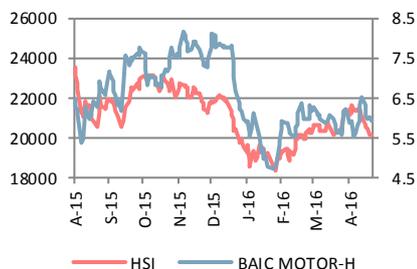


恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	20,566.8	0.23
上证指数	2,832.1	(2.79)
标准普尔指数500	2,058.7	0.08
道琼斯指数	17,705.9	(0.20)
纳斯达克指数	4,750.2	0.30
日经225指数	16,216.0	0.68
富时100指数	6,114.8	(0.18)
欧洲Stoxx50指数	2,955.8	0.65

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
TW/原油期货	43.44	(0.35)
COMEX黄金	1,263.88	0.06
LME铜	4,810.0	0.52
CBOT大豆	1,026.5	(0.80)
BDI	616.0	(2.00)

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	0.7080	(3.81)
美国5年期国债	1.1939	(2.93)
美国10年期国债	1.7516	(1.59)
美国30年期国债	2.6087	(0.73)
德国10年期国债	0.1251	(12.50)

外币汇率

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.7640	0.03
美元/人民币	6.5169	0.32
欧元/人民币	7.4330	0.21
港币/人民币	0.8394	(0.29)
美元/日元	108.32	(0.07)
欧元/美元	1.1383	(0.01)

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	10.78	(1.10)
安硕A50	9.59	(0.93)
德银X-trackers沪深	22.72	(3.03)
恒生H股指数	85.05	(0.23)
中银报诚-沪深300	28.35	(1.73)
华夏沪深300	31.05	(1.90)

恐慌指数

名称	收盘	涨跌(%)
CBOV VIX	14.57	(1.02)

资料来源：彭博

每周一股：北京汽车（1958 HK，买入，目标价：6.6 港币）

- ❖ 北汽产品组合丰富多样，包括北京奔驰、北京现代和“北京”自主品牌，从而使得公司可以覆盖中国汽车市场大部分的消费群体。
- ❖ 尽管公司 2015 年和 2016 年一季度业绩仍无起色，我们预计在未来的几个季度内，北京奔驰将维持强劲表现，北京现代销售下滑趋势将企稳，而“北京”自主品牌汽车的扭亏目标将顺利进展。
- ❖ 根据彭博平均盈利预测及 4 月 29 日收市价 6.54 港元，北汽 2016 年的市盈率为 9.1 倍，市账率为 1.0 倍。我们期待北汽自主品牌 SUV 和北京奔驰 E 级成为中期公司股价的催化剂。

宏观要闻

- ❖ 台湾 4 月出口同比下降 6.5%，进口同比下降 9.6%，下降幅度趋缓但仍为超过 1 年的连续同比下降。 [彭博]
- ❖ 日本 3 月受薪者整体现金所得较上年增长 1.4%，是自 2016 年 07 月以来最大增幅。 [彭博]
- ❖ 欧洲央行行长表示，该行将继续采取必要措施和足量的政策工具，实现通胀值接近 2% 的目标。 [彭博]
- ❖ 今日公布经济数据：美国 4 月中小企业信心指数，中国 4 月居民价格消费指数，中国 4 月工业品出厂价格指数，德国 3 月工业生产，马来西亚 3 月工业生产，印度 4 月进出口 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 中国神华（1088 HK）/（601088 CH）及其母公司均未与中国煤炭科工集团商谈合并事宜 [路透]
- ❖ 金地集团（600383 CH）4 月签约金额同比增 115% [阿思达克财经]
- ❖ 理文造纸（2314 HK）：越南和卫生纸是新发展重点 [阿思达克财经]
- ❖ 中钢协：4 月下旬重点钢企粗钢日均产量比中旬增 1.9% [阿思达克财经]
- ❖ 上海发布充电桩发展扶持办法 补贴力度增加一倍 [阿思达克财经]

