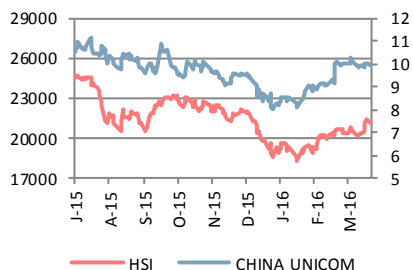




恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	21,161.5	(0.73)
上证指数	3,033.7	(1.44)
标准普尔指数500	2,094.3	0.65
道琼斯指数	18,004.2	0.60
纳斯达克指数	4,960.0	0.44
日经225指数	16,276.0	(3.40)
富时100指数	6,353.5	0.15
欧洲Stoxx50指数	3,064.0	0.32

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
TW1原油期货	39.78	0.53
COMEX黄金	1,232.49	(0.06)
LME铜	4,807.5	(0.49)
CBOT大豆	963.0	(0.13)
BDI	659.0	4.00

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	0.7433	0.99
美国5年期国债	1.2295	1.45
美国10年期国债	1.7720	1.08
美国30年期国债	2.5802	0.79
德国10年期国债	0.1600	25.97

外币汇率

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.7551	(0.01)
美元/人民币	6.4752	(0.00)
欧元/人民币	7.3288	0.27
港币/人民币	0.8350	-
美元/日元	108.82	(0.05)
欧元/美元	1.133	(0.04)

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	11.34	(0.87)
安硕A50	10.10	(1.75)
德银X-trackers沪深	24.80	(0.24)
恒生H股指数	91.40	(1.46)
中银报城-沪深300	30.20	(0.82)
华夏沪深300	33.15	(1.34)

资料来源: 彭博

每周一股: 中国联通 (762 HK, 买入, 目标价: 15.5 港币)

- ❖ 中国联通拥有全球最主流的 2G 到 4G 技术, 较之国内其他运营商处于更加有利的技术优势。但是由于公司上一任董事长领导的管理层执行力较差, 并未发挥其技术的优越性。
- ❖ 我们相信公司新任董事长王晓初的领导将大可能利好中国联通。王晓初以其执行力强和治理公司水平高而著称。
- ❖ 公司 2016 年的市帐率不到 0.8 倍, 市盈率不到 15 倍, EV/EBITDA 不到 3.5 倍。我们认为中国联通目前的估值较之国内外运营商都极具吸引力。

宏观要闻

- ❖ OPEC 成员国和其他产油国未能在多哈谈判中达成限产协议。 [彭博]
- ❖ 据国际清算银行(BIS), 3 月份人民币有效名义汇率指数环比下跌 0.75%, 是连续第 4 个月下跌。 [彭博]
- ❖ 美国房价指数 4 月份报 58 点, 略低于市场预期的 59 但仍处于金融危机以来的高位。 [彭博]
- ❖ 今日公布经济数据: 香港 3 月份失业率, 俄罗斯 3 月份失业率, 欧元区 2 月份建筑产出, 澳大利亚央行会议纪要。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 3 月中国 70 城房价涨幅升至近两年新高 [路透]
- ❖ 工信部印发《绿色制造 2016 专项行动实施方案》提出实施传统制造业绿色化改造 [阿思达克财经]
- ❖ 内地百家僵尸企业 3 年累亏 1,400 亿人民币 期间获逾 300 亿补贴 [阿思达克财经]
- ❖ 华能(902 HK)续跌逾 5%跑输同业 首季售电量年降 6.8% [阿思达克财经]
- ❖ 中石化「易派客」工业品电商平台正式投入商运 [阿思达克财经]

朝闻香江导读

【中信建投: 宏观观察】

- ❖ 4 月宏观月报: 短期企稳难掩下行压力

【中信建投: A 股策略】

- ❖ 一波三折: 商品反弹节奏的历史比较研究

【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】

- ❖ 中讯四方 (430075 CH): 国内声表器件龙头, 产业链拓展空间巨大

【近期研究报告】

- ❖ 香港中旅 (308 HK): 酒店组合的情景分析 (买入/目标价: 3.10 港币/20160415)
- ❖ 盛京银行 (2066 HK): 发展势头良好, 股价表现合理 (持有/目标价: 11.39 港币/20160414)
- ❖ 中国钢铁产业: 钢铁消耗量将稳步提升 (20160411)
- ❖ 哈尔滨银行 (6138 HK): 发展健康, 增长可持续 (买入/目标价: 3.39 港币/20160408)
- ❖ 中国汽车行业: “新常态”发展将更具持续性 (20160407)
- ❖ 中国铁建 (1186 HK): 4Q15 业绩与预期相符 (买入/目标价: 11.0 港币/20160401)
- ❖ 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

### ❖ 4月宏观月报：短期企稳难掩下行压力（20160407）

**国际经济表现欠佳，货币政策边际宽松。**美国经济数据喜忧参半，复苏前景仍存不确定性，货币政策信号一波三折。欧洲主要经济数据持续不佳，货币政策宽松超预期。日本经济难言乐观，表明负利率作用有限。全球货币政策边际宽松，但分化基调并未改变，仍需密切关注美国加息风险。

