重點摘錄

- 在歐元區經濟可望持續成長，且 ECB 確定降息並祭出 SMP 沖銷及定向 LTRO 操作的情況下，將有助於銀行及南歐國家的經濟發展，同時歐洲經濟基本面的高峰將會延後，上行空間也有望加大。建議可佈局投資地區為西班牙的 EWP US EQUITY 或歐洲金融類股的 EUFN US EQUITY 以及前三大投資產業為選擇性消費、工業及金融的 GAM 歐洲股票基金。
- 中國多項經濟指標出現景氣好轉跡象，且伴隨微刺激政策效果逐步顯現下，預期下半年經濟表現將優於上半年，錢荒再襲的可能性也隨著人行一波波的穩健寬鬆政策逐漸降低，證監會亦積極把關 IPO 發行速度，股市資金遭新股分流效果進一步降低。三項主要影響因素皆出現利多消息，中國股市後勢表現令人期待。建議佈局恆生 H 股指數 ETF（2828 HK）、中國旺旺（151 HK）、中國中鐵（390 HK）和東風集團（489 HK）。
- 根據各項跡證顯示，蘋果在今年下半年可望推出三項新產品。在智慧手機市場擁有最高用戶忠誠度的蘋果即將於第三季首度推出 4.7 吋與 5.5 吋兩款大螢幕 iPhone6，預料將會引發顯著的換機潮需求。而預計蘋果也將推出 iWatch，亦可望引發消費者對於結合運動醫療功能穿戴式裝置之需求。同時，iTV 亦可望攻佔「果粉」客廳的中心位置。據分析，iPhone 向為蘋果獲利引擎，我們認為 iPhone6 可望扮演拉抬蘋果獲利、智慧手機市佔率與股價的重要利器。

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. 寬鬆確立，歐股上行空間加大……P2
2. 中國基本面逐步好轉，資金面流動性充裕，陸股表現可期……P8
3. 期待蘋果新品發，市場引頸期盼……P15
4. 本月推薦投資組合……P22

寬鬆確立，歐股上行空間加大

一、歐洲景氣回顧

歐洲是 OECD 唯一上調 GDP 成長率的地區

OECD（經濟合作發展組織）5/6 調降2014年全球經濟成長預測，而歐洲為其中唯一被上調的地區，OECD稱歐元區經濟正逐漸升溫，預計今明兩年經濟分別增長1.2%和1.7%，與歐盟委員會的預估相同。而歐元區各國Q1 GDP成長率表現僅德國及西班牙表現符合預期，其他國家表現雖不如預期，但仍較前期成長(詳見表1)。

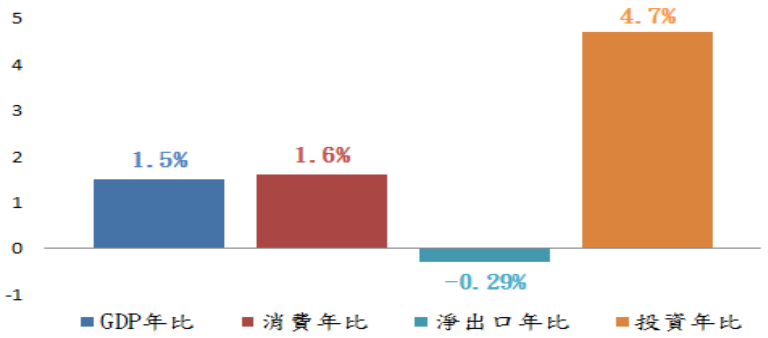
德國統計局指出，德國Q1經濟強勁增長的主要得益於內需。家庭和政府最終消費實現增長，資本形成也呈現出了積極的增長；外貿則拖累了經濟增長，出口下滑而進口卻明顯增長。西班牙統計局則指出，隨著家庭和政府支出的增加，西班牙在Q1獲增長動力；經濟部長更表示，該國Q2 GDP增速有望與Q1接近。另外，我們進一步分析過去一年歐元區GDP由負轉正時，主要動力來自於消費與投資之貢獻(詳見圖1)，也與德國及西班牙Q1的表現相符。

表1：各國的GDP成長率

	預估	2014/Q1	2013/Q4
歐元區	1.1%	0.9%	0.5%
德國	2.2%	2.3%	1.4%
法國	0.9%	0.8%	0.8%
義大利	-0.1%	-0.5%	-0.9%
西班牙	0.5%	0.5%	-0.2%
葡萄牙	2.0%	1.2%	1.5%
希臘	-1.3%	-1.1%	-2.3%

資料來源:Bloomberg

圖1：2012 Q4~2013 Q4各部門成長率

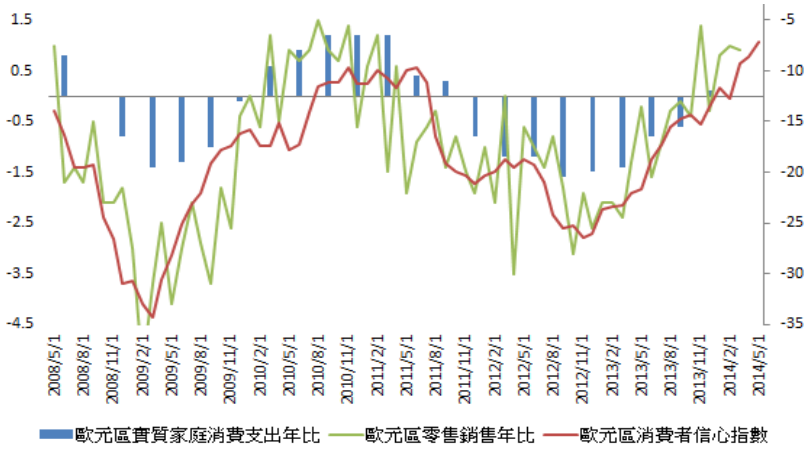


資料來源:ECB

歐元區主要經濟成長的動力為消費及投資

我們進一步分析歐元區GDP中的消費部門成長率與每月公布的消費者信心及零售銷售年比的走勢，從圖2可以看出三者的走勢相當一致，且消費者信心及零售銷售年比確實較為領先，而兩者的走勢仍持續向上，其中消費者信心指數更創6年半來的新高。

圖2：歐元區消費相關數據的走勢圖(2008/5~2014/5)



