重點摘錄

- 歐洲景氣持續擴張，為 IMF 在成熟市場中唯一 GDP 獲得上調的地區。歐元區製造業 PMI 已連續 9 個月擴張。英、德領頭，持續穩定成長；南歐地區今年 GDP 成長率將由負轉正，步入成長的階段；過去歐洲週邊國家經常帳赤字的情況已大幅改善，出口帶動經濟成長。我們建議佈局投資地區較多在南歐的 EZU US EQUITY 及較多比重在相對穩定成長的德國以及南歐地區中表現最優異的西班牙的 GAM 歐洲股票基金。
- 中國各項經濟數據出現放緩跡象，同時公司債市場預期將在第二季面臨企業償債高峰和公司信用評等密集調整高峰，預期產能過剩產業公司信貸違約風險將升高。為了刺激景氣同時控制信貸過度擴張問題，預計中國中央未來將推出小批量、多批次、針對性的穩增長政策。由於自 3 月中至今已密集推出 3 項鐵路相關刺激政策，因此我們看好鐵路建設相關產業未來發展，推薦標的為中國南車（1766 HK）和南車時代電氣（3898 HK）。
- 近期隨著歐美經濟數據不如預期影響，加上新興市場體質逐漸改善下，資金有回流到新興市場的跡象。截至 4/3 日，新興市場單周流入 20 億美元，終結過去 20 淨流出的困境。展望未來，新興國家體質強弱將成為未來資金走向的關鍵因素，我們看好「先機全球新興市場基金」佈局較集中於成長性高的國家，如印尼、墨西哥、泰國，建議投資人逢低買進。

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. 成歐洲景氣持續擴張，西歐帶頭、南歐接力，攜手向上……P2
2. 中國可望持續推出穩增長政策，建議布局政策支持的基建類股….P10
3. 新興市場雨過天晴，未來逢低布局……P20
4. 本月推薦投資組合……P25

歐洲景氣持續擴張，西歐帶頭、南歐接力，攜手向上

一、歐洲景氣回顧

經濟數據顯示歐元區今年的 GDP 成長率有望上看 1.2%，明年為 1.5%

國際貨幣基金會(IMF)在4/8號發佈最新的世界經濟展望報告中，歐洲是成熟市場中唯一GDP獲得上調，且預期可持續成長的地區(詳見圖1)。IMF認為歐元區整體將持續正增長，且今年GDP成長率將從-0.5%上升至1.2%，但歐洲央行應採取寬鬆的貨幣政策對抗通縮。

圖1：IMF預測成熟市場各國的經濟成長率

	Year over Year				
		Projections		Difference from January 2014 WEO Update	
	2013	2014	2015	2014	2015
World Output[1]	**3.0**	**3.6**	**3.9**	**-0.1**	**-0.1**
Advanced Economies	**1.3**	**2.2**	**2.3**	**0.0**	**0.0**
United States	1.9	2.8	3.0	0.0	0.0
Euro Area[2]	-0.5	1.2	1.5	0.1	0.1
Germany	0.5	1.7	1.6	0.2	0.1
France	0.3	1.0	1.5	0.1	0.0
Italy	-1.9	0.6	1.1	0.0	0.0
Spain	-1.2	0.9	1.0	0.3	0.2
Japan	1.5	1.4	1.0	-0.3	0.0
United Kingdom	1.8	2.9	2.5	0.4	0.3
Canada	2.0	2.3	2.4	0.1	0.0
Other Advanced Economies[3]	2.3	3.0	3.2	0.1	0.0

資料來源:IMF

歐元區製造業連 9 個月擴張，其中法、義、西皆創歷史新高

而歐元區 3 月的製造業 PMI 雖較上月小幅回落，但已連續 9 個月擴張，維持在景氣榮枯線 50 之上，市場環境改善及新增商業活動支撐了歐元區經濟持續擴張。PMI 編製單位 Markit 表示，推估歐元區 Q1 的 GDP 有望實現 0.5%的增長，現在歐元區的經濟狀況是自 2011 年上半年以來最好的。除德國 PMI 數據一馬當先之外，西班牙的表現也創 6 年之最，意大利表現則創 3 年新高，法國表現雖較為落後，也創下了近兩年半的新高(詳見下頁表 1)。

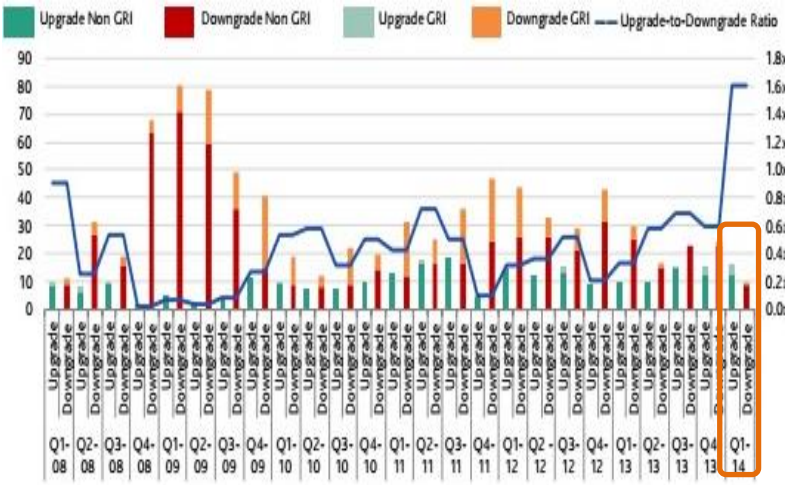
另外在穆迪(Moody’s)4/8 發佈的研究報告中指出，今年 Q1 穆迪將歐洲企業評級上調的企業數，自 2008 年 Q1 以來，首次超過評級被下調的企業(見下頁圖 2)。顯示自金融危機和歐債危機以來，歐洲經濟出現了一個較大的轉折點。穆迪進一步表示，雖然一些產業的競爭非常“激烈”，且與烏克蘭相關的區域動盪風險依然存在，但是預計未來一年中歐洲大部分領域的發展前景是積極的，且穆迪對歐洲企業發展前景表達樂觀看法(見圖 3)。

表 1：各國製造業 PMI

國家	3 月製造業 PMI	表現
歐元區	53	連 9 個月擴張
英國	55.3	連 12 個月擴張
德國	53.7	連 10 個月擴張
法國	52.1	33 個月新高
義大利	52.4	2 個月新高
西班牙	52.8	47 個月新高

