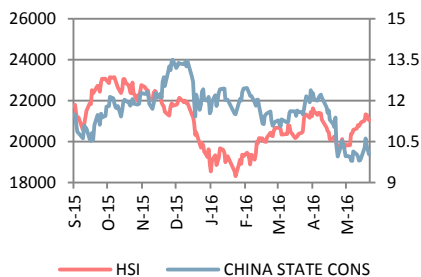


恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	21,042.6	(1.20)
上证指数	2,927.2	(0.30)
标准普尔指数500	2,096.1	(0.92)
道琼斯指数	17,865.3	(0.67)
纳斯达克指数	4,894.5	(1.29)
日经225指数	16,601.4	(0.40)
富时100指数	6,115.8	(1.86)
欧洲Stoxx50指数	2,911.1	(2.61)

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
TWI原油期货	49.07	(0.73)
COMEX黄金	1,274.24	0.22
LME铜	4,510.0	(0.11)
CBOT大豆	1,162.8	0.87
BDI	610.0	-

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	0.7283	(5.29)
美国5年期国债	1.678	(4.44)
美国10年期国债	1.6412	(2.77)
美国30年期国债	2.4515	(1.47)
德国10年期国债	0.0196	(38.65)

外币汇率

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.7626	0.01
美元/人民币	6.5624	(0.14)
欧元/人民币	7.417	(0.33)
港币/人民币	0.8465	(0.09)
美元/日元	106.97	0.24
欧元/美元	1.1251	(0.03)

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	10.88	(1.09)
安硕A50	9.81	(1.11)
德银X-trackers沪深	23.38	(1.87)
恒生H股指数	89.30	(2.03)
中银报诚-沪深300	28.95	(1.70)
华夏沪深300	31.95	(1.08)

恐慌指数

名称	收盘	涨跌(%)
CBOV VIX	17.03	16.33

资料来源: 彭博

每周一股: 中国建筑国际 (3311 HK - 未评级)

- ❖ 2015年业绩健康, 市场一致预期2016年派息率提升。中国建筑国际2015年净利润同比增长20%, 每股股息同比增长27%, 反映公司在目前全球经济不稳定的环境下依然可以保持盈利和股息的稳健增长。市场预计公司的毛利润率会在未来稳步提升, 尤其是因为2015年香港一次性拨备已得到充分反映。随着公司PPT/BT业务的不断发展, 以及在中国其他新兴建筑市场和港澳地区具有发展潜力的现金工程市场的不断扩张, 我们预计中国建筑国际的盈利增长将维持现有水平。
- ❖ 2016年年初至今新增订单稳定。2016年1-4月, 中国建筑国际新增订单达295亿港元, 同比增长9%, 已实现2016年全年新增订单目标(不低于780亿港元)的37.8%。就业务种类而言, 中国的基建投资(例如PPP和BT基建和保障房建设)新增订单实现了69%的同比增长, 远远抵消了香港现金工程新增订单的轻微下跌和澳门68%的新增订单同比下跌(由于澳门博彩业重挫, 市场对澳门新增订单的下跌已形成普遍预期)。
- ❖ 近期股价下跌使得目前估值偏低。中国建筑国际收购中国海外大厦引发了近期的股价下跌。我们认为, 尽管本次收购并不完全符合中国建筑国际的经营定位, 对EPS和净负债率都将有所摊薄。此外, 本次收购也将扩大公司非经常性收入和资产及股本的基数, 为公司在国内获得更多PPP项目提供了支持, 也为中国建筑股份有限公司(601668 CH)的资产注入(与中国建筑国际的现金或PPP工程等现有资产具有协同效应的资产)提供了可能。我们预计潜在资产注入的公允价值将达到约80亿港元。
- ❖ 中国建筑国际2016年的市盈率为8.0倍, 市帐率为1.6倍, 低于其历史平均10.4倍的市盈率和2.0倍的市帐率。

宏观要闻

- ❖ 美国6月密西根大学消费信心指数为94.3, 符合94.0的市场预测水平。 [彭博]
- ❖ 德国5月的CPI指数同比上涨0.1%, 相当于市场预期水平。 [彭博]
- ❖ 英国4月的建造产出量同比下跌3.7%, 但是市场预期英国建造产出量会同比下跌4.8%。 [彭博]
- ❖ 今日公布经济数据: 美国2015年6月利率决议, 美国2016年5月CPI同比增长率, 日本2016年6月日本银行政策利率, 欧元区2016年5月核心CPI同比增长率。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 泰盛国际(8103 HK)拟更名为「万泰企业」 [阿思达克财经]
- ❖ 保利置业(119 HK)1月至5月的合约销售额为140亿人民币 [阿思达克财经]
- ❖ 五矿地产有限公司(00230)贷款60亿港元 可能斥资购地 [和讯]
- ❖ 中国建筑(3311 HK)1月至5月新签合同额为366.9亿元 [阿思达克财经]
- ❖ 华润电力(836 HK)5月附属电厂售电量按年跌3.8% [阿思达克财经]

