重點摘錄

- 一般而言，投資人在市場無系統性風險的情況下，仍較偏好高報酬的產品，而融資操作可視為另一種獲取高報酬的投資模式。由於限購鬆綁、信貸支持和房價下跌有助需求提升下，多家券商均預計中國房市在下半年有機會回暖。第一資本推薦財務狀況及現金流較為穩健的龍湖及方興地產作為融資操作標的。
- 近期中國經濟數據表現雖不若先前預期，但在中國中央透過持續推出小型改革與刺激政策支持經濟成長，定向降準與定向降息使得中國貨幣環境相對寬鬆，以及預期滬港通正式實施下，有助中國股市與香港股市更加活絡，陸股未來有望穩步向上，我們推薦標的為恆生 H 股指數 ETF（2828）、華夏滬深 300 指數 ETF（3188）和華夏中國機會基金（CHCOAAU LX）。
- 伴隨全球景氣的復甦，民眾消費信心持續升溫，企業 IT 資本支出也大幅增加，加上 Windows XP 終止支援服務後帶來的換機潮及平板電腦成長放緩影響，使得各大機構紛紛上調今明 2 年 PC 的出貨量，PC 有望擺脫衰退的陰霾。第一資本預期，PC 晶片龍頭英特爾(INTC US)與作業系統龍頭微軟(MSFT US)可望在這波復甦中受惠，靜待股價回落後再逢低佈局。

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. 建議選擇龍湖或方興地產作為融資操作的標的……P2
2. 受惠微刺激政策與滬港通 中國股市有望獲得支撐……P9
3. PC 緩步復甦，相關類股持續表態……P17
4. 本月推薦投資組合……P23

建議選擇龍湖或方興地產作為融資操作的標的

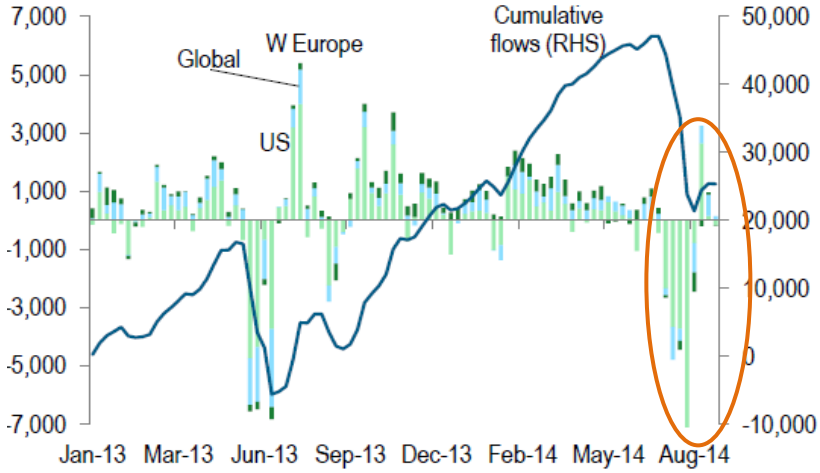
一、債券市場回顧

7/17馬來西亞航空MH17客機在飛經烏克蘭東部戰亂地區時被導彈擊落，同時美國及歐洲分別在7/16~17兩日擴大對俄羅斯的經濟制裁。地緣政治風險急速升高，國際資金流自高收益債市場中流出自17號開始連5周流出，金額高達約260億美金。但在恐慌情緒消退後高收益債市場的資金也轉為流入；自8/15起連兩周流入，流入金額總和為410億美金。烏俄雙方9/3雖就停火步驟達成共識，但9/4烏克蘭與其親俄份子又再度開火，造成高收益債市場資金在8/28-9/4再度流出，但流出金額較小，僅3千2百萬美元。

投資人仍較偏好高報酬的產品，融資操作也可獲取高報酬

從上述的經驗得知，投資人在市場無系統性風險的情況下，仍較偏好高報酬的產品。本次月報將提供投資人另外一個選擇為「融資操作」，透過向銀行借錢購買債券的方式，以槓桿方式增加債券的收益率。後文將會詳述第一資本認為較適合融資操作的標的及融資後可能的報酬表現。

圖1：高收益債資金流(2013/1~2014/9)



資料來源: Standard Chartered

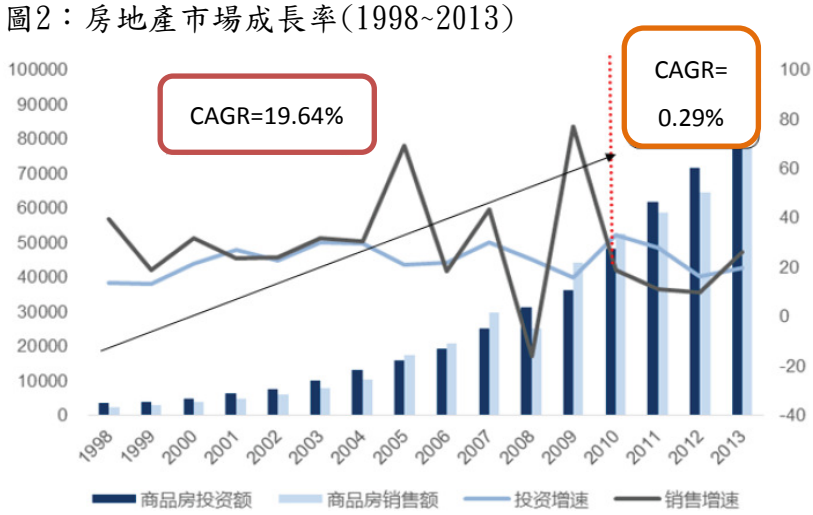
二、投資亮點

中國券商預估房市在下半年有機會回暖

我們後文所推薦的融資標的為中國房地產業的公司債，因次在本段文章中先介紹中國房地產業的現況。1998/7/3，國務院發佈《關於進一步深化城鎮住房制度改革加快住房建設的通知》，正式開啟了以“取消福利分房，實現居民住宅貨幣化、私有化”為核心的住房制度改革，也開啟了房地產市場的“黃金年代”。過去商品房投資額年均複合

成長率高達24.11%，商品房銷售額複合成長率為28.87%，商品房年銷售面積複合成長率為19.64%。2010年3月，由於房價連續10個月上漲且漲幅逐漸擴大，全國70個大中城市房價上漲近15%，政府於2010/4/17推出新“國十條”（《國務院關於堅決遏制部分城市房價過快上漲的通知》），正式拉開了限購限貸的序幕。

圖2：房地產市場成長率(1998~2013)



資料來源:申萬研究

在限購政策的實施下，房地產市場有效地出現降溫，2014年5月份房價甚至開始出現下跌的跡象，7月份因房價下跌的現象仍未止緩，各三四線城市紛紛放鬆限購令，46個限購城市中目前僅剩廣州、深圳、珠海、三亞、北京、上海、南京、瀋陽、蘭州與西寧10個城市尚未有可靠消息表明鬆綁限購，其餘皆有正式或媒體報導官員證實放鬆限購。另外房地產融資政策逐漸鬆綁，監管層近日更開放已上市房地產企業發行中期票據，有助於擴大資金來源、降低成本。8月份新建商品住宅月度成交量為22.4萬套，雖年比下降9.5%，但月比上升5.4%，成交量連升兩月，為2014年至今表現最好的月份。8月份的庫存去化週期今年來也首度下降，在綜合限購鬆綁、信貸支持和房價下跌的情況下，包含中信證券、國泰君安、方正證券、申銀萬國、廣發證券等多家券商均預計房市在下半年有機會回暖。