**实体需求短期改善，但经济下行压力犹存。**基于 PMI 的回升，再结合高炉开工率、发电集团耗煤量、汽车销售量等高频数据，实体需求短期确有好转迹象。但是，短期改善并不代表经济增长动力的增强，经济下行压力依然较大。首先，从短期因素看，PMI 重回扩张区间在一定程度上受到季节因素的影响。其次，从微观层面看，企业生产经营仍存在不少困难，反映企业资金紧张、市场需求不足和劳动力成本上涨的企业比例仍超四成，小型企业反映资金紧张的状况还有所加剧。最后，从宏观层面看，经济增长内生动力仍然较弱，未来房地产销售的回落可能拖累房地产投资，盈利预期下降与产能过剩问题依旧制约制造业投资，财政资金约束可能制约基建投资，全球经济贸易增速放缓的背景下出口提升空间有限。

**短期通胀高位，未来趋势回落。**受严寒天气及春节因素的影响，食品价格上涨，再加上租房价格与大宗价格回升，推动 2 月 CPI 回升。随着天气转暖后的蔬菜产量提升，预计蔬菜价格增速有望回落；大宗商品供需基本面方面没有发生重大转变，长期仍维持悲观判断。中长期通胀压力较为温和，未来有望回落，基本不存在滞胀可能。

**金融数据回落证实异常波动，通胀压力难改货币政策放松基调。**2 月份当月人民币贷款大幅回落，证伪“09 式”强刺激。随着实体经济需求的短期好转，3 月份信贷规模预计将会增长。经济下行压力犹存，由供给因素引起的短期通胀压力对货币政策不构成根本性制约，货币政策的放松只会迟到，不会缺席。预计 4 月份数量型工具可能将有宽松操作，调降利率概率相对较小。

（黄文涛 CE No. : BE0134 柳太胜 CE No. : AM0971）

## 中信建投：A 股策略

### ❖ 一波三折：商品反弹节奏的历史比较研究 (20160329)

#### 商品反弹一波三折的逻辑

以库存周期的逻辑来看，一波三折是在商品的第一波反弹时，其逻辑是来源于供给收缩。反弹之后一定会存在一个对未来需求从迟疑到确认的过程，这个过程将出现调整。一旦确认需求的可持续性，商品的上涨的主逻辑将从供给转向需求，从而进入主升浪。当经济进入滞胀阶段后，反弹的逻辑转向滞胀。

#### 第三库存周期商品反弹的节奏

大宗商品反弹顺序和路径可简单总结为三句话：领先经济触底、滞后经济回落、上涨一波三折。其领先产出缺口触底顺序可以归纳为：糖=>铁矿=>石油=>铅=>黄金=>铜=>产出缺口=>铝；其滞后产出缺口触顶回落顺序可以归纳为：铜=>糖=>产出缺口=>黄金=>铅=>石油=>铝=>铁矿。

#### 商品熊市 7 年主跌段双低点的借鉴意义

虽然商品产能周期意义上的熊市将持续 20 年，但其核心下降期将在前 7-8 年完成，而在这 7 年的主跌段中，将在第 5 年形成第一低点，随后出现反弹，反弹后落后，确认 7 年最终低点。我们认为 2016 年就是 7 年主跌段的第一低点，而这个反弹将持续一年。1979 年熊市中的两次低点（1982 年、1986 年）对本次商品反弹的借鉴意义最强。

#### 商品反弹的一波三折的幅度与时间

经过上述检验和比对之后，主要大宗商品价格运动模式遵循“一波三折”：大宗商品领先经济触底后迎来一波持续 3-4 个月的 25-30% 的反弹；而后伴随着前期获利盘回吐、补库需求相继完成、经济出现滞胀担忧和等待需求复苏确认等因素，将出现一波持续约 3 个月的 -12% 的跌幅；伴随需求复苏和经济拉动，商品将迎来第二波持续 6-12 个月平均上升约 40-120% 的主升浪。

#### 中美库存周期共振带来商品主升浪

中国的产出缺口将于 2016 年 4 月份附近触底，而在产出缺口触底时，商品反弹第一波可能触及高点。大宗商品将迎来第一波主升浪的技术性回调。但是，这一次的回调将是一个值得关注的介入点。背后的核心逻辑是源自于 2016 年 5-6 月美国第二库存周期触底，美国将迎来第三库存周期的复苏，届时中美需求复苏共振，商品的主升浪将于 2016 年下半年展开。

(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

### ❖ 中讯四方(430075 CH):国内声表器件龙头，产业链拓展空间巨大 (20160413)

**公司主营声表为主的电子器件，下游军品比重大。**公司主营以声表器件为主的微电子器件、微波组件和模块及微波系统集成业务。主要产品包括声表面波滤波器、声表面波延迟线等微电子器件，微波相关组件，以及下游的系统集成设备（无线无源传感系统、单兵便携雷达）等。下游以军品雷达、电子对抗、导航，以及民用通信设备、电网等客户为主，其中军品占大部分。公司 2014 年收购华远微电扩大批产能力，民品比重逐渐上升。