朝闻香江导读

【中信建投: 宏观观察】

- ❖ 大宗一波三折, PPI何去何从

【中信建投: A股策略】

- ❖ 美国第三库存周期正在开启

【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】

- ❖ OLED材料深度报告之二: 从曲面到可卷曲, 膜材料行业有大机遇

【近期研究报告】

- ❖ 海昌海洋公园 (2255 HK): 南昌万达城开业的影响 (买入/目标价: 2.10 港币/20160601)
- ❖ 中国旅游业: 一季度入境游升温 (20160523)
- ❖ 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

❖ 大宗一波三折，PPI 何去何从（20160607）

钢厂利润回落。供应方面，高炉仍将继续释放产能，令六月钢材产量可能进一步增加，打压黑色商品价格以及钢厂利润。供给在三季度可能仍将维持高位；需求方面，今年余下时间钢铁需求可能会步入下行通道，与历史趋势一致。南方面临持续的雨水和洪涝天气，但是仍有一定需求。

农产品价格等大宗商品的震荡引发了市场的关注。农产品受到供给矛盾影响，但依旧存在一定接棒黑色商品的可能。今年受天气因素影响的不确定，导致农产品出现震荡行情。

大宗商品价格的回升，引起 PPI 跌幅变窄。大宗商品价格的回升是否带动 PPI 的上涨？哪些大宗商品对 PPI 的影响更甚？从以往的数据来看，大宗商品价格上涨，PPI 滞后 5 个月左右紧随上涨，并且传导速度加快，传导时间变短。年后大宗商品的农产品，原油，煤炭，有色金属和黑色金属价格均有所上涨，引起 PPI 的跌幅变窄。

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



中信建投：A 股策略

❖ 美国第三库存周期正在开启（20160510）

美国本轮经济触底的周期特性

其一，康波运行角度看，处于衰退转萧条的敏感区域，全球主要经济体的脆弱性将影响美国库存周期触底后的经济运行；其二，美元周期角度看，当下仍处在始于 2011 年的强美元周期之中，强美元本身就是对全球流动性的一种收缩；其三，商品周期的角度看，2016 年应是本轮大宗商品周期触及产能周期回落后的第一低点，将出现年度级别的价格反弹。

库存周期历史触底经验研究

从生产、库存、价格和信用体系四个维度对库存周期进行定位。近 60 年的历史经验表明，美国库存周期触底的观测指标为：零售商销售=>PMI 新订单=>化工产能利用率=>PMI=>产能利用率=>制造商销售=>产出缺口；从美元周期和商品周期嵌套角度来看，触底指标在 1986 和 1999 年可比库存周期中仍具稳定的领先性，均出现价格引导库存周期回升。综上，我们认为，美国本轮第二库存周期大概率将于 2016 年 4-5 月触底。

中周期中后期投资消费仅是维持

库存周期触底对美国仅是开场，库存周期的触底需向消费端传导，并引领消费回升才能带动美国经济的稳健复苏。美国中周期未来 3-4 年逐步回落。从投资规律来看，第三库存周期的开启对投资回落将有所修复，但投资内部动力机制发生转移；从消费规律来看，趋势上跟随中周期波动，短期波动由库存周期解释，这是因为消费支出由就业和实际工资所决定。研究结果表明，库存周期触底回升过程中，就业将逐步提升，但实际工资的变化却是由通胀速度所决定。就业与实际工资变化的速度决定了美国经济复苏强度和持续性，但无论何种组合出现均无法改变美国第三库存周期滞胀的历史宿命。

2016 年美国经济运行前瞻

价格体系快速修复带动生产体系将出现小幅上修，并带领就业指标逐步回暖，大概率将发生在 2016 年 2-3 季度。通胀和就业的边际修复，将引发美联储货币政策高度关注，美联储或在 2016 年下半年依通胀和就业节奏进行 1-2 次的加息。加息是库存周期回暖过程中的必经之路，真正值得担心的是实体经济运行的可持续性。可持续性问题本质上是由通胀回升与就业回升的速度所决定，就业更快则经济稳健复苏，通胀更快则将侵蚀消费更快进入滞胀。短期来看，在外部环境相对平稳的环境下，未来 1-2 个季度里美国经济维持库存周期稳健复苏的格局，但中周期运行的位置早已决定第三库存周期的复苏终将走向滞胀。