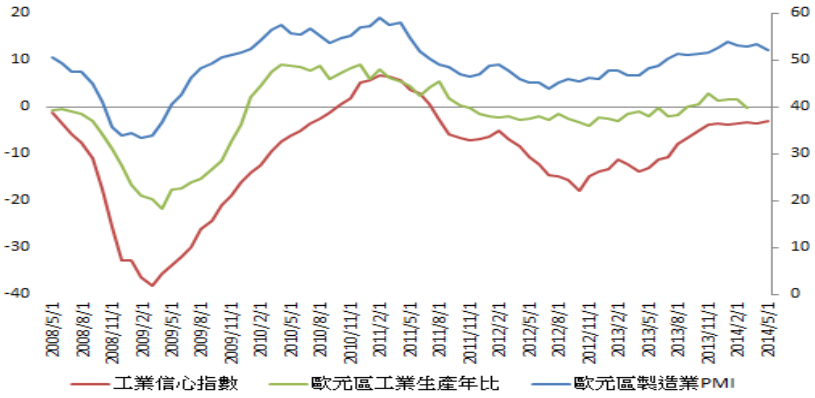
資料來源:ECB、Bloomberg

消費者信心創 6 年來新高，製造業 PMI 連 11 個月擴張

另外一成長動能－投資，我們檢視相對應的工業現況，觀察歐元區的製造業PMI及工業生產年比、工業信心指數的走勢，從圖3中發現製造業PMI仍較其他指數領先，雖5月的製造業PMI較上個月小幅回落，但也已連11個月擴張。

綜合上述的分析，第一資本認為歐洲基本面向好，經濟仍持續成長，歐元區目前僅有低通貨膨脹及失業率較高仍待改善。

圖3：歐元區工業相關數據的走勢圖(2008/5~2014/5)



資料來源:Bloomberg

二、投資亮點

ECB 宣布降息及 SMP 沖銷、定向 LTRO 操作，寬鬆的情況確立

歐元區 4 月的 CPI 年比一度因復活節效應有所回溫，但 5 月的 CPI 年比又下降至 0.5%，已持續 8 個月通膨低於 1%，處於央行所稱的危險區。因此歐洲央行(ECB)行長德拉吉在 6/5 的貨幣會議中宣布降息及取消 SMP（Securities Markets Program，證券市場計劃）沖銷、定向 LTRO（Longer-Term Refinancing Operation，長期再融資計畫）操作(詳細的政策介紹請見表 2)；並宣稱未來如果有必要的話，央行願意執行大規模資產購買。市場分析師多預期大規模資產購買仍然只是備案。只有當上述措施都不管用時，德拉吉才會拿出使出這個最重磅的武器。

表2：ECB宣布實施的三大寬鬆政策

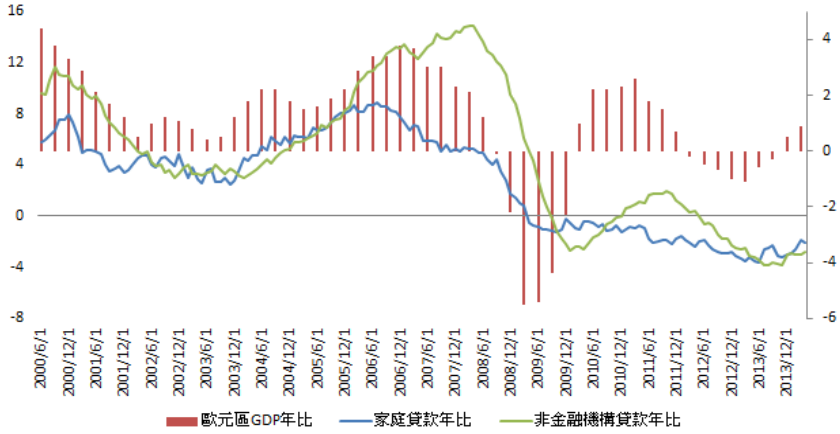
政策	內容	作用
調降利率	再融資利率從0.25%降至0.15% 隔夜存款利率從0.0%降至-0.1% 隔夜貸款利率從0.75%降至0.40%	減少銀行把錢在央行的誘因，降低銀行的貸款成本
SMP沖銷	取消	向市場釋放流動性。截至5月末，仍在賬面的SMP總額達1645億歐元
定向LTRO操作	央行給銀行具針對性的成本低廉的貸款，為期4年，金額為4000億歐元	銀行只要向企業為主的私人部門放貸，就可以獲得歐洲央行超低利息的貸，款不能用來買政府債券和用作住房抵押貸款

資料來源:第一資本整理

綜合上述三個政策皆是意圖促進銀行增加貸款，在於家庭及企業增加投資及消費。而 ECB 如此重視信貸的原因，是因雖然歐元區的經濟數據已經顯示出經濟好轉的跡象，但銀行業數據仍然萎靡，如果持續缺乏充足的信貸供應，仍會影響歐元區未來的經濟增長。

從下頁圖 4 中可以看到過去 GDP 向上成長的期間，家庭及企業的貸款年比走勢也是隨之向上；但近期歐元區經濟成長的同時，家庭及企業的貸款年比卻仍處在低位。另外由於今年要進行壓力測試和 AQR(資產質量評估)，為使資產負債表更加健全，銀行業放貸的意願也降低。

圖 4：歐元區 GDP 成長率與家庭及企業的貸款年比
(2000/6~2014/4)

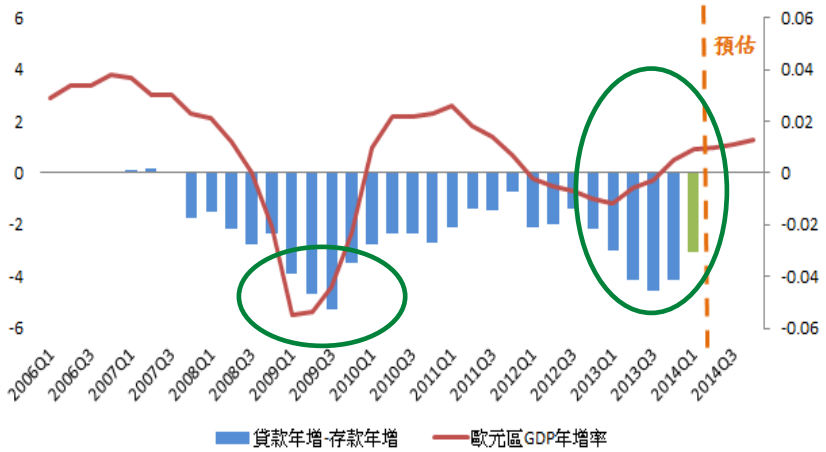


資料來源:ECB

銀行信貸供應不足，成長率仍為負，但最糟的情況已過

這與過去我們在檢視銀行業時，發現貸存款的年增差額長期為負值的情況相符，顯示銀行業還沒有完全復甦，情況只有比較好轉，但最壞的情況已過。而從 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。我們預計銀行業未來也有望獲得改善，加上 ECB 推出的寬鬆貨幣政策有望使得銀行業的復甦腳步加速。

圖 5：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)