地產公司的債券因今年上半年表現較差，價格較為便宜

以恆大地產的債券價格為例，房地產市場在 2012 年至 2013 年的銷售年增率分別為25.2%、27.8%的雙位數成長(2012:，債券價格也一路走高；但隨著市場在今年上半年轉弱，今年上半年房地產市場的營收成長率僅為 6.6%，導致債券價格隨之修正，2018 年到期的債券價格變動更為明顯。因此在融資融券的標的上，第一資本選擇債券價格近期止跌回升且產業狀況明顯轉為樂觀的房地產業。

圖 3：恆大地產 9.25 1/19/16

資料來源:彭博

地產公司中以方興、龍湖、財務較為穩健

下列表1～表7整理曾推薦過的各房地產公司以信用評等作為區分，並按市值排序列示下列相關資料，包括公司基本資料、五大財務比率、及其現金流量的狀況。

從下列各表中可以發現，在信用評級為 BBB-的公司中，方興地產不論在各財務比率或是現金流的狀況明顯都優於同為國企的保利地產，僅有流動比率較保利地產差，但房地產公司因存貨會較高，因此扣除存貨以後的速動比率較能代表其公司的流動性狀況。

另外，在其他評級在 B-附近的房地產公司中，以瑞安和龍湖的表現最好，瑞安的負債比率最低且速動比率不遜於綠城，但在利息保障倍數及利息支出比的部分，因公司營運的規模較小，而利息費用與同業平均水準相當，故表現遜於龍湖。營運現金流的部分，龍湖地產過去皆能維持正的營運現金流，現金流除了平常的營運開支用之外還能償還利息費用，相較於其他營運現金流為負的同業，擁有較大的優勢，表示其需借舊還新的機率較低且金額會較小。(詳件附錄)綜合上述結論，第一資本建議在可融資融券的標的有龍湖及方興地產的組合。

表 1：各房地產公司資料簡介

	市值(億/人民幣)	國企/民企	母公司	內部人/國有法人持股	房地產排名(500強)	信用評等(標普)
保利	634	國企	中國保利集團	48.81%	5	BBB-
方興	158	國企	中國中化	62.87%	66	BBB-
恒大	492	民企	--	68.92%	2	B+
龍湖	426	民企	--	71.73%	10	BB
金地	416	國資背景	--	7.87%	13	B+
綠城	190	民企	--	71.77%	9	B+
合景泰富	144	民企	--	55.74%	101	B+
瑞安	129	民企	瑞安集團	57.15%	--	--

資料來源:第一資本整理

表 2：各房地產公司流動比率整理(高較好)

	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/6/30
保利	212.9%	190.7%	173.1%	181.8%	186.9%
方興	144.4%	141.8%	148.5%	118.0%	141.6%
恒大	159.5%	153.8%	133.4%	153.8%	144.3%
龍湖	126.5%	136.0%	140.3%	136.0%	142.1%
金地	217.7%	180.2%	196.5%	183.2%	172.4%
綠城	132.7%	124.1%	126.9%	156.0%	160.7%
合景泰富	161.5%	148.1%	157.2%	145.9%	132.6%
瑞安	283.1%	162.8%	163.9%	196.1%	205.3%

資料來源:第一資本整理

表 3：各房地產公司速動比率整理(高較好)

	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/6/30
保利	34.0%	23.7%	26.4%	26.3%	29.6%
方興	124.2%	79.9%	94.2%	71.3%	83.3%
恒大	49.6%	42.9%	31.5%	47.4%	48.8%
龍湖	35.0%	37.5%	39.9%	29.6%	38.0%
金地	50.8%	47.6%	54.5%	54.2%	52.5%
綠城	62.5%	46.8%	56.7%	74.6%	75.2%
合景泰富	52.7%	36.1%	39.5%	52.2%	40.3%
瑞安	97.4%	41.1%	41.7%	52.9%	68.4%

資料來源:第一資本整理

表 4：各房地產公司負債比率整理(低較好)

	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/6/30
保利	79.0%	78.4%	78.2%	78.0%	79.6%
方興	48.0%	69.0%	58.2%	60.9%	61.9%
恒大	80.2%	80.9%	82.6%	77.2%	76.8%
龍湖	75.8%	75.8%	74.0%	72.4%	72.9%
金地	71.2%	71.1%	67.7%	69.3%	72.0%
綠城	88.5%	86.2%	74.5%	73.8%	74.2%
合景泰富	71.0%	69.3%	68.6%	71.0%	73.2%
瑞安	53.7%	57.0%	58.4%	57.2%	57.6%

資料來源:第一資本整理

表 5：各房地產公司利息保障倍數整理(高教好)

	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/6/30
保利	3.3	2.9	3.0	2.8	2.0
方興	6.0	6.2	8.1	5.3	5.7
恒大	10.6	6.7	3.9	4.2	3.9
龍湖	9.2	9.1	6.7	6.4	5.7
金地	3.9	4.0	3.4	2.9	1.2
綠城	2.2	3.4	3.9	5.0	2.5
合景泰富	4.8	3.9	3.4	2.9	2.7
瑞安	6.3	4.9	2.7	2.7	2.2

資料來源:第一資本整理

表 6：各房地產公司利息支出比整理(低較好)

	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/6/30
保利	9.0%	11.4%	9.9%	9.6%	17.8%
方興	9.7%	11.9%	5.5%	9.4%	8.9%
恒大	3.2%	5.8%	8.63%	8.36%	8.98%
龍湖	5.7%	5.9%	7.1%	5.9%	8.6%
金地	7.5%	7.1%	8.2%	9.5%	22.5%
綠城	22.5%	12.8%	10.1%	8.0%	11.7%
合景泰富	8.9%	13.4%	16.5%	20.2%	20.2%
瑞安	17.0%	17.9%	46.0%	28.9%	31.0%

資料來源:第一資本整理

表 7：各房地產公司現金流整理(平均 3 年、差距為正較好)

單位：人民幣/千	營業活動現金流	利息費用	差距	稅後淨利
保利	-6,980,596	7,253,938	-14,234,534	10,074,704
方興	-3,111,567	1,086,850	-4,198,417	4,401,496
恒大	-16,060,157	6,380,354	-22,440,511	13,960,230
龍湖	11,760,360	1,937,142	9,823,218	6,552,505
金地	109,467	2,681,441	-2,571,974	3,234,396
綠城	1,949,562	2,453,965	-504,403	4,675,677
合景泰富	1,844,389	1,535,146	309,243	2,623,214
瑞安	56,333	2,227,667	-2,171,333	2,423,333

資料來源:第一資本整理

三、投資策略

建議可選擇龍湖或方興地產

在上段的投資亮點中，第一資本推薦財務狀況及現金流較為穩健的龍湖及方興地產。

假設龍湖地產可融資額度為 55%，自備資金為 45%，在融資利率為 2.7%的情況下殖利率可從 6.1%上升至 10.26%;假設方興可融資額度為 65%，自備資金為 35%，在融資利率同樣為 2.7%的情況下，殖利率可從 4.7%上升至 8.41%。

