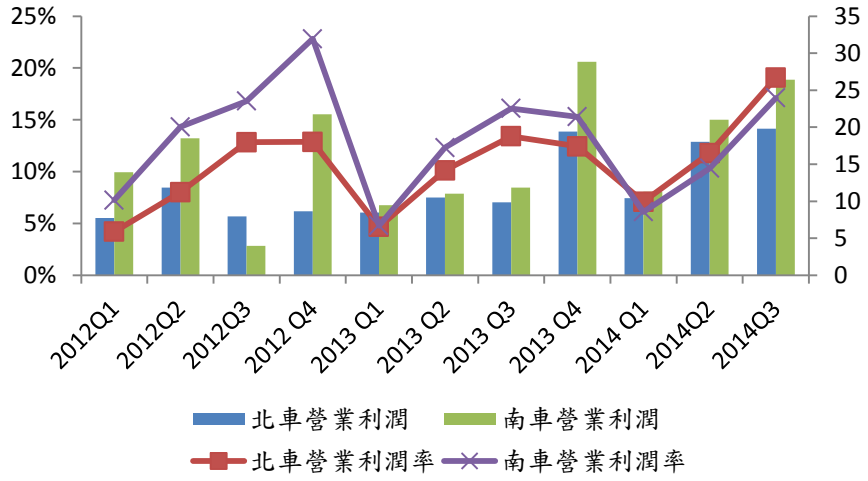
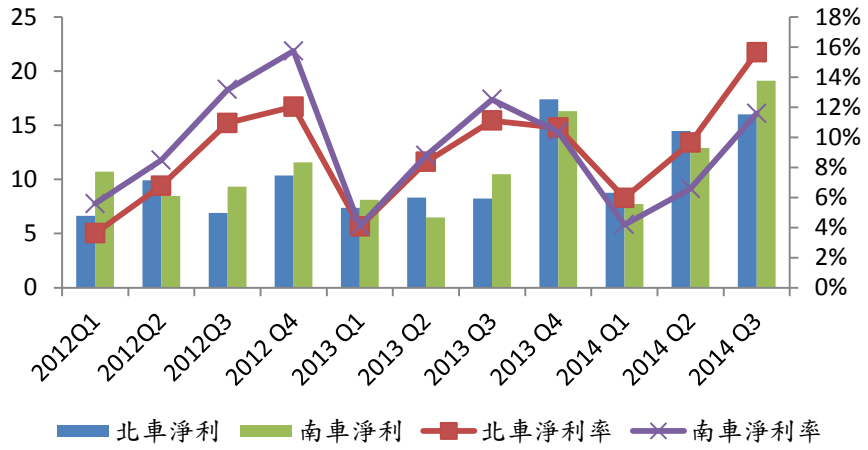


圖 12：中國北車 vs 中國南車－淨利潤（單位：億人民幣）



資料來源：公司財報，第一資本整理

表 3：鐵路建設產業相關推薦個股資訊

	市值（億港幣）	股價	目標價	上檔空間
中國中鐵(390 HK)	210	5.07	5.7	12%
中國鐵建(1186 HK)	170	8.43	11.2	33%
中國南車(1766 HK)	160	7.89	8.67	10%
中國北車（6199 HK）	163	7.66	8.9	16%
南車時代電氣(3898 HK)	183	33.35	39	17%

資料來源：第一資本

表 4：中國南車營運狀況

	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
營收	795.2	890.2	965.3	1159.1	1301.5	1429.2
毛利	148.7	157.6	166.3	211.1	239.0	262.3
營業利益	57.7	58.2	61.2	87.5	105.7	115.8
淨利	38.6	40.1	41.4	55.2	63.9	70.2
年增率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014**	**2015F**	**2016F**
營收	24%	12%	8%	20%	12%	10%
營業利益	71%	1%	5%	43%	21%	10%
淨利	53%	4%	3%	33%	16%	10%
利潤率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014**	**2015F**	**2016F**
毛利率	19%	18%	17%	18%	18%	18%
營業利益	7%	7%	8%	11%	13%	15%
淨利	5%	5%	5%	7%	8%	9%