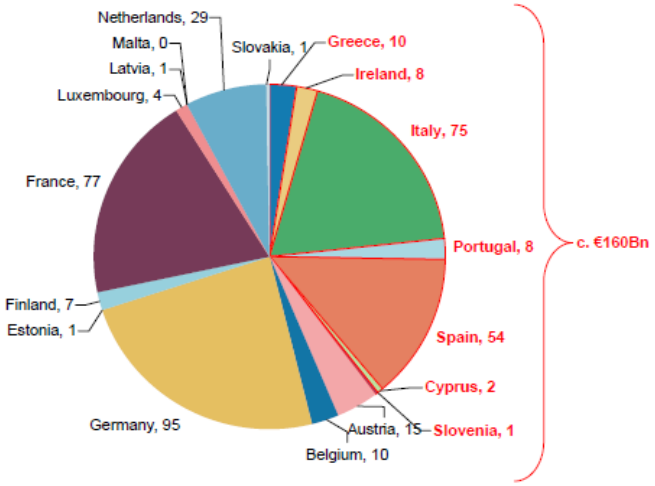
資料來源:ECB

Morgan Stanley 有對 TLTRO 的潛在影響進行方案分析，將 4000 億歐元的額度按國別加以切割。其中歐豬五國（義大

寬鬆的貨幣政策，將有助於銀行及南歐國家發展

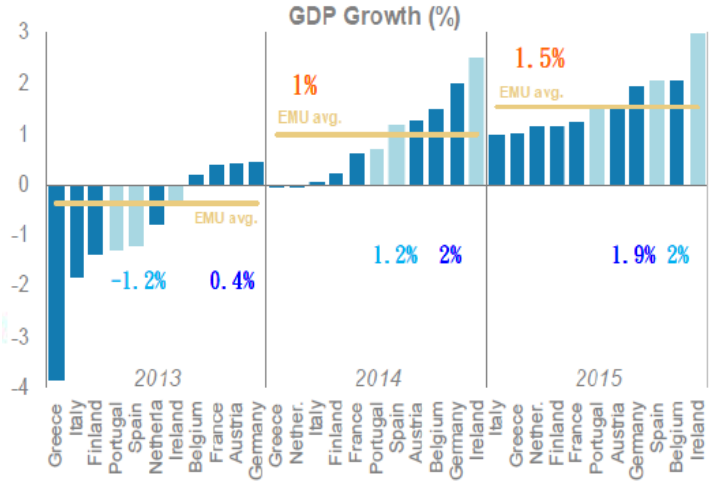
利、西班牙、愛爾蘭、葡萄牙、希臘）擁有 1550 億歐元的額度，包括西班牙的 540 億歐元和義大利的 750 億歐元(詳見下頁圖 6)。雖獲得的金額仍比不上德國及法國，但這將有助於降低西班牙中小企業融資成本約 30-80 個基點及義大利中小企業的融資成本約降低 20-40 個基點。南歐銀行將可獲得與德國相同低的融資成本。進而有助於南歐國家的經濟成長，Morgan Stanley 甚至預估西班牙在 2015 年的 GDP 成長率有望超過德國(詳見圖 7)，因德國已處在景氣成長的高峰，投資資本支出所獲得的效益，與才剛踏入景氣成長加速的西班牙不同，此外因德國的電費較高、勞動力短缺、公共建設支出較低，將也對其經濟的增長造成影響。

圖 6：Morgan Stanley 預估 LTRO 對各個國家的影響



資料來源：Morgan Stanley

圖 7：Morgan Stanley 預估的 GDP 成長率



資料來源：Morgan Stanley

三、投資策略

歐股基本面有望延後，且上行空間將加大，可佈局 EWP、EUFN US EQUITY

在歐元區經濟可望持續成長，且 ECB 確定降息並祭出 SMP 沖銷及定向 LTRO 操作的情況下，歐洲的基本面高點將會延後，晚於我們原先預估的明年第一季，上行空間也有望加大。第一資本建議可將歐洲納入長期的投資組合中。

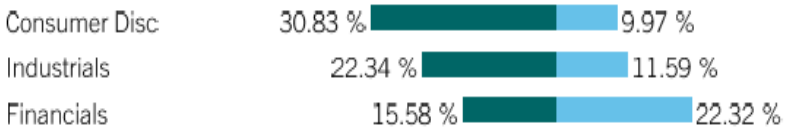
推薦產品在 ETF 的部分，建議可佈局投資地區為西班牙的 ETF－EWP US EQUITY 或歐洲金融類股的 ETF-EUFN US EQUITY，西班牙南歐中復甦腳步較快的國家，且從每個月公布的零售銷售及工業生產年比的走勢圖來看，兩者皆持續成長，建議股價拉回至 42 美金時買進。另外，我們也建議持有德國的 ETF(EWG US EQUITY)之投資人可換股至西班牙(EWP US EQUITY)。而受惠於 ECB 推出的寬鬆貨幣政策，銀行業復甦的腳步有望加速。我們認為股價拉回都為買點，預估未來漲幅可達 8.3%。

圖 8：西班牙 GDP 與與相關經濟數據(2008/06~2014/04)

資料來源:Bloomberg

共同基金的部分，則建議可佈局在歐洲基金中前三大投資產業為選擇性消費、工業及金融的 GAM 歐洲股票基金。歐元區的經濟成長主要是受消費及投資帶動，兩者的前景也持續看好，5 月消費者信心創 6 年半新高，製造業 PMI 連 11 個月擴張，且在 ECB 有推行 QE 的可能，未來漲幅空間有望超過 7.6%。

圖 9：GAM 歐洲股票基金產業分佈圖



資料來源:基金月報

中國基本面逐步好轉，資金面流動性充裕，陸股表現可期

一、中國景氣概述

微刺激政策效果顯現，官方與匯豐製造業 PMI 同步走升

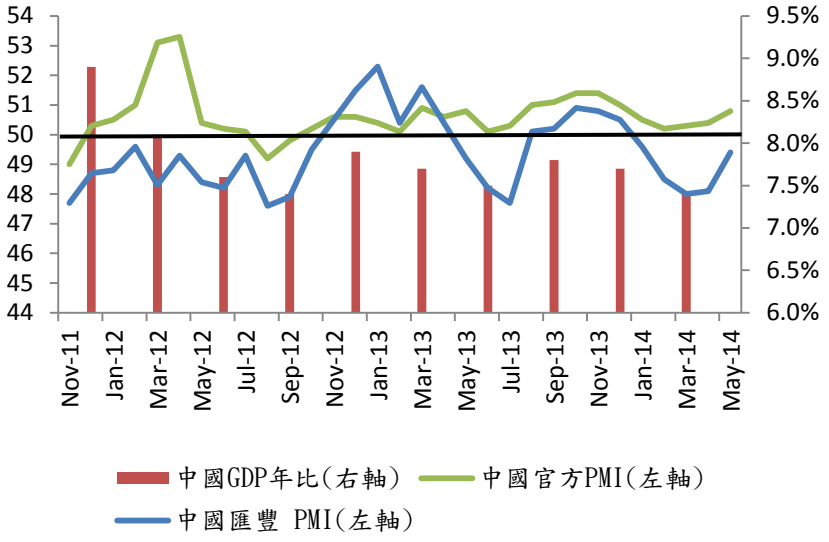
自 4 月開始，中國官方密集推出多項微刺激政策(詳見表 1)，而這些有利中國經濟發展的政策逐漸開始出現效果。首先，官方製造業 PMI 和匯豐製造業 PMI 結束自去年年底一路下跌走勢，5 月官方製造業 PMI 升至今年以來新高 50.8，匯豐製造業 PMI 亦同步來到 4 個月來新高 49.4，目前已連續兩個月官方與匯豐數據同步走升（詳見圖 1）。