朝闻香江导读

【中信建投：宏观观察】

- ❖ 疲态初现——5 月份宏观经济月报

【中信建投：A 股策略】

- ❖ 暮鼓晨钟（4 月第 4 周）

【中信建投国际：港股策略】

- ❖ 资源品价格推动盈利回升

【A 股报告每日精选】

- ❖ 商中在线(831916 CH):老牌 IDC 服务商与数字营销的深度嫁接

【近期研究报告】

- ❖ 枫叶教育 (1317 HK): 业绩会后路演摘要 (买入/目标价: 7.10 港币/20160509)
- ❖ 重庆农村商业银行 (3618 HK): 重庆城乡金融专家 (买入/目标价: 5.85 港币/20160506)
- ❖ 枫叶教育 (1317 HK): 受益于直属教育体系 (买入/目标价: 7.10 港币/20160504)
- ❖ 徽商银行 (3698 HK): 深耕本地市场, 受益经济发展 (买入/目标价: 4.63 港币/20160421)
- ❖ 中国汽车行业: “新常态”发展将更具持续性 (20160407)
- ❖ 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

❖ 疲态初现——5月份宏观经济月报（20160503）

一季度经济短期企稳，房地产作用明显。一季度经济数据整体超市场预期，经济短期企稳。但对企稳的因素需谨慎看待，无论是从实体经济还是从物价表现、金融数据看，房地产业都是带动经济企稳的主要因素。

房地产销售增速可能回落，对房地产投资的影响需要关注。三月份房地产投资与销售出现了一些新的积极因素，如开发企业到位资金增速显著提升、企业拿地意愿增强、企业开工增速回升等，再结合近期的调研信息，预计短期内房地产投资增速回暖态势可能会维持。但房地产库存状况并未明显改善，在今年去库存任务下，房地产投资的回暖更多的是由销售好转带来的，如果房地产销售转跌，可能会带来投资相应走弱。而受一线城市与部分二线城市政策收紧影响，房地产销售增速预计会出现回落，这在旬度高频数据已有体现。

中观数据边际走弱，经济疲态苗头初显。下游汽车销量同比增速放缓，房地产销售同比增速显著回落。中游钢材价格回落，水泥价格上涨趋势放缓，发电耗煤量同比跌幅扩大。上游大宗商品价格四月普涨，但最后一周涨势普遍趋弱或转跌。

PMI回落与中观数据吻合，经济回暖或昙花一现。4月PMI比上月微落0.1个百分点，虽继续位于扩张区间，但增长疲态已显。非制造业商务活动指数比上月小幅回落0.3个百分点，表明非制造业继续保持增长态势，但增速略有减缓。总体看，本次房地产和基建投资带动的短期经济回暖惯性犹存，但疲态初显。

蔬菜价格显著回落，CPI上升压力缓解。猪肉价格同比增速略有回升，蔬菜价格同比增速较三月回落，农业部公布的鲜菜批发价格指数、农产品批发价格指数与菜篮子产品批发价格指数等也显著回落。近期大宗商品价格上涨较为明显，但短期对CPI同比上涨的压力有限。综合考虑，CPI上升压力有望缓解。

总体看，本次房地产和基建投资带动的短期经济回暖惯性犹存，但疲态初显。我们预计二季度中后期将呈现投资、物价的双双回落，货币政策宽松即将兑现。

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

中信建投：A 股策略

❖ 暮鼓晨钟—2016年4月第4周（20160427）

国内经济视角——流动性风险或导致商品触顶回落

若债市“刚兑”打破继续演进，违约风险释放节奏的突然波动有可能进一步出发警惕反应，从而可能在近期某个时点引致债券赎回突增，导致银行市场流动性的意外收紧。在此过程中，商品价格的触顶下跌是否能够以有序释放风险的方式进行，将是决定流动性风险扰动大小的因素，同时观察货币政策的边际变化。

全球宏观视角——从供给侧改革到中国的流动性紧张

当前来看全球“一波三折”表现的大逻辑在不断验证，通过修复增长和价格对于中国的影响已经开始显现，中国流动性问题以及股市的表现已经发出了这样的信号。接下来需要一个再确认的过程，包括对于商品期货市场和房地产市场的微调 and 预期引导，来释放对于货币市场的压力。而下周的美日议息会议中，市场已经在预期美联储从“鸽”向“中性”的转化，日央行也会进一步展示自身的货币政策并没有收到束缚。因此，“一波三折”带给全球风险偏好回暖后的“再确认”也是必要的。

资金与情绪面：股债双调，市场乐观情绪转向

我们的调查反馈结果，本周市场平均仓位降至 50%以下，较上周下降 11 个百分点。点位预测方面，只有 4 成投资者预计未来一个月大盘能站上 3100 点，比例相比于上周大幅降低，而有 3 成的投资者认为上证指数在未来一个月将不会突破 3000 点。另外风格配置方面，偏向于切换至防御板块的投资者数量首次超过均衡配置，显示了投资者情绪趋冷。