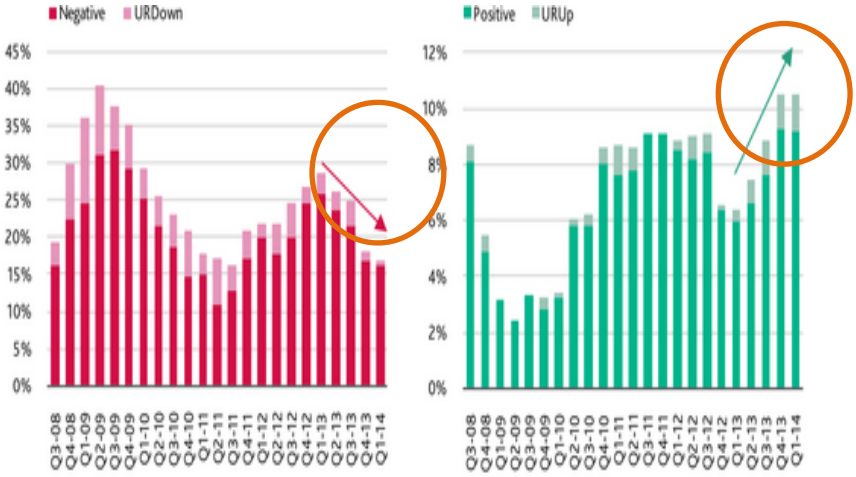
資料來源:Markit, 第一資本整理

圖 2：穆迪下調(暖色系)及上調(冷色系)歐洲企業評級的數量走勢圖



資料來源:Moody’ s

圖 3：穆迪對歐洲企業悲觀(紅色)及樂觀(綠色)的程度



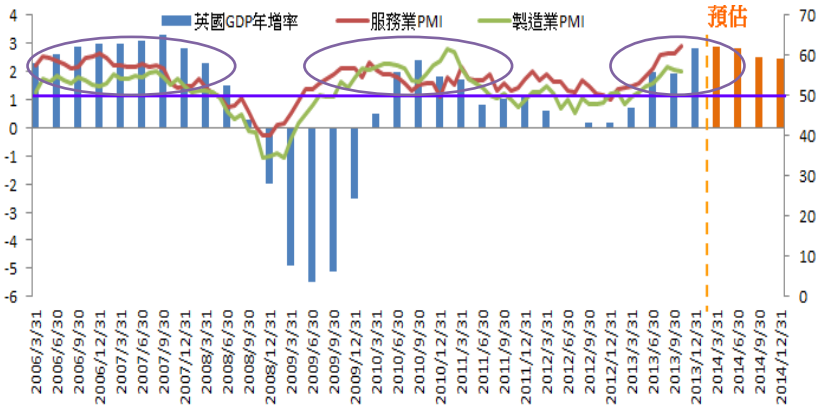
資料來源:Moody’ s

二、投資亮點

英、德穩定成長，南歐成長加速，基本面高點在明年 Q1，仍具有投資空間

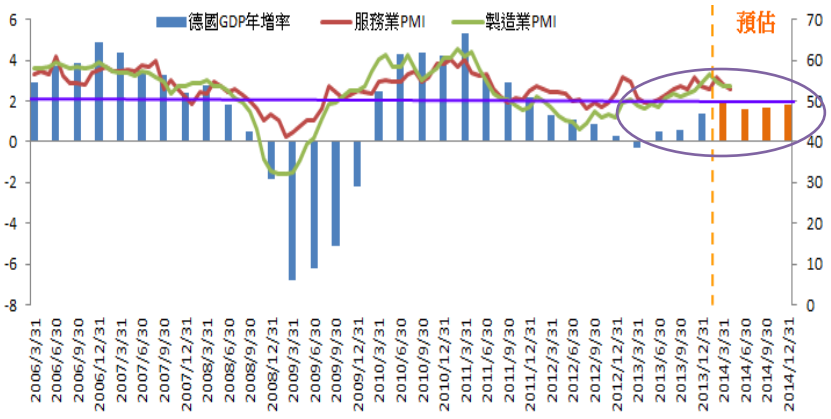
英、德由於成長的腳步較快，已從景氣循環的成長階段來到高峰。英國過去 GDP 成長率登頂，大約為期 1 年半左右；同時較為領先的 PMI(每月公佈)也大約會維持 1 年半的期間在景氣榮枯線 50 之上。因此我們預估英國在今年 Q1 後成長力道可能會趨緩(見圖 4)。而從彭博綜合各券商對德國各季 GDP 成長率的預估值也可看出，德國目前已處於景氣高峰的階段(見圖 5)。

圖 4：英國 GDP 成長率與製造業及服務業 PMI 走勢圖
(2006/03/31~2014/01/31)



資料來源:第一資本整理

圖 5：德國 GDP 成長率與製造業及服務業 PMI 走勢圖
(2006/03/31~2014/01/31)

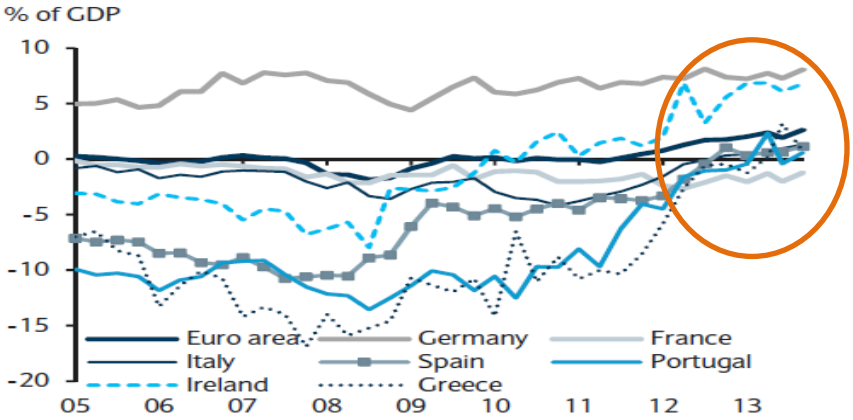


資料來源:第一資本整理

但其他如南歐地區(義大利、西班牙、葡萄牙、希臘)，則剛從好轉轉為成長，為加速成長的階段。過去歐洲週邊國家經常帳赤字的情況已大幅改善，經常帳佔 GDP 的比例逐漸增

加，出口帶動經濟成長。我們再進一步拆解西班牙及義大利的 GDP 組成，可以看到在表 2 及表 3 中，自 2011 年起西班牙的淨出口占比逐漸增加，顯示出口已成為拉動經濟成長的主要動力之一;義大利的 GDP 表現亦然。西班牙近期其他的經濟數據也紛紛向好，3 月失業人口數減少 1.66 萬人，為連續第二個月下降，並創下 2006 年以來同期最大月度降幅;信評被提高一個級距至 Baa2，展望為“正面”;歐盟及西班牙政府皆上調西班牙今年的 GDP 成長率至 1%及 1.2%，高於原先預期的 0.5%及 0.7%，前景看好。

圖 6：各國的經常帳佔 GDP 的比例



資料來源:Barclays

表 2：西班牙 GDP 組成占比(2010/01/01~2013/12/31)

	C	I	G	(X-M)
2011 Q1	58.7%	21.8%	21.3%	-1.9%
2011 Q2	58.7%	21.1%	21.4%	-1.1%
2011 Q3	58.3%	21.3%	20.9%	-1.0%
2011 Q4	57.8%	20.6%	21.0%	-0.2%
2012 Q1	58.9%	20.2%	20.2%	-0.6%
2012 Q2	58.2%	19.3%	20.3%	0.4%
2012 Q3	58.0%	19.3%	19.8%	0.9%
2012 Q4	57.5%	18.7%	18.9%	2.2%
2013 Q1	57.7%	18.1%	19.9%	2.2%
2013 Q2	57.4%	17.5%	19.6%	2.8%
2013 Q3	57.8%	17.6%	19.9%	2.0%
2013 Q4	58.1%	17.9%	18.9%	2.4%

資料來源:第一資本整理

表 3：義大利 GDP 組成占比(2010/01/01~2013/12/31)

	C	I	G	(X-M)
2011 Q1	61.0%	19.5%	21.0%	-2.5%
2011 Q2	61.4%	19.4%	21.0%	-1.9%
2011 Q3	61.4%	19.2%	20.8%	-1.0%
2011 Q4	61.4%	18.8%	20.9%	-0.2%
2012 Q1	60.7%	18.3%	20.6%	0.2%
2012 Q2	60.8%	18.0%	20.5%	0.8%
2012 Q3	60.2%	17.8%	20.3%	1.4%
2012 Q4	60.0%	17.7%	20.1%	1.9%
2013 Q1	59.8%	17.2%	20.5%	1.9%
2013 Q2	59.5%	17.2%	20.3%	2.6%
2013 Q3	59.6%	17.1%	20.1%	2.5%
2013 Q4	59.6%	17.2%	20.1%	2.9%

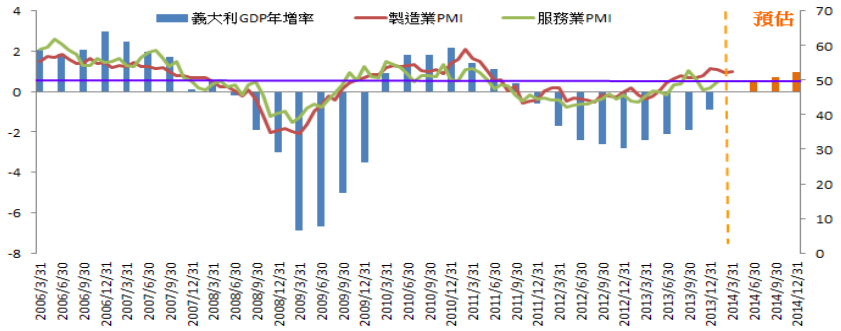
資料來源:第一資本整理

西、義今年 Q1 GDP 將由負轉正，希臘已重返國際資本市場，葡萄牙的領先指標連 12 個月上行，南歐地區前景看好

雖西班牙及義大利的經濟狀況自 2011 年起就開始改善，但過去的 GDP 成長始終為負成長，領先指標的 PMI 也大都在景氣榮枯線 50 之下。自今年起兩國的 GDP 成長率將由負轉正，因此今年為兩國加速成長的階段(見圖 7、圖 8)。另外同處於南歐地區的希臘在 4/10 將發行五年期的公債，為接受國際紓困以來首度發行長期公債，成功重返國際資本市場。希臘 10 年期公債收益率在 4/9 跌穿 6%，為 4 年來首見，已回到過去風暴前的水準，顯示投資者對即將發行的公債興致高昂。希臘央行預估今年的 GDP 成長率為 0.5%，去年為-3.7%，預計在下半年將由負轉正。表現較為落後的法國，近期也呈現較明顯的改善，製造業 PMI 連 3 個月上升，與服務業 PMI 皆連 2 個月維持在景氣榮枯線 50 之上;3 月消費者信心指數較上月上升、零售業 PMI 也站上 50，顯示消費者對國內信心也有所回升。