表 1：今年以來中國微刺激政策內容

日期	政策	主要內容
4/2	減稅小微企業	將小微企業減半徵收企業所得稅優惠政策實施對象門檻放寬，並將政策截止期限延至 2016 年底
4/2	加快棚戶區改造	發行住宅金融專項債券，鼓勵商業銀行等金融機構等積極參與，今年將實現 470 萬戶的棚戶區改造
4/2	加快鐵路建設	設立鐵路發展基金，加快鐵路尤其是中西部鐵路建設，將今年鐵路投資目標上調至 8000 億人民幣以上
4/23	鼓勵民間資本	首批推出基礎建設等 80 個示範項目面向社會公開招標
4/30	促進進出口平穩增長	減少出口商檢商品種類、提高貿易便利化水平、加快出口退稅進度等
4/30	營(業稅)改增(值稅)範圍擴大	交通運輸業、電信業納入營改增範圍

資料來源：路透社、第一資本整理

圖 1：中國官方 PMI、匯豐 PMI 與 GDP 年比走勢

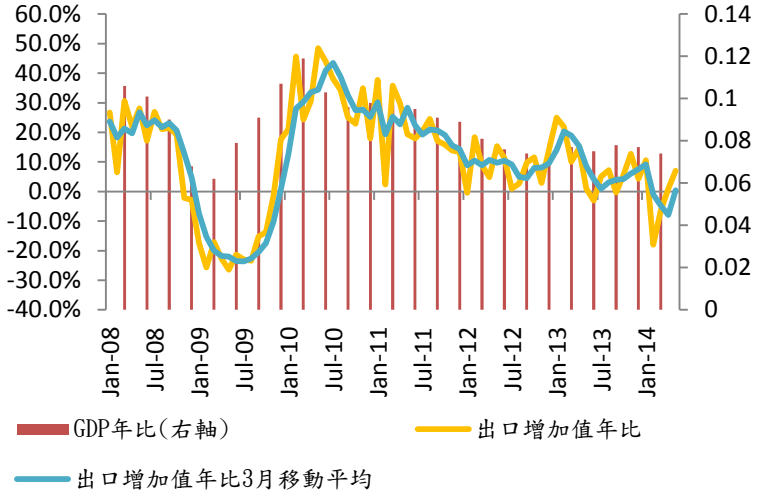


資料來源：第一資本整理，Markit，國家統計局

出口年比連三個月改善，移動平均亦由負轉正

其次，貿易數據亦出現好轉跡象，5 月出口年比表現優於市場預期達 7%。我們進一步觀察出口年比之 3 個月移動平均，5 月數據出現今年以來首度由負轉正（詳見下頁圖 2），顯示在消除去年年初因外貿虛增導致高基數效果以及歐美需求逐漸回暖之後，未來中國貿易表現可望達到全年成長 7.5%的目標。

圖 2：中國出口年比與 GDP 年比走勢

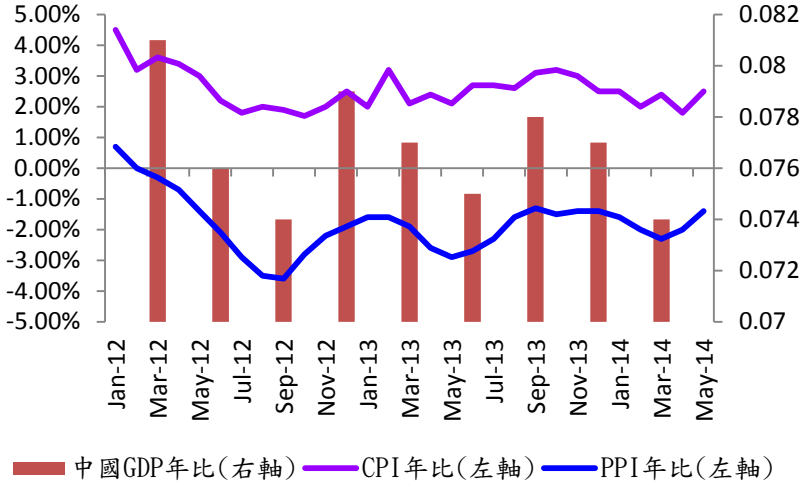


資料來源：中國海關總署、第一資本整理

CPI 與 PPI 年比亦同步改善

此外，最新公佈之 5 月 CPI 年比由前期的 1.8%回升至 2.5%，PPI 年比雖然仍為負成長，但已連續兩個月改善，並來到今年以來高點，顯示目前工業產品市場需求有所回暖。

圖 3：中國出口年比與 GDP 年比走勢



資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

預期下半年經濟表現將優於上半年，不過仍將景氣定位在「落底」

截至目前為止，多項經濟指標出現景氣好轉跡象，隨著微刺激政策效果逐步顯現，預期下半年經濟表現將優於上半年，不過第一資本認為 2014 年中國在轉型和改革的過程中仍須承擔一定程度的經濟放緩，故我們仍將景氣定位在「落底」。

二、投資亮點

觀察過去一年制約中國股市表現的主要因素，除了基本面表現之外，即為市場資金流動性和 IPO 重啟，因此接下來我們將進一步分析中國資金流動性現況與第二波 IPO 重啟進度：

（一）中國中央積極釋出貨幣穩健寬鬆訊號

去年 6/20 發生 7 天期 SHIBOR 飆破 11%的「錢荒」事件即將屆滿一周年，不過觀察近期中國中央透過多項穩健寬鬆政策，今年「錢荒」再現的機率並不高。相關政策如下：

（1）定向降準

人行實施定向降準，預期釋放人民幣 3000 億元資金

4/25 中國人行下調了縣域農村商業銀行人民幣存款準備金率 2 個百分點，同時，下調縣域農村合作銀行人民幣存款準備金率 0.5 個百分點，由於只針對特定行庫進行降準，此舉因此被市場稱為「定向降準」。6/9 人行確定將落實國務院總理李克強