A 股策略：暮鼓晨钟

中国多重的宏观管理目标决定了当前需要“一波三折”的整固，而商品的阶段性整固是必要的。虽然政策不会有明显地转向，适度扩大总需求的基础上坚持供给侧改革的方向不变，但是会有适度的政策平衡商品市场的过热和流动性市场的偏紧。敏感的股票市场依然需要时间才能相信政策再一次走出了僵局，这也决定了未来一段时间内震荡调整的格局，市场“暮鼓晨钟”长鸣。围绕三个方向来选择：（1）受益商品期货市场上涨正向牵引的周期行业；（2）估值与业绩匹配的防御板块。无论从月度表现，还是从上周表现，家用电器，食品饮料，休闲服务涨幅都排名靠前。业绩向上反转与估值相对合理使这些行业在市场震荡调整阶段得到青睐；（3）高成长化解高估值，一些成长板块细分的子行业。如我们下周启动调研的为企业创造价值的 to B 端产业链，OLED 行业，新能源汽车产业链等。

（柳太胜 CE No. :AM0971）

中信建投国际：港股策略

❖ 资源品价格推动盈利回升（20160419）

中国宏观简评：地产回暖能否再度起航？

一季度中国固定资产投资累计同比增长 10.7%，显著回升，主要是房地产投资与基建投资拉动，居民可支配收入增速收窄导致社零增速较去年下滑，一季度以美元计价出口同比下跌 9.5%，跌幅较去年扩大，三月份当月出口增速超预期增长。需求端看，商品贸易顺差与社零增速在一季度增速均有所回落，意味着三大需求中净出口与消费对经济增长的贡献可能都有所减弱，而房地产投资与基建投资是支撑经济增速企稳的主要力量。金融方面：三月份新增社融规模与人民币新增贷款均超市场预期，主要跟房地产销售好转导致的居民中长期贷款、以及基建与房地产投资走高导致的对非金融企业部门的中长期贷款相关。M2 增速略有提升。在基础货币收缩的情况下，月初的降准有利于扩大商业金融的信贷投放能力，而各项贷款的增加以及金融机构债券投资、类信贷的增加，导致货币派生能力显著提升。

价格和盈利：资源品价格率先反弹 盈利改善继续扩散

在原料购进价格不断上涨的带动下，一季度资源品价格率先出现回升，主要资源品钢铁，有色和石油天然气价格明显上涨，其中钢铁价格同比回升 10 个百分点，有色和石油天然气回升 5 个百分点，煤炭 2.4 个百分点，资源品是 1 季度价格提升幅度最大的行业，但是行业截止二月份的盈利并没有同步改善，1-2 月中游制造业和下游消费品的盈利上涨最多，上游部分行业反而出现了营业亏损，我们认为产能过剩最严重的上游通过涨价改善盈利需要比中下游更长的时间，3 月份的盈利会继续好转并沿产业链扩散，我们仍然看好当前的交易性机会和开启补库存之后的主升浪阶段，当前的风险因素是价格反弹之后产能过剩行业的二次回落。

行业比较观点：上游领导价格 中游周期品看涨

上游资源品中除煤炭价格小幅上涨，其他价格都出现明显反弹，其中钢铁和有色的 1-2 月累计盈利也实现同步上涨，二级市场表现强劲，可以继续关注，煤炭价格和盈利改善较弱，逻辑证伪之前二级市场仍具有交易性机会。中游行业化工和机械设备价格反弹明显并伴随盈利同步改善，景气回升较为确定。下游消费品制造行业价格反应平淡，在周期拐点的判断前提下我们不建议过度关注必需消费品等弹性较小的品种。

港股配置策略：

在我们看来，一季度上游资源股在价格带动下的强劲反弹已经脱离了基本面改善的幅度，存在短期调整压力，在 A 股走势进入平稳期后，港股的走势更容易受美股和外围股市影响，在过去两个月的强力反弹后，欧美股市也越来越缺乏持续的动力，缺乏惊喜的经济数据进一步增加了中期调整的压力。对于港股，我们建议短期避开涨幅较高的资源股，重点关注盈利改善的上游和中游标的，港股未来一段时间应以‘选股不选市’为基本投资策略，具体标的请参考中信建投国际港股每周评论。

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

A 股报告每日精选

❖ 商中在线(831916 CH):老牌 IDC 服务商与数字营销的深度嫁接 (20160505)