（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。

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



A 股报告每日精选

❖ OLED 材料深度报告之二：从曲面到可卷曲，膜材料行业有大机遇（20160607）

柔性是 OLED 的杀手锏，可卷曲是 OLED 的终极形态

与 LCD 相比，OLED 的杀手锏为柔性，LCD 的液晶形态决定了其做成柔性的可能性很小。而柔性又是可穿戴设备、VR 等新兴显示的关键需求，并且柔性还可带来显示方式革命性的变化，所以 OLED 取代 LCD 已是大势所趋，而 OLED 显示也将沿着曲面→可折叠→可卷曲的方向前进。

膜材料是实现柔性的关键因素之一，将有大机遇

有机发光材料和薄膜为 OLED 实现柔性的两个关键材料，我们在 OLED 材料深度报告之一《OLED 材料：行业爆发在即》中已经专门研究过发光和传输材料，本篇报告将专注于研究薄膜材料。此处的薄膜主要指基板和阻隔膜，相应的薄膜及其基材和镀膜材料（靶材）都将有巨大的机遇。

阻隔膜受益最大

由于 OLED 有机材料对水和氧气敏感，遇水或遇氧容易发生反应而失效，所以 OLED 封装材料需要具有良好的阻隔性能，尤其是基板和封装盖板的阻隔性能要更好。目前基板和盖板对水、氧的阻隔可以通过在柔性基板表面沉积多层堆叠结构的无机薄膜来实现，也可以通过粘贴阻隔膜来实现。阻隔膜一般都是以塑料为基材，在其上通过磁控溅射法、电子束蒸镀法或等离子体增强化学气相沉积法将无机氧化物沉积在衬底上形成水汽阻隔膜。与 LCD 显示相比，柔性的阻隔膜或阻隔材料是纯增量，受益最大。

重点关注在进行阻隔膜方面研发的相关企业：万顺股份、康得新。

聚酰亚胺（PI）材料有望崛起

柔性基板可以为塑料、聚酯薄膜或胶片，由于需要在柔性基板上溅射上电极或 TFT（根据发射方式不同而有所区别）材料，所以基材一般为耐高温的聚合物，现在使用最多的基材为耐高温聚酰亚胺（PI）材料。

重点关注在 PI 材料方面有研发经验的相关企业：丹邦科技、深圳惠程

靶材企业占据有利地位

靶材需求量有望提升。未来柔性 OLED 对薄膜的使用量会大幅增加，由于薄膜都会面临改性的问题，例如需要提高阻隔性能、耐磨性能、透光度等，这些改性多是通过磁控溅射法、电子束蒸镀法或等离子体增强化学气相沉积法的方法实现，相应的靶材需求量就会大幅增加。

重点关注相关上市企业：有研新材、隆华节能

（柳太胜 CE No. :AM0971）



近期研究报告

❖ 海昌海洋公园 (2255 HK): 南昌万达城开业的影响 (买入/目标价: 2.10 港币/20160601)

- 我们认为, 由于海昌海洋公园在南昌没有主题公园, 南昌万达城开业对海昌游客数量的直接影响有限。
- 海昌与万达合作, 向南昌万达城内的水族馆提供管理输出服务。
- 海昌最近将其成都海昌公园的平均门票价格上调了大约 10%。同时, 成都海昌公园已与“愤怒的小鸟”展开跨界 IP 合作, 并于 5 月 20 日至 6 月 20 日推出了“愤怒的小鸟”主题嘉年华。我们维持海昌海洋公园的“买入”评级和 2.10 港币的目标价。

直接影响有限。大连万达集团在国内的第一家主题公园“南昌万达城”于上周末在南昌开幕, 公园主要由竹林和室内商场(包括电影院、酒店、餐馆和水族馆)两部分组成。我们认为, 由于海昌在江西并没有主题公园, 南昌万达城的开幕对海昌的直接影响有限。就票价而言, 万达主题公园工作日的票价为 198 元人民币, 公共假期为 248 人民币, 高于海昌平均 160 元人民币的票价。但是考虑到万达场馆较新, 因此其门票溢价合理, 同时也表明海昌有提价空间。

海昌向万达城提供水族馆管理输出服务。由于万达在水族馆建设和经营方面缺少经验, 海昌与万达合作向其提供相关的管理输出服务。本次南昌万达城的水族馆项目是双方合作的第一个项目, 海昌预计将会在未来继续为万达的其他主题公园提供相关咨询服务。