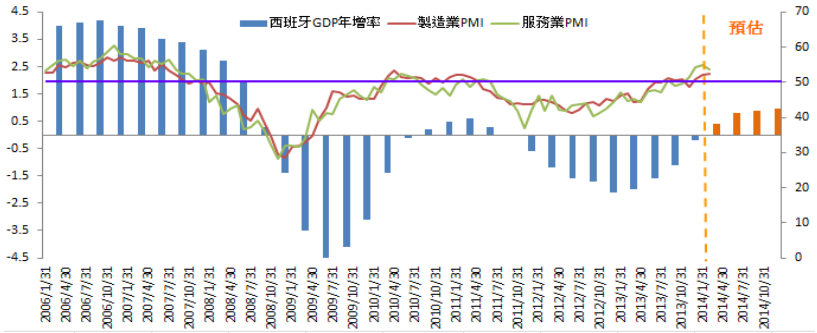
另外，據 OECD 最新公布的數據顯示，葡萄牙 2 月份的領先指標升至 102.94 點，高於長期平均值 100 點，且連續 12 個月以上呈上行態勢，顯示經濟持續擴張，OEDC 預估未來數月內增長趨勢不變。每月公布的工業生產年比、零售銷售年比、消費者信心指數也仍維持向上走勢(見圖 9)。反映在股市上，西、義、葡、希、法過去一個月的股市漲幅明顯優於英、德。

圖 7：義大利 GDP 及 PMI(2006/03/31~2014/01/31)



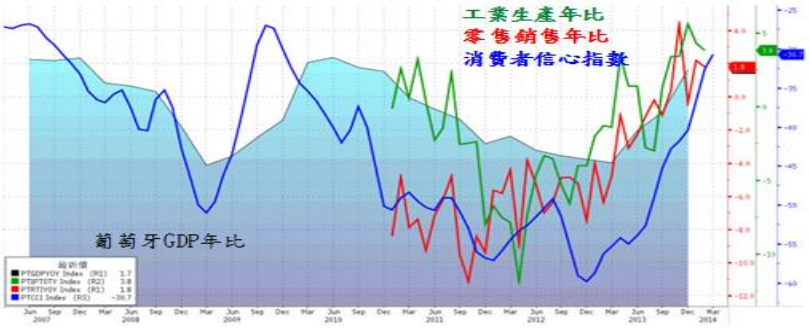
資料來源:第一資本整理

圖 8：西班牙 GDP 及 PMI(2006/03/31~2014/01/31)



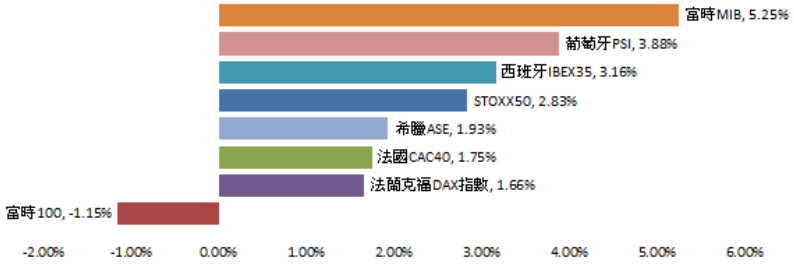
資料來源:第一資本整理

圖 9：葡萄牙 GDP 與相關數據(2007/03/31~2014/03/31)



資料來源:Bloomberg

圖 10：過去一個月歐洲主要股市的漲幅



資料來源:Bloomberg

三、投資策略

建議佈局 EZU US EQUITY 和 GAM 歐洲股票基金，賺取南歐成長腳步加快的資本利得

在英、德經濟復甦的腳步較快，目前已來到景氣成長高峰階段，未來表現穩定;而法國及南歐地區復甦的腳步較慢，現為景氣成長的階段，動能較為強勁，預估基本面高點為明年 Q1，今年仍將維持上行。

推薦產品在共同基金的部分，建議可佈局在歐洲基金中投資在英國相對較少，較多比重在相對穩定成長的德國以及南歐地區中表現最優異的西班牙的 GAM 歐洲股票基金。另外因基金經理人大都挑選在該產業具有龍頭地位的全球化公司，我們預計歐洲出口恢復，拉動經濟成長的同時，表示這些公司企業競爭力提升，帶動公司盈餘增長，未來一年的漲幅空間還有 9%。

表 4:GAM 歐洲股票基金前十大持股公司盈餘地區分佈

公司名稱	營收分佈
費森尤斯集團	歐洲(40.4%)、北美(42.2%)、亞洲(9.8%)、拉丁美洲(5.8%)、非洲(1.7%)
大陸集團	歐洲(55%)、北美(21%)、亞洲(18.3%)、其他(5.2%)
Wirecard	德國(48.4%)、歐洲其他區域(45.2%)、其他(6.4%)
西班牙天然氣公司	西班牙(56.3%) 、拉丁美洲(31.5%) 、歐洲其他區域(7.1%)、其他(5.1%)
英博啤酒集團	拉丁美洲(32.7%)、北美(37.1%)、亞洲(7.8%) 、歐洲(16%)、墨西哥(6.4%)
瑞安航空	歐洲(65.2%)、英國(25.1%)、愛爾蘭(9.6%)
Adecco (藝珂)	歐洲(57.1%) 、北美(19.1%)、日本(5.7%) 、新興市場(9.6%) 、其他(8.5%)
Swatch	歐洲(34%)、北美(8.4%)、亞洲(56%)、其他(1.7%)
法國興業銀行	歐洲(38.7%)、法國(42.6%)、北美(6.8%)、亞洲(4.3%) 、其他(7.6%)

資料來源: Bloomberg

ETF 的部分，建議可佈局投資地區為歐元區，且比重較多在法國(32.04%)、義大利(7.84%)、西班牙(11.23%)的 ETF－EZU US EQUITY，可享受到南歐復甦腳步加速的獲利。預估短期的上檔空間還有 3%，未來一年的漲幅空間仍有 6.5%，建議買進。

圖 11：EZU US EQUITY 投資地區分佈

主要地區分配	
法國	32.04%
德國	29.36%
西班牙	11.23%
荷蘭	8.98%
義大利	7.84%
比利時	3.84%
芬蘭	2.84%
盧森堡	1.02%
愛爾蘭	1.01%
奧地利	.89%