第一資本建議投資人可以透過槓桿的方式獲取低違約風險較但相對高的報酬，在政府限購鬆綁、信貸支持、房價下跌的情況下，預估可帶動需求回溫，今年下半年房地產業的狀況將會轉好，所推薦的融資操作標的也是在同業當中財務表現較為穩健的公司，投資者可以風險及貨幣上的配置作為考量，選擇龍湖或是方興地產。

表 8：龍湖、方興及瑞安的債券資料

公司名稱	票息	到期日	殖利率	貨幣
龍湖地產	6.75	2018/5/28	6.10%	人民幣
方興地產	5.75	2019/3/19	4.70%	美金

資料來源:彭博

表 9：龍湖地產融資融券後的收益率

		融資利率(浮動)					
		2.70%	2.90%	3.10%	3.30%	3.50%	3.70%
買進債券收益率	6.30%	10.70%	10.46%	10.21%	9.97%	9.72%	9.48%
	6.20%	10.48%	10.23%	9.99%	9.74%	9.50%	9.26%
	6.10%	10.26%	10.01%	9.77%	9.52%	9.28%	9.03%
	6.00%	10.03%	9.79%	9.54%	9.30%	9.06%	8.81%
	5.90%	9.81%	9.57%	9.32%	9.08%	5.79%	5.41%
	5.80%	9.59%	9.34%	9.10%	8.86%	8.61%	8.37%

資料來源:第一資本整理

表 10：方興地產融資融券後的收益率

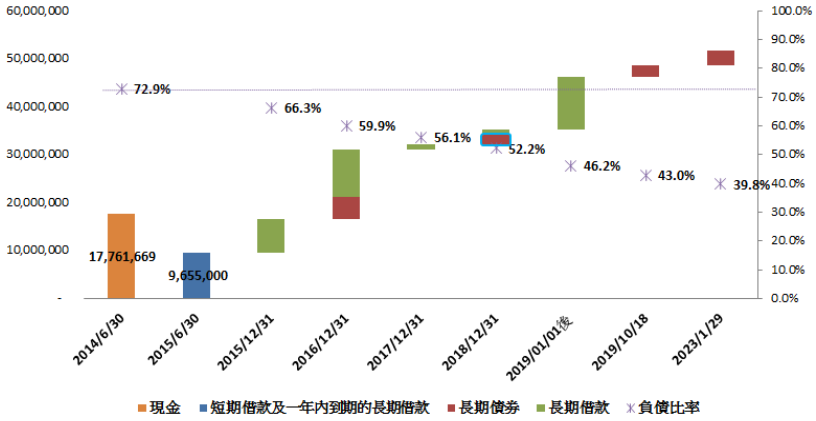
		融資利率(浮動)					
		2.70%	2.90%	3.10%	3.30%	3.50%	3.70%
買進債券收益率	4.80%	8.70%	8.33%	7.96%	7.59%	7.21%	6.84%
	4.70%	8.41%	8.04%	7.67%	7.30%	6.93%	6.56%
	4.60%	8.13%	7.76%	7.39%	7.01%	6.64%	6.27%
	4.50%	7.84%	7.47%	7.10%	6.73%	6.36%	5.99%
	4.40%	7.56%	7.19%	6.81%	6.44%	6.07%	5.70%
	4.30%	7.27%	6.90%	6.53%	6.16%	5.79%	5.41%

資料來源:第一資本整理

四、附錄

龍湖地產創建於 1994 年，成長於重慶，集團總部設在北京，現有員工 7300 多人，業務領域涉及地產開發、商業運營和物業服務三大板塊。公司於 2009 年在香港聯交所主板掛牌上市。2013 年的房企銷售金額排名第 12 名，市值為 426 億人民幣。創辦人吳亞軍在 Forbes2014 華人富豪排行榜中排名第 56 名，全球富豪則排名第 408 名，在女性富豪中名列第三。

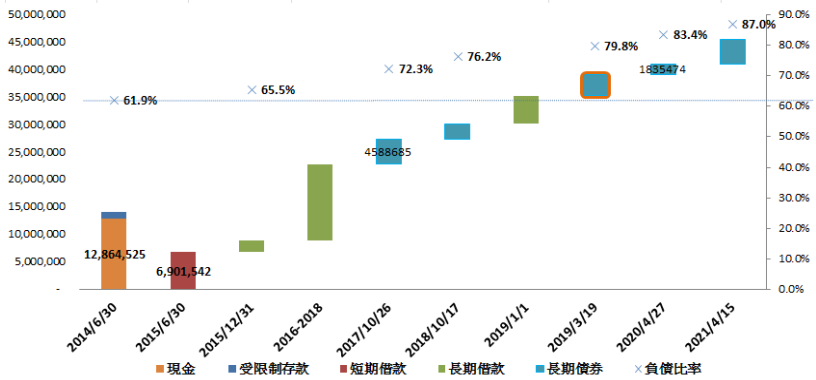
表 11：龍湖地產債務到期分佈



資料來源:第一資本整理

方興地產於2004年在香港成立，公司是中國中化集團公司）旗下房地產和酒店板塊的平台企業，方興已在北京、上海、三亞、長沙等地相繼開發了多個優質地產項目。中國中化集團公司是國務院國資委監管的國有重要骨幹企業，是具有全球影響力的跨國企業集團，已23次入圍《財富》全球500強，2013年名列第119位。

表 12：方興地產債務到期分佈



資料來源:第一資本整理

受惠微刺激政策與滬港通 中國股市有望獲得支撐

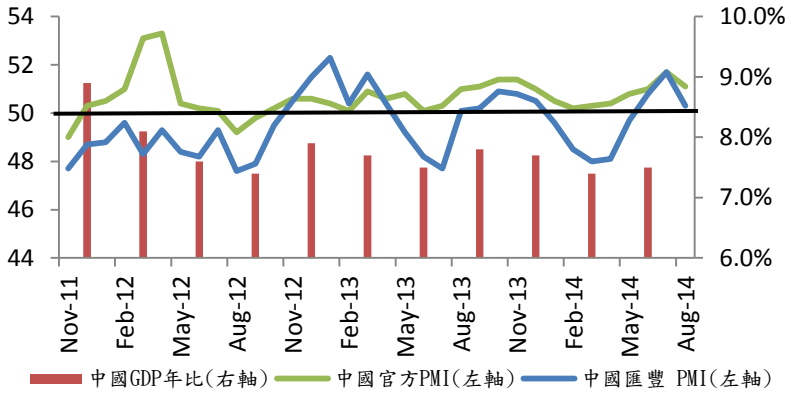
一、中國景氣概述

近期經濟數據表現不如預期

領先指標中國官方和匯豐製造業 PMI 皆出現回落，8 月中國官方製造業 PMI 由前期 51.7 降至 51.1，匯豐製造業 PMI 則降至 50.2（詳見圖 1），不過兩者皆位於擴張線 50 之上，顯示製造業景氣有所改善但動能偏弱。

