

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	19,984.4	(0.06)
上证指数	2,804.7	(2.02)
标准普尔指数500	1,989.6	0.02
道琼斯指数	16,995.1	(0.03)
纳斯达克指数	4,662.2	(0.26)
日经225指数	16,852.4	1.26
富时100指数	6,036.7	(1.78)
欧洲Stoxx50指数	2,970.8	(1.51)

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	37.8	(1.18)
COMEX黄金	1,272.3	(0.15)
LME铜	4,935.0	1.38
CBOT大豆	889.3	0.40
BDI	384.0	2.00

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	0.9292	4.17
美国5年期国债	1.4467	4.53
美国10年期国债	1.9335	3.01
美国30年期国债	2.6952	1.25
德国10年期国债	0.3050	27.09

外币汇率

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.7623	(0.05)
美元/人民币	6.5085	(0.07)
欧元/人民币	7.2403	1.22
港币/人民币	0.8382	0.06
美元/日元	113.19	0.04
欧元/美元	1.1177	0.03

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	10.74	(1.47)
安硕A50	9.31	(1.17)
德银X-trackers	22.53	(2.38)
恒生H股指数	84.90	(0.12)
中银报诚-沪深300	27.35	(2.67)
华夏沪深300	30.80	(1.28)

恐慌指数

名称	收盘	涨跌 (%)
CBOV VIX	18.05	(1.58)

资料来源: 彭博

每周一股: 中国联通(762HK, 优于大市)

- ❖ 中国联通1月移动出账用户净增超过500万户, 创历史新高, 超过市场预期, 从而验证了我们先前对新任CEO王晓初利好公司发展的判断。
- ❖ 此外, 中国联通与中国电信的4G网络建设合作顺利。我们认为, 通过此次合作及与铁塔公司的租赁, 中国联通将以更快速度、更少资本支出推出4G。
- ❖ 中国联通2016年的市盈率为12倍, 市帐率为0.7倍, 股息率3%。公司目前的估值十分吸引, 未来几个月移动出账用户的强势增长将成为调高估值的催化剂。

宏观要闻

- ❖ 欧洲央行协调所有基准利率(包括下调存款机制利率10个基点至-0.4%及下调主要再融资利率至零), 并将每月债券购买规模扩大三分之一且公司债也将成为合格的购买资产。但是欧洲央行行长暗示降息或到此为止, 导致欧洲股市由升转跌。 [彭博]
- ❖ 中国2月份消费价格指数同比升2.3%而生产价格指数同比跌4.9%, 均较前几个月有所改善, 但仍接近过去5年来最差水平。 [彭博]
- ❖ 周五及周末公布经济数据: 德国消费价格指数, 中国2月工业产值和固定资产投资, 印度1月工业产值, 及中国央行行长周六记者会。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 中国2月汽车销量158.1万辆 同比下降0.9% [路透]
- ❖ 传人行将允许内银将企业不良贷款置换为股权 [阿思达克财经新闻]
- ❖ 李书福建议降低制造业增值税税率 [阿思达克财经新闻]
- ❖ 青岛银行(3866 HK)料零售业务不良率整体可控 [阿思达克财经新闻]
- ❖ 五矿资源(01208.HK)南非矿场下半年投入商业运作 [阿思达克财经新闻]

朝闻香江导读

【中信建投: 宏观观察】

- ❖ 债券定期报告: 窄幅震荡 等待机会

【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】

- ❖ 汇量科技(834299CH): 移动出海的摆渡人-全球领先的移动数字营销公司

【近期研究报告】

- ❖ 中国钢铁业: 2月钢铁PMI显示行业基本面提升 (20160301)
- ❖ 中国银行业: 货币条件持续趋松, 资本管制可能增强 (20160301)
- ❖ 中国光大国际(257 HK): 业务稳健, 派息增加 (未评级/20160301)
- ❖ 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)
- ❖ 中国旅游业: 境内旅游发展逆势而上 (20160212)
- ❖ 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

❖ 债券定期报告：窄幅震荡 等待机会（20160302）

PMI 先行指数显示经济动能依旧疲弱。2 月份，制造业 PMI 为 49%，比上月小幅回落 0.4 个百分点，降幅比去年同期扩大，低于市场预期。回落主要是因为：一是国内需求偏弱，经济增长继续放缓。二是由于年初大宗商品价格回升，企业补库存的需求增加，导致前期采购量增加，而当期采购量减少。三是每年春节当月制造业生产活动大多有所减少，市场供需放缓。从供给端来看，目前我国宏观经济实际上还是去库存、去产能、去杠杆过程之中，经济内生动力依旧不足，下行压力依然较大。

