



恒生指数一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌 (%)
恒生指数	22,381.4	1.75
上证指数	3,456.3	0.32
标准普尔指数500	2,102.6	1.07
道琼斯指数	17,888.4	0.95
纳斯达克指数	5,156.3	0.93
日经225指数	20,012.4	1.34
富时100指数	6,395.7	0.62
欧洲Stoxx50指数	3,479.6	(0.76)

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	41.9	(0.45)
COMEX黄金	1,069.3	0.00
LME铜	4,586.0	0.28
CBOT大豆	889.3	0.94
BDI	598.0	2.00

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	0.9087	(2.50)
美国5年期国债	1.5866	(3.55)
美国10年期国债	2.1439	(2.86)
美国30年期国债	2.9023	(2.38)
德国10年期国债	0.4673	(0.99)

外币汇率

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.7522	(0.01)
美元/人民币	6.3988	0.01
欧元/人民币	6.7762	0.01
港币/人民币	0.8250	(0.06)
美元/日元	122.87	(0.05)
欧元/美元	1.0633	(0.07)

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	12.48	0.97
安硕A50	11.04	1.10
德银X-trackers	35.83	(0.25)
恒生H股指数	101.60	1.50
中银报诚-沪深300	32.15	0.94
华夏沪深300	36.55	1.67

恐慌指数

名称	收盘	涨跌 (%)
CBOV VIX	14.67	(9.05)

宏观要闻

- ❖ 离岸人民币在 6.45 附近，在岸/离岸人民币汇差再次扩大至 450 点以上。随着市场减少对 SDR 相关新闻关注，人民币贬值压力持续。 [彭博]
- ❖ 中国官方 11 月制造业 PMI 由 10 月的 49.8 小幅下跌至 49.6，稍逊于市场预期的 49.8。财新 11 月制造业 PMI 由 10 月的 48.3 微升至 48.6，略胜市场预期的 48.3。 [彭博]
- ❖ 中国央行副行长易纲表示不必担心人民币纳入 SDR 后贬值，必要时央行会果断干预。 [彭博]
- ❖ 欧元区 10 月失业率报 10.7%，略低于 9 月的 10.8% 及市场预期的 10.8%。德国 11 月失业率由 10 月的 6.4% 降至 6.3%，创两德统一以来最低水平。 [彭博]

朝闻香江导读

【中信建投：宏观观察】

- ❖ 加入 SDR: 短期资金流入一小步 人民币国际化一大步

【中信建投：A 股策略】

- ❖ 政策的观望期，市场的震荡期

【公司及行业讯息】

- ❖ 11 月中国百城住宅均价环比及同比连四个月双涨
- ❖ 绿地在悉尼中标地产项目 看好中澳自贸协定带来新机遇
- ❖ 澳门 11 月份博彩毛收入 164.25 亿元创五年来新低 年跌扩至 32.3%
- ❖ 央企再整合：澳门最早中资企业南光集团和珠海振戎重组
- ❖ 白云机场副总经理徐向东涉嫌严重违纪被调查

【A 股报告每日精选】

- ❖ 邦宝益智(603398 CH): 产能扩张业绩释放, 寓教于乐模式革新
- ❖ 精功科技(002006 CH): 涉足碳纤维生产线制造, 极具战略意义

【近期研究报告】

- ❖ 新能源光伏行业: 景气向上, 加速复苏
- ❖ 盛京银行(2066 HK): 业务增长迅速, 资产质量稳定(中性/目标价: 10.62 港币)
- ❖ 哈尔滨银行(6138 HK): 地区龙头初现, 多重优势明显(优于大市/目标价: 3.03 港币)
- ❖ 中国铁建(1186 HK): 业绩增速显现, 与预期相符(优于大市/目标价: 13.8 港币)
- ❖ 中国中铁(390 HK): 新订单下滑收窄, 与预期相符(优于大市/目标价: 9.3 港币)



中信建投：宏观观察

❖ 加入 SDR:短期资金流入一小步 人民币国际化一大步 (20151201)

加入 SDR 短期资金流入有限

我们认为，加入 SDR 短期并不会立刻刺激境外对人民币配置需求的大幅上升。

首先，短期人民币的贬值预期较为强烈，目前 1 年期美元对人民币 NDF 在 6.65 左右。此外，央行也并没有选择在 SDR 结果公布之前刻意去维持人民币的升值，而是跟随市场的脚步让人民币缓慢贬值。我们认为央行的举动一方面是向 IMF 表示人民币市场化程度的确在上升，另一方面也是对人民币加入 SDR 之后货币贬值的市场预期提前准备，防止前期升值而增大后期的贬值压力。