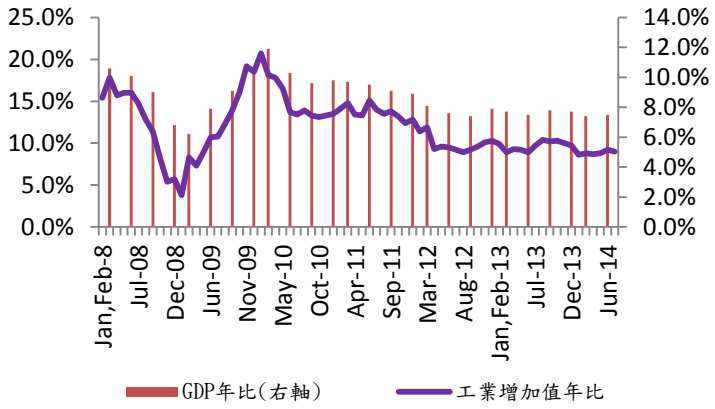
7 月投資和消費數據亦較 6 月小幅放緩，工業增加值年比下降 0.2%至 9%；固定資產投資年比則下降 0.3%至 17%；社會消費品零售年比亦下降 0.3%至 12.2%；而最新公布之 8 月出口年比則為 9.4%，雖然也較前期下滑，不過觀察 3 個月移動平均仍維持在上行趨勢，顯示中國的出口表現較平穩（詳見圖 2 到圖 5）。

圖 1：中國官方 PMI、匯豐 PMI 與 GDP 年比走勢



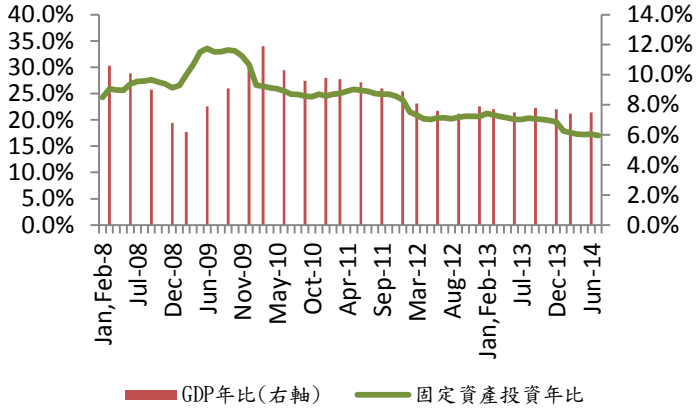
資料來源：第一資本整理，Markit，國家統計局

圖 2： 工業增加值年比與中國 GDP 成長率走勢圖



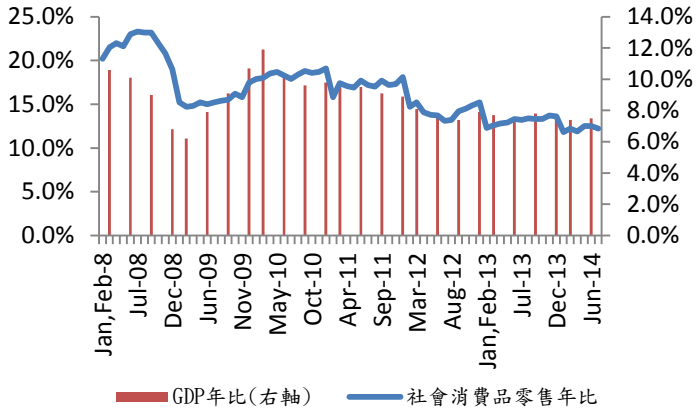
資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

圖 3： 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

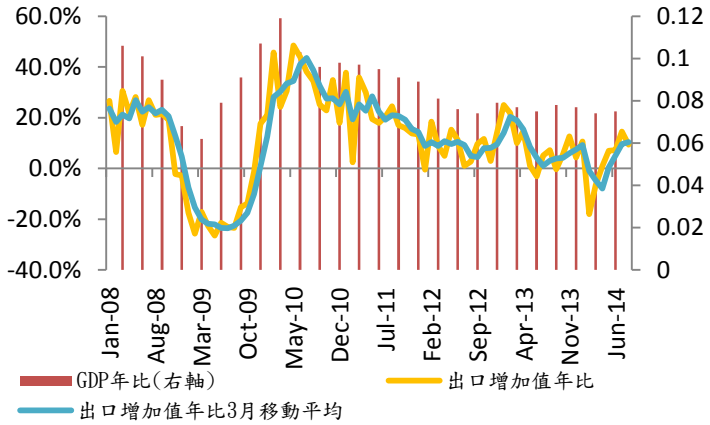
圖 4：社會消費品零售年比與中國 GDP 成長率走勢圖



資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

圖 5：出口年比與中國 GDP 成長率走勢圖

出口年比為三駕馬車中唯一表現穩定向上

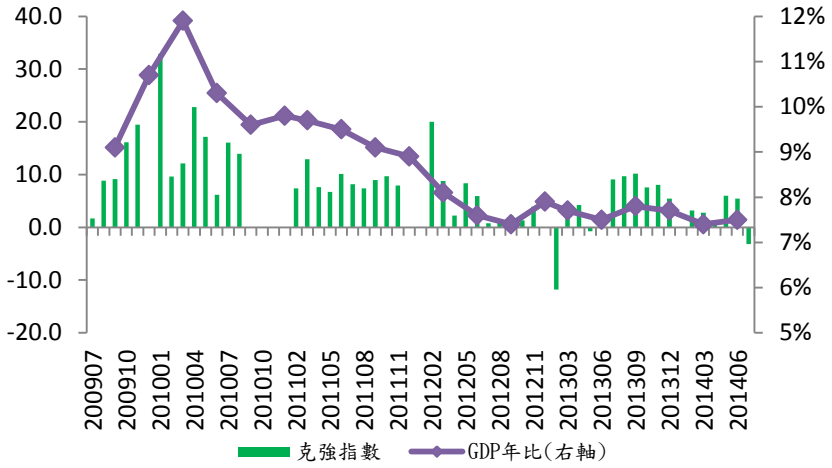


資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

克強指數自去年 7 月以來首度由正轉負

7 月份工業發電量年比、鐵路貨運量年比和新增人民幣貸款年比亦同步下降，其中工業發電量年比來到 2012 年 8 月以來的新低，鐵路貨運量年比衰退幅度擴大，導致克強指數自去年 7 月以來首次出現負值（詳見圖 6）。

圖 6：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

外需改善，但內需仍不振，中國景氣仍位於「落底」階段

總結上述之經濟數據，外需逐步改善使得出口表現穩定，但內需動能如工業、投資和消費則尚未出現顯著好轉，由克強指數亦可印證，故我們認為中國之景氣定位仍位於「落底」階段。

二、投資亮點

（一）財政政策－微刺激取代全面振興

中國政府守底線思維明顯，在經濟數據不如預期下，預期下半年將持續推出微刺激政策

在 4 月份月報中我們曾提到，中國政府於“十二五”規劃實施中期評估報告中表達守住經濟成長底線的決心，中國國務院總理李克強也在 6 月訪問英國時發表的演說中再次確認:「中國政府對經濟的運行實行區間調控、定向調控，有信心今年經濟實現增長 7.5%的目標。」因此在中國經濟仍在落底階段之下，自今年 4 月起中國陸續推出多項微刺激政策，顯示雖然中國中央不再依靠大型振興政策，但為了達到年初訂下之目標，中國政府仍間接透過密集釋出小型財政或是貨幣政策達到維持經濟成長的效果，而在 7 月經濟數據表現不佳的前提下，預計未來中國政府也將持續推出更多微刺激政策（近期政策內容更新可見表 1）。