声表滤波器具有比较优势（轻薄、高频、高性能、高可靠性），被广泛用于通信设备领域，对传统滤波器件形成替代作用，下游移动通信、导航、信号探测等需求广泛。例如移动通信产品根据所对应的频段数量，需要使用 10-20 个声表滤波器件。

**我国军队装备投入稳步增长，民参军空间巨大。**我国 2015、2016 年国防预算分别为 8898 亿元、9543 亿元，同比增长 10.1%、7.6%，预计 2017 年有望突破万亿元。据统计，我国军费支出仅占政府支出比重的 8.29%，低于美国的 10%、俄罗斯的 11.2%；占 GDP 比重仅为 2%，远低于美国 3.8%和俄罗斯 4.1%水平，我国国防军费仍有巨大提升空间。而随着人员精简，军队装备投入比例不断上升，将有望占到军费的 35%左右。习近平总书记将军民融合提升至国家战略层面，而中国军品市场民参军占比仅为 30%，低于美国的 50%左右。预计国内民参军市场将不断增长，并有望在近几年突破 5000 亿元。

**雷达装备更新需求巨大，市场快速增长。**军用雷达在环境探测、远程打击、技术测试等方面均有应用，随着雷达应用范围扩展+技术快速更新+新型雷达装备需求，雷达终端市场不断扩展，往往具有大于整体军备市场的增长速度。2014 年国内军用雷达市场空间达 129 亿元，2015 年市场规模达 148 亿元，同比增长 15.0%。预计 2025 年军用雷达市场规模有望增长至 572 亿元，年复合增长率达 14.5%。雷达产业链中器件和组件是决定设备性能的中游核心环节。军工单位要求元器件国产化，同时主要在材料、器件、组件等领域向民营开口，对于具有自主研发能力的器件、组件厂商形成良好的发展机遇。

**公司为国内最大民营声表器件生产商。**由于声表器件对基片制造等工艺要求高，日本村田、TDK、京瓷等少数几家企业几乎垄断了全球高端声表滤波器市场。村田占有移动电话用小型射频声表滤波器全球市场近 40%份额。目前国内军品领域主要厂商包括北京中讯四方科技股份有限公司、中电集团二十六所和长峰微电（航天科工二院下属）三家，处于三分天下格局，基于下游配套产品从预研到列装有数年的周期，市场格局相对稳定。民品领域低端市场则包括一批代工型中型企业，而中端市场则有中电五十五所等。民品市场相对分散且对于自主开发产品要求不高，日本进口仍为主流。

**公司核心团队普遍持股，激励充分，团队凝聚力强大。**目前公司董事长董启明、总经理张敬钧为一致行动人及共同实际控制人，共同控股 18.10%。其余公司高管、核心管理人员和技术人员等均持有公司股份。公司核心管理团队稳定，自 2010 年挂牌至今，高管团队未发生重大变化。公司目前共有员工 300 余人，对核心员工激励充分，实现了近三分之一员工持股。公司拥有完善的股权激励+民企灵活的管理体制，团队凝聚力强大。

**公司业绩稳健快速增长，毛利较高且稳定，源于军工行业壁垒+声表技术优势。**公司在高频（最高近 3GHz）、低损（最低仅 1.2dB）、批产能力等技术和工艺领域处于国际领先水平，源于公司拥有民营企业中顶尖的技术团队。公司总工程师曾主持移动通讯用滤波器及产业化项目，并获得国家科技进步奖；技术总监从事相关研究 30 年，并曾获得中科院科技进步奖。

公司与中电科集团十四所（亚洲最大的雷达研发生产基地，据估计十四所收入超过 80 亿元，在雷达行业具有最大的市场份额）、三十六所等军工企业形成稳定合作。公司向十四所稳定供应声表器件，在十四所声表器件采购中占据较大比例；同时开展联合产品开发等，实现从研发到产品的深度合作。军工行业从产品预研、试用到列装的较长周期，对供应商质量、信誉、服务要求严格，公司在军工领域已形成一定的合作优势壁垒，市场竞争度较低，同时上游相对分散且合作稳定。公司毛利率稳定在 35-40%上下的较高水平。基于公司灵活的民营体制+行业领先的技术能力，未来有望在军工及民用雷达市场占据更大份额。



**产品线扩展带来业绩成长空间。**公司在雷达和微波通信产业链上积极布局，从声表器件向微波组件、部件领域不断延伸，并开发了包括远程无线高清影像与高速数据传输系统、近场移动目标检测雷达、直升机应急救援定位系统等多样化的终端设备。基于公司技术基础+军工合作基础，未来通过自主或合作开发拓展终端设备产品具有较大潜力。由于雷达领域从中上游到下游市场空间呈现数量级式增长，因此公司产品线向下延伸将获得巨大的增长潜力。

