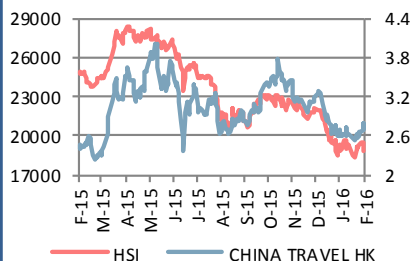


恒生指数与股价一年表现



**国内外主要市场指数**

	收盘	涨跌 (%)
恒生指数	18,888.8	(1.58)
上证指数	2,741.2	(6.41)
标准普尔指数500	1,951.7	1.13
道琼斯指数	16,697.3	1.29
纳斯达克指数	4,582.2	0.87
日经225指数	16,140.3	1.41
富时100指数	6,012.8	2.48
欧洲Stoxx50指数	2,877.4	2.03

**大宗商品及BDI**

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	33.1	-
COMEX黄金	1,232.9	0.15
LME铜	4,642.0	(0.06)
CBOT大豆	865.5	(0.77)
BDI	325.0	1.00

**债券市场资料**

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	0.7283	(3.66)
美国5年期国债	1.1710	(3.78)
美国10年期国债	1.7166	(1.85)
美国30年期国债	2.5945	(0.44)
德国10年期国债	0.1371	(10.42)

**外币汇率**

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.7726	0.05
美元/人民币	6.5335	0.03
欧元/人民币	7.1991	(0.05)
港币/人民币	0.8408	(0.02)
美元/日元	113.00	0.07
欧元/美元	1.1018	0.04

**主要活跃ETF**

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	10.20	(4.32)
安硕A50	8.75	(4.48)
德银X-trackers	22.16	(5.78)
恒生H股指数	79.35	(2.22)
中银报诚-沪深300	26.20	(5.76)
华夏沪深300	29.75	(5.10)

**恐慌指数**

名称	收盘	涨跌 (%)
CBOV VIX	19.11	(7.77)

资料来源: 彭博

**每周股: 香港中旅 (308 HK, 优于大市, 目标价: 3.60 港币)**

- ❖ 香港中旅在出售电厂后将拥有丰富的资源支持其盈利的增长, 推动带来的收购和资产注入机会和在珠海和安吉的旅游地产发展。
- ❖ 截至2015年中, 公司净现金达到了51亿港元, 我们认为这足以支持其潜在收购和旅游产业拓展。
- ❖ 公司目前的市盈率就同业公司相比有40-50%的折价。在人民币贬值的背景下, 我们相信香港中旅将受益于国内旅游业持续增长的固定资产投资以及良好的国内旅游市场环境。

**宏观要闻**

- ❖ 美国上周首次申领失业救济人数比前周增加1万人至27.2万人低于去年平均水平27.8万人, 接近充分就业。 [彭博]
- ❖ 欧元区1月份消费者价格指数同比上升0.3%, 低于市场预期和前月的0.4%。 [彭博]
- ❖ 德国3月份消费者信心指数报9.5, 好过市场预期的9.3及前月的9.4。 [彭博]
- ❖ 今日公布经济数据: 美国去年第四季度GDP, 日本2月份CPI, 新加坡和台湾1月份工业产值。 [彭博]

**公司及行业讯息**

- ❖ 国企改革十项改革试点落实计划披露 [新华网]
- ❖ 工信部: 今年中国工业增速预期约6% 设调结构奖补两年1000亿元 [路透]
- ❖ 中国发改委: 严格按时限停售低标准油品 规范成品油流通管理 [路透]
- ❖ 内地1月份铁路煤炭发运1.76亿吨 同比降10.8% [阿思达克财经新闻]
- ❖ 中信国际电讯(1883 HK): 收购中信网络股权进展顺利 加快发展国际移动数据流量交易平台 [阿思达克财经新闻]

**朝闻香江导读**

**【中信建投: 宏观观察】**

- ❖ 2016年中国经济十大猜想

**【中信建投: A股策略】**

- ❖ 寻找弱势下的小确幸

**【中信建投国际: 港股策略】**

- ❖ 盈利继续回落 价格风险提升

**【A股报告每日精选】**

- ❖ 聚焦供给侧改革——周期性行业点评集锦

**【近期研究报告】**

- ❖ 中信国际电讯(1883 HK): 不断向数据业务转型 (优于大市/目标价: 3.80 港币/20160225)
- ❖ 香港中旅(308 HK): 母公司的战略性重组 (优于大市/目标价: 3.60 港币/20160224)
- ❖ 中芯国际(981 HK): 产能扩张压制短期毛利率增长 (20160219)
- ❖ 中国铁路基建和交运: 2015年年报前瞻 (20160205)
- ❖ 中国旅游业: 境内旅游发展逆势而上 (20160212)
- ❖ 华虹半导体(1347 HK): 在疲弱的经济环境下逆势增长 (优于大市/目标价: 9.0 港币/20160203)
- ❖ 中国金属及采矿业: 去产能以改善行业前景 (20160121)
- ❖ 半导体行业: 中国半导体行业的强势崛起 (20160114)

## 中信建投：宏观观察

### ❖ 2016年中国经济十大猜想（20160112）

#### 一、凯恩斯无处发力

从当前情况来看，由凯恩斯主义主导的需求侧管理已经无处发力。

房地产投资方面，随着人口结构的变化、库存压力的加大，虽然2015年房地产销售量总体不错，但是值得关注的是，房地产投资没有像过去那样只要销售量一起来就会起来。

就制造业来说，金融危机后的“四万亿”刺激投资积累了大量的过剩产能，由于内外需求不足，产品普遍过剩，盈利能力不断恶化。这个去产能周期可能明年将是更深入、更剧烈，更惨痛的一年。

#### 二、去产能渐行渐近

传统行业盈利能力周期性下行，能源、工业、原材料等领域回报率下行。企业亏损家数同比加速增加至15%左右，创33个月新高。工业企业利润总额累计同比下降1.7%，连续7月为负。与2014年中央经济工作会议将稳增长作为2015年的首要工作任务不同，刚刚结束的2015年中央经济工作会议则把积极稳妥化解产能过剩作为2016年的首要工作任务。我们认为目前产能去化速度已经开始加快。

#### 三、新失业浮出水面

由于2016年经济下行，需求疲弱，企业破产重组的现象会大量增加，特别是部分资源型、装备制造型和压缩产能任务较重地区失业率相对较高。以东北地区为例，2015年上半年，东北地区的省会城市平均失业率在7%左右，比全国平均水平高2个百分点左右。这固然与人们的就业观念有关，更与其经济结构比较单一，偏重于资源型、装备制造型有关。华北也有一些省会城市也有类似情况。

#### 四、通缩风险显性化

从国际环境来看，世界经济的低速增长已成新常态，受中国经济增速放缓、需求减弱，以及行业高峰期资本投入过快过高、达产资源量井喷的影响，全球大宗商品普遍处于供大于求的状态。再加上美元进入升值周期，以美元计价的大宗商品价格持续承压。从国内环境来看，投资和消费需求走弱，经济增长和结构变化，去过剩产能和债务重组，不良率上升，都对价格上升产生明显的抑制作用，今年以来，生产资料成本回落，政府主粮收购价刚性上涨被打破，粮价仍有下跌空间，预计明年通胀增速降至1.1%左右，通缩压力加大。