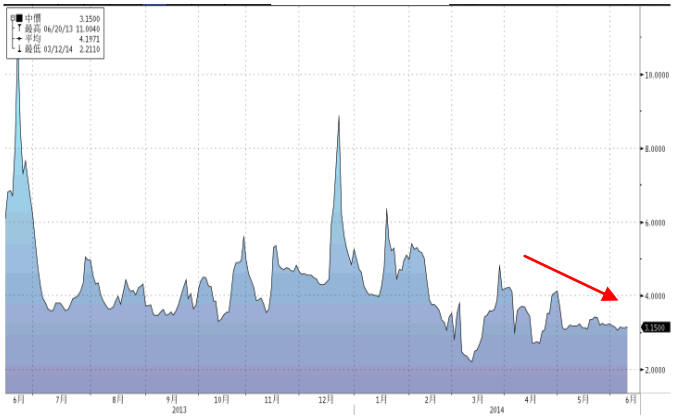
要求，加大「定向降準」措施力度。自 6/16 開始，只要對三農（農業、農村和農民）和小微企業貸款達到一定比例的商業銀行，將降低其存款準備金率 0.5 個百分點。此舉涵蓋了中國大約 2/3 的城市商業銀行、80%的鄉鎮農業商業銀行和 90%的鄉鎮農業合作銀行。另外，為鼓勵財務公司、金融租賃公司和汽車金融公司提高企業資金運用效率及擴大消費等作用，亦下調其存款準備金率 0.5 個百分點。中國銀行綜合兩次「定向降準」效果，預計共可釋放約人民幣 3,000 億元資金。

（2）公開市場操作

5 月淨投放達人民幣 1740 億元，使得 7 天期 SHIBOR 維持在相對低檔

相較人行於 4 月在公開市場淨投放規模僅有人民幣 10 億元，5 月當月實現淨投放就達到人民幣 1740 億元，使得 7 天期 SHIBOR 自 5 月起至今仍維持在相對低檔。此外，5/13 到期的 400 億元 3 年央行票據是今年以來首檔到期的長期央行票據，但人行並未展開到期續作，以上公開市場操作政策皆顯示人行略微偏鬆的貨幣政策。

圖 4：近 1 年 7 天期 SHIBOR 走勢圖



資料來源：Bloomberg

（二）第二波 IPO 重啟釋出家數遠低於預期

對比今年 1 月密集上市 48 檔新股，此次 IPO 重啟平均每月上市 16 家遠低於預期

4/19 凌晨，中國證監會網站出現 25 家欲上市新股預先披露公開說明書，這是自 2 月新股暫停發行以來首次出現 IPO 重啟的訊號。隨著預先披露公司家數迅速上升，市場開始擔心今年年初新股密集上市對陸股的衝擊將再次來襲。不過證監會主席肖鋼隨即在 5/19 於會議中表示，計畫從 6 月到年底上市新股 100 家左右，

並按月均衡上市，也就是 1 個月平均上市 16 家，明確了下半年發行節奏，對比今年 1 月 19 個交易日中密集上市 48 檔新股，此次 IPO 重啟釋出家數遠低於預期。6/9 證監會進一步宣布目前只核准 10 家企業首次公開發行，此消息一出徹底消除了過去幾個月一直困擾市場對 IPO 重啟的不確定性。

目前中國基本面利好消息不斷、錢荒再襲的可能性也隨著人行一波波的穩健寬鬆政策逐漸降低，證監會亦積極把關 IPO 發行速度。三項主要影響因素皆出現利多消息，中國股市上檔表現可期。

三、投資策略

建議布局恒生 H 股指數 ETF（2828 HK）以捕捉大盤行情

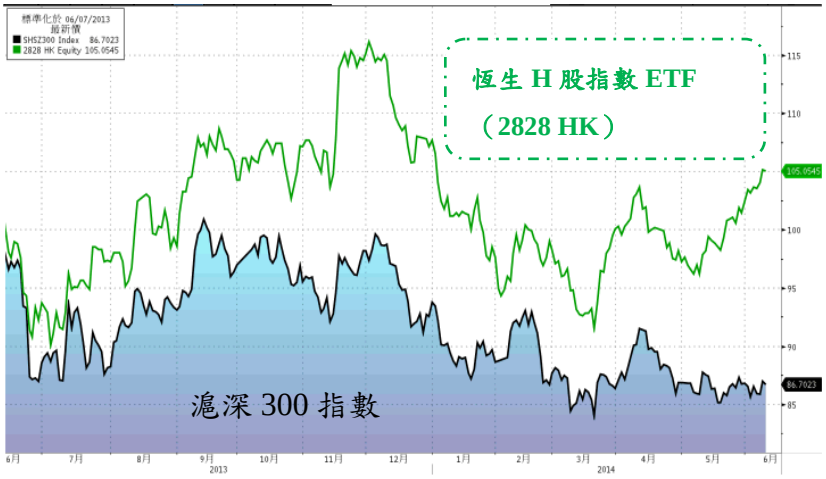
在 ETF 部分，第一資本推薦恒生 H 股指數 ETF（2828 HK），主要追蹤恒生中國企業指數，預期中國經濟狀況持穩且資金流動性充裕，建議佈局以捕捉大盤行情。觀察 ETF 的前十大持股，根據 Bloomberg 提供之各券商平均目標價，平均上檔空間可達 14%。

表 2：恒生 H 股指數 ETF（2828 HK）前十大持股

股票代碼	公司	持股比例	6/10 股價	目標價	上檔空間
3988 HK	中國銀行	10.58%	3.73	4.15	11%
939 HK	中國建設銀行	10.16%	5.83	7.04	21%
1398 HK	工商銀行	10.03%	5.23	6.06	16%
857 HK	中國石油	8.30%	9.50	9.99	5%
386 HK	中國石化	7.65%	7.33	7.90	8%
2628 HK	中國人壽	6.51%	21.80	24.92	14%
2318 HK	中國平安	5.11%	60.50	80.66	33%
1288 HK	農業銀行	3.28%	3.69	4.10	11%
1088 HK	中國神華能源	3.13%	22.20	24.67	11%
3968 HK	招商銀行	2.78%	14.90	16.70	12%
				平均	**14%**

資料來源：ETF 月報、Bloomberg、第一資本整理

圖 4：1 年以來恆生 H 股指數 ETF 與滬深 300 指數走勢圖



資料來源：Bloomberg

推薦－中國旺旺，目標價 13.63 港幣，上檔空間 27%；中國中鐵，目標價 5.7 港幣，上檔空間 49%；東風集團，目標價 16.29 港幣，上檔空間 26%。

在個股部分，以先前我們所推薦的中國旺旺（151 HK）、中國中鐵（390 HK）和東風集團（489 HK）為首選，相關資訊可見表 3，預估未來 3 年營運表現可見表 4 至表 6。