目前市场对人民币之后的贬值预期普遍较浓。我们认为，央行维持人民币币值的财务成本较高，且适度的顺应市场的贬值也有利于国内出口，在人民币币值可控的情况之下，央行会继续顺应人民币的小幅贬值。并且，从基本面的角度来看，国内的经济仍然在寻底之中，货币政策放松周期来临，这和美国经济复苏、货币政策边际收紧形成明显的对比，基本面也并不支持人民币对美元的升值。

其次，机构对人民币资产的配置短期可能已经进行的差不多，无论是新增配置额度还是储备结构的调整都需要时间。对于非美元的资产配置而言，人民币是相对强势的货币。加之 10 年中国国债收益率目前仍有 3%，人民币资产仍然有很强的吸引力。未来新增配额的增加除了来自于过去对人民币资产一如既往偏好的地区的增长之外（如台湾），还会有来自随着对人民币信心和认可增强而增大配置比例的地区，但认可的增强需要时间，对资产的配置也有从陌生到熟悉的时间过程。

人民币国际化，下一步怎么走？

需要明确的是，可自由兑换的货币和可自由使用货币是两个概念。IMF 对可自由使用的定义是，在国际交易支付和主要汇兑市场中被广泛交易。所以，可自由兑换货币不一定可以自由使用，可以自由使用的货币也不一定可自由兑换。加入 SDR 仅仅是人民币国际化中的一步，人民币国际化仍有较长的路需要走。资本项目的开放仍在路上。

下一步的政策动向，我们认为可能主要在银行间债券市场扩容、外汇市场改革、QDII2。

1) 银行间债券市场扩容。目前，只有境外央行、国际金融组织、主权财富基金三类机构投资银行间债市是备案制，投资者可自主决定交易规模，并且放开了投资品种限制，除原先的现券和回购外，可交易远期、利率互换、债券借贷等经央行许可的其他协议。但除此三类机构以外的其他外资机构投资债券市场仍然受到比较大的限制，包括境外人民币的清算行和参加行。具体来说，除了主权类的三类机构之外，其他外资机构仍然是实行审批制，清算行和参加行除了现券之外可以参与回购，RQFII 投资只受限於固定收益品种。若能放松至备案制，投资品种放开，境外机构可参与深度提升，不仅有利于人民币的国际化，也将为境内债券市场引来更多的海外资金，利好利率债的需求。并且，随着人民币在储备货币中地位的提升，国际机构对人民币资产的配置需求也是在上升。



2) 外汇市场改革包括延长外汇交易时间和外汇投资者扩容两方面。目前银行间外汇交易是在下午4点半闭市，未来或将延长至23:30，延长之后将覆盖欧洲交易时间。若交易时间延长，将利于缩小境内外的人民币价差，境外合格投资者的引入，也对配合境外投资者管理人民币汇率风险有重要意义，增加人民币汇率的市场化和弹性。此外，11月25日，首批境外央行类机构在中国外汇交易中心完成备案，正式进入中国银行间外汇市场，这有利于稳步推动中国外汇市场对外开放。未来外汇投资者这块还将继续放松。这些措施也是为了人民币的“可自由使用”。若交易时间延长，将利于缩小境内外的人民币价差，境外合格投资者的引入，也对配合境外投资者管理人民币汇率风险有重要意义，增加人民币汇率的市场化和弹性。

3) QD112 有望推出。国务院已经明确表示将择机推出合格境内个人投资者境外投资试点(QD112)，据报道首批试点城市有6个，且央行考虑对符合条件的个人取消5万美元的购汇额度限制。QD112是指在人民币资本项下不可兑换的条件下，有控制地允许境内个人投资境外资本市场的股票、债券等有价值投资业务的一项制度安排。资本项目可兑换也将得到进一步的推动。

(柳太胜 CE No.: AM0971)



中信建投：A 股策略

❖ 政策的观望期，市场的震荡期（11月第1周）

上周上证指数周线下跌 0.88%，收于 3382.56 点；中小板周线下跌 0.36%，收于 7795.92 点；创业板周线下跌 2.37%，收于 2478.28 点，本周全周来看，指数走出了小幅震荡回调格局。板块方面，涨幅靠前的是国防军工、汽车、服装纺织、计算机、化工、农林牧渔和食品饮料板块，主题投资方面，本周表现靠前的是锂电池、去 IOE、航母、北部湾自贸区、云计算、大数据、食品安全、网络安全等。指数在 10 月中下旬已经进入了震荡整理和整固的阶段，围绕着五中全会的落幕，市场的热点还是围绕着“十三五”中重点关注的主题和个股进行博弈，但是从成交量角度来讲，当前进入了明显的存量博弈阶段，主要主题板块开始进入了高位震荡的格局。但是整体上，成长题材的活跃度还是超越了利率和经济敏感的板块。9 月中下旬以来的反弹逻辑逐渐开始进入向新的逻辑进行过渡的阶段。