#### 五、不良贷款欲抬头

今年以来，多家银行不良率高企，且多数今年前三季不良率增幅明显超过前两年的年增长率。伴随经济增速下行以及国内经济结构调整，部分行业现金流萎缩、利润下滑、经营困难的情况。特别是部分产能过剩行业的银行贷款，质量有所下滑。2016年随着去产能进程的进一步深入，大量的僵尸企业的市场化出清会出现大量违约，如果微观企业的盈利能力不见显著改善，不良贷款问题势必凸显。



此外，房地产行业逐渐暴露出的风险亦是造成银行不良率提升的主要因素。尤其是一些二三线城市，房价回落较大，投资回报率大幅下降，银行随之开始收缩房地产贷款。因此 2016 年银行贷款不良率还将出现明显上升。

## 六、人民币有序贬值

对于 2016 年的汇率，我们预计人民币对美元币值区间在 6.6-6.8，日内波幅进一步放宽至 3%。较之市场预测，我们对人民币贬值的预期相对保守。由于中国贸易顺差较大、FDI 正增长，并且当波动超过一定幅度之时，央行还是会果断的干预。所以人民币对美元的贬值空间不会太大。但另一方面，汇率的市场化改革在推进之中，央行表态在尽可能的条件下，会尊重市场供求关系的决定性作用。

## 七、降息降准防失速

我们预计，未来几年都是降准通道，存款准备金率预计将下调至 10%。2016 年中国仍有 1-2 次降息。

我们的预测主要基于：（1）降低社会融资成本仍然是央行的重要任务；（2）在经济内生动力不强、投资回报率降低之时，要防止经济的惯性下跌，需要通过加杠杆的方式进行，中央政府将成为加杠杆的主体；（3）2016 和 2017 年是地方债置换高峰，债务率的上涨将成为长期的趋势；及（4）为降低金融风险，需要低利率环境配合，也需要央行放松以护航。

## 八、衰退式宽松延续

在经济不断探底的过程中，又恰逢结构调整，实体经济对资金的需求边际弱化。从 2015 年的公开数据看，城投债、产业债融资用途 50%以上是用于偿还旧债。央行从“池子”里放水给商业银行，商业银行无法有效地传导给实体经济。这些资金会滞留在金融体系，压低资金成本。衰退式宽松将延续较长时间。

## 九、资金寻找避风港

2016 年我们将面对一个全新的信用环境。从银行角度看，不良资产显著上升可能是新常态。P2P 等网络信用形态也将迎来风险爆发的集中期。随着高风险资产的风险暴露，市场将降低风险偏好，资金必将寻找安全的避风港。利率债及高评级信用债和现金类资产将是资金轮动的价值洼地。

## 十、供给改革要提速

上世纪 80 年代，美国里根政府通过实施“供给侧改革”使美国经济得以复苏。此改革的主要措施包括放宽管制、减少税收、限制政府开销以及收紧资金供给。

对中国而言，需求管理已经效果式微，作用空间有限，而且经济积累了大量矛盾和问题，增长质量下滑：融资使用效率较低；生产企业产能过剩，大量僵尸企业存在；基础设施供给过剩，债务长期风险累积。我们认为，提振中国经济的重点是加速供给侧改革。当务之急是要减少和消除僵尸企业，加快对内对外开放，推动减政放权，鼓励和推动创新，加强知识产权保护。

（柳大胜 CE No. : AM0971 田阳 CE No. : BGL791）





## 中信建投：A 股策略

### ❖ 寻找弱势下的小确幸 (20160216)

#### 流动性变局，弱势格局奠定

春节期间海外股市普遍下跌，德银 CDS 飙升，贵金属黄金上涨，发达国家美、欧、日国债收益率不断刷新新低，美元跌、日元升值等资产表现说明市场避险情绪正在进一步升温，并通过一些脆弱的资产渠道释放，避险模式一旦开启，关闭很难。美国科技公司业绩不达预期、德银持续亏损、全球央行负利率预期、油价等大宗商品价格下跌，背后都指向市场与 2008 金融危机以来全球央行量化宽松政策走向末路，流动性变局拐点临近，驱动本轮市场下跌的核心因素估值回归有其合理性和必然性。

#### “两会前”市场反弹非反转，成长主题占先，逢高减仓

投资者的情绪没有继续恶化，存在修复的动机以及人民币汇率被动走强，政策面上有所期待为市场反弹提供的契机。但是这种修复是在市场情绪层面，而非基本面和流动性的转好，因此也就决定了对市场的反弹高度不应期望太高。单纯情绪的修复往往对应着存量博弈市场，行业配置上以成长主题为主，前期 TMT、电子、军工等热门行业将出现脉冲式上涨。绝对投资者可做波段参与，相对投资者要逢高减仓，调仓换股，寻找估值具有安全边际的小确幸的机会。

#### “两会后”市场继续寻底，从估值安全角度寻找小确幸机会

人民币汇率贬值压力中期的积压，增加了央行流动性投放的掣肘；在通缩阶段，简单推行现有的供给侧改革将加大经济企稳的难度，使得“两会”后市场大概率继续寻底。那么对于行业配置而言，本轮全球股市调整成长下行与价值筑底的特征就要格外重视，要从估值安全的角度出发，聚焦热点，缩减行业范围，寻找小确幸的机会。我们比较了当前与历史下行阶段相比，具有估值安全边际的行业，结果表明，以建筑、建材、房地产为代表的房地产产业链和家电、汽车、传媒为代表的大消费产业链具有估值上的安全边际，同时满足了经济增长和结构转型的需求，是“两会”后市场的小确幸机会。金融行业虽然具有估值优势，但偏紧的资金面和逐步暴露的资产风险抹平了估值优势，因此不做推荐。此外，在基准假定下，通过历史比较，需要回避高估值的成长如计算机、电子、军工行业；上游采掘、有色、钢铁，中游化工、轻工、机械等行业在没有进一步政策信号前仍需谋定而后动。

(柳太胜 CE No. :AM0971)

## 中信建投国际：港股策略

### ❖ 盈利继续回落 价格风险提升（20160201）

#### 中国宏观经济简评

1月发布的宏观数据显示当前经济整体仍旧呈现疲弱态势，2015年全年GDP增长6.9%低于政府年初设定的7%的目标，连续第二年增长未达标，房地产投资放缓，制造业去产能加快，基建减速，带动投资增速再次下行，固定资产投资到位资金同比增长7.7%，仅高于99年，低于97、98年及2008年金融危机时期的资金到位率，表明大量投放的资金并未进入实体经济。供给端来看，出清加速、工业生产动能仍然疲软，发电量、工业品产量、出口交货值均明显回落。

#### 购进价格反弹暗示工业产出价格企稳，下一步等待企业利润

在库存周期的框架下2016年上半年大概率仍会出现库存周期的低点，在去年12月的数据中，原材料购进价格已经出现反弹，采购端已经表现出需求的提升，但是1月份人民币和港币汇率风险的上升导致了货币市场出现了流动性收紧，在这一过程中央行的策略已经从“双降”切换到短期货币政策工具来调节，现阶段的担心是当前的货币政策是否会为了维护汇率稳定而牺牲部分流动性宽松，这对于大类资产配中的股票债券甚至房地产价格都会产生影响，从目前来看我们认为这种调整预期对于价格的反弹至少会形成一定滞后效应，工业企业的盈利和价格复苏可能会放缓，但1月27号的美联储议息会议之后给这种预期的担忧提供了一个喘息窗口，同时央行也加强了春节前的公开市场操作场次，从1月29日起扩大SL0参与机构的范围，短期内的价格担忧或许可以暂时消退。