为什么央行会在当下的时点选择降准？降准的必要性从未改变：结构性工具代替不了普惠性的降准，并且除了降准，未来央行必然会进一步加大对长期限基础货币的投放。同时，短期降准的内在必要性在不断上升：央行持续滚动投放基础货币压力较大，且 3 月利率债供给压力较大，央行此次的降准可能也是为两会期间赤字率扩大提前做准备，降低市场冲击。最后近期汇率企稳，当前时点应该是 1 月以来降准最好的时点：市场对央行的信心和 1 月相比明显提升，当前人民币追求的是对一篮子货币的相对稳定，而 2 月以来，人民币对欧元一直在持续升值，追求 CFETS 汇率指数稳定的人民币也需要对美元的适度贬值。预计全年至少有 5 次降准。

近期资金面可能仍然缺乏惊喜，继续维持不温不火的状态。资金外流并没有结束，即便考虑到央行降准释放 7100 亿流动性，本周仍将净回笼资金 2200 亿。资金利率向下突破可能还是需要等待降息（逆回购利率下调或存贷款利率下调）或经济快速下滑带来的需求衰退。由于当前工业领域通缩严重，经济下行风险较大，虽然存款利率已经处于历史最低，但银行普遍还是选择上浮 30% 左右，所以降息仍然是必要选择。

3 月债券市场可能仍将维持窄幅震荡。首先市场对于通胀较为担忧，2 月 PMI 购进价格指数在 2014 年 7 月后再次达到 50 以上，反应了市场对于未来价格上涨的担忧，且即将公布的 2 月通胀数据预计将达 2.1%，加大市场预期的不确定性。其次，一二线楼市价格持续暴涨，加上短期通胀数据相对较高，且人民币贬值的压力并没有解除，将影响到短期市场对于货币政策放松的预期。短期资金成本向下突破概率偏低，限制收益率的下行。但收益率也难以上行，衰退时宽松导致资金面宽松，这条主要逻辑将贯穿 2016 年。经济下行和价格下行将逐步确认，债市慢牛格局未变。

（柳太胜 CE No. : AM0971）



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

❖ 汇量科技(834299CH):移动出海的摆渡人-全球领先的移动数字营销公司 (20160229)

全球移动数字营销和移动网游海外发行相互支撑、协同发展

汇量科技旗下拥有覆盖全球的移动数字营销平台 Mobvista 和移动网游海外发行平台 Vstargame, 两大业务相互支撑, 协同发展, 形成业务生态闭环。在中国公司的出海浪潮和全球国际化的背景下, 在移动端设备飞速增长和网络不断完善的背景下, 在数字营销占广告比例快速增长且趋势不可逆转的背景下, 公司建立 Mobvista 平台专注于海外的、移动端的数字营销。Mobvista 在 AppsFlyer 全球安卓影响力排名(电商、旅行、工具类)中位居全球第二。目前已建立起覆盖全球 240 多个国家和地区、每天超过 100 亿次展示量、3 亿次点击的移动流量体系, 并拥有涵盖超过 20 亿设备数据和超过 3000 个人群定向标签的用户数据库, 主要客户包括百度、阿里巴巴、360、Uber、King、Flipkart 等全球知名企业。公司以效果类广告为主, 工具、游戏、电商和其他的收入比例在 5:2:2:1 左右。盈利模式以效果为导向, 按 CPI 收费。

移动端是未来, 移动广告增速快

移动端是未来的发展趋势, 这一点从 2013、2014 和 2015 三年, 天猫双十一移动端和 PC 端成交的比例变化就可以管中窥豹。13-15 三年移动端的成交额从 53.5 亿提高到了 620 亿成交占比从 15%提高到了 68%, 提升速度令人震惊。

全球移动互联网广告市场容量的增速将远远大于总的广告市场, 2012 年到 2015 年, 全球移动互联网广告市场容量复合增长率高达 73%, 未来三年, 预计仍将是这一市场的高速增长期, 年增量的绝对值保持在一千亿元以上, 年复合增长率在 27%左右。

中国公司出海方兴未艾, 全球化程度越来越高

从 Copy to China (复制到中国) 到 to China Copy (到中国复制) 在移动互联网时代, 世界已经从 PC 时代的美国单极演进到中美双极, 中国互联网企业在移动端的优势明显, 海外市场竞争远没有国内激烈, 中国公司出海成为必然。而海外流量集中度低于中国, 第三方聚合的作用更为明显, 需要移动营销平台帮助中国公司出海。同时, 不仅中国公司有出海需求, 海外公司也有出海和聚合信息的需求, 给全球化的数字营销平台巨大发展空间。