传统业务以域名注册服务带动虚拟主机和企业邮箱业务

公司传统业务为域名服务、虚拟主机服务、服务器租赁托管服务和企业邮局等服务。主要盈利模式为代理域名注册服务费、代理企业邮箱和虚拟主机服务费等收入。公司在域名领域处于国内第一梯队，根据公开转让说明书披露，公司 2013 年拥有域名 64 万个，位居行业第三位。IDC 评述网给出的国内各细分业务领域排名中，公司在域名注册上排名国内第六，在虚拟主机和企业邮箱领域均排名国内第九，具有较好的行业地位和口碑积淀。公司利用自身服务器端技术沉淀、运营经验和销售体系拓展微信互动营销服务，市场空间广阔。

并购三家标的，数字营销成为主要业务

本次重组共涉及三家标的，分别为无锡泛亚、新网互联软件、远近互动的 100% 股权，交易总额 40,020 万元。无锡泛亚主营业务为搜索引擎和电商平台广告代理；新网互联软件主营业务为域名注册、企业邮箱、虚拟主机业务；远近互动主营海外社交媒体运营与营销服务。在此次并购之后，公司将从基础 IDC 服务拓展到营销服务领域，提供包括搜索引擎、电商平台、社交媒体、微信平台多维度的数字营销服务，进而实现互联网整合营销服务。而原有 IDC 服务比重降低到 30% 左右，为营销服务提供底层支撑。

无锡泛亚主营互联网广告代理，区域客户群体优势明显

无锡泛亚主营业务为搜索引擎和电商平台广告代理。公司获得了 360 搜索在浙江、诚信通在江苏等省多地市独家代理资格，区域客户超过 1 万家，每月可为 5000 家客户提供上门服务。基于江浙地区大量中小企业聚集，公司潜在客户资源丰富。根据业绩承诺，无锡泛亚在 2016-2018 年税后净利将分别达到 1500、2000、2500 万，收购对应 16 年收购市盈率 14.67 倍，价格合理，预计并购将为公司带来稳定的利润和现金流来源。

新网互联为国内老牌 IDC 服务商之一，并购实现强强整合

新网互联科技是 CNNIC top10 的域名注册服务商；业务包括域名注册、虚拟主机、云邮箱、移动 APP 生成+运营与定制等等。2015 年新网互联科技分拆其域名、虚拟主机及云邮箱业务并出售给商中在线。该并购意味着国内排名居前的两大 IDC 服务企业实现业务整合。新网互联拥有上万家渠道商，年活跃用户数量在十余万量级，客户资源在区位上与商中在线形成互补，未来新网互联软件将成为商中在线的重要渠道，同时引入具有 10 年 IDC 服务经验的优秀团队和业内领先的 DNS 域名安全服务能力，预计将诞生域名服务、虚拟主机等领域的又一大龙头企业。

远近互动主营海外 SNS 营销，企业出海趋势带动增长

远近互动主营为企业客户提供中国品牌海外社会化营销服务。包括在 Facebook、Twitter 等 SNS 平台上的互动营销服务，策划专业活动及 Facebook 广告投放，名人等意见领袖营销，海外新闻营销等。主要客户为国内大型企业和事业单位，13-15 年前五大客户中包括了海南航空、美的、央视国际网络、复旦大学等，客户质量较高。远近互动业绩承诺 2016-2018 年税后净利不低于 800、1100、1500 万元，对应 16 年收购市盈率 12.5 倍，可比企业如微传播等市盈率普遍在 100 倍左右。

国内企业出海正在成为趋势，国内服务业 2000-2015 年出口复合增长 16.24%，其中 2015 年增长 56.45%。企业海外营销市场空间巨大，SNS 营销作为最具有原生性、内容化，最容易形成品牌粉丝效应的数字营销方式，在国内外均为最具发展潜力的营销手段之一。远近互动具有全外专业运营团队，Facebook、Twitter、YouTube、Pinterest、Google+ 等以及美通社、美国商业新闻社多平台营销渠道，海外整合营销能力优势明显。

数字营销行业快速增长，公司客户+合作方优势明显



数字营销包括了 PC 和移动端的搜索引擎广告、展示广告、视频广告、社交广告等不同类型的互联网广告，以及非广告的活动式营销、SCRM 系统等，市场规模快速扩大。根据艾瑞咨询数据，国内互联网广告在 2010-2014 年保持了 CAGR 49.33% 的增长，2015 年预计突破 2000 亿元。数字营销市场增长原因包括，流量增长+大数据应用能力成熟+优质效果带动需求增长。而国内数字广告在媒体占例相对海外依然偏低，提升空间巨大。