点对点金融债支持实体经济从本质上来讲，是一种中央主导的稳增长方式的创新尝试。由于债券的利息是财政 90% 给予贴息，所以这本质上也是当前稳增长和调结构并重下，在地方政府主导的投资受到明显制约的背景下，一种引导资金进入实体经济战略下的选择。此次的试点释放的信号则是未来资金可能会同时较多地支持战略新兴产业。同时，“股权时代”的意义得到了进一步拓展，与国企改革中“国混民”的部分也有了融合。结合 3 季报披露的国家队持股情况，未来资本市场健康发展的重大意义不言而喻。也是我们 2016 中期乐观的一个侧面。

美联储的 10 月份议息会议公告显示，撤销了“全球形势可能限制增长”的表述，并将在“下次会议”上评估经济和通胀的进展，以决定是否加息。对于中国短周期而言，当前仍然处在量价齐跌的尾部阶段，仍然是探明底部的过程，通缩的冲击目前还难言明确见底。对于中国资本市场而言，宽松的逻辑目前出现了明显的边际递减。在政策的观望期，资本市场也将迎来震荡期。五中全会所释放出的信息，从中期来看，将是形成由改革和转型推动牛市的基础，结合我们对于 2016 年世界经济短周期运行的预测，更支撑这样的判断。短期来看，当前反弹处于对五中全会的利好预期兑现阶段，新的逻辑尚在孕育之中，未来围绕着汇率和流动性不排除有扰动因素。在此之前，仍然围绕着结构化行情展开，但是在选择上，由于成长股经历前期大幅上涨后，现在在选择的过程中要尤为谨慎，围绕着有确定盈利支撑和成长趋势稳健的板块。

（柳太胜 CE No. : AM0971）

公司及行业讯息

❖ 11月中国百城住宅均价环比及同比连四个月双涨

中国指数研究院周二提供的报告显示，11月百城住宅均价环比、同比连续四个月双涨，其中环比涨0.46%，同比涨2.93%，涨幅均扩大。展望未来，围绕中央去库存战略导向，更多相关财政、货币等支持政策将陆续出台，楼市“暖冬”可期。

[路透]

❖ 绿地在悉尼中标地产项目 看好中澳自贸协定带来新机遇

中国最大房地产企业--绿地控股(600606 CH)周二宣布，绿地澳洲公司中标悉尼北区麦考瑞公园综合开发项目，规划打造大型综合社区项目。目前绿地在澳大利亚共有六个项目同时开发，总投资额约110亿元人民币。

[路透]

❖ 澳门11月份博彩毛收入164.25亿元创五年低 年跌扩至32.3%

澳门博彩监察协调局公布，11月份博彩毛收入164.25亿澳门元，是2010年9月(153.02亿澳门元)以来最少，低於花旗预测的170亿澳门元，按年跌32.3%，已连跌第18个月，跌幅亦较10月扩大。

[阿思达克财经新闻]

❖ 央企再整合：澳门最早中资企业南光集团和珠海振戎重组

12月1日，国务院国资委发布公告称，经报国务院批准，南光（集团）有限公司和珠海振戎公司实施重组。从南光集团和珠海振戎两公司的主营业务来看，可能会在油气、物流方面进行重组。

[中国证券网]

❖ 白云机场副总经理徐向东涉嫌严重违纪被调查

白云机场(600004 CH)12月1日晚间公告称，根据广东省人民政府国有资产监督管理委员会网站消息，公司副总经理徐向东涉嫌严重违纪，正在接受组织调查。同时公告称，公司生产经营一切正常，对徐向东分管的工作已作出妥善安排。

[中国证券网]

A 股报告每日精选

❖ 邦宝益智(603398 CH): 产能扩张业绩释放, 寓教于乐模式革新 (20151201)

家族控股结构稳定, 高管持股利益一致。邦宝益智目前控股股东为邦领贸易, 实际控制人为吴锭辉、吴锭延、吴玉娜和吴玉霞, 截至首次发行前其合计持股占比合计达 69.80%。此外, 公司监事、核心技术人员、副总经理、财务总监通过和盛昌投资间接持有上市公司股权, 公司上下利益一致, 管理层动力十足。