資料來源:Bloomberg

中國可望持續推出穩增長政策，建議布局政策支持的基建類股

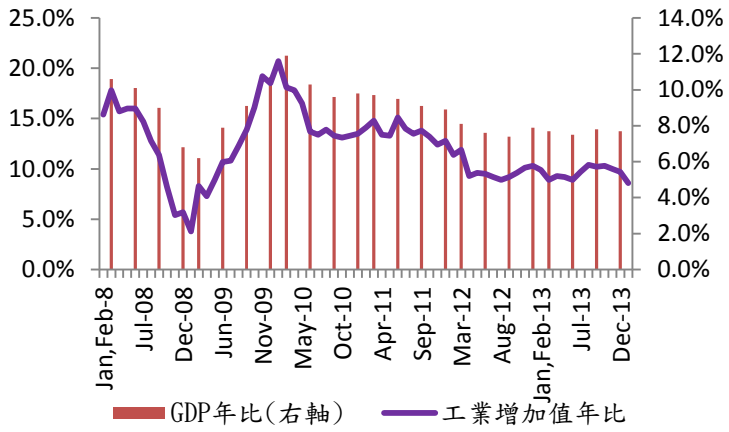
一、中國景氣概述

（一）各項經濟數據出現放緩跡象

三駕馬車成長動力明顯放緩

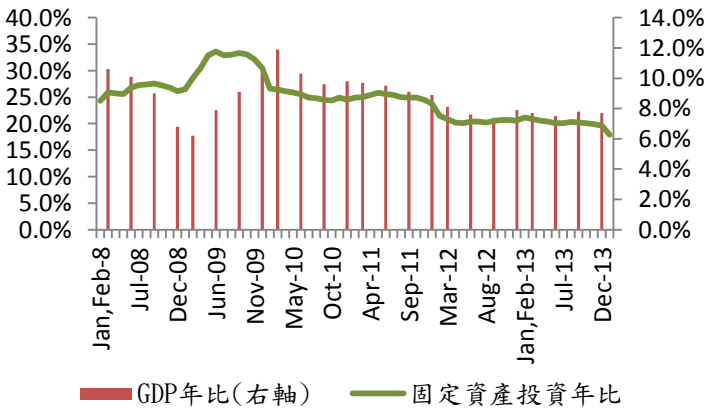
投資、消費和出口三項驅動中國經濟的動力皆出現明顯放緩，1-2 月工業增加值年比為 8.6%，創下 2009 年 4 月以來新低；固定資產投資年比也創下 2002 年 12 月以來新低 17.9%；社會消費品零售年比亦降至 8 年來新低水準 11.8%；而最新公布之 3 月份出口年比則是-6.6%，雖較前期的-18%有所改善，但改善程度大幅低於預期，持續呈現下行態勢（詳見圖 1 到圖 4）。

圖 1： 工業增加值年比與中國 GDP 成長率走勢圖



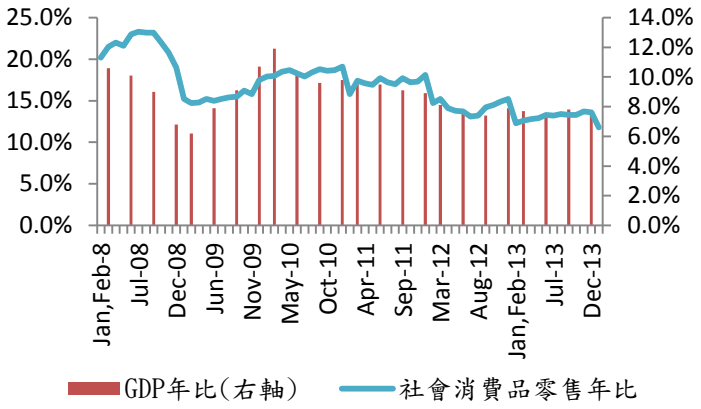
資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

圖 2： 固定資產投資年比與中國 GDP 成長率走勢圖



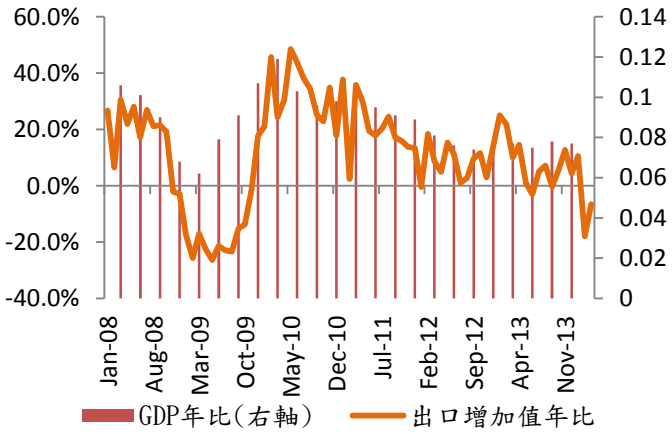
資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

圖 3：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 4：出口年比與中國 GDP 成長率走勢圖



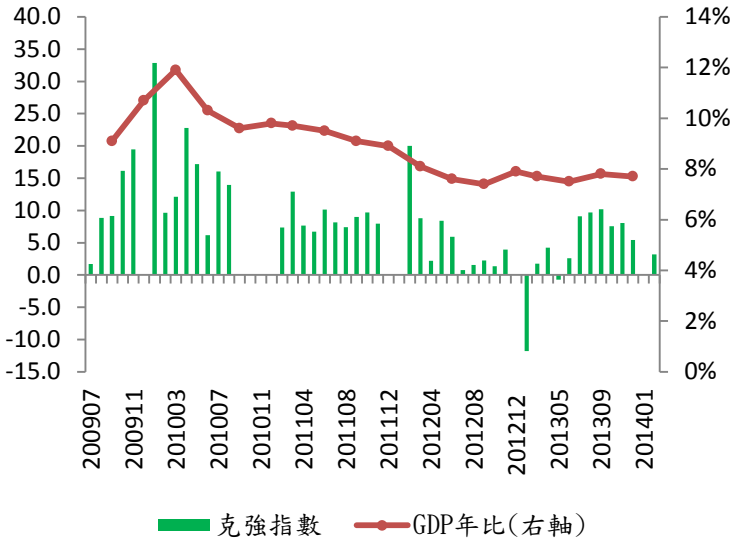
資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

克強指數與匯豐 PMI 皆來到近期低點，官方 PMI 則小幅回升

1-2 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，尤其是工業發電量年比來到 11 個月以來的新低，鐵路貨運量年比更是自去年 6 月以來首度轉為負成長，導致克強指數也因此降至半年以來的低點（詳見圖 5）。

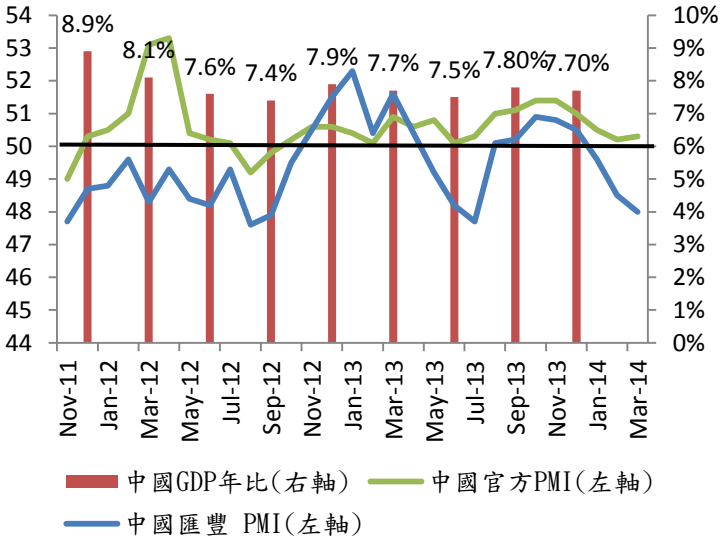
觀察領先指標中國官方和匯豐製造業 PMI 則呈現相反走勢，中國官方製造業 PMI 較前期小幅回升至 50.3，匯豐製造業 PMI 則持續下探至 8 個月以來新低水準（詳見圖 6）。未來我們也將持續關注 3 月份的克強指數，以判定中國經濟實際現況。

圖 5：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

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

（二）中國債券市場現況－產能過剩產業公司債信用風險高

近期中國信用事件頻傳，3 月份即出現 7 起公司無法償還債務的事件，其中超日太陽能公司所發行之 11 超日債因無法按期全額支付，成為中國首例境內公司債違約，使得市場開始注意中國公司債的信用風險問題。