大股东江苏泛亚集团 2013 年入主公司，江苏泛亚是国内知名的互联网服务公司，业务涵盖了云计算、数字媒体营销、电子商务、跨境电商、电子政务、互联网金融等多个细分领域，与包括微软、谷歌、腾讯、新浪、百度、阿里巴巴、360、Linkedin 等具有深度合作，泛亚的主要业务近年来快速增长，且规模均为所在地区领先。商中在线作为集团唯一资本整合平台，业务注入预期明确，同时泛亚集团传统业务客户资源、销售体系与商中在线 IDC 服务传统客户资源的整合，预计将带动各细分业务规模不断扩张。

多业务并进，集中指向企业级服务市场及数据积累

公司在本次并购后，整合了域名注册、虚拟主机、企业邮箱、企业 IM、移动 SCRM、搜索引擎广告代理、海外 SNS 营销运营等多项服务，业务范围涵盖了企业在互联网和云端的诸多需求。未来结合泛亚集团其他传统业务后，可以为客户提供整合的企业级服务。这对于提升客户粘性和降低销售费用、快速抢占市场具有重要意义。此外在企业从信息化到在线业务进行的全流程中，公司可以获取大量的数据资源积累，从而向营销服务、企业咨询服务等领域提供数据支撑，实现服务与数据的正向反馈。

建议重点关注

基于 IDC 服务市场的稳定增长+数字营销市场的快速发展+泛亚集团旗下其他资产的整合预期，公司市场空间将不断提升；而由于公司老牌 IDC 的口碑积累+各领域运营团队优势+整体销售和客户资源优势+多业务协同潜力，预计公司将在各个细分市场占据一定优势。根据公司传统业务保持稳定经营+并购企业业绩承诺正常实现，预计公司 2016-2018 年净利润 3800、4600、5500 万，对应并购后 EPS 分别为 0.88、1.06、1.27 元，对应当前股价 26.70 元市盈率分别为 30X、25X、21X，公司相对 A 股 IDC 服务类企业和数字整合营销企业盈利能力领先，市盈率比例不足 50%，同时未来资产注入预期、新业务拓展带来较高业绩弹性，远近互动的独特模式和团队优势为国内领先，建议重点关注。

风险提示：1、公司新进入多个数字营销领域，存在一定业务拓展与整合风险；2、存在一定业绩承诺无法完成风险。

(柳太胜 CE No.: AMO971)

近期研究报告

❖ 枫叶教育 (1317 HK): 业绩会后路演摘要 (买入/目标价: 7.10 港币/20160509)

- 我们上周与枫叶教育的管理层安排了业绩会后的路演活动。
- 公司的主要亮点在浙江省义乌校区入学人数方面。该校区建于 2015 年 09 月, 营业第一年便实现了盈亏平衡, 并推升了集团总体的学校使用率。此外, 主要学校的使用率均实现稳步增长: 大连 (84%), 武汉 (94%), 重庆 (83%) 和镇江 (92%)。
- 我们重申“买入”评级。基于 DCF 模型, 我们维持 7.10 港币的目标价, 相当于 2017 年 (日历年) 32.2 倍的市盈率。公司目前的股价对应 2017 年 26.5 倍的市盈率。

投资者提问:

1. 枫叶教育如何获得第一间民办学校的营业许可?

经过两年的审批, 公司于 1996 年从辽宁省教育厅获得了第一间民办学校的营业许可。

2. 学校学费调整是否需要政府批准?

根据《民办教育收费管理暂行办法》和《民办教育促进法实施条例》, 对于提供学位的民办学校, 其学费收取的形式和数额均须由相关教育行政部门或劳动和社会保障行政部门审批并报价主管部门批准, 学校亦须获得单独的收费许可。对于枫叶教育而言, 公司的学费调整需要大连市政府审批通过, 而在武汉和义乌等校区则须向报价主管部门递交相关的申请表格。公司一般每 3 年调整一次学费, 每次不超过 25%。

3. 自有模式和 PPP 模式的学校在盈利能力方面有何不同?

学校发展步入成熟期后, 由于 PPP 模式建立在收入共享的基础上, 其盈利能力绝对低于自有模式。然而, 在运营 PPP 模式的前几年, 学校可以大大节省折旧费用。学生数量达 1,500-1,800 人次的自有学校, 其资本支出为 1.5-2 亿元人民币/间; 而 PPP 模式下该资本开支仅为 1,000-2,000 万。因此, PPP 模式的投资回报通常较高。

4. 学校实现盈亏平衡的平均年限是多少?