#### 行业比较

产业链中游基本面相对较好，下游必须消费品的利润和库存比去年3季度有所回落，上游部分资源品基本面有所改善，但并不是来自需求端改善，而是供给收缩暂时缓解了产能过剩，在高层大力推进供给侧去产能政策的当下，我们认为部分长期受困于产能过剩的行业有可能出现交易性机会，煤炭、钢铁等行业价格、盈利和库存长时间处在疲弱水平以下，弹性收缩，可以自下而上的选择配置标的，但系统性机会需要工业价格和库存的反弹才能确认。

#### 港股配置策略：

我们的宏观和行业分析揭示了仍然相对微弱的PPI改善及后续企业盈利企稳的信号，鉴于这些信号的不确定性我们并不建议投资者过于激进去投资上游资源股。对于港股，我们预期在1月份大幅下跌之后（-10%），未来几个月会受到日本宣布负利率及市场预期欧洲央行在3月份加大刺激的支持。但是我们认为港股反弹的空间有限，这部分由于未来几个月是业绩期会有不少负面消息影响股市。在行业配置方面，我们建议投资者趁反弹减持资源股（如鞍钢（323 HK，逊于大市），短线看好资讯科技，医药和澳门博彩股，中长线建议投资者收集上游科技硬件和电信（中芯国际（981 HK，优于大市），中国联通（762 HK，优于大市），中通服（552 HK，优于大市），保险和大型综合企业股。

（柳太胜 CE No. : AM0971 田阳 CE No. : BGL791）



A 股报告每日精选

❖ 聚焦供给侧改革——周期性行业点评集锦（20160119）

**【煤炭】**政府化解过剩产能的思路基本围绕着控制增量、淘汰落后、优化存量、创造新量的思路。去产能从财政、金融、民生多处着手，基本思路还是遵循市场化原则（市场倒逼）、以地方政府根据本地区的情况，以企业根据自身实际情况来制定措施，中央为地方政府和企业化解过剩产能的资金提供配套资金，并且提出了支持力度与去产能规模挂钩，也就是去的越多获得的补助资金越多，并非对所有困难企业的救济资金。并且会议对阻碍目前去产能的因素债务和不良资产也有相应完善措施。后续我们仍需关注资金落实、财政金融政策的细化、地方和企业的去产能量化目标、不良资产核销和债务处置措施以及人员安置和分流办法等。

我们对未来几个月煤炭股仍持乐观态度，供给侧改革政策的细化落实有望提升煤炭股风险偏好，进而带来波段性投资机会。目前煤炭股还处于预期差修复阶段，这一第一阶段行情。我认为后续可能还有两拨行情，第二波是政策具体落实和细化带来的回升；第三波需要观察需求侧，经济企稳回升带来的机会。整体来看行业在 2016 年处于底部整固期，煤炭价格 2016 年上半年也难以回升，因此股票更多来自于波段性机会，对投资时点要求较高。个人认为，目前煤炭股仍处于预期差修复这一阶段，投资时点较好。我们推荐组合：神火股份、山煤国际、盘江股份、西山煤电、冀中能源、陕西煤业。

**【有色】**总体上，我们感觉去僵尸化产能在进程和力度上有可能会超出我们所有人的预期。梳理各省市的经济工作会议内容就可以明显的感到这一点，比如新疆明确提出就算是对先进产能也要严格控制；湖南则表示要停止补贴和保护，实现市场出清；对于半个僵尸企业，宁夏则要求不能等，要加快，争取早转早主动。微观层面，则是山西铝厂的拟停产、广西有色申请破产以及昭通电解铝项目的紧急叫停。我们甚至担心政策来的会过猛而不是不作为。有色领域首选电解铝，电解铝首选云铝，同时要关注中孚实业（停牌中），维持上半年将是投资蜜月期的判断。买入就在当下！

**【化工】**供给侧改革的最新观点。近期我们对供给侧改革对化工行业的影响进行了一下梳理。我们认为主要有三点：

一是推动企业并购整合，这包括化工行业国企改革，主要是通过并购整合提升龙头企业的国际竞争力，从而提升品牌溢价能力，这包括轮胎、钛白粉等行业；

二是环保要求提升加速高污染行业落后产能淘汰，对于行业内落后产能，通过上环保设施增加小企业生产成本，从而倒闭小产能退出，这包括纯碱、钛白粉、粘胶、农药等污染比较严重的行业；

三是制造升级，既包括传统周期品的转型升级，也包括新材料公司的产品升级，传统周期品，比如钛白粉的氯化法、农化领域的农业信息化，新材料领域则主要关注锂电材料、电子化学品等。

另外，我们也梳理了一下化工企业的资产负债率，发现化肥、涤纶、粘胶、纯碱、氯碱等板块资产负债率都在 50%以上，供给侧改革降杠杆有利于加速这些行业的出清。

站在目前的时点，我们重点推荐的子行业是纯碱和钛白粉，纯碱是产能出清最为彻底行业，开工率 88%，高开工率低库存，目前行业已经淘汰落后产能 350 万吨，未来还会有产能进一步出清，前不久青岛碱业 80 万吨产能已经永久性关停，就是一个代表，纯碱行业需求仍能保持 1%的增速。目前纯碱价格已经有所反弹，重点推荐山东海化、双环科技、三友化工。

我们推荐的另外一个子行业是钛白粉，主要原因是钛白粉已经跌破成本价，行业内大部分企业关停，库存低，国际巨头提价是一个风口，国内龙头龙蟒已经率先提价 300 元/吨。目前国内外价差扩大，人民币贬值利好出口，供给侧改革有望加速小产能出清，看

好钛白粉行业春季行情。重点推荐佰利联，关注中核钛白、金浦钛业、安纳达。

**【建材】** 1. 供给侧改革对水泥行业的影响。水泥行业作为典型的强周期性行业，2015年之前的表现应该说优于其他产能过剩的行业，总体上盈利能力还可以；但是，2015年整个行业的逻辑发生的巨大的变化，下游需求持续乏力和不振，在这种情况下各企业之间也纷纷恐慌式降价，导致全年水泥平均价格走势持续下降。从数据上来看，2015年需求端产量预计同比下降5%，为十多年来首次负增长，形势比较严峻。从供给端来看，2015年我国新增水泥熟料生产线31条，新增熟料产能4712万吨，较2014年减少2319万吨，降幅为32%。2013、2014、2015连续三年新增熟料产能递减。从目前掌握的数据来看，预计2016年还有3000万吨左右的新增水泥熟料产能，形势还比较严峻。

2016年供给侧改革必然对行业发展起着至关重要的作用，目前有的地方政府已经开始行动：如：新疆已经要求坚决制止钢铁水泥等行业新增产能，宁夏预计到2017年在钢铁、水泥、电解铝、焦炭、铁合金、电石六大行业，将在目前产能的基础上减少500万吨；河北提出，到十三五末，钢铁、水泥、平板玻璃产能分别控制在2亿吨、2亿吨和2亿重量箱左右。