表 1：6 月至 8 月新推出政策整理表

日期	政策	主要內容
6/4	簡政放權	新取消和下放 52 項行政審批事項
6/11	打造長江經濟帶	部署建設綜合立體交通走廊，通過《物流業發展中長期規劃》
7/9	免徵新能源汽車購置稅	自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年底，免徵新能源汽車購置稅
7/15	央企改革試點	確定中糧、國家開發投資公司、中國醫藥、中國建材、中國節能和新興際華六家央企進行改革試點
8/6	促進產業結構調整升級	加快發展生產性服務業，支持企業多渠道融資
8/11	鐵路建設土地綜合開發	支持盤活現有鐵路用地，鼓勵新建鐵路站場土地綜合開發。
8/12	簡政放權	取消和下放 45 項行政審批項目，取消 11 項職業資格許可和認定事項，將 31 項工商登記前置審批改為後置審批
8/19	簡政放權	取消和下放 87 項審批事項
8/21	促進旅遊業發展	加大財政金融扶持，支持旅遊企業在股市和債市融資
9/3	促進海運業發展	深化海運業改革開放，鼓勵民資開展海運業務

資料來源：路透、經濟日報、第一資本整理

（二）貨幣政策－定向降準、定向降息力保寬鬆

國務院今年第二季已經批覆央行 1 兆人民幣抵押補充貸款（PSL）

據中國媒體財新網報導，國務院今年第二季已經批覆央行 1 兆人民幣抵押補充貸款（PSL），用以支持國家開發銀行進行棚戶區改造，將穩增長的短期目標與推進利率市場化的改革相結合。PSL 是央行中期政策利率的新工具，與一般信貸的最大區別在於利率低，因此關於國開行獲得 PSL 貸款消息，市場解讀為另一種

中國人行持續釋出流動性的同時，亦同時悄悄啟動了多層次的「定向降息」

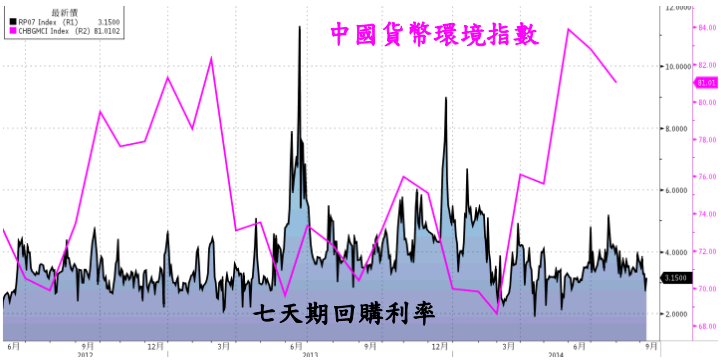
「定向降息」。

8/8 人行再針對部分分行和支行增加人民幣 120 億元再貼現額度，支援擴大三農（農業、農民和農村）和小微企業的信貸投放。「再貼現」是央行向金融機構提供資金的一種方式，商業銀行周轉不靈時，可把未到期票據暫時向央行變現，目前中國銀行再貼現額度已高達人民幣 1,740 億元。

8/27 中國人行發布公告表示，增加支持三農再貸款額度人民幣 200 億元，引導農村金融機構擴大涉農信貸投放，另外貧困地區符合條件的農村金融機構的支農再貸款利率還可在優惠利率基礎上再降 1 個百分點。雖然此波政策釋出的資金不大，但是為中國人行首次明確提出調降貸款利率，搭配先前的 1 兆人民幣低利 PSL，中國人行可以說是悄悄啟動了多層次的「定向降息」。

另外，我們觀察 Bloomberg 編制的中國貨幣環境指數（借貸增長、實際利率和中國實際有效匯率的加權平均指數，指數越高代表貨幣環境越寬鬆）第二季共上升了 6.71 點至 82.81 點，升幅創 2012 年三季度以來最大，且 5 月到 7 月連續 3 個月位於 80 點以上，顯示中國貨幣環境十分寬鬆，亦反映在近期的 7 天期回購利率仍維持在低檔。

圖 7：2012/6-2014/9 中國貨幣環境指數與七天期回購利率走勢



資料來源：Bloomberg

（三）滬港通即將於 10 月實施

港交所行政總裁李小加表示，滬港通的準備工作，港交所要到 10 月才能百分之百完成，如無意外，滬港

滬港通提供內地、香港及其他境外投資人投資陸股更方便的管道，最快於 10/13 正式實施

通最快將於 10/13 正式展開。滬港通包括滬股通和港股通兩部分，滬股通是指投資者委託香港經紀商，買賣規定範圍內的上海證券交易所上市的股票；港股通，是指投資者委託內地證券公司，買賣規定範圍內的香港聯合交易所上市的股票（詳細內容可見表 2）。

表 2：滬股通與港股通整理表

分項	滬股通	港股通
投資額度	3000億元	2500億元
每日交易上限	130億元	105億元
投資產品	上證180指數成份股	恒生綜合大型股指數成份股
	上證380指數成份股	恒生綜合中型股指數成份股
	A+H掛牌的A股	A+H掛牌的H股
可投資股份數目	約560隻	266隻
參與資格	沒有限制	機構投資者／證券帳戶資金不低於50萬元的散戶
結算方式	內地結算、香港結算直連跨境結算，相互成為對方的結算參與人	

資料來源：中金在線

大行預期滬港通將使 A 股邁向國際化

近年來人民幣合格境外機構投資人(RQFII)規模逐步擴大，顯示境外投資人對中國內地股市的投資意願極高，隨著滬港通的展開，未來境外投資人即可透過香港投資 A 股，國際大行包括高盛、瑞銀和德意志銀行皆預期滬港通的啟動可能會讓 MSCI 重新考慮將 A 股納入其指數之中，十分有利中國 A 股的發展。

各大機構對陸股未來一年表現十分樂觀

在中國中央積極推出改革與刺激政策支持下，中國經濟硬著陸的機率越來越小，加上近期人行相對寬鬆的貨幣政策，以及滬港通開展下對內地股市與香港股市的激勵，市場對陸股未來一年的走勢亦十分樂觀，相關預期可見表 3。

表 3：各大機構對陸股未來一年表現預期

日期	機構	預期	上檔空間
9/8	Morgan Stanley	基本目標－	基本目標－
		恒生指數：27,600	10%
		恒生國企：13,100	15%
		牛市目標－	牛市目標－
		恒生指數：33,000	31%
		恒生國企：16,000	40%

（續表 3）

日期	機構	預期	上檔空間
9/5	德意志	MSCI 中國指數：75	10%
8/26	瑞士信貸	恆生指數：26,500	5.2%
		恆生國企：12,200	7.0%
6/25	路透	上證指數：2,450	5.3%
		恆生指數：26,250	5.2%

資料來源：路透、華爾街見聞、第一資本整理

三、投資策略

ETF 推薦標的：
恆生 H 股指數 ETF（2828）
華夏滬深 300 指數 ETF(3188)
基金推薦標的：
華夏中國機會基金

在 ETF 部分，第一資本建議佈局恆生 H 股指數 ETF(2828 HK)和華夏滬深 300 指數 ETF（3188 HK）以參與陸股上漲行情。根據 Bloomberg 提供之各券商平均目標價，平均上檔空間分別可達 12%和 19%。