学生数量达 1,500 人次的自建学校通常在营业的第三年 (学生人数达 500 人次时) 实现盈亏平衡。然而, PPP 模式下, 学校通常在营业的第二年 (学生人数达 300 人次时) 实现盈亏平衡。

5. 新建学校运营若干年后, 其使用率的水平如何?

在运营的前三年, 学校使用率通常低于 30%; 运营时间超过 3 年的学校, 其使用率达 60%; 运营 7-8 年的学校, 其使用率约为 70-80%。

6. 不同类型的学校在盈利能力方面有何不同?

就每位学生的平均学费而言, 外籍人员子女学校通常最高, 高中其次, 幼儿园最低。但就盈利能力而言, 这三类学校的盈利能力差别不大, 因为外籍人员子女学校和高中的成本 (老师薪酬) 较高。高中的毛利润率高出集团平均水平 3-5 个百分点, 而幼儿园的毛利润率则低于平均水平 2-4 个百分点。

7. 直属教育体系的学生保有率是多少?

约 85% 的枫叶教育初中毕业生继续在集团高中继续就读; 约 75% 的小学毕业生在集团的初中继续就读。

8. 中国国际民办学校的竞争形势如何？

目前中国获得许可办学的国际民办学校数量大约 500 间，其中约有 200 间授予普通教育高级证书课程（A-Level），约 100 间授予美国大学预科课程（AP），另有约 100 间授予国际文凭大学预科课程（IBDP）。此外，中国目前仅有 34 个英属哥伦比亚（BC）学位的授予资格，而枫叶国际教育拥有其中的 10 个。

9. 枫叶教育的派息政策如何？

枫叶教育暂时没有官方的派息政策指引。如果公司今年没有大型的收购计划，其中期的派息率目标为 40%，

10. 枫叶教育的资本开支计划？

2016 及 17 年财年的资本开支计划为 1.5 亿元人民币/年。

11. 并购目标？

枫叶教育正在国内外寻找并购标的。就国内而言，公司会继续将发展重心放在 BC 课程；就国际项目，公司已对授予其他类型教育课程的学校进行了调研。就具体的计划而言，公司目前计划依靠轻资产的 PPP 模式拓展海外市场，单个目标项目的资本开支约为 2,000-3,000 万元人民币。

估值。我们重申“买入”评级。基于 DCF 模型，我们维持 7.10 港币的目标价，相当于 2017 年（财年）34.2 倍的市盈率及 2017 年（日历年）32.2 倍的市盈率。基于全面摊薄每股盈利和经调整每股盈利，公司目前的股价对应 2017 年 26.5 倍的市盈率，高于行业平均的 25.8 倍市盈率。我们认为公司正处于快速发展阶段，估值溢价合理。

（苏励嫻 CE No. : AHA295）

❖ 重庆农村商业银行（3618 HK）：重庆城乡金融专家（买入/目标价：5.85 港币/20160506）

- 重庆农村商业银行（重庆农商行）业务覆盖重庆所有行政区域，按资产规模及分布于城市、乡镇的营业网点数量，该行在当地均排名第一。
- 2015 年，重庆地区高达 24.3% 的新增贷款和 33.3% 的新增零售贷款最终存放于该行。其在乡镇地区银行服务的市场渗透率极高，借记卡持有量与常住人口数量比达 112%。
- 我们首次覆盖重庆农商行，并给予“买入”评级。基于戈登模型，锚定 0.91 倍 2016 年的经调整市帐率，我们将目标价设定为 5.85 港币，较之当前股价有 46.0% 的上升空间。

本地优势突出。由于实体网点覆盖面广，该行在重庆同业中地位突出，且优势不断增强。该行在重庆的客户基础稳定，客户数量众多，客户存款快速增长，存款市占率不断扩张，截至 2015 年末，已达到 16.3%，较之 1 年前和 3 年前分别提高了 6bps 和 118bps。长期来看，依托其原有实体网点和不断发展的网银渠道，我们预计该行在重庆地区的市占率将在未来 3 年内达到 22.4%。

资本市场相关收入发展势头强劲。2015 年，该行实现资本市场相关手续费及佣金净收入 6.19 亿元人民币（同比增速达到 26.6%），占其所有手续费及佣金净收入的 41.4%。其中，理财产品和债券承销业务发展尤其迅速。同期，这两项业务带来的收入同比增长达到 50%。我们认为，未来三至五年，资本市场相关业务将继续保持强劲的发展势头。