今年第二季中國公司債市場將迎接兩大高峰－企業償債高峰和公司信用評等密集調整高峰。據券商統計，

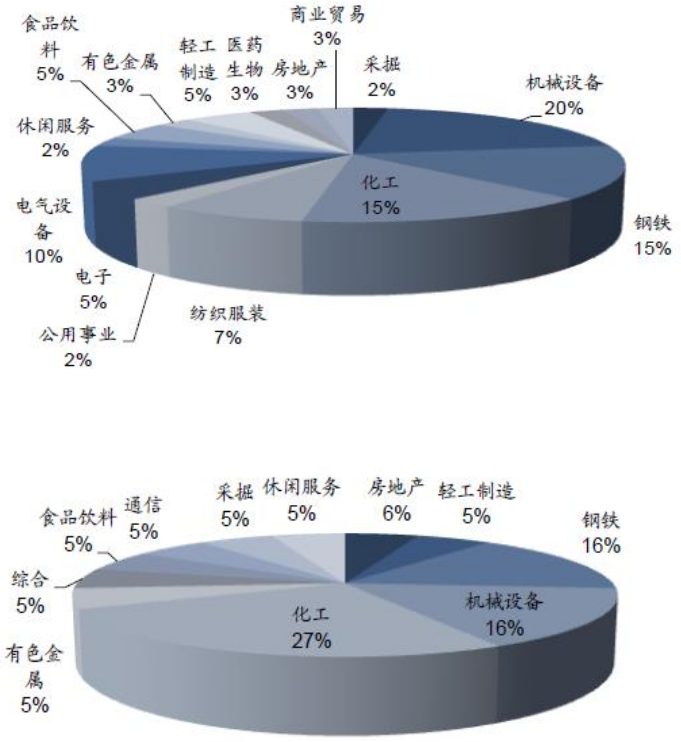
今年第二季為中國企業償債高峰與信評調整密集期，系統風險高

2014 年全年共有 1706 檔企業債(含銀行間市場和交易所市場)將產生派息或兌付現金流，現金流合計 2770.72 億元，其中派息現金流 1796.39 億元，佔比 64.83%，兌付現金流 974.34 億元，佔比 35.17%。而高峰將落在第二季，自 2 月開始，企業債派息與兌付現金流將連續 4 個月維持在 200 億規模以上。

擁有產能過剩問題的產業可能成為信評下調的重災區

由於中國經濟面臨較大下行壓力，伴隨著上市公司年報披露完畢，去年第二季的評級下調潮極有可能重演。根據國泰君安的統計，2013 年評等被下調的公司債主要集中於化工、鋼鐵、機械設備三大行業，三者占被下調公司債總量的 50%。國泰君安再進一步透過營收增速、淨利潤增速、負債率和負債率增速等條件篩選出 2014 年評級可能被下調的公司債，仍主要集中於化工、鋼鐵、機械設備三大行業，但占可能被下調公司債總量較 2013 年上升至 59%，顯示在經濟增速下行以及降槓桿、去產能的背景下，鋼鐵、化工和機械設備等產能過剩行業信貸風險持續擴大。

圖 7：2013(上)、2014 年信評遭下調公司債行業分布



資料來源：國泰君安

針對近期中國的公司債信用事件，國務院總理李克強和央行副行長皆釋出允許部分債務違約訊號，顯示未來中國債務再次出現違約機率大，因此建議避開產能過剩產業如鋼鐵、化工等產能過剩產業相關公司債，我們也將持續關注償債高峰和信評調整高峰下中國公司債的發展。

二、投資亮點

自 3 月中至今已密集推出 3 項鐵路相關刺激政策，看好鐵路建設相關產業未來發展

中國國務院於“十二五”規劃實施中期評估報告指出，中國未來經濟增長的確面臨一定下行壓力，將根據形勢變化加大政策微調力度，顯示中國政府守住經濟成長底線的決心。不過，國務院總理李克強也在博鰲論壇上強調，不會為經濟一時波動而採取短期的強刺激政策。因次預計未來短期穩增長政策將呈小批量、多批次、針對性的特點。因此掌握中央政策可能支持的產業，即為未來的投資亮點。其中，我們最看好鐵路建設相關產業，由中國中央自 3 月中至今已密集推出 3 項鐵路產業相關政策可以看出中國中央對鐵路投資十分看重，詳細政策內容如下：

（一）3/20 批准五條鐵路建設項目

發改委於 3/20 一次批准五條鐵路建設項目，總投資額高達人民幣 1,424 億元（詳見下表），這也是國家發改委，罕見地在第 1 季就批准人民幣上千億元的鐵路投資案。

圖 8：3/20 批准鐵路建設項目整理表

發改委批准鐵路建設

路線	長度（公里）	總經費（人民幣／元）
紅柳河–淖毛湖	438.0	108.68
哈爾濱–牡丹江	290.0	365.20
哈爾濱–佳木斯	343.0	347.14
青島–連雲港	194.4	237.70
杭州–黃山	265.0	365.50

資料來源：經濟日報

（二）4/2 三項微刺激政策之一：加快鐵路建設

李克強於 4/2 舉行的國務院常務會議提出三項微刺激政策，其中一項為加快鐵路建設。會議中決定今年中國全國鐵路預計投產新線 6,600 公里以上，比去年增加 1,000 多公里，其中近 80%將投向中西部地區；會議中也確定了籌措和落實建設資金的政策措施，其中包括設立鐵路發展基金，使基金總規模達到每年 2,000～3,000 億元，用以吸引社會資本投入。

（三）4/9 中國鐵路總公司調增今年鐵路建設目標

中國鐵路總公司在綜合考慮經濟社會發展需求、鐵路運輸需要、鐵路建設資金保障能力等條件的基礎上，調增了今年鐵路建設的目標。調升內容如下：

1. 新開工項目由 44 項增加至 48 項
2. 全國鐵路固定資產投資由 7,000 億人民幣增至 7,200 億元人民幣
3. 投產新線里程由 4/2 決議之 6,600 公里再增至 7,000 公里以上
4. 33 個開展前期工作項目，必保 10 個項目在年內完成可行性研究審核

三、投資策略

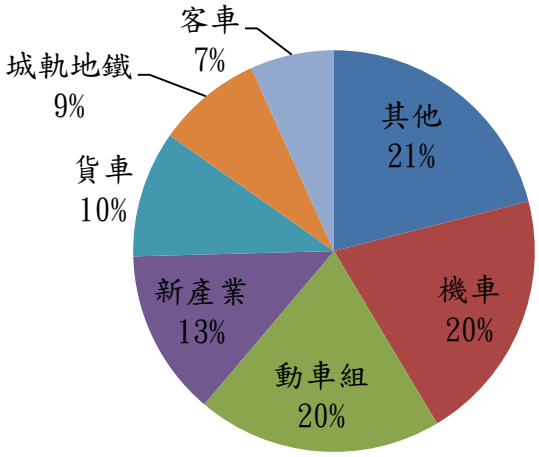
在鐵路建設產業相關個股部分，除了在 12 月份投資月報中和大家介紹的鐵路基礎建設公司中國中鐵（390 HK）和中國鐵建（1886 HK）以外，本期再與大家推薦鐵路和軌道交通車輛製造商－中國南車（1766 HK）和鐵路電氣設備提供商－南車時代電氣（3898 HK）。

（一）中國南車（1766 HK）

中國南車為中國兩大鐵路機車供應商之一

中國南車是中國兩家最大的鐵路機車供應商之一，另一家即為中國北車，兩家公司合計市占率高達 90%以上。其中，其動車組業務在全年共計 5.6 億公里的動車組運營里程中，中國南車動車組運營里程佔比 55.4%；在電力機車業務方面，2013 年中國南車還囊括了 2013 年中國國內全部訂單，持續保持了 100%的市場佔有率。另外，在城軌車輛整車市場，今年共有 34 個項目招標，中國南車獲得其中的 20 個。在城軌車輛牽引系統市場，全年共有 27 個項目招標，在西門子等多家國際廠商競爭下，中國南車仍中標 13 項。由以上統計可顯示中國南車的產品在中國市場皆處於優勢地位。

圖 9：中國南車產品營收占比分布

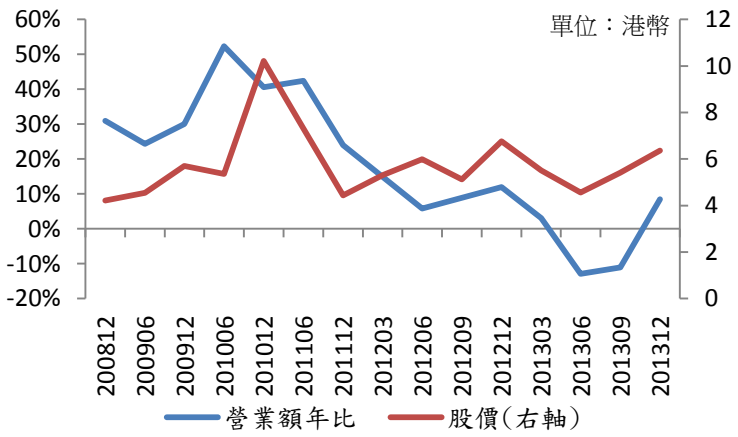


〔註：機車又稱作火車頭，是一種用來牽引列車的鐵路車輛；動車組系指由若干帶動力的車輛（動車）和不帶動力的車輛（拖車）組成的列車，不需要機車作牽引。〕
資料來源：公司財報