基金的部分建議佈局華夏中國機會基金，此檔基金主要投資於港股、中國 B 股或是在美上市的中國企業股票；不過 8 月份開始此檔基金投資標的將加入 A 股，部位不超過總部位的 30%。觀察此檔基金操作策略，選股偏向龍頭企業（可見表 6），且適度超配成長型產業如資訊科技產業和非必需品消費產業(詳見圖 7)，報酬較穩定，雖然近期產業佈局與大盤差異不大，但由於未來投資標的加入 A 股，有望同時賺取內地股市漲幅，建議佈局。

表 4：恆生 H 股指數 ETF（2828 HK）前十大持股

股票代碼	公司	持股比例	9/5 股價	目標價	上檔空間
3988 HK	中國銀行	10.58%	3.74	4.24	13%
939 HK	中國建設銀行	10.16%	5.95	6.84	15%
1398 HK	工商銀行	10.03%	5.32	6.06	14%
857 HK	中國石油	8.30%	11.46	11.66	2%
386 HK	中國石化	7.65%	8.18	8.44	3%
2628 HK	中國人壽	6.51%	23.95	26.18	9%
2318 HK	中國平安	5.11%	65.85	83.59	27%
1288 HK	農業銀行	3.28%	3.68	4.14	12%
1088 HK	中國神華能源	3.13%	23.75	25.68	8%
3968 HK	招商銀行	2.78%	15	16.96	13%
				平均	**12%**

資料來源：ETF 月報、Bloomberg、第一資本整理

表 5：華夏滬深 300 指數 ETF（3188 HK）前十大持股

股票代碼	公司	持股比例	9/5 股價	目標價	上檔空間
601318	中國平安	3.78%	43.62	61.56	41%
600036	招商銀行	3.25%	10.8	13.50	25%
600016	民生銀行	3.17%	6.4	6.50	2%
601166	興業銀行	2.19%	10.49	12.36	18%
600000	浦發銀行	1.97%	9.7	11.15	15%
600030	中信証券	1.83%	13.43	14.49	8%
000002	萬科	1.64%	9.62	12.57	31%
600837	海通証券	1.46%	10.29	10.80	5%
600519	貴州茅台	1.33%	164	188	14%
000651	格力電器	1.27%	29.91	40.73	36%
				平均	**19%**

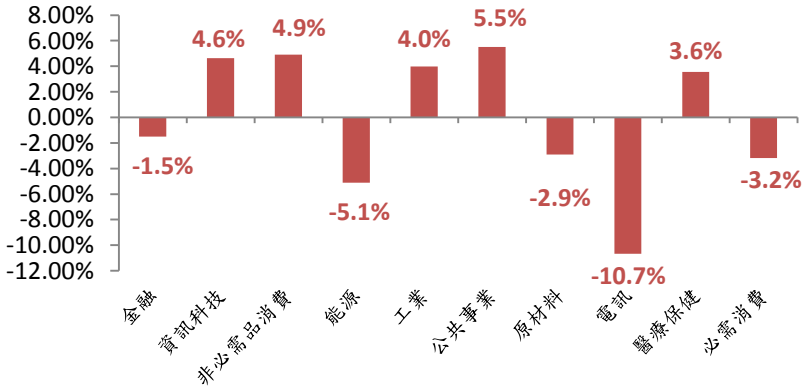
資料來源：ETF 月報、Bloomberg、第一資本整理

表 6：華夏中國機會基金前五大持股

股票代碼	公司	持股比例	9/5 股價	目標價	上檔空間
601318	騰訊	6.93%	126	149	19%
600036	農業銀行	6.23%	3.68	4.14	12%
600016	中國建設銀行	5.80%	5.95	6.84	15%
601166	百度	5.18%	225	258	15%
600000	中國石油	5.17%	11.46	11.66	2%
				平均	**12%**

資料來源：ETF 月報、Bloomberg、第一資本整理

圖 7：相較 MSCI 中國指數之行業分布



資料來源：基金月報

PC 緩步復甦，相關類股持續表態

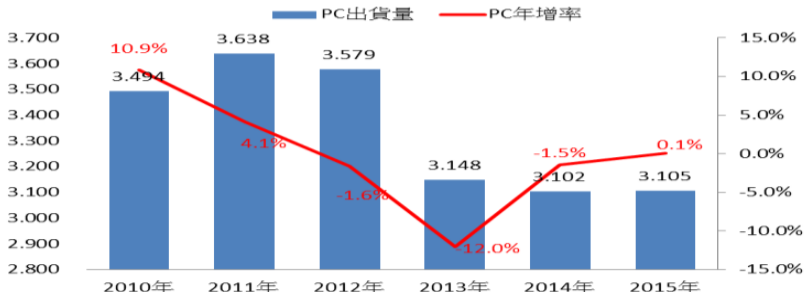
一、PC 有望擺脫衰退陰霾

近年來，隨著智慧型手機與平板電腦的普及下，使得 PC 不再是一般消費者與企業唯一的選擇，導致 PC 過去 2 年呈現衰退的命運，2013 年全球 PC 出貨量更是衰退 12%，表現為歷年最差。

但市調機構 IDC 表示，隨著微軟對於 Windows XP 之 PC 終止支援服務後帶來之換機潮，加上 Chromebooks 在教育應用領域的成長，以及平板電腦對筆記型電腦之競爭降溫，各大機構紛紛上調今年全球 PC 的出貨量。高盛於 8/21 發佈報告指出，2015 年 PC 成長率有望從今年的-1.5%轉為成長 0.1%(見圖 1)。

高盛預估全球 PC 出貨於 2015 年有望轉年轉為正成長

圖 1:全球 PC 出貨走勢



資料來源:IDC、高盛、第一資本整理

而從最新季度 PC 產業相關的公司財報來看，除了多數 PC 公司的財報優於預期外，未來展望也多樂觀看待。甚至，從公司股價來看，英特爾和微軟均上漲至 10 年來新高。因此，在這波 PC 復甦的態勢中，我們有必要進一步再度檢視 PC 產業的現況，及相關受惠的類股。

多數 PC 企業財報優於預期且樂觀看待未來表現

表 1:PC 相關企業最新財報結果

	類別	公佈時間	2013年 Q2 EPS	2014年 Q1 EPS	2014年 Q2 EPS	財報結果	未來展望
英特爾	晶片	7/15	0.40	0.393	0.55	優於預期	看好
NVIDIA	晶片	08/18	0.23	0.29	0.30	優於預期	看好
AMD	晶片	07/17	-0.09	0.02	0.02	差於預期	看淡
SIMO	記憶體	07/28	0.27	0.16	0.41	優於預期	看好
CYPRESS	記憶體	07/17	0.14	0.07	0.16	優於預期	看淡
美光	記憶體	06/23	0.04	0.85	0.79	優於預期	看好
Sandisk	記憶體	07/16	1.21	1.44	1.41	優於預期	看淡
聯想	PC品牌	08/14	0.014	0.015	0.021	優於預期	看好
HP	PC品牌	08/21	0.86	0.88	0.89	符合預期	持平