公司在民品市场重点拓展声表无线无源传感器市场，主要面向高压输电系统提供安全、可靠、安装便捷、长期稳定的温度监测系统，对目前有源监测等产品形成替代。基于国内电网投入不断增加（“十三五”智能电网及充电设备4万亿，其中特高压5460亿），且目前国内缺少相关自主产品，公司通过性价比+服务定制优势，市场空间巨大。

公司通过并购深圳华远获得声表器件批产能力，新研制的CSP封装声表器件进入被日本企业垄断的民用手机滤波器市场，初步配套国内部分手机厂商。基于公司军品级技术实力+相对进口成本价格优势+国内市场巨大且稳步增长，公司在民品通信领域具有良好发展前景。

**公司成长性及估值占优，建议重点关注。**与相关上市公司，包括电子器件、雷达等不同类型的企业对比，公司在毛利水平、营收增长率方面处于领先水平，且以内生增长为主，显示公司在同业具有较强的产品推广能力和技术壁垒。公司估值目前为同业的35%以下，低于目前新三板做市相对创业板的估值平均比例42%，且具有更高的成长性，相对估值优势明显。

随着军费投入稳定增长+装备费用占比提升+雷达应用范围扩展+更新换代需求，军用雷达市场将保持稳健增长；而基于公司在军工领域的资质壁垒+技术优势+灵活的民营机制，预计将在声表器件领域保持领先优势，并逐步提升在行业中的市场份额。而随着公司向产业链上下游延伸的推进，雷达组件、部件等产品将带来更大的业绩增长空间和弹性。预计军工业未来3年保持30%稳定增长，且向上弹性较大。民品领域按照公司目前生产能力，随着产品正式批产+订单扩大，未来两年有望保持50%增长速度。综上，保守预计公司2016-2018年营业收入分别达到2.76/3.60/4.67亿元，净利润达到3400/4250/5300万元，EPS 0.23/0.28/0.35元，对应当前股价3.85元市盈率分别为16.7/13.7/11.0倍，公司新产品及外延拓展将带来业绩向上弹性，建议重点关注。

（柳太胜 CE No.: AM0971）



## 近期研究报告

### ❖ 香港中旅 (308 HK): 酒店组合的情景分析 (买入/目标价: 3.10 港币/20160415)

- 香港中旅计划与母公司中国港中旅集团公司整合酒店组合, 意味着香港中旅旗下的酒店资产将全部由香港、大陆和英国的物业组成。香港中旅目前的市帐率为 0.8 倍, 低于上海锦江 (2006 HK) 1.6 倍、亚洲地区酒店 2.8 倍及美国酒店 3.3 倍的估值。
- 截至 2015 年年底, 香港中旅酒店业务的净资产价值达 32 亿港元, 如用上海锦江 1.6 倍市帐率为基准, 香港中旅酒店业务的净资产价值估计为 50 亿港元。
- 我们将公司 2016/17 年的净利润预测分别向下微调 2%, 考虑到公司旅游地产项目尚处于发展的初始阶段, 我们对其收入的确认较为保守。基于 DCF 模型, 我们维持目标价为 3.10 港币, 并维持“买入”评级。

**我们预计完成整合后, 自有酒店组合的净资产价值将达到 110-120 亿港元。**目前, 香港中旅在香港、澳门和北京共计拥有及经营 7 家酒店, 涵盖客房数量为 2,160 间。截至 2015 年年末, 公司的总资产和净资产价值分别为 45.57 亿港元和 31.84 亿港元, 每间客房的净资产价值相当于 150 万港币。香港中旅的母公司中国港中旅集团公司在内地经营的酒店数量为 80 家, 包括 3,900 间客房, 其中 12 家酒店为自有资产。此外, 中国港中旅集团公司在英国经营 50 家酒店, 客房数量达 6,000-7,000 间, 其中有 40 家酒店为自有资产。因此, 上市公司与母公司完成酒店资产的整合后, 酒店总数将达到 137 家 (13,060 间客房), 其中 59 家 (包括 8,345 间客房) 为自有资产。按每间客房 150 万港币的净资产价值进行测算, 我们预计整合后自有酒店的净资产将达到 110-120 亿港元。

**四川和山东的旅游景点收购或将加升风险。**香港中旅仍在就峨眉山和乐山大佛附近的旅游资源合作发展项目与济宁和乐山政府进行沟通。每个目标项目预计每年将至少合计实现 1,000 万人民币的净利润。考虑到现阶段很难对收购项目进行量化估算, 我们的预测并未考虑相关项目的影响。

**旅游地产预售的最新情况。**正如我们先前所预测, 香港中旅安吉度假区 30,000 平方米住宅工程的预售已于去年年底开展, 预计大部分收入将在 2017 年得以确认。此外, 其珠海海泉湾度假区二期第一阶段 240,000 平方米建筑面积的预售将在今年下半年开始, 预计大部分收入最早将在 2018 年才可以确认。

估值。我们将公司 2016/17 年的净利润预测分别向下微调 2%, 考虑到公司旅游地产项目尚处于发展的初始阶段, 我们对其收入的确认较为保守。基于 DCF 模型, 我们维持目标价为 3.10 港币。香港中旅 2016 年的市盈率为 12.3 倍, 市帐率为 0.8 倍, 在同业公司中估值最低。维持“买入”评级。