中國南車訂單充足，有利未來營運表現

由圖 10 我們可以觀察到中國南車營收年比連續兩季改善，2013 第四季更是由負轉正，顯示其營運狀況明顯好轉。2013 年年末在手訂單 1,110 億人民幣，同比增長 42%，其中占比最高的動車組在手訂單 610 億人民幣，數量共 183 列，較 2013 年交付量增加 66%；另外，2013 年新簽海外訂單 22.3 億美元，再創歷史新高，這些訂單於 2014 年交付對於公司業績將持續產生正向影響。

圖 10：中國南車營收年增率與股價走勢圖



資料來源：公司財報，第一資本整理

表 1：2012-2016 年中國南車（1766 HK）營運狀況

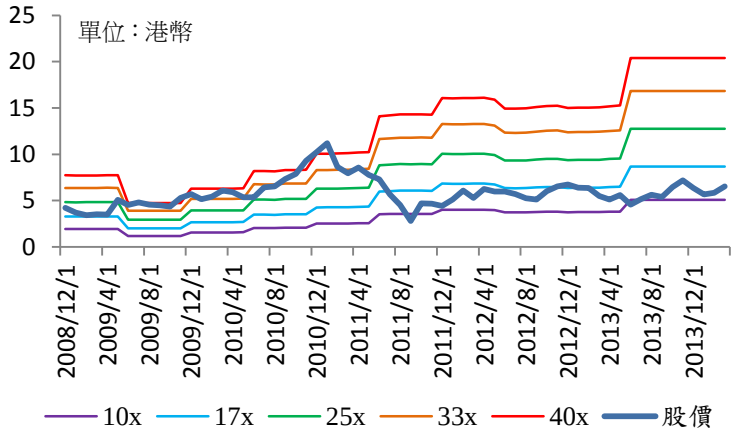
單位：億人民幣	2012	2013	2014E	2015E	2016E
營收	890	965	1,102	1,233	1,338
淨利	40	41	53	60	59
EPS	0.30	0.30	0.39	0.44	0.36

資料來源：Bloomberg

中國南車目標價：8.67 港幣，上檔空間：33%

根據過去歷史本益比走勢（詳見圖 11），第一資本預估中國南車本益比可達 17 倍，以券商估計之 2014 年每股盈餘 0.51 港幣來計算，目標價為 8.67 港幣，4/10 收盤價為 6.5 港幣，上檔空間 33%。

圖 11：中國南車（1766 HK）歷史 PE 走勢圖



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

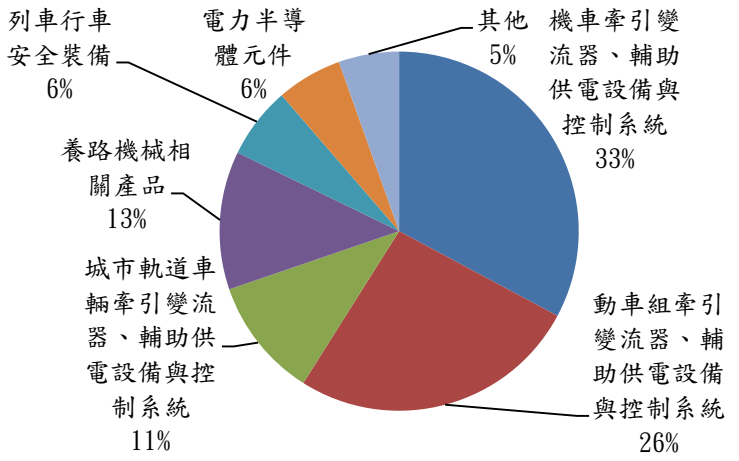
（二）南車時代電氣（3898 HK）

南車時代電氣為鐵路電氣系統龍頭廠商，2013 年其主要產品機車供電系統營收成長高達 83%

株洲南車時代電氣股份有限公司和中國南車（1766 HK）同屬南車集團旗下公司，主要業務為研究、開發、製造及銷售鐵路車輛變流器與控制系統以及其它車載電氣系統，在中國鐵路電氣系統市場具領導地位，市占率接近 50%。

2013 年營收年增 22.7%至 89 億人民幣，除列車行車安全裝備產品營收出現小幅下降外，其他系列產品均出現不同程度的增長，其中占比最大的機車牽引變流器、輔助供電設備與控制系統營收較去年大幅增長 83%，成為公司業績增長主要的驅動因素。

圖 12：南車時代電氣產品營收占比分布

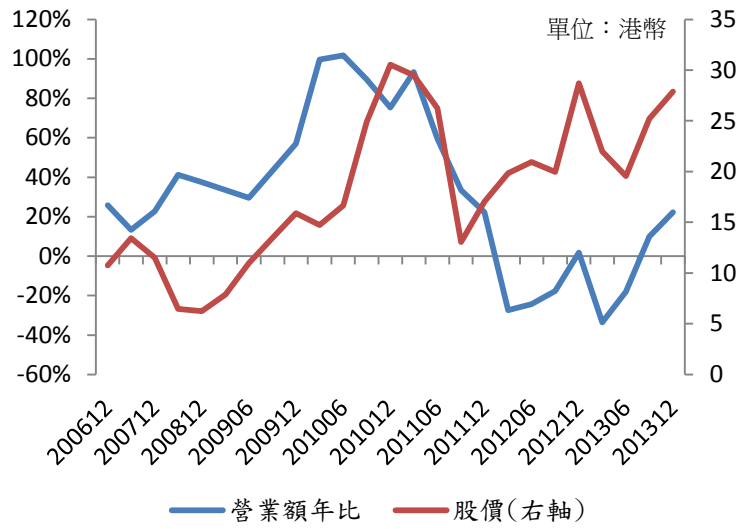


資料來源：公司財報

營收年增表現逐步好轉，看好未來新增需求，中國南車目標價 8.67 港幣，上檔空間 33%

由圖 13 可見 2013 年下半年開始營收年比表現逐季好轉，帶動股價持續攀升。在中國中央看重鐵路投資的前提下，必然帶來新增車輛需求和周邊電氣系統設備的增長，因此第一資本預估南車時代電氣（3898 HK）本益比有望達到 17 倍（詳見圖 14），採用巴克萊預估之 2014 年每股盈餘 2.03 港幣計算，目標價為 34.5 港幣，以 4/10 收盤價 26.15 計算，尚有 32%的上檔空間。

圖 13：南車時代電氣營收年增率與股價走勢圖



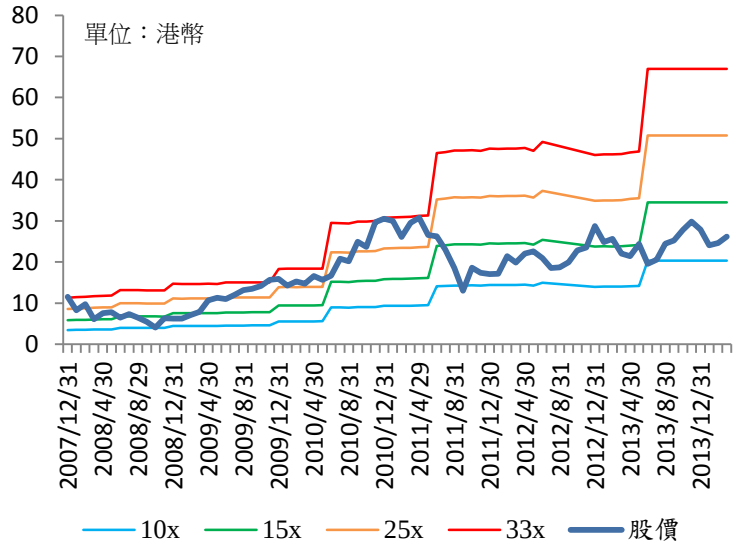
資料來源：公司財報，第一資本整理

表 2：2012-2016 年南車時代電氣（3898 HK）營運狀況

單位： 億人民幣	2012	2013	2014E	2015E	2016E
營收	72	88	98	113	128
淨利	12	15	17	20	21
EPS	1.13	1.33	1.44	1.70	1.85