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

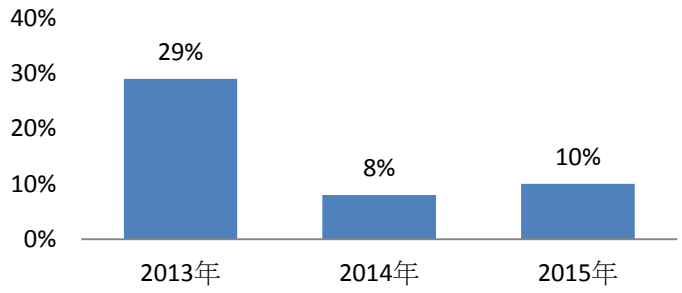
二、投資亮點

（一） 平板電腦成長放緩

過去幾年，PC 電腦成長的放緩一大因素是平板電腦的問世及熱賣；但根據 IDC 預估，隨著平板電腦競爭白熱化且普及率率已明顯提高，預估 2014 年平板電腦的成長率將從 2013 年的 29%大幅下滑到 8%(見圖 2)，而這將有助於 PC 電腦銷售的回升。

IDC 預估，2014 年平板電腦成長將大幅放緩

圖 2:全球平板電腦成長走勢



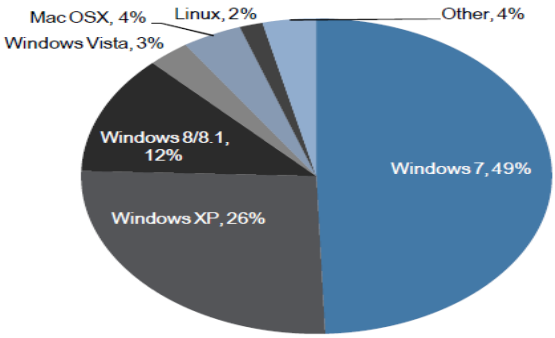
資料來源:IDC、第一資本整理

（二） Windows XP 停止更新將加速汰機潮

全球 PC 作業系統龍頭微軟宣布，自今年 4/8 日起將停再對 Windows XP 作業系統再做支援的更新，預估此措施將引發一波換機潮，因為(1)舊 XP 電腦沒有技術支援後，將缺少新的系統防禦機制，使電腦易暴露在駭客攻擊的危險當中。(2)舊 PC 可以不用 XP，直接使用 Windows7 或 Windows8，但執行速度與效率會變慢，因為 32 位元的 XP 最多只支援 4G 的記憶體及雙核心 CPU，使得舊電腦使用者在考量效率與安全上，勢必得更換新的電腦，同時新電腦也無法安裝過去熟悉的 XP 系統。

根據最新統計，Windows XP 目前在 PC 市場的佔有為 26%(見圖 3)，僅次於 Windows7 的 49%(微軟於 2007 年推出，至今已 7 年)。也就是說，2007 年以前的電腦使用 XP 的機率較高，若以 PC 的平均堪用年限 8-10 年計算，Windows XP 停止更新後將加速電腦汰舊換新。

圖 3:PC 作業系統市佔率



資料來源:Net Application、第一資本整理

（三） 消費信心回升，企業 IT 資本支出增加

隨著全球景氣的復甦，消費者信心指數持續走揚(見圖 4)，如美國消費者信心指數續創 7 年來新高；歐洲消費信心近期地緣因素小幅回落，但仍處在歷史高位，加上 PC 汰換期即將展開，使得市調機構 IDC 8 月全球黑皮書樂觀預估，2014 年的 IT 資本支出將成長 4.5%，為 2010 年金融海嘯後最大幅度的增長，除了智慧型手機的成長外，包括資料分析、資料管理、企業社交網路的快速擴展也帶動全球 IT 支出成長。

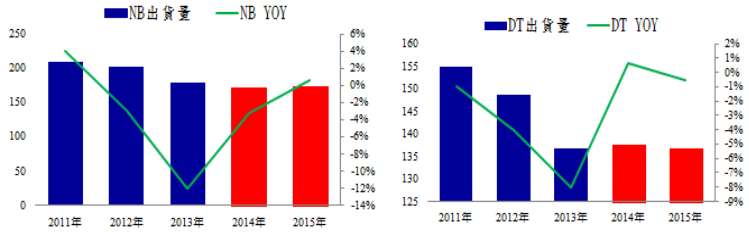
圖 4:主要市場消費者信心指數

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

根據市調機構 Gartner 7/9 日發佈最新報告指出，全球第二季 PC 出貨量微幅成長 0.1%至 7,576 萬台，已擺脫過去連 8 季衰退的困境。展望 2014 年，無論是筆記型電腦或桌上型電腦，2014 年的出貨狀況都較 2013 年大幅改善，其中 NB 電腦出貨年增率於 2015 年有望由負轉正(見圖 5)，全球 PC 出貨動能已逐步展開。

2014 年全球桌上電腦與 NB 出貨較去年大幅改善

圖 5:全球 NB、DT 電腦出貨走勢



資料來源:IDC、高盛、第一資本整理

三、投資策略

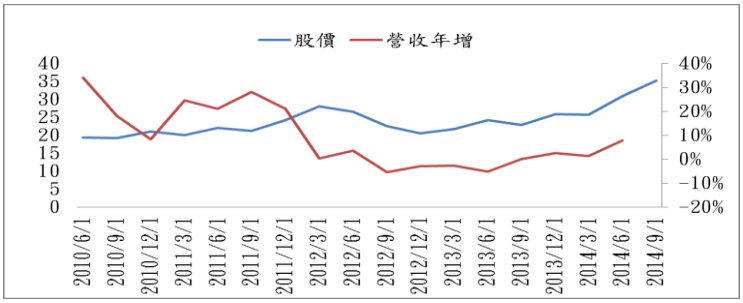
(一) PC 晶片龍頭-英特爾

整體 PC 產業的復甦，其實可以從英特爾今年第二季財報中一窺端倪，Q2 營收增 8%至 138 億美元、EPS 年增 40%至 0.55 美元，分別超越市場預期，甚至第三季財測也高於市場預估，進而調高 2014 年度營收成長率目標至 5%，這是其 5 年來首見調升營收與獲利。

英特爾也表示，伴隨全球經濟逐步復甦、Windows XP 停止支援帶動 PC 換機潮以及新款 Bay Trail 系統單晶片獲得廠商青睞等因素，帶動營收大幅成長。由於英特爾的營收有 6 成來自 PC 部門，且其 CPU 在桌上電腦或筆記型電腦的市佔率高達 70%以上,使得在 PC 回溫下，英特爾的營收也明顯逐步升溫(見圖 6)。