資料來源：Bloomberg、第一資本

表 5：中國北車（6199 HK）營運狀況

	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
營收	888.1	917.9	967.6	1102.3	1216.4	1331.6
毛利	117.2	130.8	166.5	201.9	225.5	249.1
營業利益	31.8	36.2	48.3	79.1	92.0	97.3
淨利	30.2	34.0	41.3	57.7	67.4	75.4
年增率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014**	**2015F**	**2016F**
營收	38%	3%	5%	14%	10%	9%
營業利益	62%	14%	33%	64%	16%	6%
淨利	57%	12%	21%	40%	17%	12%
利潤率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014**	**2015F**	**2016F**
毛利率	13%	14%	17%	18%	19%	19%
營業利益	4%	4%	5%	9%	10%	11%
淨利	3%	4%	5%	7%	8%	8%

資料來源：Bloomberg、第一資本

表 6：南車時代電氣（3898 HK）營運狀況

	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
營收	70.8	71.5	87.8	112.8	127.1	141.7
毛利	24.4	23.7	30.9	41.1	46.3	51.5
營業利益	12.7	12.8	16.1	23.2	26.7	29.8
淨利	11.8	12.2	14.7	19.8	21.9	24.6
年增率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014**	**2015F**	**2016F**
營收	21%	1%	23%	28%	13%	12%
營業利益	34%	1%	26%	44%	15%	12%
淨利	39%	3%	20%	35%	10%	12%
利潤率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014**	**2015F**	**2016F**
毛利率	34%	33%	35%	36%	36%	36%
營業利益	18%	18%	23%	33%	38%	42%
淨利	17%	17%	21%	28%	31%	35%

資料來源：Bloomberg、第一資本

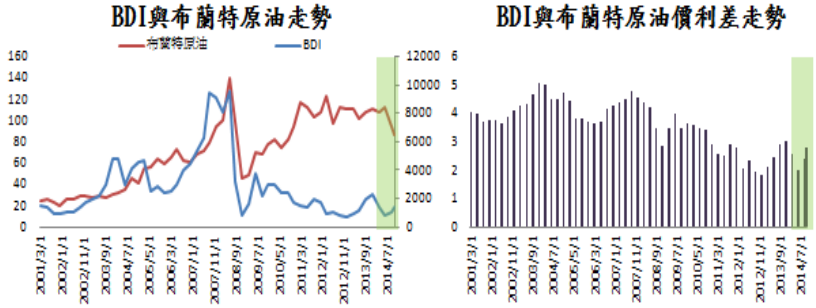
運價走高伴隨油價走弱，航運類股吹起反彈契機

一、雙重利多激勵下，散裝業者陸續表態

時序已邁入第四季傳統航運的旺季，使得近期 BDI(波羅的海指數,Baltic Dry Index)也大幅走高，過去一個月 BDI 大漲了 40%。而另一個帶動航運類股近期價格走揚的關鍵因素是國際能源價格的下滑,布蘭特原油自 6 月份以來已大幅下滑逾 20%，使得運價與燃料成本間的利差有逐步擴大的跡象(見圖 1)。

BDI 走揚與油價走弱下，兩者利差有擴大的跡象

圖 1:BDI 與相關航運類股走勢

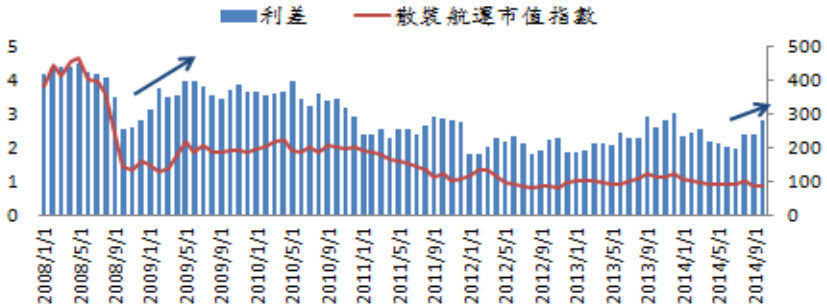


資料來源:Bloomberg、第一資本整理

從過去的經驗來看，利差具有領先的效果，且當利差擴大時，有望帶動整體航運股價市值的提升(見圖 7)。因此在預期這波利差的擴大下，除了可以改善航運業獲利表現外，也有望再度帶動航運類股股價的走揚。近期，散裝航運業者的財報也傳來令人振奮的消息，如中國遠洋(1919 HK)今年前三季的財報首度轉虧為盈，預期第四季維持獲利狀態，有望扭轉過去連 3 年虧損的困境。