資料來源：Bloomberg

圖 14：南車時代電氣（3898 HK）歷史 PE 走勢圖



資料來源：Bloomberg

表 3：鐵路建設產業相關推薦個股資訊

	市值 （億港幣）	4/10 股價	目標價	上檔空間
中國中鐵(390 HK)	161	3.82	5.7	49%
中國鐵建(1186 HK)	148	7.14	11.2	57%
中國南車(1766 HK)	130	6.5	8.67	33%
南車時代電氣 (3898 HK)	142	26.15	34.5	32%

資料來源：第一資本

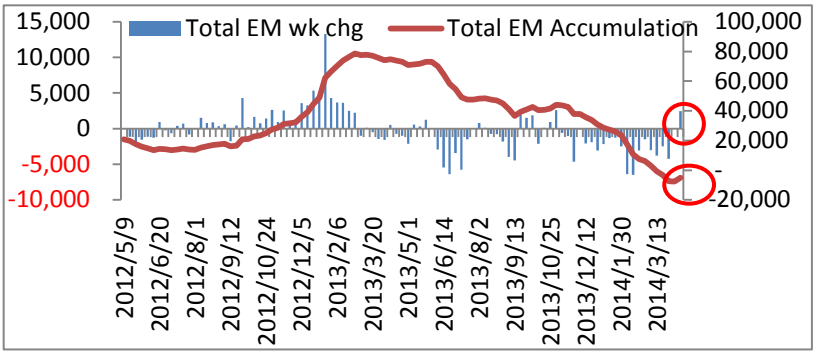
新興市場雨過天晴　未來逢低布局

一、新興市場雨過天晴

新興市場自 2013 年 5 月中以來，受到量化寬鬆(QE)可能縮減及阿根廷國債違約、烏克蘭事件等因素影響，造成資金大舉從新興市場流出，市場甚至出現「新興市場已死」的論調。然而，近期隨著美國及歐元區經濟數據不如預期影響，加上新興市場體質逐漸改善，資金有回流到新興市場的跡象。截至 4/3 為止，新興市場資金單周流入 24 億美元，終結過去連續 20 周資金流出的困境(見圖 1)。

新興市場資金開始淨流入

圖 1：新興市場資金流向

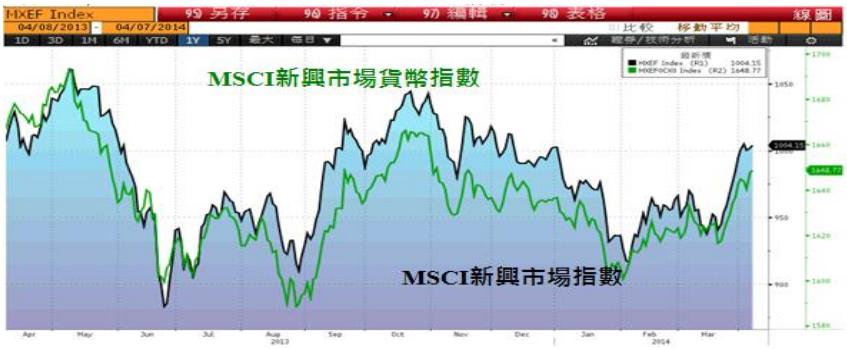


資料來源:美銀美林、第一資本整理

受到資金回流的影響，新興市場指數與貨幣分別近期也創下今年以來的新高(見圖 2)，其中印度與印尼股市成為 2014 年首季表現最搶眼的市場。新興市場在歷經震盪之後，目前又再度受到投資人的關注與青睞。

多數新興市場的股價與貨幣創今年以來的新高

圖 2：新興市場股市與貨幣指數走勢



資料來源:bloomberg、第一資本整理。

二、投資亮點

（一）成熟市場成長趨緩，新興市場景氣開始加溫

近期資金再度回流新興市場的一大因素就是成熟市場的經濟成長有放緩的跡象，例如用來觀察成熟市場景氣變化的花旗成熟市場驚奇指數已跌落至 0 以下，顯示近期的經濟數據表現明顯不如預期。另一方面，花旗新興市場驚奇指數則開始從底部逐步向上攀升，顯示新興市場的經濟數據表現開始獲得改善且優於預期(見圖 3)。

近期成熟市場經濟數據表現不如預期，而新興市場經濟數據開始回溫

圖 3:成熟市場與新興市場驚奇指數走勢

資料來源：bloomberg、第一資本整理

（二）新興市場體質已有明顯改善

展望未來，新興市場體質的好壞，將成為未來資金流向的關鍵因素。因此，第一資本再度為投資人檢視新興市場體質的好壞與未來的成長性。

首先從政府負債佔 GDP 比重來看(見圖 4)，目前債務比偏高的國家僅有印度(67%)、巴西(65%);但對該國而言，目前負債比雖相對較高，與過去相比卻呈現持續改善，且其貿易收支與外匯存底亦持續呈現上揚態勢。另外，除阿根廷的貿易收支與外匯存底同步下滑外，其餘國家在貿易收支或外匯存底都有獲得改善。整體而言，新興市場基本體質仍舊穩健。

整體而言，新興市場體質仍穩健且持續改善

圖 4:新興市場體質檢視

		政府負債/GDP比	走勢	貿易收支(百萬美元)	走勢	外匯存底(億美元)	走勢
	拉丁美洲						
△	阿根廷	43.20%	↓	44	↓	249	↓
★	墨西哥	42.30%	↓	976	↑	1837	↑
	智利	11.20%	↑	1702	↑	399	↓
	委內瑞拉	49%	↑	10191	↑	217	↓
★	巴西	65.10%	↓	2653	↑	2626	↑
	亞洲						
★	印尼	25.00%	↓	785	↑	1027	↑
★	印度	67.50%	↓	-8130	↑	2943	↑
★	菲律賓	40.10%	↓	-1376	↓	803	↑
	泰國	44.30%	↑	1766	↑	1680	↓
	馬來西亞	53.10%	↓	3250	↑	1372	↓

紅色箭頭表示偏負面，可多加留意；△表示成長效較弱的國家；★表示體質穩健的國家

資料來源：Trading Economics、第一資本整理

另一方面，就新興市場未來的成長性而言(見圖 5)，除了阿根廷 GDP 成長率持續下滑外，多數經濟體的 GDP 仍逐步增長，如墨西哥、智利、印尼、泰國，都是未來可以特別留意的國家。此外，值得注意的是，亞洲新興經濟體的平均 GDP 成長率明顯高於拉丁美洲。

新興亞洲經濟體後勢仍持續看好

圖 5:新興市場未來成長性檢視

		2013Q4	2014Q1	走勢	變動幅度	2014Q2	走勢	變動幅度
	拉丁美洲							
△	阿根廷	2.95%	1.85%	↓	-37.3%	0.20%	↓	-89.2%
★	墨西哥	0.70%	2.50%	↑	257.1%	2.90%	↑	16.0%
★	智利	2.70%	3.10%	↑	14.8%	3.80%	↑	22.6%
	委內瑞拉	1.93%	2.00%	↑	3.6%	1.10%	↓	-45.0%
	巴西	2.16%	1.90%	↓	-12.0%	2.25%	↑	18.4%
	亞洲							
★	印尼	5.72%	5.44%	↓	-4.9%	5.57%	↑	2.4%
	印度	4.70%	4.85%	↑	3.2%	5.00%	↑	3.1%
	菲律賓	6.50%	6.30%	↓	-3.1%	6.60%	↑	4.8%
★	泰國	0.60%	1.70%	↑	183.3%	2.15%	↑	26.5%
	馬來西亞	5.10%	4.70%	↓	-7.8%	5.00%	↑	6.4%