万达主题公园的经营状况有待观察。万达计划在中国其他城市再开设 14 个主题公园, 其中包括青岛, 也是海昌主要的市场所在。尽管万达的本部设于大连, 公司并未有计划在大连开设主题公园。尽管如此, 由于万达主题公园业务刚刚起步, 而海昌主题公园的运营成果显著, 因此万达的中期扩张计划对海昌的影响目前很难评估。

成都海昌的门票涨价。海昌最近将其成都海昌公园的平均门票价格上调了大约 10%。同时, 成都海昌公园已与“愤怒的小鸟”展开跨界 IP 合作, 并于 5 月 20 日至 6 月 20 日推出了“愤怒的小鸟”主题嘉年华。

估值。我们重申海昌海洋公园的“买入”评级, 并维持目标价为 2.10 港币。公司 2016 年的市盈率为 28.6 倍、EV/EBITDA 为 10.4 倍, 低于行业 2016 年 28.8 倍的平均市盈率和 16.7 倍的 EV/EBITDA。

(苏励嫻 CE No.: AHA295)

❖ 中国旅游业: 一季度入境游升温 (20160523)

- 与境内游和出境游相比, 中国入境游由于增速较慢、投资回报较低, 对旅游业的贡献一向较小。然而, 今年一季度, 中国的入境游迅速升温。外国入境游客(除港澳台胞)人数在一季度同比增长 10.9%至 620 万, 而在 2012-14 连续三年为负增长。相反, 出境游客人数的同比增速由 2015 年的 13.8%大幅收窄至一季度的 2.4%。
- 一季度入境游升温符合我们之前人民币贬值利好入境游的假设。相反, 人民币贬值也会对出境游造成不利影响。因此, 国内旅游景点经营者将成为受益者。

中国入境游回暖。自 2015 年以来, 入境游逐渐回暖, 同比增长 4.1%。而在 2012-14 年, 受人民币升值、空气污染恶化、入境旅客签证限制及全球经济衰退的影响, 中国的入境游出现了连续三年的负增长。国家旅游局预计, 在未来的几年内, 中国的入境游将继续增长; 就 2016 财年而言, 入境旅客的总人数预计将实现 2.5%的同比增长。

入境游一季度加速升温。根据国家旅游局发布的数据显示，外国入境游客（除港澳台胞）人数在一季度同比增长 10.9%至 620 万，而去年同期的增速为-3.9%。更重要的是，今年 1-2 月，该人数实现 15.9%的同比增长，入境游盈利实现了 112.8%的同比大幅增长。

结论。一季度入境游升温符合我们之前人民币贬值利好入境游的假设（详见 2016 年 02 月 12 日发布的报告《中国旅游业：境内旅游发展逆势而上》）。相反，人民币贬值也会对出境游造成不利影响。因此，国内旅游景点（包括风景名胜、国家公园、主题公园和历史建筑）经营者将成为受益者，我们重申对于海昌海洋公园（2255 HK，目标价：2.10 港币）和中国中旅（308 HK，目标价：3.10 港币）的“买入”评级。

（苏励姍 CE No. : AHA295）

❖ 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）

- 枫叶教育是全球首家认证授予加拿大不列颠哥伦比亚省高中文凭的教育机构。公司将受益于中国留学生数量的不断增加。
- 我们预计公司的直属教育体系及向轻资产 PPP 模式的转型将为其带来更多利好。
- 我们首次覆盖枫叶教育，并给予“买入”评级。基于 DCF 模型，我们给定 7.10 港币的目标价，对应 2017 年（日历年）32.2 倍的市盈率，行业 2017 年（日历年）的平均市盈率水平为 28.5 倍。

国际教育被视为优质投资，中国留学生人数不断增加。2015 年，中国高等教育学院的录取人数达 800 万人次，其中 6.5%（523,700 人次）选择出国留学，较之 2005 年的 2.2%有了显著的提高。许多中国家庭将出国留学视为一项高质量的投资。因此，我们认为中国对海外留学的需求将会保持强劲。

枫叶教育计划增加学校数量。枫叶教育计划在 2015/16 学年增设 6 间学校。根据现有项目进度，我们预计枫叶教育将在 2016/17 学年和 2017/18 学年分别增设 9/12 间学校。公司计划开办幼儿园、小学和中学教育，以建立直属教育体系，保证学生的生源和质量。

向轻资产的 PPP 商业模式转型。学生数量达 1,500-1,800 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，在 PPP 模式下，枫叶教育将受益于资本开支减少和风险共享，从而降低折旧费用，缩短投资回报时间，减少营运资本循环，加速产业扩张。公司 2013 年资本支出与销售额的比率为 0.51 倍。在随后的几年时间内，公司不断向轻资产模式转型，资本支出/销售额比率也随之不断降低。我们预计 2016 年这一比率将达到 0.23 倍。