利差擴大有望帶動航運業股價走揚

圖 2: 整體散裝航運業股價市值與利差走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

二、投資亮點

在雙重利多帶動下，無論從運價的收入面來看，或是考量營運成本的燃料費，都有利於散裝業著獲利的提升。

（一） 第四季為傳統旺季，BDI 大多走揚

雖然中國經濟持續在進行結構性的調整，對於大宗原物料的需求可能無法像過去一樣強勁。但從過去的經驗來看，第四季仍為中國鐵礦砂的需求旺季(見圖 3)，且今年以來，中國鐵礦砂的進口量都較往年大幅增加，顯示中國對鐵礦砂的需求有逐步回升的現象。

第四季為鐵礦砂需求旺季

圖 3:中國鐵礦砂過去 5 年進口走勢

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

此外，從 BDI 過去 5 年的表現來看，2010 年 BDI 大跌主要是受到中國宏觀調控所影響。但從 BDI 過去 5 年平均來看(見圖 4)，BDI 在下半年都有向上走升的趨勢。甚至，從船隻運費的預估來看(見表 1)，Q4 為傳統旺季，預期 Q4 的運價未來仍有不小的上漲空間。

圖 4:BDI 過去 5 年走勢

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

表 1:各型船隻運費預估

Vessel type	Current	Peak season Balance of 4Q14	Low season 1Q15	2Q15	3Q15	CY2015
Capesize	11,250	15,800	13,000	14,400	17,675	16,100
Panamax	7,550	9,175	8,750	9,875	8,500	9,200
Supramax	10,100	10,250	9,250	9,750	9,550	9,700
Handysize	7,400	7,350	6,850	7,950	7,700	7,650

資料來源:JP Morgan、第一資本整理

（二） 油價走弱有利於航運業獲利提升

對於航運業而言，今年油價大跌更是一大利多。因為燃料費佔整體營運成本具有很高的比重，使得當油價走弱，對於企業獲利的提升將有莫大的幫助。國際布蘭特原油自 6 份以來已大跌逾 20%,除了美元走強外，最大的因素就是目前能源市場已呈現供過於求的現象，包括美國頁岩油產量增加、利比亞恢復生產、OPEC 不減產。投資銀行高盛(10/26)甚至預估，除非美國頁岩油減產，否則明後年能源市場將仍將呈現供過於求的現象(見圖 5)。從主要券商券對油價的預估平均來看(見表 2),2015 年西德州原油價格將落在每桶 90 美元以下，都較今年初以來每桶下跌逾 10 美元。OPEC 甚至表達，油價下跌至每桶 70 美元，才考慮減產。

美國頁岩油不減產的情況下，高盛預期能源仍將供過於求

圖 5:國際能源供需走勢預估

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

表 2:券商對油價預估

	布蘭特原油(美元/桶)		西德州原油(美元/桶)	
	3個月	1年	3個月	1年
高盛(10/26)	87	85	80	75
EIA(10/8)	100	100	90	90
美銀美林(10/13)	85	98	75	90
巴克萊(10/28)	88	93	78	85
渣打(11/6)	88	105	92	99
平均	89.6	96.2	83	87.8

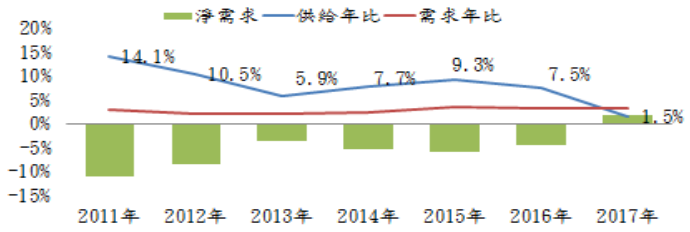
資料來源:各券商、第一資本整理

(三)船隻供需未來仍逐步改善

散裝航運業者目前最大的問題就是船隻呈現供過於求的現象。根據 Clarkson 預估，雖然散裝航運明年的運載力較今年成長 9.3%，仍明顯高於全球經濟成長預期 3.4%，但整體而言，散裝航運的供需情況未來仍逐步改善，且在未來 1 年內有望落底(見圖 6)。