资产质量扎实。我们认为，该行的贷款质量风险较小。当前，大型银行承压于 150% 的拨备覆盖率红线，而重庆农商行的这一指标为 420%，远高于业内平均的 181%。特别是，2015 年底该行的拨备覆盖率达到 4.11%，相对其 0.98% 的不良率，该行贷款的拨备覆盖是十分充足的。



估值吸引，股价上升空间大。我们首次覆盖重庆农商行，并给予“买入”评级。基于戈登模型，锚定0.91倍2016年市净率，我们将目标价设定为5.85港币，较市价有46%的上升空间。该公司当前2016年市帐率为0.59倍，市盈率为4.08倍，股息率为6.13%，估价十分吸引。

(徐博 CE No.: AXG732)

❖ **中国铁建 (1186 HK): 估值已反映基本面的改善，下调至持有评级 (持有/目标价: 10.8 港币/20160503)**

- 中国铁建2016年一季度收入同比微升1.4%至1,187亿元人民币，净利润同比大幅增长18.1%，与我们的预期一致。
- 业绩期内，公司利润率均有所下滑。其中，毛利润率由2015年四季度的12.5%下降至2016年一季度的10.6%；息税前利润率由2015年四季度的3.3%下降至2016年一季度的2.9%；净利润率由2015年四季度的2.4%下降至2016年一季度的2.2%。
- 我们将2016-17年的盈利预测分别下调2.8%/10.6%，并将评级下调至“持有”。此外，我们将目标价由11.0港币下调至10.8港币，较之目前的股价有8.9%的上升空间。

2016年一季度业绩与预期相符。中国铁建2016年一季度收入同比微升1.4%至1,187亿元人民币，盈利同比大幅增长18.1%，主要因为财务费用的下降和减值损失的收窄。基于中国GAAP，业绩期内，公司实现毛利润率同比增长0.2个百分点至10.6%。此外，公司息税前利润率及净利润率分别同比上升0.5/0.3个百分点至2.9%/2.2%。

2016年一季度新签合同增速显著，预计长期增速将受勘察设计新签合同拖累而有所放缓。业绩期内，中国铁建的新签合同额同比增长16.4%至1,792亿元人民币。其中，作为主要业绩表现指标的勘察设计新签合同同比减少55.4%，我们认为是一个不好的信号。其他版块业务新签合同额的复苏也与预期相符（基建：同比增长15.5%；工业制造：同比增长51.4%；地产开发：同比增长125.5%；物流：同比增长22.2%）。受高基数影响，我们预计公司新签合同额的同比增速将在今年下半年放缓。

考虑到利润率维持低位和营改增的影响，我们下调2016-17年的盈利预测。我们预计，公司2016年的利润率将保持低位，主要因为：1) 预计原料成本将上升；2) 国内推出低利润率的铁路、公路项目；3) 营改增的影响。根据我们的测算，如果营改增可抵扣税收少于80%，公司的税收将会上升，短期而言对于中国EPC承包商的盈利影响较为负面。

下调至“持有”评级，基于2016年9.1倍的市盈率，将目标价由11.0港币下调至10.8港币。中国铁建2016年的市盈率为8.3倍，市帐率为0.9倍。我们认为公司目前的估值已经充分反映了自2015年下半年以来基本面的改善，预计公司的成长将在长期放缓。因此，我们将中国铁建的评级下调至“中性”，并将目标价由11.0港币下调至10.8港币，较之目前股价有8.9%的上升空间。目标价锚定的市盈率较之历史平均水平有25%的折价，以反映以反映新签合同增速减缓、利润率维持低位和营改增负面影响的预期。

(孙凌霄 CE No.: AX0391)

❖ **徽商银行 (3698 HK): 深耕本地市场，受益经济发展 (买入/目标价: 4.63 港币/20160421)**

- 徽商银行是我国首家重组设立的区域性股份制商业银行，其业务集中于合肥市以及安徽省。
- 该行业务发展驱动力主要来源于：区域经济快速增长、中间业务发展迅速、资产质量高于同业水平、资产管理能力较好。
- 我们首次覆盖徽商银行，并给予“买入”评级。基于戈登模型，对应2016年0.93倍市帐率，我们给定徽商银行目标价为4.89港币，较当前股价有19.2%的上升空间。

立足安徽，受益于本地经济的快速增长。安徽省经济发展领先于全国，金融需求丰富，且具有持续性。徽商银行主要业务集中于安徽省内，在区域市场具有领先地位和影响力。地区经济优势和市场地位使得该行表现持续优于全国和本地同业水平。