主营益智玩具, 产能瓶颈拖累业绩增速。公司目前主要产品为益智类积木玩具, 其营收占比保持 99%以上, 2014 年, 公司主营营收 2.99 亿元, 同比增 7.43%, 营业利润 6848.2 万元, 同比增 12.81%, 净利润 5879.5 万元, 同比增 7.43%; 2015 年 1-9 月, 营收 2.38 亿元, 同比增 4.93%, 营业利润 5751.8 万元, 同比增 10.43%, 净利润 5041.2 万元, 同比增 27.27%。目前公司产品常处于供不应求状态, 不得不延长交货期, “保外弃内”的经营测流, 一定程度上拖累了公司规模扩大和业绩的增长。

新兴市场玩具业进入快速发展期, 中国市场潜力巨大。目前全球玩具市场规模 845 亿美元 (约 5325 亿人民币), 年增速为 1.18% 左右, 但新兴市场国家增速强劲。2014 年, 中国规模以上企业营收规模为 1964.87 亿元, 同比增 12.22%, 玩具出口增速 14.20%, 远超世界平均水平。一方面, 全面二胎政策、人均消费提升 (由目前 23 美元向发达国家 200-300 美元的平均水平靠拢) 等因素也将进一步驱动市场整体高速增长, 另一方面, 行业集中度提升、品牌塑造将成为市场发展方向, 利好细分行业龙头。

互动与教育属性增强利好益智玩具发展, 产能扩张释放业绩。行业层面, 一方面, 海外玩具业发展趋向个性化和科教性, 各国政府重视玩具课堂, 且以积木玩具为主打产品的乐高业绩遥遥领先, 更显示了消费者对于益智类玩具的偏好增强; 另一方面, 中国政府对玩具的教育功能逐渐重视, 行业协会、相关企业也积极推动玩具在儿童成长教育中发挥着重要作用, 且家长教育意识不断增强, 对子女的教育计划制定更加提前, 而益智类玩具为早教乃至未来长期教育过程中备受青睐的产品, 公司作为上市公司中唯一以积木玩具等益智类玩具为主打产品的玩具公司, 将受益于细分行业的增长。公司层面, 此次公开发行股份后, 计划将募集资金中的 2.49 亿投入益智玩具生产基地项目, 项目建设期一年半, 若 2015 年底募投项目开始投建, 则将于 2018 年 100%达产, 新增产能 3200 万套/年。若产能充分消化, 预计公司未来四年收入将保持 20%的年均复合增速。

公司在国内玩具业具有领先盈利能力及营运能力, 且可借鉴海外巨头乐高成功经验。横向比较, 邦宝益智规模尚小, 但其毛利率较高, 营业利润率和净利率超其他上市公司, 且营运能力领先。海外玩具公司中, 乐高作为积木玩具龙头, 近年业绩表现超过其余四大玩具巨头, 以“创新+品牌+全球化”战略开辟成功之路。我们通过对标海外龙头研究, 我们认为邦宝益智亦可继续借鉴乐高经验, 不断完善研发机制, 并积极与学校、教育机构合作创新, 寓教于乐, 打造中国版“乐高”。

投资建议:结合公司 2015 年前三季业绩, 2015 全年我们初步预计净利润增长 25%左右, 对应发行后总股本, EPS 为 0.77, 首发参考价为 13.97 元/股, 对应 PE 为 18.25。2016-2017 年, 业绩将受到细分行业、产能释放、渠道完善、产品多元化、模式革新多重因素驱动, 长期看好, 但尚待后续进一步跟踪研究, 故暂未给予盈利预期及评级。

风险因素:产能释放进度不及预期, 原材料价格剧烈波动。

(柳太胜 CE No.: AM0971)



A 股报告每日精选

❖ 精功科技(002006 CH): 涉足碳纤维生产线制造, 极具战略意义 (20151126)

碳纤维生产线的研制体现出公司的战略眼光和知难而上的魄力。碳纤维具有广阔的市场空间, 其应用领域的不断开拓必将带来相应生产设备的繁荣, 在碳纤维应用大爆发之前涉足生产线研制极具战略意义; 而公司的底气来自于其在装备制造业的丰富经验以及曾成功研发出多晶硅炉子的经历。公司的经验、态度和研制方式都增加了该生产装置研制成功的可能性。

并非门外汉, 精功集团在碳纤维生产领域有一定基础。精功集团在碳纤维领域有一定的技术积累, 精功集团的子公司浙江精业新材料有限公司之前已购置了一条二手碳纤维生产线, 设计产能为 500 吨/年, 公司全程参与了改造。目前该生产线已经正式运转, 实际产出约 300 吨/年, 主要做 T300 规格的碳纤维。