估值。我们首次覆盖枫叶教育，并给予“买入”评级。基于 DCF 模型，我们给定 7.10 港币的目标价。根据全面摊薄每股盈利和经调整每股盈利，该目标价相当于 2017 年（财年）34.2 倍的市盈率及 2017 年（日历年）32.2 倍的市盈率，行业 2017 年（日历年）的平均市盈率水平为 28.5 倍。

（苏励姍 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，理财产品和债券包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）

❖ 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
01420. HK	川控股有限公司	建筑及装修	0.59-0.88	2016/05/25-2016/05/30	8/6/2016

(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)
2/6/2016	2226	老恒和酿造	HKD 6.000	HKD 360.000M	普通股份	11.566	配售/发行 (扩大资本基础)
1/6/2016	1182	胜龙国际	--	HKD 220.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
1/6/2016	861	神州控股	HKD 5.000	RMB 330.000M	普通股份	7.15	代价发行 (收购项目 购北京商用投资物业)
1/6/2016	861	神州控股	HKD 5.000	RMB 300.000M	普通股份	6.5	代价发行 (收购项目 购北京商用投资物业)
31/5/2016	8133	铸能控股	HKD 0.020	HKD 14.000M	认股权证	100	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展 拆细后发行)
31/5/2016	702	中国油气控股	--	USD 130.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展 代价相等于约 10.1 亿港元)
31/5/2016	8026	长达科技	--	HKD 35.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;收购项目)
31/5/2016	2349	中国城市基础设施	HKD 0.500	HKD 204.000M	普通股份	19.955	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展;偿还债务 配予中国金融国际(00721))
30/5/2016	547	数字王国	HKD 0.500	HKD 350.000M	普通股份	6.489	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
30/5/2016	377	华君控股	--	HKD 200.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;偿还债务)
30/5/2016	521	海航国际投资	--	HKD 404.560M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展 本金额相等于约 4.05 亿港元)
30/5/2016	138	中建富通	--	HKD 100.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
27/5/2016	8260	银合控股	HKD 0.685	HKD 20.600M	普通股份	2.549	配售/发行



(扩大资本基础;业务发展)

27/5/2016	8315	冠辉集团控股	HKD 0.500	HKD 80.000M	普通股份	2.5	代价发行 (收购项目 购美容炼管理及软件开发业务;按保证溢利发行)
27/5/2016	8247	中生北控生物科技	RMB 2.400	RMB 32.168M	非流通股份	10.208	配售/发行 (扩大资本基础 发行价相等于2.86港元)
27/5/2016	1766	中国中车	RMB 8.660	RMB 12.000B	A 股	5.078	配售/发行 (扩大资本基础;偿还债务)
27/5/2016	8337	直通电讯	HKD 0.305	HKD 35.441M	普通股份	3.733	代价发行 (收购项目 购在线到线下解决方案业务;按保证溢利发行)
27/5/2016	8337	直通电讯	HKD 0.305	HKD 70.882M	普通股份	7.467	代价发行 (收购项目 购在线到线下解决方案业务;按保证溢利发行)
27/5/2016	1430	苏创燃气	HKD 2.550	HKD 82.334M	普通股份	3.908	配售/发行 (业务发展)
27/5/2016	8337	直通电讯	HKD 0.305	HKD 26.581M	普通股份	2.8	代价发行 (收购项目 购在线到线下解决方案业务)
27/5/2016	1275	开元产业信托	HKD 2.474	HKD 16.573M	普通股份	0.713	代价发行 (支付费用 代价相等于约1398万元人民币)
26/5/2016	527	瑞风新能源	--	HKD 171.600M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;收购项目;偿还债务)
26/5/2016	8082	仁智国际集团	HKD 0.140	HKD 19.320M	普通股份	19.982	配售/发行 (业务发展)
26/5/2016	2178	百勤油服	HKD 0.310	HKD 123.520M - 132.570M	普通股份	32.196	供股/公开发售 (扩大资本基础;偿还债务 十供三)
26/5/2016	911	恒发洋参	HKD 0.051	HKD 204.000M	普通股份	6.665	配售/发行 (扩大资本基础;偿还债务)
26/5/2016	186	嘉域集团	HKD 0.627	HKD 2.435B	普通股份	240.964	代价发行 (偿还债务)
26/5/2016	1240	青建国际	HKD 2.800	SGD 50.000M	普通股份	15.147	代价发行 (收购项目 购新加坡建筑及物业发展业务)

(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

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个月内可能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讨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，可能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资料为基础，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、财物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意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物状况，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