船隻供需失衡現象有望在 1 年內落底，隨後逐年改善

圖 6:散裝航運運載力供需走勢



資料來源:Clarkson、第一資本整理

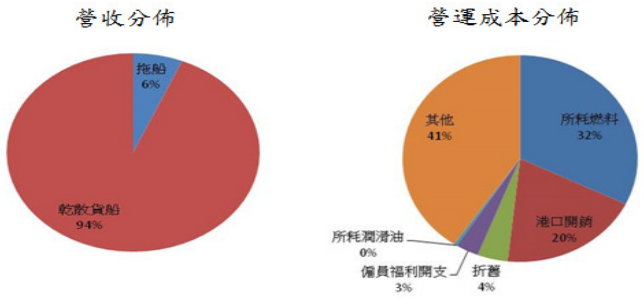
三、投資策略

隨著航運業基本面逐步好轉，加上中國政府自去年底起，把拆船補貼提高 50%至每噸 1500 美元，以加快削減過剩產能，亦有利於散裝航運業獲利的提升。

(一)太平洋航運

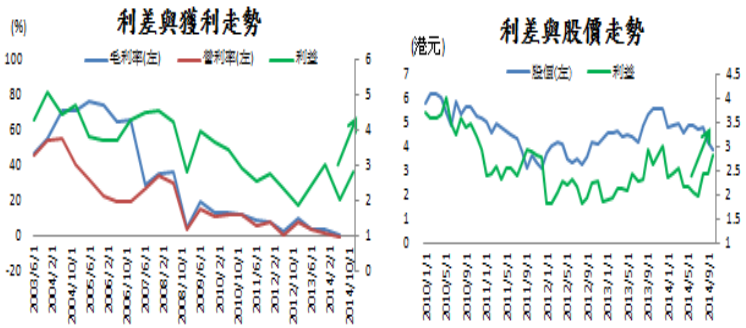
太平洋航運(2343 HK)為全球最大輕便型乾散貨船營運商，總運載力為 5,000 萬噸。從其營收與成本結構來看(見圖 7)，9 成收入來自於散裝貨運，而燃料費又佔其總成本 32%，預期隨著 BDI 的走揚與油價的下滑(利差擴大)，太平洋航運可望受惠。觀察太平洋航運過去表現亦可知道，利差影響著太平洋航運的獲利表現，同時牽動股價走勢(見圖 8)。

圖 7:太平洋航運營收分佈與成本結構



資料來源:公司年報、第一資本整理

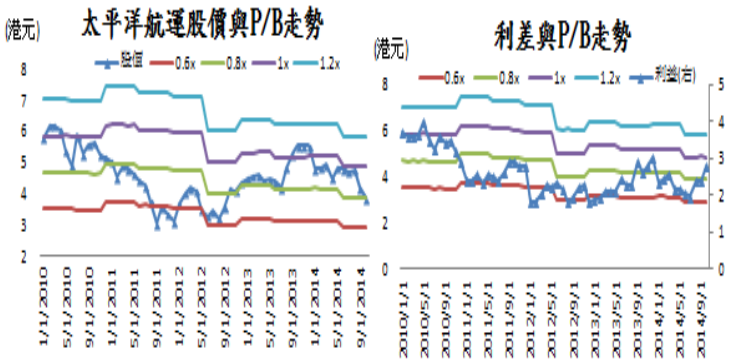
圖 8:利差對太平洋航運的獲利與股價走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

第一資本預期，隨著利差逐步擴大，太平洋航運股價有望回到 1x P/B， 給予目標價為 4.8 港幣。如同去年底，利差來到 1x P/B 附近，股價也回到 4.8 港幣，11/7 收盤價為 3.71 港幣，預估未來有 28%的上檔空間(見圖 9)。