以内外联合的方式开发碳纤维生产线。目前碳纤维还是处于起步阶段, 公司采用内外联合的方式开发样机, 该条碳纤维的设计产能为 1000-1200 吨, 设计工艺标准为 T700-T800, 在国内算是首台。与国外合作方主要为德国、意大利知名公司, 但装置外购的比例不到 50%。

借助集团平台, 集全公司之力发展碳纤维生产设备。碳纤维生产设备项目得到了集团层面的大力支持, 公司已成立了碳纤维装备的事业部, 利用多方力量拓展碳纤维生产线的研制。精功科技也将碳纤维生产线的研制列为 2015 年的第一重点项目。

盈利预测与投资评级: 鉴于“十三五”期间光伏装机总量上调, 我们预测公司主业业绩稳定增长, 碳纤维生产线也将持续贡献业绩, 公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.03/0.09/0.12 元/股, 给予“增持”评级。

(柳太胜 CE No. : AM0971)

近期研究报告

❖ 新能源光伏行业：景气向上，加速复苏(20151124)

新一轮行业上升周期，利好中上游企业发展。随着主要市场不断推出激励政策并且推广太阳能平价上网，我们预计全球太阳能需求将在未来的两年内显著提升，太阳能装机量将于 2015/2016 年分别同比增长 20%/16%。在经历过两轮完整的“繁荣-萧条-复苏”周期后，中上游制造业板块已基本完成行业整合，太阳能产品供给趋于正常化、产品价格波动亦趋于缓和。我们预计现存中上游企业将着重控制成本和拓展下游产业链，从而进一步稳固其行业领先地位。

下游板块短期承压，看好领先企业盈利增长。由于太阳能发电的公共事业属性及可观的投资回报率，除了中上游制造企业纷纷进行下游扩张，低集中度的中国太阳能发电行业正面临着日趋激烈的行业竞争。此外，上网限制以及补贴拖欠等问题也引发了市场近期对太阳能电场盈利能力的担忧。但是，我们认为该行业长期发展的强劲势头并未受到影响，中国目标到 2020 年实现 150GW 太阳能装机，即在“十三五”期间平均每年实现 20GW 装机；而领先的下游企业凭借可持续的商业模式、高质量的项目储备以及充足的资金支持将显著提升其盈利增长可见性。

板块超卖，行业高增长低估值，推荐买入保利协鑫。首次覆盖中国光伏产业，在我们看来，该产业基本面已显著改善，成长前景乐观；自今年二季度以来，市场多次下调盈利预期，我们认为板块已处于超卖、估值未反映行业的加速复苏及长期景气向上。就个股而言，我们首次覆盖保利协鑫能源（3800 HK），基于其稳健的盈利增长及具有较高吸引力的低估值，给予优于大市的评级。同时，我们亦首次覆盖协鑫新能源（451 HK）并给予优于大市评级；待后续太阳能装机进度跟进，市场可能会进一步调整其评级。尽管光伏产业风险依然存在，包括太阳能装机延迟、国内厂商竞争加剧以及国际贸易争端，行业估值已接近历史低位、下跌风险有限。

(柳太胜 CE No.: AM0971 朱可馨 CE No.: BEZ998)

❖ 盛京银行(2066 HK)：业务增长迅速，资产质量稳定(中性/目标价：10.62 港币/20151120)

地区金融发展的主要受益者。受益于当地丰富的金融需求以及地方和中央政府的多重政策支持，盛京银行在东北地区拥有广阔的发展空间。此外，该行已将其经营范围拓展至中国四大城市（北京、上海、天津和长春），形成了对环渤海经济圈和长江三角经济区的有效覆盖。

中小企业和零售业务是潜在的业绩增长点。在中小企业快速发展、个人金融需求快速增长的背景下，盛京银行不断发展中小企业和零售市场业务。通过积极利用电子渠道及新型物理网点，该行的相关业务迅速发展。我们认为中小企业和零售市场业务可以成为该行新的业绩增长点。

资产质量将持续高于行业平均水平。基于以下三点原因，我们预计该行的不良贷款率将维持低位：一、在中国大陆地区，不良贷款主要集中在长三角、珠三角和环渤海地区。由于盛京银行业务主要集中在中国东北地区，因此其贷款质量总体好于全国性银行。二、近年，该行在公共事业领域增加了贷款配置，同时在房地产和其他风险较高的领域减少了贷款配给，这一策略有效降低了资产组合风险。三、该行坚持只接受有效资产作为抵押品，同时对创新性业务实施严格风控。我们认为，这一系列措施可以有效防止资产的最终损失。