我们认为，今年力度一定要比往年要大，具体来说主要有几个方面：（1）新批、新投资的新增产能很难出现了，要坚决遏制新增产能，预计2016年效果比2015年要好一些；（2）落后产能也会加快淘汰，主要有2000吨/日及其以下的生产线、淘汰32.5低标号水泥以及环保不达标的，以及困难落后小企业的退出，预计全年有明显效果；（3）北方地区在冬季继续实施错峰生产，南方地区继续实施减排生产，通过地区和季节因素来控制供给。预计效果和2015年差不多；（4）企业之间的兼并重组。目前我国水泥企业3300家左右，在行业低点时兼并重组成本相对便宜。但是水泥行业具有非常强的区域性，竞争格局已基本形成，大企业之间的兼并重组不是一触而就那么容易的，参照美国、日本、欧洲等发达国家的经验，也需要经过相对长的时间才形成比较高的行业集中度。所以，我们认为，区域性的大企业兼并小企业相对容易，今年应该有所突破；但大企业之间的兼并重组则尚需时日。

综合供给端的分析，我们认为，2016年供给侧改革会有一些成果，控制供给将成为主旋律。结合需求来看，即使需求同比2015年持平的话（GDP增速有6.5%的底线，水泥需求还相对乐观），边际供需关系将会改善，会促进行业整体的价格和盈利向健康良性方向发展。

2. 对后市的看法：（1）从二级市场来看，短期对供给侧改革预期会不断加强，随着有关政策的不断落地，建材股尤其是水泥制造、玻璃制造板块将有阶段性机会，但是这个地方请注意一定是阶段性机会，不是趋势性的，而且需要精选板块里面面对供给侧改革比较敏感的个股。（2）中期来看，我们坚持年度投资策略报告中的观点，水泥行业投资两条主线：一是关注周期反弹的阶段性机会，重点关注京津冀地区，关注冀东水泥和金隅股份；二是关注国企改革重组的预期，建议关注中材和中建材的重组预期以及中材集团下属三家水泥上市公司的同业竞争问题的解决，关注天山股份、祁连山、宁夏建材；玻璃板块整体基本面相对水泥还要差一点，个股方面建议关注：方兴科技，南玻A、旗滨集团。另外，新型建材关注市值小、弹性大、转型相对容易，又有业绩保障的公司，建议关注恒通科技。

**【地产】** 成交：15年是流动性和政策集中释放的结果，16年这两点存在不确定性，分化的情况会更加严重，叠加15年的高基数，判断明年销售同比下降，呈现前高后低的格局。

房价：判断维持平稳，主要基于：1、我们观察到全国的供给速度正在下降，在一定程度上对冲了市场调整对房价的压力；2、考虑到降息的话，家庭实际月供压力提升幅度并不大。

投资：15年投资下降超出预期，我们虽然认为大方向还是向下的，但明年上半年有希望阶段性企稳，主要在于资金和投资增速的剪刀差不可能一直持续下去，与早周期行业观点对应。





政策：大方向继续宽松，降首付、税费的调整市场预期已经明确，但我们认为从释放节奏上来说，政策释放的高点已经过去。

我们近期也写了一篇去库存的深度报告，测算的全国库存面积大概在 140 亿平米左右，按 15 年销售来算，大概需要 11 年消化，近期三四线城市调研印证依靠本土人口无法实现快速去库存。我们很认可农民工进城这个城镇化的思路，但不认可把农民工和去库存联系起来，让农民工买房不仅仅需要解决他购买力的问题，同时还要解决相关的户籍、教育资源等配套，而这不可能是一蹴而就的。基于以上的判断，2016 年是个基本面比较平淡的一年，需要把握的是结构性的机会，15 年比较明确的一点是过去中小型企业顺周期实现弯道超车的现象越来越少见，对于大部分企业而言，转型和创新是必须选择的路。

配置方面：龙头我们建议关注招商蛇口、保利地产、华侨城，成长+创新的企业我们建议关注华发股份、中洲控股、阳光城和顺发恒业，这周大跌之后，很多已经超跌，建议大家关注。

### 【电力设备】推荐配电网板块

- 1、配电网投资增速出现大拐点十分明确：15 年大约 2000 亿出头，预计 16 年超过 3000 亿投资，增速 50%以上。
- 2、近期行业性催化剂。从国家电网公司 2016 年工作会议上获悉，2016 年，国家电网公司计划投资 4390 亿元用于电网建设。其他亮点：国企改革，电力体制改革，新的招标规则。
- 3、相关公司业绩出现拐点。三季度业绩同比下滑幅度，国电南瑞下滑 55%，置信电气下滑 34%，许继电气下滑 72%，北京科锐下滑 86.38%，四季度业绩反转，全年业绩下滑幅度缩小，国电南瑞、置信电气有望持平，北京科锐偶网缩小至 30~40%，许继电气有望缩小至 50%。
- 4、南瑞继保的注入国电南瑞预期较强。南瑞继保承诺 16 年年底完成注入，以解决同业竞争问题，按时间算近期要启动；国网启动国企改革进程将加快注入速度。南瑞继保 2013 年净利润约 16 亿，2014 年前三季度净利润约 9 亿，略大于上市公司，如果按 12~15 倍估值作价注入，完成交易后市值约为 600 亿，净利润约为 30 亿，整体 PE 下降到 20 倍。
- 5、涨幅落后，中信行业上涨 71.25%，15 年南瑞上 涨 15.27%，置信电气上涨 20.02%，许继电气下跌 3.84%，涨幅落后行业涨幅很多，新的一年机构配置向滞涨品种倾斜的意向使这些公司的关注度提升。
- 6、推荐国电南瑞，还有 30%~50%的上涨空间，如果不想追涨，推荐配置置信电气、北京科锐。

(柳太胜 CE No. :AM0971)



## 近期研究报告

### ❖ 中信国际电讯(1883HK)：不断向数据业务转型（优于大市/目标价：3.80 港币/20160225）

**澳门地区业务因博彩业萧条而降温。**中信国际电讯 2015 年业绩公告显示，服务收入（除手机销售）同比下降 1.7%，主要因为语音和短信服务持续萎缩，澳门博彩业萧条导致公司在该地区的移动服务收入同比下降了 5.7%。相反，公司在企业数据方面表现不俗，实现了 13.8% 的收入同比增长，主要因为公司增加了 9 条全球网络节点。公司现有的全球网络节点数达到了 100。由于有效的成本控制，公司去年实现了 8.7% 的 EBIT 同比增长及 10.8% 的净利润同比增长。

**不断向数据业务转型。**2015 年，公司语音收入占总体服务收入不足 35%（我们测算 2014 年该数字约为 40%），我们认为，中信国际电讯已成为国际同业公司中向数据业务转型的先锋。公司于 2015 年推出了 DataMall（自由行）全球数据流量交易平台的应用程序（B2B2C 模式），在运营商和互联网领域引起强烈反响。

**光纤网络发展潜力巨大。**中信国际电讯收购中信网络 39% 股权的事宜正在等待相关监管部门的审批，我们预计该收购将于今年第四季度完成。中信国际电讯已经开始和潜在客户推广其 500GB 的光纤带宽（现使用的带宽仅为 50GB）。经我们测算，500GB 带宽的全面使用将带来 3-6 亿港币的潜在年收入。我们期待中信网络从 2017 年开始带来正盈利贡献。