紅色箭頭表示偏負面，可多加留意；△表示成長效較弱的國家；★表示成長性較佳的國家

資料來源：bloomberg、第一資本整理

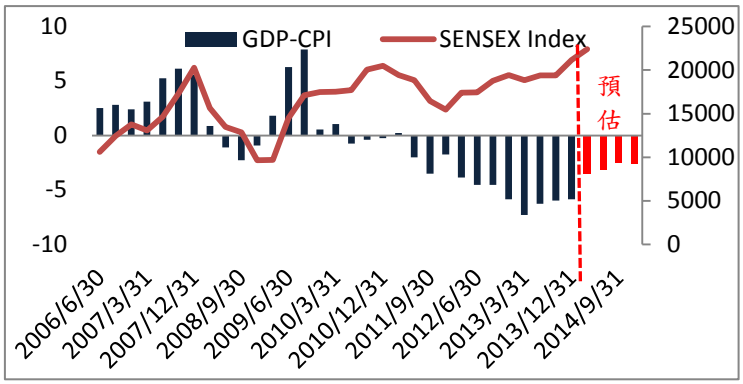
（三）加強關注印度後勢變化

印度過去 5 季以來 GDP 成長率皆不到 5%，遠低於金融海嘯前的 9%，主要是受到全球經濟成長放緩，加上國內通膨飆漲、政治腐敗所致。

但展望未來，市場預期印度國內通膨有望逐漸下降、GDP 也將逐季增長(見圖 7)，加上國內政府加速改革開放速度，都讓市場持續看好印度未來的發展。「新興市場教父」馬克・墨爾比斯於 4/8 日公開表達，未來幾年印度股市的年報酬率有望達到 15-20%，現在好戲才剛要上場剛要上場。

印度基本面有望逐季墊高

圖 6:印度股市與實質 GDP 走勢

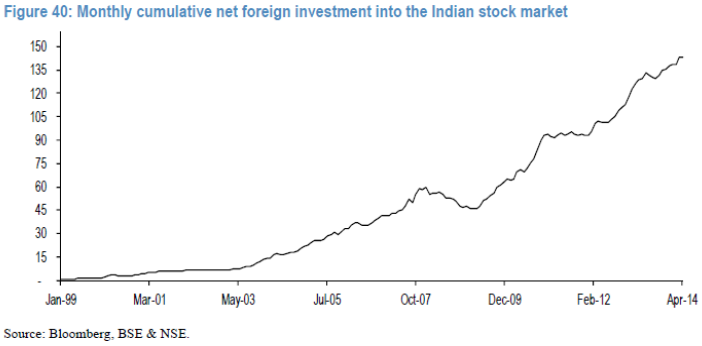


資料來源：Blooomberg、第一資本整理

此外，印度現在又正面臨國會大選，代表改革勢力的反對黨印度人民黨，可望成為國會多數政黨，而外資也看好印度的改革開放，資金仍持續流入(見圖 7)。然而，印度股市近期已有過高之嫌，且相關經濟數據也尚未全面改善，第一資本建議投資人目前還不是進場時點，仍需進一步觀察。

外資看好印度後勢，資金持續流入

圖 7:印度股市資金流向



資料來源：JP Morgan、第一資本整理

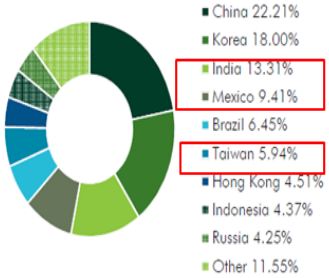
三、投資策略

隨著新興市場的經濟開始回溫，加上 3 月 Fed 會議紀錄顯示，官員已達成共識取消以 6.5%失業率做為首次升息的門檻，暗示低利率仍將維持一段時間，這亦將有利於資金再度回流到體質健全的新興市場。

第一資本建議投資人可布局先機全球新興市場基金(SKGEMA1 ID)，因為該基金有較高的比重布局在成長較高的國家，如印度、印尼、墨西哥(見圖 8)

圖 8:新興市場基金比較

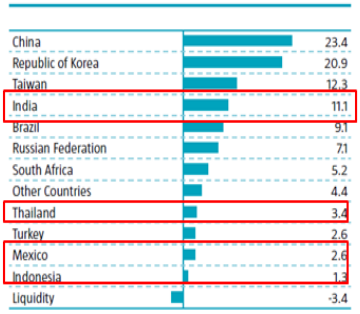
先機全球新興市場 27%



首域全球新興市場 22%

Country	%		%		%
UK	14.6	India	14.1	South Africa	10.6
Taiwan	9.8	South Korea	7.9	Brazil	7.7
China	6.2	Chile	3.9	Poland	3.6
Japan	2.1	Others	11.9	Liquidity	7.6

荷寶新興市場 17.1%



摩根全方位新興市場 21.9%

Country	Fund
China	17.9%
India	18.0%
South Africa	14.5%
Brazil	12.6%
South Korea	8.9%
Taiwan	7.8%
Russia	4.1%
Indonesia	3.9%
Singapore	2.1%
Others	9.5%
Cash	0.7%
Total	100.0%

資料來源：各基金月報、第一資本整理

先機全球新興市場基金配置較高的比重在具有成長潛力的市場

此外，從基金的績效表現來看，先機全球新興市場基金績效除了明顯高於大盤指數外(見圖 9)，亦優於其同類型的基金，顯示該基金經理人具有優異的操作技巧。

圖 9:新興市場基金績效比較

6個月走勢

1年走勢

資料來源：Blooomberg、第一資本整理

先機全球新興市場基金績效除了超越大盤外，亦優於同類型基金

研究領域	本月推薦標的	報酬率3/7~3/28	投資比重3/28	累積相對報酬
中國大陸香港	汽車之家	-2.16%	5%	-3.90%
	東風集團	4.76%	5%	6.57%
	華夏機會基金	-10.16%	30%	-8.35%
	康師傅	2.04%	5%	3.10%
	騰訊	-6.91%	10%	-9.37%
	慧聰網	2.63%	10%	0.14%
	恒安	0.08%	10%	-1.64%
	攜程網	-3.66%	5%	-1.85%
	合生元	-17.79%	10%	-16.02%
	統一企業中國	-13.07%	10%	-19.41%
	恒安國際	-3.34%		0.18%
	慧聰	-10.91%		-10.88%
	匯源果汁	29.65%		32.43%
	中國旺旺	5.07%		8.60%
美國	KIE US EQUITY	-0.96%	15%	-0.04%
	TBX US EQUITY	-0.38%	5%	1.00%
	UUP US EQUITY	0.33%	35%	1.71%
	SOXX US EQUITY	0.67%	45%	2.20%
	XLI US EQUITY	-2.53%		-2.38%
	XLV US EQUITY	-2.14%		-1.99%
日本東協拉美原物料	日本軟銀	2.51%	5%	3.16%
	Dry ship	-7.43%	5%	-6.78%
	法巴印尼股票基金	-1.31%	40%	-0.66%
	菲律賓指數ETF	1.95%	10%	2.60%
	摩根越南基金	-1.13%	20%	-0.48%
	摩根泰國基金	0.57%	20%	-1.48%
	MAXIS Nikkei 225 Index Fund	-0.84%		3.04%
歐洲全球債市	iShares MSCI Germany ETF	0.83%	20%	-0.36%
	ISHARES MSCI 歐元區 ETF	1.23%	35%	0.04%
	委內瑞拉國有石油	2.07%	5%	-0.04%
	中國山水水泥集團	0.29%	5%	-2.17%
	恒大地產	1.53%	5%	0.03%
	易捷航空	6.78%	10%	5.85%
	費森尤斯集團	-2.02%	10%	-2.96%
	聯合利華	-0.74%	10%	-1.68%
	YOOX SPA	-12.54%		-11.41%
	西班牙天然氣公司	-1.56%		-0.42%
	大陸集團	-6.90%		-5.77%
	保誠	-0.59%		-1.41%
	Centrica PLC	2.24%		1.42%
	HOME RETAIL	1.01%		0.19%
	GAM 歐洲股票基金	0.90%		0.09%
	空巴	1.35%		0.78%
	希爾製藥集團	-1.40%		-1.98%
	麥德龍公司	2.46%		1.89%

*相對報酬已扣除指標績效

相關績效指標			
中國大陸、香港	美國	日本、東協、拉美、原物料	歐洲、全球債市
上證綜合指數	S&P500	東協指數	MSCI歐洲指數
深證綜合指數	NASDAQ	MSCI新興市場指數	美國十年期公債殖利率
香港恒生指數	費城半導體指數	布蘭特原油	
		黃金	
		CRB	
		LME	
		日經指數	
		東證指數	