首次覆盖，给予中性评级。我们首次覆盖盛京银行，给予中性评级。基于戈登模型和分析预测，我们给定盛京银行 2016 年目标市盈率 1.06 倍，目标价 10.62 港币，较当前股价有 7.3% 的上升空间。我们看好该行的长期发展，但中国经济疲弱的现状及投资者对银行业资产质量风险的担忧，将使银行估值持续承压。

(徐博 CE No.: AXG732)

近期研究报告

❖ 哈尔滨银行 (6138 HK): 地区龙头初现, 多重优势明显 (优于大市/目标价: 3.03 港币/20151106)

本地商机丰富。哈尔滨银行地理位置优越, 当地融资需求巨大。近年来, 国家先后提出“振兴东北老工业基地”、“五大规划”以及“中蒙俄经济走廊”等多项政策, 带来更多金融业务机会。

具备多重业务增长点。哈尔滨银行业务已覆盖我国 14 个省市, 从一定程度上打破了城商行不得跨省经营的限制。通过发展小额贷款, 农村金融和国际业务, 该行近年来实现了两位数的收入增长。此外, 该行的两大子公司 (村镇银行和金融租赁公司) 收入处于翻倍增长阶段, 2015 年上半年对全行利润贡献已达 10.6%。

资产质量触底。该行最艰难的时刻或许已经过去。虽然资产质量压力是行业的普遍现象, 但哈尔滨银行的一系列资产质量领先指标出现了积极变化。今年上半年, 该行的次级类贷款和可疑类贷款迁徙率分别转负, 并分别达到-53.7%和-30.2%, 同时, 其拨备规模由相当于监管要求规模的 358% 上升至 404%。

投资风险。1) 中国经济减缓快于预期; 2) 资产收益率下降快于预期; 3) 行业环境及政策变化影响银行运营; 4) 股票交易流动性较低。

首次覆盖, 优于大市。基于戈登模型和我们的分析预测, 我们给定哈尔滨银行 16 年目标市盈率为 0.84x, 目标价为 3.03 港币, 较当前股价有 26.8% 的上升空间。首次覆盖给予优于大市评级。

(徐博 CE No.: AXG732)

❖ 中国铁建(1186 HK): 业绩增速显现, 与预期相符(优于大市/目标价: 13.8 港币/20151030)

三季报与预期相符。中国铁建 3Q15 单季营收达 1,502 亿元人民币 (下同), 同比仅减少 0.1%, 利润同比增速由 1H15 的 3.4% 持续增长至 4.3%, 与我们的预期相符。基于中国会计准则, 该公司的 3Q15 毛利率同比提高 0.9 个百分点至 11.0%, 受益于铁路 (9M15 毛利率为 10.1%) 和城轨业务 (9M15 毛利率为 8.68%) 板块的良好表现。此外, 公司 3Q15 的息税前净利率同比收窄 0.4 个百分点至 2.5%。其 3Q15 净利率达 1.9%, 与上年同期基本持平。考虑到公司 4Q15 收入确认将提速, 我们预计中国铁建的盈利增速将于 2015 年年底恢复。

新订单下降收窄。截止 9 月底, 中国铁建新订单总计达 5,564 亿元, 同比下降 1.5%, 较之 1H15 18.4% 的同比降幅有所收窄。具体而言, 公司基础设施业务新订单的同比增速由 1H15 的 -21.1% 收窄至 -2.5%, 而其他板块增速大多实现正增长 (勘探设计: 同比增长 11.5%, 制造: 同比增长 14.7%, 地产: 同比增长 60.5%, 物流: 同比减少 12.2%)。

更推荐中国铁建。相比于中国中铁 (390:HK, 增持, 目标价: 9.30 港币), 我们更推荐中国铁建, 由于中国铁建 1) 估值较便宜; 2) 9M15 的铁路业务毛利率表现更好 (中国铁建: 10.1%; 中国中铁: 6.9%); 3) 预计下半年新订单增速更快; 4) 净负债率更低。

重申优于大市评级。考虑到中国铁路总公司的加速招标, 我们预计中国铁建基础设施业务的新订单增速在今年四季度取得正增长 (主要由铁路, 公路和地铁工程驱动)。同时, 我们预计中国将于 2015 年底前增加其固定资产投资, 中国铁建今年四季度的收入增速将直接受益, 盈利增速也将随之提高。中国铁建 15/16 年对应的 PE 分别为 10.1x/9.1x, 与其历史平均估值 12.4x 相比仍具吸引力。因此我们的目标价为 13.8 港币, 预示 18.4% 的上涨空间。维持优于大市评级。