**估值吸引，是一个好的买入点。**我们将 2016/17 年的收入预测分别调低 1.8%/1.2%，并基于 DCF 模型将我们的目标价由 3.90 港币调低至 3.80 港币。公司 2016 年的市盈率为 14.1 倍，市帐率为 1.3 倍，股息率达 4.2%。我们的估值暂未考虑公司对中信网络的股权收购，认为当前的估值颇具吸引力。维持优于大市评级。

（柳太胜 CE No. : AM0971）

### ❖ 香港中旅(308 HK)：母公司的战略性重组（优于大市/目标价：3.60 港币/20160224）

**港中旅集团和中国国旅集团考虑战略重组。**香港中旅于昨日收市后宣布其控股股东港中旅集团（HKCTS）和中国国旅集团（CITS）正筹划战略性重组事宜。有关重组的细节尚未公布，最终方案有待相关主管部门批准。

**免税店及旅行社业务将是本次重组的重点。**港中旅集团的主营业务涉及旅行社、旅游景点、酒店、物流和交通运输、工业、地产及金融，总资产价值达 980 亿人民币。中国国旅集团主要从事旅行社、免税店和交通运输等相关业务，总资产价值达 120 亿人民币。由于两家公司都有开展旅行社业务和在中国境内经营免税店的牌照，我们认为这两项业务将会成为本次重组计划的重点。

**对上市公司的影响。**港中旅集团目前拥有两家上市公司——香港中旅及华贸物流（603128 CH），而中国国旅集团只拥有中国国旅（601888 CH）这一家上市平台。我们认为，尽管在现阶段相关上市公司尚不确定是否能够受益于母公司的重组计划，但是我们相信该计划将会提高两家公司同类业务的协同性和经营效率。作为港中旅集团旅游业务的唯一上市平台，香港中旅的潜在资产注入的可能性愈发清晰。

**估值。**香港中旅 2016 年的市盈率为 12.6 倍（基于全面摊薄每股收益），市帐率为 0.9 倍，同行业内估值最低。考虑到国企改革进程加速或将推进香港中旅的潜在收购计划，我们重申优于大市评级。基于 DCF 模型我们维持 3.60 港币的目标价，相当于 2016 年 17.2 倍的市盈率（或 12.6 倍除去现金后的市盈率）。

（苏励姗 CE No. : AHA295）

❖ **中芯国际 (981 HK) : 产能扩张压制短期毛利率增长 (优于大市/目标价: 0.86 港币/20160219)**

**28 纳米制程拓宽潜在市场, 促进收入增长。**去年第三季度, 中芯国际的 28 纳米晶圆已进入批量生产并实现收入贡献 (去年第四季度收入贡献率为 0.3%)。我们预计, 该产品今年第四季度将实现两位数占比的收入贡献。此外, 基于中芯国际的 28 纳米高介电常数金属闸极 (HKMG) 制程平台, 联芯科技推出适用于智能手机等领域的 28 纳米 SoC 芯片。我们预计, 28 纳米或更小晶圆将在未来的 3-5 年内继续贡献 70-80% 的全球半导体收入。因此, 我们认为 28 纳米制程和 HKMG 将大大拓宽中芯国际的潜在市场。

**短期毛利率承压, 因其计划扩张产能。**公司看到对国内晶圆代工厂快速增长的需求, 决定将 2016 年的资本开支提高 37% 至 21.6 亿美元, 以将其产能扩张 20%。我们预计, 公司的毛利率会因此在未来的 3-5 个季度内承压, 导致公司管理层将其 2016 年第一季度的毛利率指引定为 22-25%, 低于市场预期。但是, 我们期待公司毛利率在 2017 年第三季度反弹至 29-31%, 届时, 公司 28 纳米制程的收入贡献将有所提高, 而资本开支将减少。

**紧盯收购机会。**截至 2015 年年底, 中芯国际的净负债比率仅为 3.0%。此外, 全球的整合元件制造商 (IDM) 正不断处理其老旧的晶圆厂。因此, 我们认为公司有充足的资金和丰富的机会进行收购。与此同时, 中芯国际也可能成为紫光股份大举收购国内外集成电路公司的受益者。

**依然是中国半导体行业崛起的代表。**基于毛利率将在近期下降 5-6 个百分点的假设, 我们将该公司 2016/17 年的盈利调低 7.7%/9.4%, 同时基于 DCF 模型将目标价调低至 0.86 港币。维持优于大市评级。中芯国际 2016 年的市盈率为 14.2x 倍, 市帐率为 0.94x 倍, 考虑其长期的发展潜力, 我们认为目前仍然是好的进入点。 (柳太胜 CE No.: AM0971)

❖ **中国铁路基建和交运: 2015 年年报前瞻 (20160205)**

- 承压于市场对国内铁路固定资产投资放缓、资产负债状况趋于紧张的预测, 自今年年初, 中国铁路基建板块平均跑输恒生指数 (恒生指数: -13.3%; 铁路板块: -17.8%)。由于收入增速健康、利润率稳定, 总体而言, 铁路基建公司预计 2015 年仍然实现正盈利增长。
- 中国高速公路运营商 2015 年的盈利表现各异。深圳高速公路股份 (548 HK) 发布盈利预警, 预计其 2015 年盈利将同比下降 20-40%, 主要因为深圳市政府出资回购南光、盐排及盐坝高速公路; 另外三家浙江沪杭甬 (576 HK)、江苏沪宁高速公路 (177 HK) 及越秀交通基建 (1052 HK) 则预计实现两位数的盈利增长。

**铁路基建:** 预计 2015 年将实现高个位数的盈利增长。铁路基建工程总承包在 2015 年遭遇逆风, 主要因为国内铁路固定资产投资低于计划的 8,000 亿人民币, 海外项目的推进也不及预期。尽管如此, 由于利润率稳健且投资收益提高, 铁路基建公司预计 2015 年实现正盈利增长。

**铁路设备制造:** 预计 2015 年将出现交付高峰。考虑到海外订单合同不及预期、机车和货车制造遭遇的不利因素, 我们预计中国中车 (1766 HK) 2015 年将仅仅实现高个位数的盈利增长。株洲南车时代电气 (3898 HK) 并未实现从中国北车先前的产品提供商获得的市场份额增长, 其自身的机车和货车订单也较为平淡。

**高速公路:** 预计 2015 年盈利将被政府回购高速公路所侵蚀。深圳市政府出资回购三条高速公路将对深圳国际 (152 HK) 及深圳高速公路股份 (深圳国际的子公司) 2015 年的盈利表现产生负面影响。但是, 我们预计江苏沪宁高速公路 (177 HK) 及越秀交通基建 (1052 HK) 将受益于道路交通量的稳健增长, 实现 15-18% 的盈利同比增长。此外, 浙江沪杭甬 (576 HK) 2015 年预计实现 20% 的盈利同比增长, 因其浙商证券盈利贡献稳健, 高速公路交通量稳定。 (孙凌霄 CE No.: AX0391)



#### ❖ 中国旅游业：境内旅游逆势而上（20160212）

**境内旅游将受益人民币贬值。**中国的境内旅游市场在近几年来得以大规模发展。2009-14年，境内旅游收入的年复合增长率达到了24.4%，超过同期国内零售收入15.4%的年复合增长率。此外，由于消费者薪水普遍提高、交通设施日益完善以及旅游服务素质不断提升，旅游人均开销占旅游总收入比例的增长速度已超过旅客人数的增长速度。就中期来看，人民币贬值将利好入境游同时利空出境游。因此，我们预计一小部分出境游客会转为选择境内旅游。在我们看来，尽管中国消费者信心下降，境内旅游发展势头依然强劲。