表 3：推薦個股彙總表

	投資亮點
中國旺旺 (151 HK)	✓ 美銀美林預期今年主要原物料價格升勢將趨緩，看好相關大廠表現。 ✓ 產品同時具備多元化、獨特化的策略下，中國旺旺比同業更具價格競爭力，因此過去持續擁有 35%～40%的高毛利率與 16~23%的高營業利潤率。 ✓ 近期股價來到相對低點，建議逢低布局。
中國中鐵 (390 HK)	✓ 5/2 中國鐵路總公司決議，將今年鐵路固定資產投資計畫調高至人民幣 8,000 億元以上，較上次公布的人民幣 7,200 億元目標，調高幅度超過一成，這也是今年第三度調高鐵路投資，利好鐵路建設產業。
東風集團 (489 HK)	✓ 近期上海、蘇州、武漢與西安等地分別推出相關的推新能源汽車推廣方案，有利布局新能源汽車廠商。以上海為例，在中國中央給予補助之基礎上，上海市政府再另外提供每輛最多 4 萬人民幣補助。 ✓ Morgan Stanley 於 6/8 報告中指出，看好其入股標致雪鐵龍（PSA）潛在收益，包括將可減少特許權使用費和利用 PSA 之海外銷售渠道，因此將目標價由 14.5 元大幅上調至 20 元，並列為中國汽車股首選。

資料來源：第一資本整理

表 4：中國旺旺（151 HK）營運狀況

單位：億港幣	2013	2014	2015	2016	2017
營收	303	350	405	459	544
淨利	55	61	71	80	85
EPS	0.40	0.48	0.56	0.64	0.64
6/10 股價	10.7 港幣				
第一資本目標價	13.63 港幣				
上檔空間	27%				

資料來源：Bloomberg

表 5：中國中鐵（390 HK）營運狀況

單位：億港幣	2013	2014	2015	2016
營收	6837	7564	8182	8816
淨利	118	128	140	151
EPS	0.56	0.61	0.66	0.72
6/10 股價	3.83 港幣			
第一資本目標價	5.7 港幣			
上檔空間	49%			

資料來源：Bloomberg

表 6：東風集團（489 HK）營運狀況

單位：億港幣	2013	2014	2015	2016	2017
營收	471	609	657	726	915
淨利	133	142	159	186	227
EPS	1.54	1.66	1.86	2.15	2.64
6/10 股價	12.88 港幣				
第一資本目標價	16.29 港幣				
上檔空間	26%				

資料來源：Bloomberg

期待蘋果新品發表　市場引頸期盼

一、多款新品即將發表，激勵蘋果股價創 1 年半新高

今年 1 月初，蘋果公布第一季財報，除了營收與 iPhone 銷售分別創下歷史新高外，市場更關注的是執行長庫克的談話，因為庫克重申蘋果正在開發多款新品，而市場也預期蘋果後續將推出大螢幕的 iPhone、iWatch，及 Apple iTV 等產品，激勵蘋果股價 6/6 日再創 1 年半新高 645.57 美元(見圖 1)。

蘋果股價創 1 年半新高

圖 1：蘋果股價走勢

資料來源:鉅亨網、第一資本整理

因為從蘋果過去發表新品的經驗來看，每次新品問市都造成熱烈的搶購，尤其是 iPhone 的發表，更是創下多項空前絕後的紀錄，使得市場此次特別關注 iPhone6 的發表。

圖 2：iPhone 手機發表情況

	首度銷售時間	第二度銷售時間	備註
iPhone第一代	2007.6.29美國	2007.11英法德上市	5天銷售100萬，目前已售600萬支
iPhone 3G	2008.6.9美國	2008.7.11其他22國家同步發售	-
iPhone3GS	2009.6.19美國、加拿大及歐洲6國發售	2009.6.26 澳洲及日本發售	-
iPhone4	2010.6.7發行	-	-
iPhone4s	2011.10.14美、加、英、法、奧、德、日	2011.10.28其他22個國家發售	-
iPhone5	2012.9.14預購、9/21正是發售	2012.9.28於22個國家發售	1天預購200萬支、3日銷售500萬支
iPhone5s	2013.9.20美、加、英等10國	2012.10.25於30個國家發售	-

資料來源:維基、第一資本整理

二、投資亮點

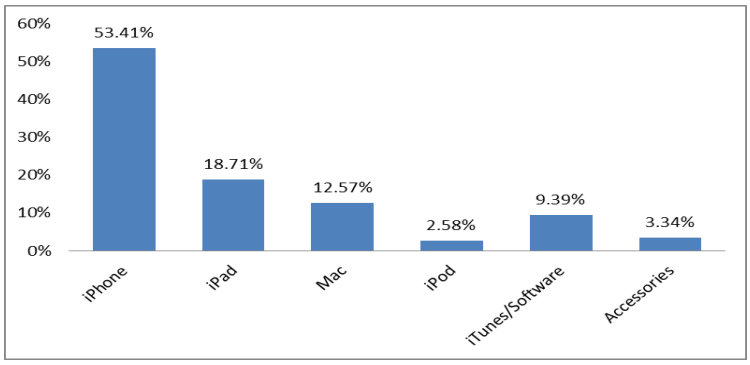
（一）引領科技創新的蘋果

。

蘋果公司向來是科技創新的領航者，目前為全球市值最大的公司，其核心業務是電子科技產品，其最知名的產品包括 Apple II、麥金塔電腦、iPod 音樂播放器、iTunes 商店、iPhone 智慧型手機和 iPad 平板電腦等。目前公司收入約有 5 成來自於 iPhone 的銷售(見圖 3)，2013 年 iPhone 銷售 1.5 億支，為全球第二大手機品牌。

iPhone 的銷售約佔蘋果收入的 5 成

圖 3：2013 年蘋果公司各產品營收比重



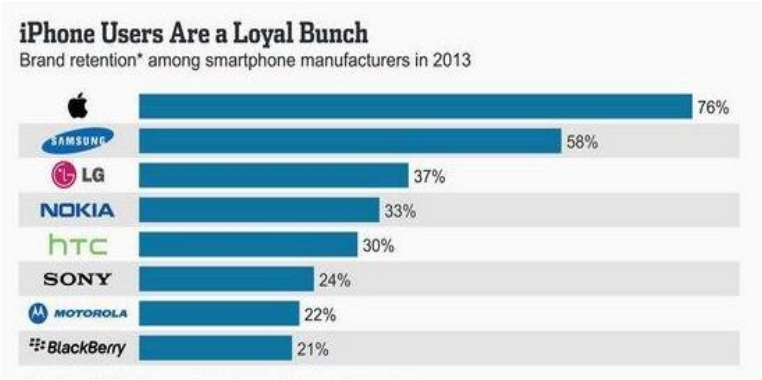
資料來源:高盛、第一資本整理

（二）iPhone6 上市可望再掀蘋果風潮

根據《華爾街日報》委托一個市場調查公司在美國、英國和澳大利亞市場進行的手機品牌忠誠度調查（2013 年)，蘋果擁有最高的客戶忠誠度 76%，大幅領先於其他品牌手機(見圖 3)。另外，市調機構 TrendForce 針對中國消費做調查，亦得到相同的結果。而這也似乎驗證了，為何過去蘋果新機發表都會造成熱烈搶購的現象。