英特爾營收動能逐漸升溫

圖 6:英特爾股價與營收走勢

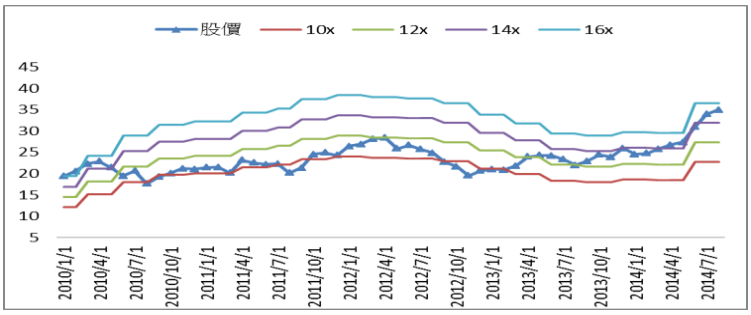


資料來源:Bloomberg、第一資本整理

觀察英特爾過去 3 年表現(見圖 7),股價約落在 10x~16x 的 P/E 區間，考量近期股價已大幅上漲且 9/8 英特爾股價 35.3 美元已逼近 16X P/E，而明年營收成長動能較今年放緩，第一資本建議投資人目前暫時觀望，靜待股價回落至 32 美元左右再逢低佈局(14X P/E)。

英特爾股價已逼近 16x P/E，
靜待回落再逢低佈局

圖 7:英特爾股價歷史本益比區間



資料來源:高盛、第一資本整理

表 2:英特爾財務預估表

單位:億美元	2012	2013	2014E	2015E
營收	533	527	555	571
營業毛利	337	315	350	339
營業利益	155	128	156	147
淨利	110	96	109	104
EPS	2.13	1.89	2.17	2.12
利潤率				
毛利率	63.2%	59.8%	63.2%	60.4%
營業利益率	29.1%	24.3%	28.2%	26.2%
淨利率	20.6%	18.3%	19.8%	18.7%
年增率				
營收YOY	-1.6%	-1.2%	5.3%	2.8%
營業利益YOY	-15.7%	-6.5%	11.1%	-3.1%
淨利YOY	-14.7%	-12.7%	13.3%	-4.6%
EPS YOY	-10.8%	-11.3%	14.8%	-2.3%

資料來源:Bloomberg、高盛、第一資本整理

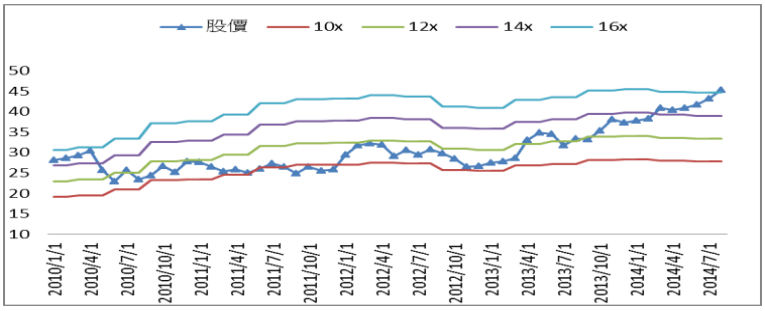
(二) PC 作業系統龍頭-微軟

微軟為全球 PC 作業系統的龍頭，其 Windows 作業系統在整體 PC 市佔率更是高達 9 成。在這波 PC 回溫的一大因素就是微軟公司本身不再對 Windows XP 做技術支援，使得在電腦作業系統上具有絕對主導優勢的微軟，預期可望藉由此一措施提升公司未來獲利。

觀察微軟過去 3 年的股價亦落在 10x~16X P/E 區間，由於微軟股價近期也已大漲，且超過區間上緣的 16X P/E，第一資本建議靜待股價回落後 39 美元(14X P/E)再逢低佈局。

微軟股價已逼近16x P/E，
靜待回落再逢低佈局

圖:7 微軟股價歷史本益比區間



資料來源: Bloomberg、高盛、第一資本整理

表 3:微軟財務預估表

單位:億美元	2012	2013	2014E	2015E
營收	737	778	868	968
營業毛利	562	576	599	620
營業利益	279	267	277	270
淨利	231	218	220	212
EPS	2.74	2.59	2.63	2.56
利潤率				
毛利率	76.2%	74.0%	69.0%	64.1%
營業利益率	37.9%	34.4%	32.0%	27.9%
淨利率	31.4%	28.1%	25.4%	21.9%
年增率				
營收YOY	5.4%	5.6%	11.6%	11.5%
營業利益YOY	3.0%	-4.3%	3.7%	-2.5%
淨利YOY	0.0%	-5.6%	0.9%	-3.6%
EPS YOY	1.9%	-5.5%	1.5%	-2.7%

資料來源: Bloomberg、高盛、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	
iShare那斯達克生技指數 ETF	2014/04/3	14.82%	7.15%	8.65%	31.01%	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
iShares費城交易所半導體 ETF	2014/7/7	0.44%	6.78%	4.34%	31.88%	北美半導體BB值維持擴張訊號
PowerShares納斯達克100指數 ETF	2014/6/30	5.69%	4.58%	6.82%	26.90%	下半年穿戴式裝置與物聯網商機增溫
PowerShares美元指數 ETF	2014/9/8	-0.18%	3.18%	4.29%	0.86%	歐日陸續祭出寬鬆政策，有利美元走強
恆生H股 ETF	2014/05/19	17.14%	5.43%	10.95%	8.68%	預期中國經濟狀況持穩且資金流動性充裕，建議布局以捕捉大盤反彈行情
滬深300 ETF	2014/06/3	16.27%	5.54%	16.70%	3.11%	預期中國經濟狀況持穩且資金流動性充裕，建議布局以捕捉大盤反彈行情
菲律賓 ETF	2014/2/7	23.30%	2.80%	4.70%	15.50%	菲律賓信評相繼獲得調升，加上出口改善影響，菲律賓後勢看好
能源類股 ETF	2014/6/24	-4.10%	-1.50%	-1.70%	13.50%	伊拉克政治風險、夏季用油高峰，支撐油價走高
日股 ETF	2014/7/1	-2.70%	-0.50%	0.28%	1.30%	消費稅問題逐漸淡化，日本數據持續改善，日股重拾成長動能
YAHOO	2014/9/8	-2.47%	13.57%	12.31%	38.33%	阿里巴巴本月掛牌可望推升YAHOO持股效益
蘋果	2014/6/2	9.11%	3.43%	3.97%	38.67%	9月份新品推出可望帶動換機潮
中國鐵建	2014/7/29	-0.66%	-0.79%	10.26%	-9.72%	今年已第三度調高鐵路投資，利好鐵路建設產業，建議佈局中國主要鐵路建設廠商之一中國鐵建
東風集團	2014/8/8	6.52%	6.52%	9.67%	25.09%	近期中央及地方皆有推出新能源汽車補助政策，利好積極發展新能源汽車廠商
米塔爾鋼鐵	2014/9/2	2.50%	5.80%	-4.00%	4.00%	受惠於美國鋼市的復甦，並預期米塔爾鋼鐵有望落後補漲

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	2014/9/5	0.18%	3.53%	9.65%	16.79%	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
FOREICC LX /印尼基金	2014/2/7	23.40%	1.30%	7.60%	18.70%	印尼政局趨穩，改革派當選新任總統，加上經濟數據好轉，後勢持續看好
INVANDA ID /東協基金	2014/2/7	19.30%	2.40%	4.45%	12.20%	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/泰國基金	2014/2/7	24.50%	3.00%	11.40%	12.20%	預期泰最糟糕的情況已過，短期或有波動，但長線看好
GLJAAUS ID/日本基金	2014/7/31	0.91%	4.50%	4.50%	11.00%	消費稅問題逐漸淡化，日本數據持續改善，日股重拾成長動能