**政府的优惠政策和外商直接投资。**我们预计，中国政府将在“十三五”期间继续推动发展旅游业成为国家战略性支柱产业。2016年，我们期待国企改革在四大国企旅游公司进一步推进，上海迪士尼的正式营业吸引更多海外投资者投资主题公园，以及农村旅游带来更多的就业机会。

**估值和个股推荐。**我们首次覆盖中国旅游业，特别关注旅游景点板块。就个股而言，我们首次覆盖香港中旅（308 HK，优于大市，目标价3.60港币），该公司现金充足，计划收购部分旅游景点，拥有珠海旅游地产项目以及持续的股份购回计划，因此估值吸引。我们也推荐市场定位独特的主题公园运营商海昌海洋公园（2255 HK，优于大市，目标价1.90港币），预计该公司的新型主题公园将带来稳健的游客人数增长，推升上市公司主题公园经营业务的EBITDA增长。此外，我们认为海昌海洋公园新增的海洋馆运营及咨询服务，以及2017年上海海昌极地海洋公园的正式营业都将进一步推动公司的成长。

（苏励姍 CE No.：AHA295 段晓鑫 CE No.：BEJ250）

#### ❖ 华虹半导体（1347 HK）：增长稳健保障逆势增长（优于大市/目标价：9.0港币/20160203）

**工厂维护拖累四季度业绩。**华虹15年四季度的实际收入稍低于其管理层先前的指引（1.46亿美元-1.56亿美元），主要由于同期行业库存调整及公司自身的工厂维护。此外，公司15年四季度的毛利率下降至29.5%（15年一季度至三季度的毛利率为30.5-33.0%），从而使得关键指标之一的利用率只达到了80.3%。然而，受益于940万美元的政府补贴以及股息预扣税的撤销，华虹去年四季度盈利稳健，全年盈利好于预期。

**产能扩张确保收入增长。**在进行工厂维护的同时，华虹将其总产能扩展至146,000片/年，同比增长13.2%，距离在2016年底前实现164,000片/年的目标产能更近了一步。我们认为，公司目前的产能扩张足以支持其在未来的2-3年内实现两位数的收入增长。因其资产负债表稳健、杠杆提升空间大，华虹一直计划通过并购的方式扩张产能。考虑到传统的整合元件制造商已经开始处理自己的老旧工厂，我们认为华虹并购扩张的可行性越来越高。

**经济趋势向下，华虹逆势而上。**公司管理层对16年一季度收入实现14-16%环比增长的保守指引体现出持续的库存调整压力和低迷的全球经济环境。尽管如此，我们相信华虹可以逆势而上，在一季度实现两位数的收入增长，主要因为：1). 全球半导体行业的重心移至中国，本土晶圆制造商将因此受益；2). 中国本土无晶圆系统公司迅速发展及3). 华虹的核心产品（嵌入式非易失性存储器和分立器件）领先行业增长。

**估值吸引。**华虹目前的估值为2016年7.8倍市盈率和0.54倍市帐率，股息率达到了3.9%，较之国内外同业公司都有较高的折价。我们认为，华虹目前的估值暂未反映其稳健的增长，强健的资产负债表以及健康的成长前景。我们略微调整预测，维持目标价9.0港币不变，有43.1%的上升空间。维持优于大市评级。

（柳太胜 CE No.：AM0971）



#### ❖ 中国金属及采矿业：去产能以改善行业前景（20160121）

- 在消费增长趋缓和“供给侧改革”的大环境下，我们预计金属行业减产和收储（即所谓的“减产动机”）将会在 2016 年继续。在我们看来，减产对于把市场带回新常态的平衡点至关重要。
- 我们首次覆盖中国金属及采矿业，并给予中性评级。在我们覆盖的 6 家公司中，我们更看好鞍钢股份(347 HK, 优于大市, 目标价 3.8 港币)、江西铜业(358 HK, 优于大市, 目标价 9.0 港币)和紫金矿业(2899 HK, 优于大市, 目标价 2.1 港币)。这几家公司目前的估值相对较低。我们最不看好马钢(323 HK, 逊于大市, 1.3 港币)，因其利润修复的可见性低。

**减产促进市场的再平衡。**我们预计，中国主要的铝制造商将在 2016 年就削减产能方面加强合作。鉴于过往该行业减产的执行力较弱，我们对厂房关停的实际效果表示担忧。就钢铁业而言，我们预计产能关停和中小型厂房的合并将在 2016 年持续。黄金方面，尽管美联储可能在今年继续加息，我们认为中国央行对黄金的继续增持以及强健的零售商品购买力将会进一步提升国际市场上黄金的买卖价格。

**关注 16 年下半年金属价格见底。**我们认为，2016 年金属价格将会逐渐恢复，主要因为：1) 资本支出会从峰值水平进一步下滑；2) 金属行业的基本面将有所提升；3) 对于 2017 年金属价格回升的预期将使投资者重新定位，或带来 16 年下半年金属行业需求的上涨。

**我们看好鞍钢、江西铜业和紫金矿业。**我们首次覆盖 6 家公司，包括中国铝业(2600 HK, 中性, 目标价: 2.4 港币)、鞍钢(347 HK, 优于大市, 目标价: 3.8 港币)、江西铜业(358 HK, 优于大市, 目标价: 9.0 港币)、马钢(323 HK, 逊于大市, 目标价: 1.3 港币)、招金矿业(1818 HK, 逊于大市, 目标价: 4.0 港币)以及紫金矿业(2899 HK, 优于大市, 目标价: 2.1 港币)，市帐率为 0.4-1.2x 不等，平均市帐率为 0.7x，估值处于历史低位。我们认为，鞍钢、江西铜以及紫金矿业的估值将在短期内进一步下降，是一个好的进入时机。我们按市场价格变化就潜在资产减值做出的情景分析表明，招金、紫金受到的影响最小，而江西铜的估值仍低于较早低位。

(陈家扬 CE No. :ALH659)



#### ❖ 半导体行业：中国半导体行业的强势崛起（20160115）

**全球半导体行业风云变幻，摩尔定律将持续发酵。**过去的40年见证了全球半导体行业的迅猛发展——科技快速更新换代、全球半导体公司排名重新洗牌。我们看到欧日老牌半导体公司掉出了全球排行榜的前几名，而韩国和台湾地区却不断涌现新的行业巨头。伴随着摩尔定律的持续发酵，中国半导体公司将在未来的5-10年内带给全球新的竞争格局。

**物联网和工业应用将促进行业发展。**根据美国咨询公司国际数据咨询（IDC）的预测，全球物联网的市场规模将从2014年的3.3万亿美元增长到2020年的8.9万亿美元，相当于17.0%的年复合增长率，从而推升传感器、通讯和电脑运算应用中半导体的需求。此外，机器人、3D打印、虚拟现实/增强现实技术、无人机和无人驾驶汽车等工业应用也将创造新的需求。