消費者對蘋果手機的品牌忠誠度最高

圖 3：2013 年手機品牌忠誠度調查



資料來源:華爾街日報、第一資本整理

即使消費者對蘋果手機具有高度的忠誠度，但蘋果消費者過去最抱怨的就是螢幕太小。此次，市場已普遍預期蘋果將推出 2 款大螢幕的手機(見圖 4)，分別是 4.7 吋與 5.5 吋，其中 4.7 吋手機有望於 10 月推出；除了螢幕放大外，新款手機也可望增加新功能，包括無線充電、NFC、搭載 A8 晶片、使用 iOS8 系統，都大大增加市場對新機的期待。

圖 4:iPhone6 可能性示意圖

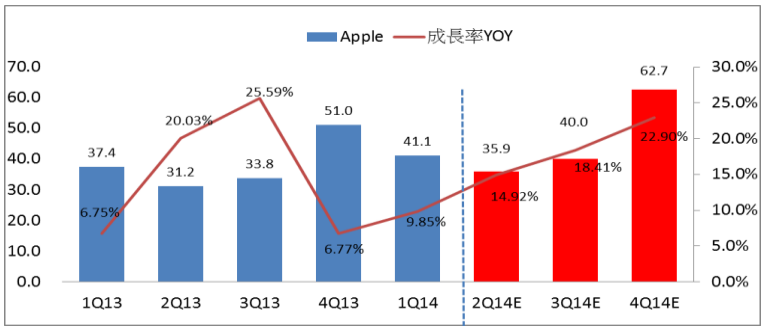
iPhone6	新增的功能
螢幕	4.7吋(326ppi)與5.5吋(401ppi)
系統	iOS8(多出健康管理healthbok、car play、iTune Radio等功能)
晶片	A8晶片(四核64位元處理器及四核繪圖處理器，效能更快且更省電)
鏡頭	維持800萬畫數但新增光學防震與自動對焦
其他	無線充電、NFC

資料來源:第一資本整理

高盛預估 iPhone6 今年銷售量為 6000 萬支，全年蘋果手機銷售量將達 1.8 億支，有望再創歷史新高紀錄，其中第四季因為 iPhone6 的推出，手機的出貨量，其年增率將高達 22%。

新款 iPhone 的推出，預期蘋果手機銷售再創歷史新高紀錄

圖 4：蘋果手機銷售量走勢預估



資料來源:高盛、第一資本整理

（三）穿載式裝置 iWatch 亦可望吸引市場目光

根據 NPD DisplaySearch 預估，今年穿載式產品出貨量達 4,800 萬台，並於 2015 年達 9,100 萬台，年增率高達 9 成。而從今年台北國際電腦展(COMPUTEX TAIPEI)的展覽中亦可看出穿載式裝置已是未來科技產品的一

大趨勢，各大廠商也都推出不少智慧手環與智慧手錶。然而市場最期待的仍是 iWatch 的問市(見圖 5)，因為從過去的經驗來看，蘋果的產品總是令人驚豔。

摩根史坦利分析師 Katy Huberty 樂觀預估，iWatch 的售價為 299 美元，其第一年的銷售規模將達 175 億美元，高於 iPad 第一年銷售 50 億美元的紀錄。

圖 5:iWatch 可能性示意圖

iWatch	功能介紹
螢幕	弧形 OLED 觸控屏幕
基本功能	通話、收發email、簡訊
特殊功能	結合iOS 8 的 Health App ，功能有計算卡路里攝取量、睡眠活動、血液含氧量、血糖指數等
定價	299美元
市場	每月生產 300 至 500 萬支，1年市值達175億美元
其他	無線充電、NFC

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

（四）蘋果 iTV 邁入智慧家電行列

另外，市場也預期蘋果正在打造專屬的電視機 iTV，其規格為 65 吋與 77 吋的 OLED 螢幕(見圖 6)，蘋果 iTV 將是可上網電視，可使用雲服務下載電影，同時還具有全新的人機互動功能，可透過手勢和聲音對其進行控制。

圖 6:蘋果 iTV 可能性示意圖

iTV	功能介紹
螢幕	65吋與77吋兩款
基本功能	智慧型電視，具有上網下載影片功能
特殊功能	可以透過聲音和手勢控制或用iPhone當作遙控器
定價	1500美元
市場	預期今年下半年推出200萬台iTV

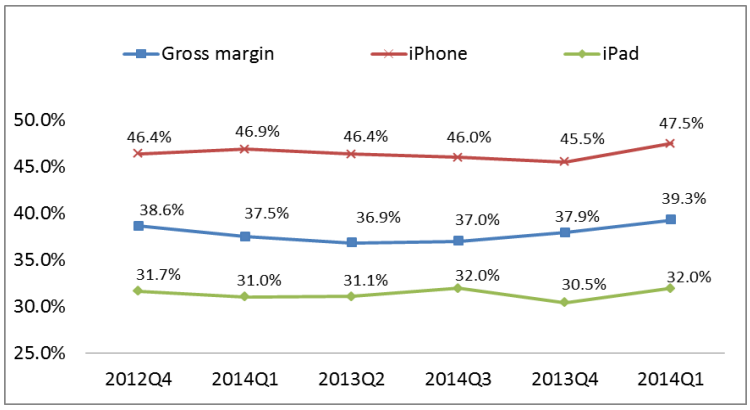
資料來源：Bloomberg、第一資本整理

（五）預期 iPhone6 價格的上升，進一步推升蘋果獲利

進一步從蘋果的主要產品毛利及產品對營收的貢獻度走勢來看(見圖 7 與圖 8)，iPhone 除了佔收入貢獻度最高外，毛利也最高，甚至都穩定維持在 46%附近且明顯優於整體平均的 38%。

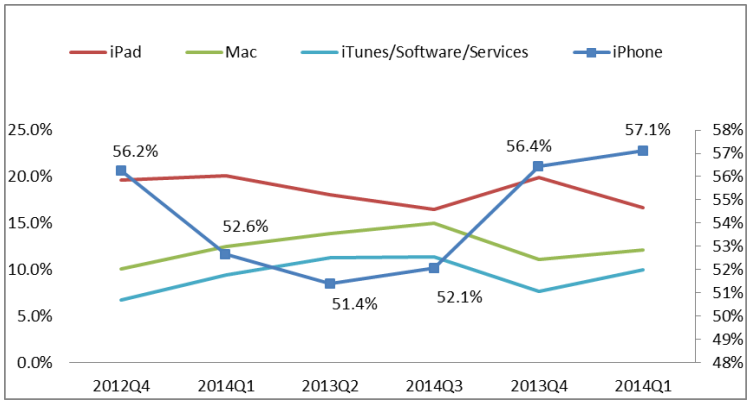
近期，iPhone 的毛利與貢獻度甚至都有拉高的跡象，對於蘋果後勢的表現是一大利多消息。此外，市場預期 iPhone6 的價格比目前手機價格(ASP 為 602 美元)再多出一成，而這將進一步推升蘋果的獲利能力。