(孙凌霄 CE NO.: AX0391)



近期研究报告

❖ 中国中铁(390 HK): 新订单下滑收窄, 与预期相符 (优于大市/目标价: 9.3 港元/20151030)

三季报与预期相符。中国中铁 3Q15 单季营收达 1,574 亿元人民币 (下同), 同比增长 2.0%, 利润同比增速由 1H15 的 18.3% 下降至 3.0%, 与我们的预期相符。基于中国会计准则, 该公司的 3Q15 毛利率同比下降 0.3 个百分点至 10.9%, 主要被其地产和采矿业务所拖累。由于公司对营业费用的控制, 其 3Q15 的息税前净利率同比收窄 0.1 个百分点至 2.6%。此外, 其 3Q15 净利率达 2.0%, 与上年同期持平。考虑到公司 4Q15 收入确认将提速, 我们预计中国中铁的盈利增速将于 2015 年年底恢复。

新订单下降收窄。今年前 9 个月, 中国中铁新订单总计达 5,516 亿元, 同比下降 3.9%, 较之 1H15 19.4% 的同比降幅有所收窄。具体而言, 公司基础设施业务新订单的同比增速收窄至 -4.9%, 而其他板块增速均取得持续的正增长。在其电话会议中, 公司管理层重申了实现 2015 年 7,500 亿元新增订单目标的信心, 该目标于年初制定。

重申优于大市评级。考虑到中国铁路总公司的加速招标, 我们预计中国中铁基础设施业务的新订单增速在今年四季度取得正增长 (主要由铁路和地铁工程驱动)。同时, 我们预计中国将于 2015 年底前增加其固定资产投资, 中国中铁今年四季度的收入增速将直接受益, 盈利增速也将随之提高。中国中铁 15/16 年对应的 PE 分别为 11.4x/9.8x, 与其历史平均估值 15.8x 相比颇具吸引力。因此我们维持优于大市评级, 目标价为 9.3 港币。

(孙凌霄 CE NO.: AX0391)



附表 1: IPO 招股备忘

上市代号	公司名称	行业	招股价	招股日期	上市日期
03996 HK	中国能源建设股份有限公司-H 股	电气设备	1.59-1.73	2015/11/27-2015/12/02	12/10/2015
00331 HK	丰盛机电控股有限公司	建筑及装修	2.68-2.98	2015/11/26-2015/12/01	12/10/2015
00416 HK	锦州银行股份有限公司-H 股	银行	4.64-5.54	2015/11/24-2015/11/27	12/7/2015
03866 HK	青岛银行股份有限公司-H 股	银行	4.75-5.21	2015/11/20-2015/11/25	12/3/2015
01492 HK	中国中地乳业控股有限公司	乳制品	1.20-1.30	2015/11/20-2015/11/25	12/2/2015
03996 HK	中国能源建设股份有限公司-H 股	电气设备	1.59-1.73	2015/11/27-2015/12/02	12/10/2015

附表 2: 近期配股集资公司

日期	代号	名称	配售价	集资金额	配售类别	占已发行股本 (%)	集资方法 (集资目的)
26/11/2015	3380	龙光地产	557.554M	HKD 2.780	普通股份	11.151	先旧后新 (扩大资本基础;业务发展)
24/11/2015	8120	中国神农投资	328.760M	HKD 0.100	普通股份	19.999	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
24/11/2015	381	侨雄国际	--	--	可换股债券	0	代价发行 (偿还债务)
23/11/2015	8132	中油港燃	820.313M	HKD 0.128	普通股份	8.495	代价发行 (收购项目 购国内超新材料业务;按目标营业额发行)
23/11/2015	8132	中油港燃	468.750M	HKD 0.128	普通股份	4.854	代价发行 (收购项目 购国内超新材料业务)
23/11/2015	80	中国新经济投资	309.060M - 326.573M	HKD 0.235	普通股份	52.833	供股/公开发售 (业务发展 二供一)
23/11/2015	286	同佳健康	--	--	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
20/11/2015	8028	天时软件	397.980M - 402.680M	HKD 0.100	普通股份	20.236	供股/公开发售



(扩大资本基础;偿还债务 五供一)