(苏励珊 CE No.: AHA295)

### ❖ 盛京银行 (2066 HK): 发展势头良好, 股价表现合理 (持有/目标价: 11.39 港币/20160414)

- 盛京银行利润增长处于行业领先地位。2015 年营业收入同比增长 26.6% 至 142 亿元人民币, 净利润同比增长 14.7% 至 62 亿元人民币, 资产同比增长 39.4% 至 7,016 亿元人民币。
- 虽然全行业资产质量承压, 但该行已优异的资产质量在业绩期内进一步改善。不良率微降至 0.42%, 同期行业平均不良率为 1.67%。
- 我们将盛京银行 2016 年目标价由 10.62 港币上调 7.3% 至 11.39 港币。估值调整中考虑的负面因素包括: 我们预计, 到 2018 年年底, 该行的贷款拨备率上升至 2.7%, 一级资本充足率上升至 8.5%, 净息差将收窄至 1.93%; 正面因素包括: 我们预计, 该行客户存款增长将持续略高于贷款增长, 金融投资的拨备率将由目前的 0.2% 稳步上升至 0.7%。

**新增积极因素将提高盈利水平。**2016年年初，盛京银行取得多项新业务的经营权，其中包括获准发行大额存单、使用二级资本补充工具、开展利率衍生产品业务以及筹建消费金融公司。我们预计这些新业务将有利于该行提高资金运用能力、扩展行业业务条线，及促进目前尚处弱势的零售业务。我们认为，消费金融公司和理财产品将成为该行近期重要的利润驱动力。

**该行资产质量在业内保持优异水平，但考虑到全行业不良压力，我们在估值中对拨备计提作出了审慎假设。**作为衡量资产质量的实质性指标，该行逾期贷款占比在2015年维持低位，仅为0.54%，此外，逾期3个月以上贷款占比由2014年的94.6%下降至2015年的54.7%。然而，为反映全局性经济下行压力，我们在模型中假设该行在2018年年末贷款拨备率和拨备核销率分别达到2.7%和9%的行业较高水平。相关假设将明显高估该行的减值损失，但将充分反映系统性不良风险。

**当前股价吸引力较低，建议持有。**考虑到该行业务发展势头稳健，近期获得多项新业务经营权，并正在筹建消费金融公司，我们将2016年目标价由10.62港币上调至11.39港币。具体而言，我们调低了该行短期资本回报率、调高了权益成本，但适当上调长期资本回报（核心参数包括：三年资本回报率15.77%，权益成本率12.57%，长期资本回报率将与权益成本率持平，但仍将低于恒生指数历史平均资本回报率13.6%）。由于公司目前估值倍数处于目标水平附近，我们重申“持有”评级。

(徐博 CE No.: AXG732)

#### ❖ 中国钢铁产业：钢铁消耗量将稳步提升（20160411）

- 由于钢铁消耗的旺季即将开始，国内需求有可能继续提升，我们因此适当上调中国钢铁消耗量的预测。此外，我们坚持认为中国的供给侧改革将持续发酵，并将在中期有效帮助钢铁业去产能。
- 考虑到两家公司的EBITDA均有所提升，我们基于相应的历史5年平均市帐率，分别上调鞍钢（347 HK，买入，目标价：5.0港币）和马钢（323 HK，买入，目标价：2.0港币）的目标价。此外，我们将马钢的评级上调至“买入”，仍然推荐鞍钢。

**钢铁库存减少。**今年年初至今，受补库存的主导和国内融资需求回暖的影响，钢铁价格急升。最新的钢铁PMI数据显示，钢铁产品库存PMI由2月的44.8下降至3月的37.7，表明新增订单持续改善。我们认为这一趋势将会持续到旺季。因此，我们适当调高我们对2016年钢铁消耗量的预测，预计今年整体的消耗量增长将与去年持平。供给端方面，只要国内4月的粗钢产量不超过200吨太多，我们维持供给侧将主导行业再平衡的理论不变，供给的增长速度将超过需求。

**闲置产能的恢复进程慢于预期，但仍待观察。**最近的钢材价格急升后，国内目前大约有200万吨小型钢材厂的闲置产能等待重新开工，产能恢复的整体进程仍然较慢。根据我们的调查，部分钢材厂商仍然因为缺少信贷支持而面临资金短缺的问题。我们认为，尽管受供给侧影响，银行给予钢铁行业的贷款额度不断减少，但某些钢材厂商今年的产量目标仍然较高，我们因此维持先前对净关闭工厂数量的预测不变。

**鞍钢和马钢的前景向好。**尽管两家公司2015年受减值损失的影响都出现了净亏损，就年报来看，鞍钢的议价能力好于马钢。据我们测算，鞍钢2015年的单位毛利润达172元人民币，而马钢的单位毛利润为负值。2016年，两家公司的销售目标都与去年相近。然而，基于3月的钢材价格，两家公司均未实现扭亏为盈。尽管如此，由于单位成本减少，我们已将两家公司的净亏损预测下调。就鞍钢而言，公司的产品更倾向于下游高端的汽车市场，将帮助提升单位利润的回升和业务的整合；就马钢而言，地方政府的支持或将帮助公司减少支付将于今年到期的债务利息。