圖 7:蘋果主要產品毛利走勢圖



資料來源：高盛、第一資本整理

圖 8:蘋果各產品收入貢獻度走勢圖



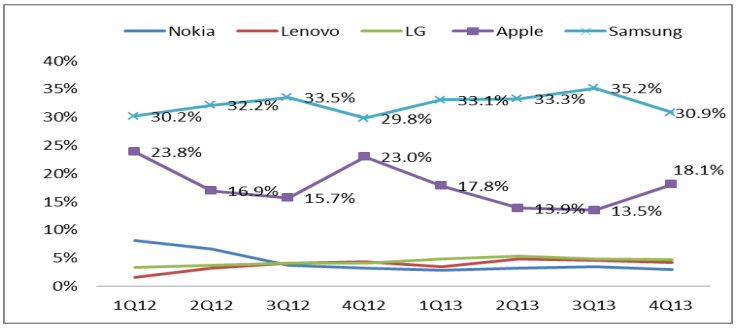
資料來源：高盛、第一資本整理

（六）預期 iPhone6 熱賣，將提高蘋果市佔率

從全球手機市佔率來看(見圖 9)，三星雖然仍為全球最大手機品牌，市佔率也最高，但近期卻有下滑的現象。反觀蘋果手機，近期除了在日本熱賣外，甚至於今年 1 月中開始與中國移動合作，讓 iPhone 手機成功打入中國市場，進而推升了蘋果手機的全球市佔率。

同樣的，有鑑於蘋果手機的使用者具有最高的忠誠度，加上預期 iPhone6 可望熱賣下，第一資本預期蘋果手機的全球市佔率都將再進一步拉高。

圖 9:全球手機市佔率走勢圖



資料來源：高盛、第一資本整理

整體而言，由於蘋果手機的消費者具有很高的忠誠度，新款 iPhone6 將有效化解過去螢幕太小的缺點，同時 iWatch 及 iTV 可能陸續發表下，蘋果有望再度受到市場高度重視。

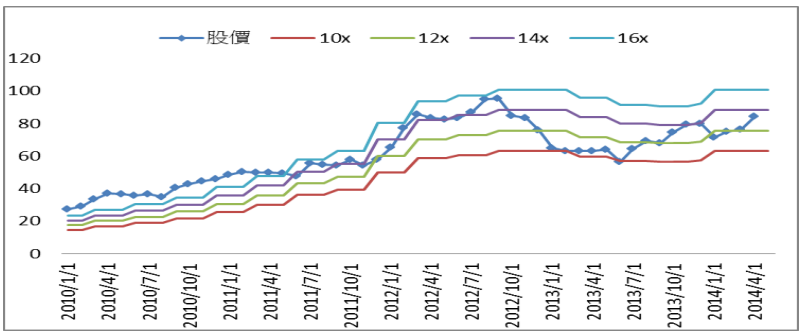
三、投資策略

蘋果(代碼 AAPL US)是全球市值最大的公司，規模高達 5,650 億美元， 近期受到新品可能陸續發表影響，市場給予高度肯定與認同，尤其是 iPhone6 的問市，可望帶動蘋果手機銷售再創歷史新高。

另外，蘋果股價於 6/9 日開始進行股票分割，分割比例為 1:7。因此，上週五(6/6 日)的股價將從每股 645.57 美元變成每股 92.25。隨著蘋果單位價格大幅下降，有望進一步吸引更多散戶的進場。甚至，蘋果股價降低後，在不影響道瓊指數真實性下，被納入道瓊成分股的可能性也會提高。

觀察蘋果股價過去 3 年的本益比落在 10x~16x 區間(見圖 10)，預期 iPhone6 的熱賣可望推升蘋果的獲利，第一資本給予目標價為 100.8 美元(16x P/E)，離 6/9 日收盤價 93.7 美元仍有 7.5%上檔空間。

圖 10:蘋果股價歷史 P/E 走勢



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

表 1:蘋果未來財務預估

單位:億美元	2012	2013	2014	2015
營收	1565	1709	1819	1938
營收YOY	44.6%	9.2%	6.4%	6.5%
EPS	6.31	5.68	6.32	6.85

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	15.76%	7.56%	788.00%	30.69%	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	0.14%	0.94%	0.80%	-2.80%	QE縮減持續，美元長期看漲
SPDR工業類股ETF	2014/5/12	4.87%	4.87%	0.80%	27.32%	美國景氣持續回溫，企業可望提升資本支出
iShare那斯達克生技指數ETF	2014/2/25	-8.76%	10.10%	-4.30%	39.84%	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
ProShares兩倍美國地產指數ETF	2014/6/9	-1.88%	2.51%	14.40%	16.44%	利率處於低檔，有利不動產景氣多頭
iShares MSCI Spain ETF	2014/5/6	4.41%	4.27%	9.40%	46.98%	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	2014/2/12	7.35%	2.07%	5.75%	26.35%	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
EPHE US EQUITY/菲律賓ETF	2014/2/7	18.70%	0.20%	8.90%	-0.80%	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
恆生H股指數ETF	2014/5/19	6.59%	7.34%	10.76%	5.05%	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
華夏滬深300指數ETF	2014/6/3	0.74%	0.18%	1.87%	-10.80%	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
蘋果	2014/6/2	4.33%	12.02%	22.23%	49.45%	八月份新品推出可望帶動換機潮
東風集團	2014/6/9	0.00%	24.22%	23.03%	16.76%	上海等地紛紛實行新能源汽車補助政策，利好積極發展新能源汽車廠商
攜程網	2014/6/9	3.17%	19.20%	18.60%	74.09%	攜程網為中國線上旅遊代理商龍頭，市占率高達47%，有望隨著線上旅遊交易規模高速成長
Drys Ship/原物料	2014/4/11	3.50%	3.50%	-15.10%	76.30%	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	
中漁	2014/05/12	-3.79%	-3.79%	-3.91%	0.53%	中國漁業的領導廠商，且票息較高有9.75%
委內瑞拉國有石油	2013/11/15	7.06%	0.63%	4.33%	7.06%	為今年10月到期，票息4.9%的債券，具到期日近，風險較小
恆大地產	2014/05/26	0.58%	1.09%	-3.12%	0.53%	中國前十大的地產公司，且票息較高有9.25%

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	
GAM Star 中國股票基金	2014/6/3	-0.05%	10.00%	-6.85%	16.10%	基金主要布局資訊科技類股與博奕類股，且目前淨值位於相對低位，建議長期布局以捕捉中國經濟於下半年微刺激政策見效下的成長潛力
FOREICC LX EQUITY/印尼基金	2014/2/7	14.40%	-2.40%	2.60%	-12.90%	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	13.70%	1.97%	7.52%	-2.50%	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	11.20%	4.60%	6.90%	-6.00%	預期泰最糟糕的情況已過，短期或有波動，但長線看好