中国公司进军东南亚手游市场有优势

东南亚手游市场增速快, 竞争程度低于国内, 2015 年市场空间超过 60 亿元人民币。未来三年复合增长率 30%。同时东南亚市场的游戏成熟度远低于国内, 竞争激烈程度也低于国内。中国 2015 年有上万款手游面试, A 级甚至 S 级的游戏都很难显山露水, 但在东南亚市场确能取得不错的成绩。手游属于文化创意产业, 东南亚受中国文化影响较深, 中国风的很多 IP 和题材在东南亚很受欢迎。

业绩高速增长期, 建议重点关注

全球移动端数字营销的市场空间仍在快速扩张, 中国公司出海的需求方兴未艾, 给公司的快速发展提供了很好的行业背景。同时, 公司自身管理团队优秀、技术水平领先, 在过去的发展中已经积累的大量数据、用户资源和流量资源, 形成护城河。行业高速增长+公司竞争力明显, 看好公司后续的高速发展。预计公司在 2015 年收入 11 亿元, 净利润 1 亿元。预计 2016 年仍有望保持 100%以上的复合增长, 实现营业收入 20 亿, 净利润 2 亿。预计 17 年实现营业收入 35 亿, 净利润 3.5 亿。从估值来看, 公司目前总市值 56 亿。对应 15-17 年市盈率 56、28 和 16 倍。15 和 16 年 PEG 分别为 0.56 和 0.37。基于公司 16-17 年业绩高速增长, 业务范围扩张, 估值向上空间较大, 建议重点关注。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

近期研究报告

❖ 中国钢铁业：2月钢铁 PMI 显示行业基本面提升（20160301）

- 由于新增订单恢复增长，中国2月钢铁 PMI 继续升高。
- 考虑到最近的股价回调，我们认为马钢（323 HK，中性，目标价 1.3 港币）目前的估值较为合理，并将其评级上调至中性。

中国2月钢铁 PMI 升至 49.0。中国物流及采购联合会数据显示，中国2月的钢铁 PMI 升至 49.0（1月为 46.7），是自2014年5月以来最大增长，但依然是连续22个月的下降。相反地，国家统计局公布的2月官方 PMI 数据则由1月的 49.4 下降至2月的 49.0。

新增订单恢复增长。一方面，中国的钢铁新增订单指数由1月的 49.9 上升至2月的 50.9，出口指数由1月的 50.7 下降至二月的 44.8。第一方面，生产指数由1月的 45.6 上升至2月的 49.5，库存指数由1月的 34.4 上升至2月的 44.8。

行业基本面提升。市场担心，钢铁厂会因为产品库存的增长而在近期恢复生产。然而，根据中国钢铁工业协会的数据，我们预计中国主要企业的粗钢生产将在今年的前两个月内同比下降 9%。此外，钢铁厂将受益于海外采矿公司持续的供给扩张。我们也期待国内持续推进的供给侧改革促进市场的供给平衡。

盈利预测调整。根据公司的指引，我们将鞍钢和马钢 2015 年的收入预测下调。我们认为行业基本前景正在改善，坚持看好鞍钢将有更好的盈利复苏能力。就评级而言，我们认为马钢 2016 年 0.5 倍的市帐率在最近的股价回调后比较合理，故将其评级由逊于大市上调至中性。我们仍然看好鞍钢，其 2016 年的市帐率为 0.5 倍，远低于其过去五年 0.7 倍的平均市帐率，以及上市以来 1.1 倍的市帐率。

（陈家扬 CE No. : ALH659）

❖ 中国银行业：货币条件持续趋松，资本管制可能增强（20160301）

- 我们预期，中国境内的货币条件在短期内将会持续宽松。
- 全球货币市场的动荡有望在短期内得以缓和。不过，因世界各国普遍缺乏内生性需求，预计在中期，各国央行仍将最大限度地使用非标准化货币工具，刺激经济增长及化解金融风险。
- 当前，为限制资本外流和避免人民币剧烈贬值，资本管制增强可能难以避免。

信贷宽松和公开市场操作仍是央行的主要工具。面对持续的资本外流和人民币贬值压力，降准降息等标准货币工具的信号作用过于显著，将加剧人民币兑美元的贬值压力。特别是，无风险利率中枢下调会进一步降低人民币资产的吸引力，并降低人民币的拆借成本，从两个方面同时增加做空人民币兑美元组合的期限套利空间。

G20 峰会共识：促进结构性改革、避免竞争性货币贬值。G20 峰会公报强调各国将单独或协同使用所有政策工具，以实现全球经济增长，促进投资和金融稳定。公报也重申将避免竞争性货币贬值。我们认为，G20 峰会公报将在短期内缓和全球货币市场的动荡。但就长期而言，货币宽松仍然是提振国内经济增长和化解金融风险的最可行、成本最低廉的方式，因此仍将被广泛运用。