**将马钢的评级上调至“买入”，仍然推荐鞍钢。**鞍钢和马钢2016年的市帐率分别为0.55倍和0.57倍。考虑到行业整体景气向上，我们将鞍钢和马钢的目标价分别上调至5.0港币和2.0港币，2016年的市帐率由先前的0.5倍和0.4倍分别上调至0.7倍和0.7倍（以5年历史平均市帐率为基准）。因此，我们将马钢的评级上调至“买入”，仍然推荐鞍钢，并重申“买入”评级。

(陈家扬 CE No.: ALH659)



❖ **哈尔滨银行 (6138 HK): 发展健康, 增长可持续 (买入/目标价: 3.39 港币/20160408)**

- 哈尔滨银行 2015 年业绩超预期, 业务结构持续改善。业绩期内, 该行净利润同比增长 17.1%, 手续费及佣金净收入同比增长 22.4%, 成本收入比同比下降 3.29%至 31.75%。
- 该行资产运用有效, 资产质量稳健。业绩期内, ROA 达 1.14%, 净息差达 2.68% (高于行业平均 2.54%的水平), 不良率 1.4%, 较为稳定。由于该行零售贷款和非本地贷款占比较高, 我们认为其不良率在未来上升压力较小。
- 考虑到该行 2015 年业务发展超预期, 且未来成长较为明确, 我们将 2016 年的目标价上调 11.9%至 3.39 港币。

**各项业务发展迅速。**哈尔滨银行的微型金融、消费金融及互联网金融业务在过去的几年已成为该行主要的业绩贡献来源, 并将在未来几年内维持该趋势。这三个板块平均每月的贷款配给已超过 10 亿元人民币。此外, 其子公司 2015 年的业绩贡献占比共计 10%, 俄罗斯业务收入实现四倍增长, 至 2.3 亿元人民币。下属城镇银行合计实现净利润 3.01 亿元人民币, 同比增长 20%。2015 年是哈银金融租赁公司开展业务的第一年, 实现净利润 1.38 亿元人民币, 处于行业领先水平。

**未来成长可见。**我们看好哈尔滨银行具有多重增长点的商业模式、认可其发展战略。我们预计, 该行在 2016 年可实现约 25% 的规模扩张, 新增贷款目标约为 400 亿元人民币。我们认为, 该行 2016 年的非息收入同比增长可达到 20%, 盈利将实现两位数增长 (根据我们的中性预测, 盈利在 2016 年增长约 14.4%)。随着市场在对该行业务情况认识的加深, 我们认为其股票估值将有明显提升。

**估值。**该行 2015 年业绩超预期, 我们根据戈登模型并基于 ROE 增长的假设 (近三年股本回报 14.48%, 股息率 25%, 长期股本回报 11.47%) 将 2016 年的目标价由 3.03 港币提升至 3.39 港币。当前, 哈尔滨银行 2016 年的市帐率为 0.54 倍, 股息率为 6.35%, 估值吸引, 我们重申“买入”评级。

(徐博 CE No.: AXG732)

❖ **中国汽车行业: “新常态”发展将更具持续性 (20160407)**

**中国的汽车市场将进入“新常态”发展阶段。**历史数据显示, 中国的汽车产业的发展与经济状况密切相关。2015 年, 中国的 GDP 增长为 6.9%, 为 20 年来最低。中国经济发展似乎已进入“新常态”的格局, 加之人口的老龄化, 都预示着中国汽车产业高速发展的结束。尽管如此, 我们看到中国汽车产业长期发展将更具持续性, 主要因为 (1) 中国的人均汽车拥有量远低于发达国家; (2) 中国二三线城市人口密度低, 对汽车的潜在需求大; 以及 (3) 对碳排放的担忧将促进低油耗车辆的发展。

**新能源汽车销售增长提速或将带来行业整合。**2016 年起, 国家将逐步减少新能源汽车的补贴, 并可能在 2020 年后全面取消相关补贴。然而, 由于政府实施了更加严格的碳排放标准, 发展新能源汽车对于汽车制造商降低企业的总体燃油消耗量至关重要。因此, 汽车制造商将大力推广新能源汽车的销售。我们认为, 政策将更加利好大型的汽车制造商, 同时加速行业整合。

**汽车零部件和后市场领域具有更大的潜在增长。**中国汽车供应链中, 汽车制造商的利润 (主要指毛利润率和 ROE) 最高。2015 年, 中国 389 家汽车制造商实现了 2.7 万亿元人民币利润, 毛利润率达 18%; 而 12,093 家汽车零部件制造商仅实现了 2.56 万亿元人民币的利润, 毛利润率达 14.0%。考虑到产能过剩和营业成本上升的问题, 长期来看汽车制造商的利润率面临下滑的压力, 对于零部件制造商和后市场服务商而言是一个利好。