20/11/2015	833	华讯	69.172M	HKD 1.880	普通股份	18.182	配售/发行 (扩大资本基础)
20/11/2015	1348	滢达富控股	40.500M	HKD 3.880	普通股份	12.609	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
20/11/2015	8083	中国创新支付	300.000M	HKD 0.406	普通股份	5.25	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
19/11/2015	1175	福记食品服务	107.260M	HKD 0.910	普通股份	19.999	配售/发行 (扩大资本基础)
19/11/2015	1886	汇源果汁	14.118M	HKD 3.280	普通股份	0.558	配售/发行 (扩大资本基础)

(来源: 经济通)



Research

LIU Taisheng, Steven

TMT
(852) 3465 5652
stevenliu@csci.hk

CHAN Ka Yeung, Duncan

Commodity
(852) 3465 5654
chankayeung@csci.hk

TIAN Yang

Automotive
(852) 3465 5775
tianyang@csci.hk

SUN Lingxiao, Roger

Industrials
(852) 3465 5785
rogersun@csci.hk

LI Wei

Pharmaceutical
(852) 3465 5781
liwe@csci.hk

XU Bo, Albert

Financials
(852) 3465 5789
albertxu@csci.hk

ZHU Kexin

Renewable energy
(852) 3465 5653
zhukexin@csci.hk

DUAN Xiaoxin, Joyce

Consumer
(852) 3465 5790
joyceduan@csci.hk

Institutional Sales & Trading

XIANG Xinrong, Ron

(852) 3465 5633
ronxiang@csci.hk

CAO Xiaogang, Glen

(852) 3465 5658
caoxiaogang@csci.hk

YUAN Zhefei, Annie

(852) 3465 5657
anneyuan@csci.hk

ZHANG Meng, Maurice

(852) 3465 5656
mauricezhang@csci.hk

HO Wen Hao, Jack

(852) 3465 5685
jackho@csci.hk

HO Hung Wei

(852) 3465 5687
hohungwei@csci.hk

LEE Ying Ju, Rose

(852) 3465 5707
roselee@csci.hk

AO Yiyu, Diana

(852) 3465 5708
dianaao@csci.hk

WANG Fei, Sophie

(852) 3465 5709
sophiewang@csci.hk

XIA Tian

(852) 3465 5670
xiatian@csci.hk

利益披露声明

截至本报告日期，

1. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师在此声明：
 - (i) 本报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每一位分析师对作为分析对象的证券和发行者的个人观点；
 - (ii) 分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去，现在及将来均不会直接或间接涉及本报告所表达的任何具体建议或观点。
2. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师，或其关联方，均不在本报告提及的任何公司中拥有任何权益（包括直接或间接拥有证券、安排财务融通或担任高级管理人员）。
3. 本报告由中信建投（国际）证券有限公司（下称“中信建投（国际）”）受香港证券及期货监察委员会监管（中央编号：BAU373）发出。
4. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，没有持有本报告提及的任何公司高于市场资本价值的1%。
5. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，跟本报告提及的任何公司中在过去12个月内就投资银行服务收取任何补偿或委托。
6. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无雇员或其有关联的个人担任此报告内所评论的任何上市公司的高级人员。
7. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并没有为此报告所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

免责声明

此报告只提供参考之用，在任何地区皆不可作为证券出售要约或证券买卖的邀请。此报告所提及的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由中信建投（国际）编写，所载资料的来源被中信建投（国际）（根据**利益披露声明**）认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点；中信建投（国际）或任何个人不对其准确性或完整性作任何担保。此报告所载的资料（除另有说明）、意见及推测反映中信建投（国际）于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改。由于假设及准则不一，不同的观点及分析方法可能被应用于准备有关材料，中信建投（国际）并无责任向任何接受本报告的人士提供该等材料。中信建投（国际）、其控股公司或任何其附属公司不对因使用此报告的材料而引致的直接或间接损失而负任何责任。

此报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此报告中所提及投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何人的投资目标、财政状况或特殊需求考虑进去。投资者应该不依靠此报告而是靠自己作出投资决定。客户在做出任何以此报告的建议为依据的投资行动前，应先咨询专业意见。在投资于本报告所涉及的证券前，投资者应考虑其个人投资目标及财政状况，并在有需要时就财政、税务及法律征询专业意见。

本报告的收件人须对本报告严格保密。本报告以仅供参考为目的而提供，且不得以任何目的被复制、再散布或传递（无论直接或间接）给其他任何人或被全部或部分公开。在其他管辖区散布本报告的行为可能受到法律的限制，且拥有本报告的任何人均应自行获悉所有该等限制或任何须遵守的规定。

中信建投（国际）研究部

香港中环交易广场2期18楼

电话：(852) 34655600 传真：(852) 21809495