**全球半导体行业拥抱中国的强势崛起。**尽管中国消耗了全球超过一半的半导体产品，国内快速增长的半导体需求依然严重依赖进口。我们测算出目前国内半导体的自给率不到30%，因此中国政府近年来对于发展半导体行业的需求有所重视。政府先后建立了1380亿人民币的国家集成电路基金、政府和国企支持的半导体公司及投资财团，使得中国在全球半导体市场的角色愈发重要。这一系列举动也在国际市场上掀起了半导体并购的风潮，去年全年并购的总金额达到了1,600亿美元。2015年全球市场上20宗大型并购中，有5宗是由中国公司发起的。

**估值和个股推荐。**我们首次覆盖大中华地区的半导体行业，并首次覆盖台积电（2330 TT，优于大市，目标价150.0新台币），中芯国际（981 HK，优于大市，目标价0.95港币），华虹半导体（1347 HK，优于大市，目标价9.0港币）以及舜宇光学科技（2382 HK，中性，目标价17.0港币）。在大中华地区，我们更加看好在技术和规模等方面具有领先优势的台积电以及市场地位优越的中芯国际。尽管我们对舜宇光学科技长期看好，我们预计公司2016年难有较好的表现，故其目前估值较高。

（柳太胜 CE No. : AM0971 朱可馨 CE No. : BE2998）

#### ❖ 台积电（2330 TT）：尖端技术继续盈利（优于大市/目标价：150.0新台币/20160114）

**全球半导体产业演变趋势利好。**过去的几十年，全球半导体行业经历了从整体元件制造商（IDM）到晶圆代工厂的演变。全球IDM公司数量从20年前的20余家锐减至现在仅剩的2-3家。考虑到科技的迅猛发展及资本开销需求的不断提高，我们预计拥有领先技术的半导体加工公司在今后的3-5年内会进一步提高行业的集中度（尤其是拥有20纳米或更小尺寸制程节点技术的制造商）。

**结构性盈利和成本优势。**台积电大量的研发投入、高额的资本开销以及高效的公司运作，使其在全球晶圆代工市场具有领先地位。根据Gartner数据显示，台积电2014年的全球半导体代工市场占有率为53.7%。此外，该公司一系列的优势也确保其利润率高于全球大部分同业竞争者。尽管中国新兴的半导体公司对全球市场造成了一定的威胁，我们认为台积电的自身优势使其具有一定防御性。

**半导体的潜在需求将在2017年释放。**部分被中国疲软的经济所拖累，2016年全球半导体市场或无大起色。尽管如此，我们预计半导体行业的潜在需求将于2017年开始逐渐释放，主要因为：（1）物联网的市场规模将于2020年达到8.9万亿美元；（2）智能手机及其他电子产品对硅材料需求不断提高；（3）无晶圆系统公司相继出现；（4）云计算及大数据对微处理器（MCU, CPU, GPU等）的需求不断提高。

**台积电将会迎来估值溢价。**我们首次覆盖台积电并给予优于大市评级。基于DCF模型，我们给定台积电150.0新台币的目标价，相当于2016年11.0倍市盈率2.4倍市账率，与其历史平均估值水平相同。考虑到台积电的尖端技术、生产高效及管理层的决断力，我们认为该公司将会在全球半导体市场日具竞争力，从而带来估值溢价。

（柳太胜 CE No. : AM0971 朱可馨 CE No. : BE2998）

❖ **中芯国际(981 HK): 28 纳米制程 - 主流代工厂的入场券 (优于大市/目标价: 0.95 港币/20160114)**

**半导体产业演变趋势利好。**中国政府已清醒认识到需要大力发展本土半导体企业,这给海外半导体巨头敲响了警钟,促使他们加紧壮大在中国的地位。中国现有 600 余家本土无晶圆设计商和想进行本土化制造的海外公司。作为目前最大的晶圆代工厂,中芯国际的地位显得越来越重要。公司虽然暂未实现任何并购,但我们认为并购将成为其发展的策略之一。

**28 纳米制程 - 主流代工厂的入场券。**中芯国际已实现 28 纳米晶圆的批量生产,我们预计这批晶圆将在 2016 年实现两位数占比的收入贡献。作为一个长生命周期节点,28 纳米的技术可以帮助中芯国际跻身主流晶圆代工市场。我们预计在未来的 3-5 年将有 25-30%的国际半导体厂商掌握 28 纳米的加工技术。

**公司处于全胜状态发展阶段。**自 2012 年二季度以来,中芯国际已连续 14 个季度取得正盈利,我们将此归于公司新管理层以盈利能力为重心的发展策略。公司也在技术进步方面更加务实,注重提高使用率,实现产品差异化和客户多样化。这些新的发展策略已为公司带来了回报。

**有利地位带来估值溢价。**我们首次覆盖中芯国际,并给予优于大市评级。基于 DCF 模型,我们给定 0.95 港币的目标价,相当于 28.4% 的上升空间。该公司现在的估值(2016 年 14.7 倍市盈率和 1.0 倍市账率)与行业主要晶圆代工厂的估值持平。考虑到中芯国际的优越地位和巨大增长潜力,我们认为未来有进一步估值提升空间。此外,我们预计行业将会进一步整合,更多中国企业将参与行业并购之中。中芯国际自身强劲的盈利表现也会进一步支撑其评级的重估。

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

❖ **舜宇光学科技(2382 HK): 等待更加有吸引力估值水平 (中性/目标价: 17 港币/20160114)**

**稳定的长期成长,毛利前景。**舜宇光学是中国领先的手机摄像模组提供商,也正迅速成为全球新兴的相机光学镜头组提供商。公司已完成 23M 像素镜头和高分辨率广角镜头的研发以及 16M 像素镜头和 20M 像素摄像模组的批量生产。因此,我们认为舜宇光学已准备好进入高端市场,并将利用消费电子性能升级抓住 2017 年需求增长的契机。

**领导迅速崛起的车载相机市场。**尽管尚处早期阶段,摄像镜头和模组在汽车市场拥有巨大的应用潜力。根据法国市场研究顾问机构 Yole Développement 预测,车载相机模组的销售将由 2014 年的 12 亿美元增长到 2020 年的 79 亿美元,复合年增长率达到 36%。作为全球车载相机模组的领导厂商,我们预计舜宇光学相关产品销售的复合年增长率将在 2014-17 年达到 30%,并于 2017 年带来两位数占比的收入贡献。

**2016 年出货量将表现平淡。**在国内外经济萎靡的背景下,对于全球智能手机市场而言,2016 年将会是萎靡的一年。舜宇光学手机摄像模组相关产品的出货量也会因此受到牵连(2015 年上半年,该业务收入占比达到 79%)。此外,智能手机的性能升级也会因智能手机需求不足而受到影响。

**等待更好的进入时机。**我们首次覆盖舜宇光学科技,并给予中性评级。我们的 2016 年收入/盈利预测分别低于市场预测 5.8%/8.8%,2017 年的收入/盈利预测则均与市场预测一致,反映我们对 2016 年行业萧条的预期以及我们对舜宇光学长期成长前景的看好。我们的预测主要基于:(1) 智能手机的不断升级将推高平均售价和利润;(2) 公司进入海外高端消费市场;(3) 车载相机需求释放。基于 DCF 模型,我们给定舜宇光电科技目标价 17 港币,上升空间有限。与历史估值比较,该公司现在的估值(2016 年 16.8 倍市盈率及 3.3 倍市账率)并不十分吸引。因此,我们建议投资者等到更好的进入时机。