**估值和选股。**我们首次覆盖并看好中国汽车行业, 基于 1) 长久发展更具持续性; 2) 汽车产业链上各公司的发展机会和估值差异; 以及 3) 汽车板块整体较低的估值。此外, 我们首次覆盖长城汽车 (2333 HK) 并给予“持有”评级。我们认为, 长城汽车将继续受益二三线城市潜在的增长需求。我们同时维持对于北京汽车 (1958 HK) 的“买入”评级。我们认为北汽将在今年实现销售增长和盈利预期的转型。

(田阳 CE No. : BGL791)

#### ❖ 中国铁建 (1186 HK): 4Q15 业绩与预期相符 (买入/目标价: 11.0 港币/20160401)

- 中国铁建 2015 年盈利同比增长 7.8% 至 126 亿元人民币, 与我们的预期相符, 得益于公司有效的成本控制和财务费用的减少。
- 公司 4Q15 新增订单增速持续提升, 主要由基建 (同比增长 17.5%) 和地产 (同比增长 36.3%) 项目推动。管理层将 2016 年新合同目标定为 8,500 亿元人民币, 其中海外订单为 1,000 亿元人民币, 与 2015 年的指引基本一致。
- 我们预计, 2016 年中国基建融资向好, 因此将中国铁建的目标价由 10.0 港币提升至 11.0 港币, 相当于 2016 年 9.4 倍的市盈率和 1.0 倍的市帐率。维持买入评级。

**2015 年业绩与我们的预期相符。** 中国铁建 2015 年收入同比增长 1.2% 至 6,005 亿元人民币, 盈利同比增长 7.8% 至 126 亿元人民币 (4Q15 盈利同比增长 18.2%, 3Q15 盈利同比增长 4.3%), 与我们的预期相符。基于国际 GAAP 准则, 公司 4Q15 的毛利率同比下降 0.3 个百分点至 9.2%, 受累于制造和地产业务 (分别同比下降 2.2 和 3.8 个百分点) 及利润较低的铁路工程业务。此外, 中国铁建 4Q15 的净利润率同比上升 0.3 个百分点至 2.5%, 推升其全年净利润率至 2.2%, 同比上升 0.3 个百分点。

**4Q15 铁路工程新订单恢复稳健。** 2015 年公司基建板块新增订单同比上涨 17.5% 至 8,074 亿元人民币, 受益于铁路/公路/市政板块 37.1%/22.7%/11.9% 的同比增长。铁路新增订单的恢复超过预期, 主要由于 2015 年底推出的 PPP 项目以及中央的财政支持。

**基建前景乐观。** 今年首批 4,000 亿元人民币的专项建设基金已经下发到各地方政府, 首批基金款项相当于 2015 年基金总额的一半, 高于市场预期。我们认为, 中央今年将会就专项建设基金提供更多支持, 不仅表现在基金规模的增加 (2015 年为 8,000 亿元人民币), 也会加快基金派发的落实进度。

**重申买入评级, 目标价由 10.0 港币提升至 11.0 港币, 2016 年市盈率为 9.4 倍 (之前为 7.8 倍)。** 我们认为中央专项建设基金规模的提升和土地销售的回暖都将改善地方政府的财政状况。中国铁建 2016 年的市盈率为 7.9 倍, 市帐率为 0.9 倍, 估值仍然偏低。因此, 我们维持买入评级, 同时将目标价由 10.0 港币提升至 11.0 港币, 相当于 2016 年 9.4 倍的市盈率和 1.0 倍的市帐率。

(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, 买入, 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, 买入, 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, 买入, 目标价 3.8 港币)**、**江西铜业 (358 HK, 买入, 目标价 9.0 港币)**和**紫金矿业 (2899 HK, 买入, 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) 资本支会出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, 买入, 目标价：3.8 港币)、江西铜业 (358 HK, 买入, 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, 买入, 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, 买入, 目标价150.0新台币), 中芯国际(981 HK, 买入, 目标价0.95港币), 华虹半导体(1347 HK, 买入, 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 (买入/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。全球的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买入评级。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)

#### ❖ 中芯国际(981 HK): 28 纳米制程 - 主流代工厂的入场券 (买入/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,这给众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，并给予买入评级。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到行业并购之中。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)

❖ **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)

❖ **华虹半导体(1347 HK):小型利基玩家 (买入/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，买入。**我们首次覆盖华虹，并给与买入评级。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)



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
08251 HK	优越集团控股有限公司	印刷及包装	0.30-0.50	N/A	19/4/2016
02738 HK	华津国际控股有限公司	钢铁	1.88-2.48	2016/04/05-2016/04/08	15/4/2016
08217 HK	联旺集团控股有限公司	建筑及装修	0/1/1900	N/A	12/4/2016
08319 HK	思博系统控股有限公司	资讯科技器材	0.20-0.30	N/A	12/4/2016
01243 HK	宏安地产有限公司	地产发展	0.87-0.97	2016/03/30-2016/04/05	12/4/2016
01982 HK	南旋控股有限公司	纺织及制衣	1.03-1.33	2016/03/30-2016/04/05	12/4/2016
08359 HK	Hypebeast Limited	电子商贸及互联网服务	0.12-0.14	N/A	11/4/2016