中国银行业将受益于持续信贷宽松和资金管制。在货币宽松的过程中，中国银行业将在金融活动中占据主导地位，同时，银行的资产质量风险也将被极大地摊薄。目前，香港上市的中国内银股相对 A 股估值和绝对估值折价均非常明显，如果上述情形兑现，相关个股有望普遍上涨。我们认为，当前是一个很好的配置中国内银股的时机。

（徐博 CE No. : AXG732）



❖ **中国光大国际 (257 HK): 业务稳健, 派息增加 (未评级/20160301)**

2015 年业绩回顾。中国光大国际公布业绩称, 截至 2015 年年底, 公司实现全年收入 85 亿元港币, 同比增长 34%, 稍逊于市场预期的 88 亿元港币。报告期内, 公司全年盈利稳健, 毛利率达 46%, EBITDA 达 44%, 净利润率达 27%。公司全年的净利润达 23 亿元港币, 同比增长 32%; EPS 达 46.5 仙, 同比增长 22%; 每股末期息达 12 仙, 同比增长 68%; 每股派息合计 18.5 仙, 相当于 40% 的派息率 (2014 年的派息率为 29%)。

2016 年项目充足、资本开支进一步扩大。2015 年公司的实际资本开支达 55 亿元港币, 远高于其最初指引的 40 亿元港币。管理层指引 2016 年资本开支将高于 2015 年实际支出水平, 同时目前公司拥有 66 亿元现金及约 64 亿元银行授信额度、可满足资本开支需求。

环保设备业务成为亮点, 预计将强势增长。公司 2015 年实现 1.35 亿元港币的环保技术收入, 同比增长 35 倍, 超过市场预期。其 2 期新型环保设备厂房已于 2015 年 9 月投产。考虑到新增产能的全年产量贡献, 公司管理层预计 2016 年的环保设备销售收入将进一步提高。

2015 年派息额高出市场一致预期 41%, 派息率达到历史新高。公司 2015 年的派息率达 40%, 超过市场一致预期的 27% 派息率。管理层指引未来公司的派息率将维持在 20-40% 区间。

资金周转稳定, 应收账款将恢复正常。主要因为两个月前中国光大国际子公司光大水务对大连东达水务的收购, 光大国际 2015 年的应收款项同比增长了 55% 至 31 亿元港币, 当前逾期总额同比增长了 230%。但是管理层认为公司应收账款违约的风险很低, 同时预计在 2016 年实现明显改善。报告期内, 资金周转周期维持在 321 天 (2014 年为 324 天)。

绿色环保板块的分拆上市计划无改变。公司仍然坚持其原先的计划将其绿色环保业务分拆上市, 但上市的时间将取决于市场环境。

估值。中国光大国际 2016 年的市盈率为 13.4 倍, 市帐率为 1.9 倍, 略高于行业平均的 12.1 倍市盈率和 1.4 倍市帐率。尽管如此, 我们认为公司目前业务稳健、技术领先且派息率高, 其目前的估值属合理范围。

(朱可馨 CE No. : BEZ998)

❖ **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)**

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式 (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（GITS）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）。

（苏励嫻 CE No. : AHA295）

❖ 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。

（苏励嫻 CE No. : AHA295 段晓鑫 CE No. : BEJ250）



❖ 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. : BEZ998）

❖ 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. : BEZ998）

❖ **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
2138 HK	香港医思医疗集团有限公司	美容及个人护理	2.88-3.88	2016/03/01-2016/03/04	11/3/2016
6833 HK	兴科蓉医药控股有限公司	药品	0.80-1.11	2016/02/29-2016/03/03	10/3/2016
2768 HK	佳源国际控股有限公司	地产发展	1.49-2.48	2016/02/26-2016/03/02	8/3/2016

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)
2/3/2016	705	鼎和矿业	HKD 0.100	HKD 110.200M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
2/3/2016	8089	华人策略控股	--	HKD 500.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)
1/3/2016	8086	D X · C O M 控股	HKD 0.128	HKD 86.100M	普通股份	100	供股/公开发售 (偿还债务 一供一)
1/3/2016	802	宏霸数码	--	HKD 475.000M	可换股债券	0	配售/发行 (业务发展)
1/3/2016	254	国家联合资源	--	HKD 75.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)
1/3/2016	1330	绿色动力环保	--	--	A 股	11.12	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展 于上海上市)
29/2/2016	905	环球大通投资	HKD 0.400	HKD 28.050M	普通股份	19.996	配售/发行 (业务发展)

(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

截至本报告的日期，

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