业务结构不断改善。2015年，徽商银行的利息业务结构在资产和负债两个方面都有明显的改善。我们预计未来该行资产负债管理仍将维持高效。此外，该行中间业务发展迅速，在未来3-5年内实现20%以上非息收入年复合增长率的可见性高。

资产质量健康，高风险产业敞口得到有效控制。徽商银行2015年的不良率同比上升16bps至0.98%。不过，上升速度总体较缓，且0.98%的绝对值远低于行业平均1.67%的水平。作为更为审慎的资产质量衡量标准，该行96.13%的正常贷款率仍显著高于行业平均水平94.54%。

估值吸引。我们首次覆盖徽商银行，并给予“买入”评级。基于戈登模型，锚定2016年0.95倍的市帐率，我们给定徽商银行目标价4.63港币，较当前股价(3.80港币)有21.8%的上升空间。由于该行所在地安徽具备经济发展优势，该行发展战略清晰及执行度高，我们对徽商银行的长期发展持乐观态度。

(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)

❖ 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，加之人口的老齡化，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。

（苏励姗 CE No. : AHA295）

❖ 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 IDMs 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 年将会有 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。与国内外同行业公司相比, 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
08346 HK	创新电子控股有限公司	电子元器件	0.45-0.55	N/A	18/5/2016
Hang Sang (Siu Po) International Holding					
03626 HK	Company Limited	印刷及包装	1.10-1.36	2016/05/03-2016/05/06	18/5/2016

(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)
4/5/2016	197	亨泰	HKD 0.340	HKD 51.000M	普通股份	19.991	配售/发行 (扩大资本基础)
4/5/2016	1386	盈进集团	HKD 1.233	HKD 79.085M	普通股份	10.001	配售/发行 (业务发展)
3/5/2016	1141	天顺证券	HKD 0.180	HKD 459.000M	普通股份	20.059	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
3/5/2016	711	中国城建集团股份	HKD 1.250	HKD 90.000M	普通股份	5.09	先后后新 (扩大资本基础; 偿还债务)
3/5/2016	1217	中国创新投资	HKD 0.050	HKD 213.400M	普通股份	50	供股/公开发售 (业务发展 二供一)
3/5/2016	1822	宜租互联网租车	--	HKD 100.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础)
3/5/2016	8206	神通电信服务	HKD 0.500	HKD 130.500M	普通股份	20.159	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 支付费用)
3/5/2016	8207	中国信贷	HKD 1.890	RMB 400.000M	普通股份	6.665	代价发行 (收购项目 购网上金融服务平台)
3/5/2016	1515	凤凰医疗	HKD 9.500	HKD 1.240B	普通股份	15.66	代价发行 (收购项目 购内地医院网络)
3/5/2016	1822	宜租互联网租车	--	HKD 100.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础)
3/5/2016	1141	天顺证券	HKD 0.180	HKD 261.000M	普通股份	11.406	代价发行 (偿还债务)
3/5/2016	1178	天年集团	HKD 0.231	HKD 112.629M	普通股份	11	代价发行 (收购项目 购互联网信息业务)
3/5/2016	8206	神通电信服务	HKD 0.500	HKD 50.000M	普通股份	7.724	配售/发行



(扩大资本基础;收购项目;支付费用)

3/5/2016	8207	中国信贷	HKD 3.118	USD 20.000M	普通股份	1.204	代价发行 (收购项目 购数码化资产过户加密技术 业务)
29/4/2016	33	和协海峡金融集团	HKD 0.200	HKD 200.000M	普通股份	11.95	配售/发行 (扩大资本基础;收购项目;业务发展)
29/4/2016	808	泓富产业信托	HKD 3.000	HKD 12.832M	普通股份	0.297	代价发行 (支付费用)
28/4/2016	435	阳光房地产基金	HKD 3.798	HKD 10.586M	普通股份	0.171	代价发行 (支付费用)
28/4/2016	8195	乐亚国际	HKD 2.640	HKD 596.700M	普通股份	5.651	代价发行 (收购项目 购创新娱乐软件及网络游戏 开发业务)
28/4/2016	3618	重庆农村商业银行	--	--	A 股	14.591	配售/发行 (扩大资本基础)
28/4/2016	435	阳光房地产基金	HKD 3.926	HKD 10.620M	普通股份	0.166	代价发行 (支付费用)
28/4/2016	1439	中华包装控股	--	HKD 30.000M	可换股债券	0	配售/发行 (偿还债务)

(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

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，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）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