(阿斯达克财经网)

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)
13/4/2016	8132	中油港燃	--	HKD 36.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础)
13/4/2016	789	雅天妮	HKD 0.074	HKD 180.560M	普通股份	94.948	配售/发行 (扩大资本基础;收购项目)
13/4/2016	704	和嘉资源	--	HKD 43.277M	可换股债券	0	配售/发行 (支付费用)
12/4/2016	2960	君阳金融	HKD 0.238	HKD 93.250M	普通股份	19.257	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
12/4/2016	397	君阳金融(新)	HKD 0.238	HKD 93.250M	普通股份	19.257	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
12/4/2016	8167	中国新电信	HKD 0.400	HKD 150.350M	普通股份	3.945	配售/发行 (偿还债务)
11/4/2016	953	美克国际	HKD 1.000	HKD 235.000M	普通股份	19.838	配售/发行 (扩大资本基础)
11/4/2016	254	国家联合资源	HKD 0.165	HKD 81.840M	普通股份	8.444	配售/发行 (扩大资本基础;偿还债务)
9/4/2016	2039	中集集团	RMB 13.860	RMB 6.000B	A 股	12.969	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
8/4/2016	1192	泰山石化	HKD 0.100	HKD 260.700M - 260.900M	普通股份	33.364	供股/公开发售  (扩大资本基础;业务发展;偿还债务 三

(扩大资本基础;业务发展;偿还债务 三



							供一)
8/4/2016	8250	丝路能源	HKD 0.195	HKD 204.000M	普通股份	18	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
8/4/2016	8059	朝威控股	HKD 0.720	HKD 89.280M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
8/4/2016	1192	泰山石化	HKD 0.100	HKD 260.000M	普通股份	33.246	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
8/4/2016	1515	凤凰医疗	HKD 8.040	HKD 3.722B	普通股份	55.521	代价发行 (收购项目 购内地医疗机构营运权)
8/4/2016	1192	泰山石化	HKD 0.100	HKD 1.760B	普通股份	224.985	代价发行 (偿还债务)
8/4/2016	1192	泰山石化	HKD 0.100	HKD 1.400M	普通股份	0.179	代价发行 (支付费用 支付顾问费)
7/4/2016	6108	新锐医药(新)	HKD 0.400	HKD 23.100M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
7/4/2016	2950	新锐医药(旧)	HKD 0.400	HKD 23.100M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
6/4/2016	1808	企展控股	HKD 0.057	HKD 39.700M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
6/4/2016	3332	中生联合	HKD 3.500	HKD 133.000M	H 股	4.534	配售/发行 (收购项目)
6/4/2016	2327	宇业控股	HKD 0.284	HKD 33.120M	普通股份	4.741	代价发行 (收购项目 购健康管理及保健相关服务 业务)
6/4/2016	2098	卓尔发展	HKD 2.315	HKD 59.410M	普通股份	0.239	代价发行 (收购项目 购手机支付系统业务)
5/4/2016	362	中国天化工	HKD 0.315	HKD 43.470M	普通股份	5.791	先旧后新 (扩大资本基础;偿还债务)
5/4/2016	1069	中国农林低碳	--	HKD 20.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
5/4/2016	2700	格林国际控股	--	HKD 12.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
5/4/2016	8175	中国数码文化	HKD 0.480	HKD 10.000M	普通股份	1.567	代价发行 (收购项目 购周杰伦肖像及姓名之电子 竞技领域独家使用权利)
4/4/2016	875	中国金控	--	HKD 2.400B	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
1/4/2016	70	海王集团	HKD 0.420	HKD 96.940M - 100.530M	普通股份	5.185	供股/公开发售





(业务发展 合并后二供一)

1/4/2016	8078	中国3D数码	HKD 0.365	HKD 91.850M	普通股份	6.566	代价发行 (收购项目 增持娱乐及媒体业务)
1/4/2016	875	中国金控	HKD 0.098	HKD 41.160M	普通股份	7.315	配售/发行 (扩大资本基础)
1/4/2016	778	置富产业信托	HKD 8.261	HKD 26.865M	普通股份	0.172	代价发行 (支付费用)
31/3/2016	2005	石四药集团	HKD 2.429	RMB 57.745M	普通股份	1.015	代价发行 (收购项目 购药用丁基橡胶瓶塞、聚异戊二烯垫片及多层共挤输液用包装膜之产销业务)
31/3/2016	875	中国金控	HKD 0.099	HKD 71.250M	普通股份	12.534	代价发行 (偿还债务)
31/3/2016	885	仁天科技控股	HKD 0.510	HKD 771.120M	普通股份	17.507	代价发行 (收购项目 购大宗商品行业一站式解决方案业务)
31/3/2016	154	北京发展(香港)	--	HKD 2.202B	可换股债券	0	代价发行 (收购项目 购多个垃圾焚烧项目;代价相等于18.5亿元人民币)

(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）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