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





❖ **华虹半导体(1347 HK):小型利基玩家（优于大市/目标价：9.0 港币/20160114）**

**中国晶圆代工厂的黄金年代。**尽管中国消耗了全球一半以上的集成电路（IC）产品（2014年的数字为56%），中国自身却仍缺乏大型的IC设计、生产和包装公司。2014年，中国最大两家IC代工厂（包括华虹）的收入占全球晶圆代工总收入不到6%。由于中国政府越来越意识到发展IC产业的迫切需求，我们看好中国主要的晶圆厂在未来的5-10年的成长前景。

**华虹专注于200毫米晶圆和专业应用。**华虹是全球具领先地位的200毫米纯晶圆代工厂，专注于嵌入式非易失性存储器（eNVM）、分立器件等专业技术。该公司的eNVM解决方案在小尺寸芯片的应用中性能优越。此外，该公司有一个专门的分立器件制造厂。尽管全球领先的晶圆代工厂近年来纷纷在尖端技术（20/14/10/7纳米）方面竞争，华虹却一直专注于200毫米晶圆代工和相关专门技术。考虑到当前200毫米晶圆的市场规模超过130亿美元，我们认为华虹将在相关领域获得更多市场份额。

**200毫米代工成本更低。**与300毫米和更高阶的技术相比，200毫米晶圆厂的资本开销和运营成本都相对较低。华虹计划通过适当增加资本开销，将其产能由2015年第三季度的137,000/月扩展至2016年年末的164,000/月。我们测算扩展的产能等价10亿美元的销售。因此，我们看好华虹未来2-3年的盈利增长前景。

**估值吸引，优于大市。**我们首次覆盖华虹，并给与优于大市评级。与国内外同业公司相比，华虹当前的估值（2016年11.4倍市盈率0.8倍市账率）有较大的折价。我们认为该估值并未反映公司市场地位力，稳健的成长前景以及健康的财务状况。基于DCF模型，我们给定华虹9.0港币的目标价，相当于2016年7.9倍市盈率和0.5倍市账率，与国内外同业公司的估值相比仍有30-40%的折价。

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



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
8070. HK	侨洋国际控股有限公司	电子消费品	0.50-0.60	2016/02/17-2016/02/18	2016/02/24

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)
							配售/发行
5/2/2016	8130	智城控股	HKD 0.135	HKD 68.580M	普通股份	54.094	(扩大资本基础)
16/2/2016	945	宏利金融 - S	CAD 25.000	CAD 400.000M	优先股	0.811	配售/发行 (扩大资本基础)
				HKD 283.300M -			
15/2/2016	8173	寰亚矿业	HKD 0.112	283.400M	普通股份	100.01	供股/公开发售 (扩大资本基础; 偿还债务 合并后一供八)
15/2/2016	911	恒发洋参	HKD 0.010	HKD 280.000M	普通股份	139.887	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
14/2/2016	365	日东科技	HKD 0.400	HKD 372.000M	普通股份	177.143	配售/发行 (业务发展; 偿还债务)
14/2/2016	365	日东科技	--	HKD 148.000M	可换股债券	0	配售/发行 (业务发展; 偿还债务)
12/2/2016	1528	红星美凯龙	RMB 1.000	RMB 315.000M	A 股	8.692	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 业务发展 配 予中国支付通 (08325))
				HKD 209.300M -			
5/2/2016	1613	协同通信	HKD 0.125	228.660M	普通股份	21.85	供股/公开发售 (扩大资本基础; 收购项目 合并后一供一)
5/2/2016	1803	瀚洋物流	HKD 0.650	HKD 19.741M	普通股份	3.238	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
4/2/2016	1616	银仕来控股	HKD 2.500	HKD 800.000M	普通股份	33.415	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)
3/2/2016	710	精电	HKD 3.500	HKD 1.400B	普通股份	120.756	配售/发行 (扩大资本基础)





3/2/2016	3313	雅高控股	HKD 1.130	RMB 245.000M	普通股份	19.5	代价发行 (收购项目 购上海商用物业)
3/2/2016	354	中国软件国际	--	HKD 545.300M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础)
2/2/2016	572	中国富佑集团	HKD 0.125	HKD 80.000M	普通股份	11.077	代价发行 (收购项目 购香港投资物业)
2/2/2016	875	中国金控	HKD 0.132	RMB 86.292M	普通股份	13.458	代价发行 (收购项目 购深圳小额贷款业务)
1/2/2016	8207	中国信贷	HKD 2.770	RMB 119.000M	普通股份	1.32	代价发行 (收购项目 购移动游戏软件研发业务; 按保证溢利发行)
1/2/2016	539	冠华国际控股	HKD 0.650	HKD 55.900M	普通股份	3.938	先旧后新 (业务发展)
29/1/2016	6168	中国优通	HKD 1.000	HKD 50.000M	普通股份	2.845	先旧后新 (扩大资本基础)
29/1/2016	808	泓富产业信托	HKD 2.652	HKD 12.839M	普通股份	0.337	代价发行 (支付费用)
29/1/2016	633	中国全通	HKD 2.500	HKD 410.000M	普通股份	8.999	代价发行 (收购项目 购增加光通量之专利使用权)
29/1/2016	471	中播控股	HKD 0.100	HKD 625.320M - 626.340M	普通股份	100.163	供股/公开发售 (业务发展 一供一, 一供股送一红股)
29/1/2016	1194	中国贵金属	HKD 0.230	HKD 248.000M	普通股份	19.537	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
29/1/2016	1194	中国贵金属	HKD 0.230	HKD 73.136M	普通股份	5.762	代价发行 (偿还债务 贷款资本化)
29/1/2016	1194	中国贵金属	HKD 0.230	HKD 64.202M	普通股份	5.058	代价发行 (偿还债务 贷款资本化)
29/1/2016	1194	中国贵金属	HKD 0.230	HKD 100.000M	普通股份	7.878	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
28/1/2016	527	瑞风新能源	HKD 0.750	HKD 224.900M - 243.600M	普通股份	21.666	供股/公开发售 (扩大资本基础; 收购项目; 业务发展 五 供一)
28/1/2016	3777	中国光纤	--	HKD 166.906M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
5/2/2016	8130	智城控股	HKD 0.135	HKD 68.580M	普通股份	54.094	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 业务发展 配



予中国支付通 (08325)

				HKD 209.300M -			
5/2/2016	1613	协同通信	HKD 0.125	228.660M	普通股份	21.85	供股/公开发售 (扩大资本基础;收购项目 合并后一供一)
5/2/2016	1803	瀚洋物流	HKD 0.650	HKD 19.741M	普通股份	3.238	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
4/2/2016	1616	银仕来控股	HKD 2.500	HKD 800.000M	普通股份	33.415	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
3/2/2016	710	精电	HKD 3.500	HKD 1.400B	普通股份	120.756	配售/发行 (扩大资本基础)
3/2/2016	3313	雅高控股	HKD 1.130	RMB 245.000M	普通股份	19.5	代价发行 (收购项目 购上海商用物业)
3/2/2016	354	中国软件国际	--	HKD 545.300M	可换股债券	0	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

**SO Lai Shan, Jennifer**  
Consumer  
(852) 3465 5781  
jenniferso@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

**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  
annieyuan@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，在过去 12 个月内并未向本报告提及的任何公司就投资银行服务收取任何报酬或接受任何委托。
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