圖 9:太平洋航運股價與利差歷史 P/B 區間



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

表 3:太平洋航運未來財務預測

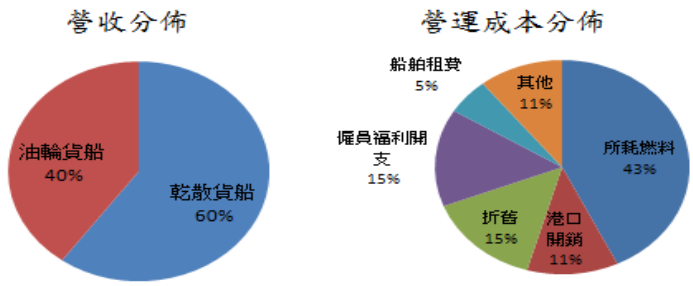
單位:百萬美元	2013	2014F	2015F	2016F
營收	1,709	1,780	1,865	2,080
營業毛利	136	121	198	272
營業利益	46	10	81	146
淨利	30	-18	54	124
EPS	0.001	-0.052	0.028	0.064
利潤率				
毛利率	8.0%	7.1%	11.6%	15.9%
營業利益率	2.7%	0.6%	4.7%	8.5%
淨利率	1.8%	-1.1%	3.2%	7.3%
年增率				
營收YOY	18.4%	4.2%	4.8%	11.5%
營業利益YOY	-34.3%	-78.3%	710.0%	80.2%
淨利YOY	-42.3%	-	-	129.6%

資料來源:美銀美林、第一資本整理

(二)中海發展

中海發展(1138 HK)為亞洲主要乾散貨船營運商之一，主要業務為煤礦、鐵礦砂及石油的運送，乾散貨運的運載力為 973 萬噸，佔其收入的 6 成，而油輪的運載力為 733 萬噸，佔總收入的 4 成。從成本結構來看(見圖 10)，燃料費佔總成本 43%，預期在 BDI 的走揚與油價的下滑影響下(利差擴大)，中海發展亦可望受惠。

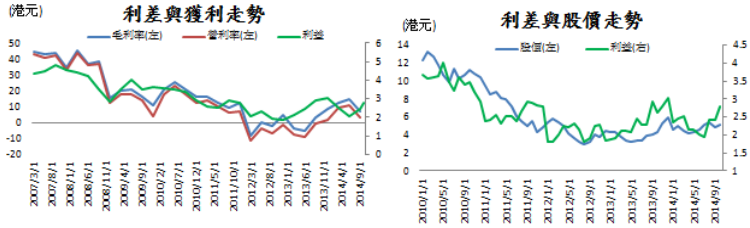
圖 10:中海發展營收分佈與成本結構



資料來源:公司年報、第一資本整理

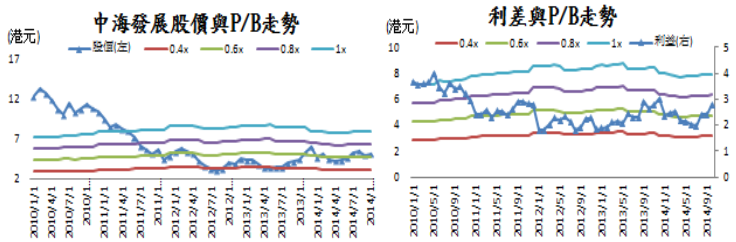
同樣的，利差也影響著中海發展的獲利表現，同時牽動股價走勢(見圖 11)。第一資本預期，隨著利差逐步擴大，中海發展股價有望回到 0.8x P/B 水位(見圖 12)，給予目標價為 6.2 港元，離 11/7 收盤價 5.28 港元還有 17%的上檔空間。

圖 11:中海發展股價與利差歷史 P/B 區間



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 13:中海發展股價與利差歷史 P/B 區間



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

表 4:中海發展未來財務預測

單位:百萬人民幣	2013	2014F	2015F	2016F
營收	11,344	13,391	14,743	16,147
營業毛利	1,838	3,173	4,239	5,422
營業利益	-369	786	1680	2768
淨利	-2234	284	1157	2050
EPS	-0.828	-1.26	-0.346	0.416
利潤率				
毛利率	16.2%	28.0%	37.4%	47.8%
營業利益率	-3.3%	6.9%	14.8%	24.4%
淨利率	-19.7%	2.5%	10.2%	18.1%
年增率				
營收YOY	2.6%	18.0%	10.1%	9.5%
營業利益YOY	-44.7%	-	113.7%	64.8%
淨利YOY	-	-	307.4%	77.2%

資料來源:美銀美林、第一資本整理

本月推薦組合

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	
騰訊	2014/09/26	7.90%	8.64%	-4.99%	52.85%	騰訊具移動支付概念，旗下微信擁有中國最大的移動用戶群，在APPLE PAY推出後有望受惠
中國南車	2014/04/11	23.67%	12.39%	10.04%	14.51%	近期中國藉加大鐵路投資以抵銷房地產投資下滑之影響，建議佈局中國鐵路設備類股
中國北車	2014/10/21	2.13%	15.02%	15.36%	--	近期中國藉加大鐵路投資以抵銷房地產投資下滑之影響，建議佈局中國鐵路設備類股
南車時代電氣	2014/04/11	31.56%	8.63%	21.27%	17.84%	近期中國藉加大鐵路投資以抵銷房地產投資下滑之影響，建議佈局中國鐵路設備類股
太平洋航運	2014/11/4	-0.20%	-1.40%	-22.70%	-33.00%	BDI指數走揚、油價走跌，有利於航運業獲利改善
中海發展	2014/11/11	0.00%	17.80%	0.36%	21.00%	BDI指數走揚、油價走跌，有利於航運業獲利改善
iShares道瓊運輸指數	2014/11/10	1.34%	15.31%	11.22%	29.00%	受惠油價下跌，加上網購運送需求推升
iShares費城交易所半導體指數	2014/7/7	-0.42%	14.50%	4.91%	28.49%	北美半導體BB值維持擴張訊號
PowerShares納斯達克100指數	2014/6/30	8.57%	7.96%	6.81%	23.72%	下半年穿戴式裝置與物聯網商機增溫
PowerShares德銀美元指數	2014/11/10	0.30%	2.10%	7.51%	6.87%	新興市場貨幣競貶，推升美元強勢
iShare那斯達克生技指數／ETF	2014/04/03	25.77%	12.53%	16.58%	43.62%	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
安朔A50／ETF	2014/05/19	16.75%	4.26%	-0.31%	-3.14%	滬港通即將展開，建議布局以捕捉大盤行情
滬深300／ETF	2014/06/03	21.07%	4.63%	7.73%	11.02%	滬港通即將展開，建議布局以捕捉大盤行情
iShares MSCI Spain／ETF	2014/5/6	-13.50%	3.07%	-7.47%	-6.53%	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

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	2014/10/17	1.88%	-7.84%	-14.29%	-13.07%	雖油價持續下跌，但只要油價不跌破70美元，公司便可維持既有的營運及還本付息
VTB Bank	2014/10/03	0.80%	0.35%	0.77%	-2.53%	俄羅斯第二大的國有銀行，過去因事件因素導致債券價格下跌，銀行及國家財務體質健全
吉利汽車	2014/10/03	2.75%	0.74%	2.77%	--	公司負債比率低不到50%，帳上現金足以償還債務，財務穩健

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	
華夏中國機會基金	2014/09/05	-0.73%	3.82%	0.90%	12.45%	基金選股偏向龍頭企業，報酬穩定，且於8月開始基金投資標的將加入A股，有望同時賺取內地股市漲幅，建議佈局
GAM Star Credit Opportunities	2014/6/30	-0.11%	0.08%	-0.12%	10.31%	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
華夏精選人民幣債券	2014/10/17	1.53%	1.92%	2.41%	3.30%	中國境內的利率水準較高，雖為高收益債基金，但華夏所投資的債券信用風險較低，報酬穩定
阿爾法日本基金	2014/7/31	4.70%	8.60%	8.10%	16.00%	消費稅問題逐漸淡化，日圓長期走貶，股市有望走高
柏瑞印度基金	41949	1.00%	5.20%	14.50%	63.00%	印度加速改革開放、企業獲利大幅增長、國際強權拉攏，支撐股價續揚