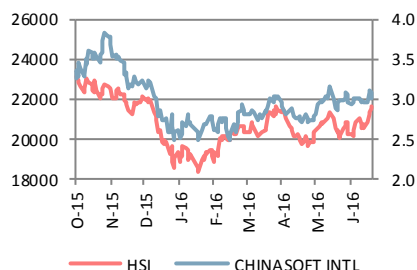


恒生指数与股价一年表现



**国内外主要市场指数**

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	21,659.3	0.46
上证指数	3,054.3	0.01
标准普尔指数500	2,161.7	(0.09)
道琼斯指数	18,516.6	0.05
纳斯达克指数	5,029.6	(0.09)
日经225指数	16,497.9	0.68
富时100指数	6,669.2	0.22
欧洲Stoxx50指数	2,958.7	(0.15)

**大宗商品及BDI**

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
TW原油期货	45.95	(0.09)
COMEX黄金	1,337.45	(0.52)
LME铜	4,918.0	(0.47)
CBOT大豆	1,057.3	(0.47)
BDI	745.0	1.00

**债券市场资料**

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	0.6705	(0.67)
美国5年期国债	1.1046	0.70
美国10年期国债	1.5518	1.03
美国30年期国债	2.2662	0.59
德国10年期国债	0.0047	(111.51)

**外币汇率**

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.7540	0.01
美元/人民币	6.6935	0.15
欧元/人民币	7.4084	(0.23)
港币/人民币	0.8632	(0.15)
美元/日元	104.88	(0.64)
欧元/美元	1.1035	0.19

**主要活跃ETF**

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	11.34	0.53
安硕A50	10.22	0.79
德银X-trackers沪深	24.62	(0.40)
恒生H股指数	92.20	0.44
中银报城-沪深300	30.00	0.67
华夏沪深300	33.45	(0.74)

**恐慌指数**

名称	收盘	涨跌(%)
CBOV VIX	12.67	(1.17)

资料来源: 彭博

**每周一股: 中软国际 (354 HK, 未评级)**

- ❖ 中软国际主要为政府和国企提供 IT 解决方案。按员工人数 (2015 年末 31,500 人) 计算, 中软国际是中国目前最大的软件外包服务商; 按收入及盈利计算则在国内同业公司中排名第二。
- ❖ 华为两年前入股公司, 已成为公司最大的客户 (持有 4% 股份, 2015 年收入贡献为 38.1%), 加之管理层收购, 使中软国际近年来的收入显著增长。公司其它的重要客户包括微软、腾讯和汇丰银行。按行业看, 公司主要为国有银行提供支付和整体方案, 并为轨道交通部门提供结算方案。
- ❖ 考虑到公司华为、腾讯和汇丰银行等主要客户对于 IT 外包服务的需求日益增长, 加之公司海外业务的不断拓展, 我们预计中软国际未来将保持 20-30% 的收入和盈利增长。
- ❖ 根据彭博一致预测, 公司 2016 年的市盈率为 17.0 倍, 市帐率为 1.5 倍。我们认为公司未来发展势头强劲, 目前估值吸引。

**宏观要闻**

- ❖ 中国二季度 GDP 同比增长 6.7%, 超过市场预期的 6.6%。 [彭博]
- ❖ 中国 6 月工业产值和零售销售分别同比上升 6.2% 和 10.6%, 两个读数均超过市场预期, 但仍然接近 2009 年以后的低位。 [彭博]
- ❖ 美国 6 月除食品和能源外 CPI 同比上升 2.3%, 超过市场预期的 2.2% 并达到 4 年来的高点。 [彭博]
- ❖ 今日公布经济数据: 中国房地产价格, 美国 7 月房屋市场指数, 新西兰二季度 CPI。 [彭博]

**公司及行业讯息**

- ❖ 阳光能源 (757 HK) 上半年收入按年升 32.7% [阿思达克财经]
- ❖ 中广核电力 (1816 HK) 管理之广西核电项目一期工程即将建成 总装机容量达到 1,817 万千瓦 [经济通]
- ❖ 中国音乐集团和腾讯 (700 HK) 落实将数字音乐业务合并 [经济通]
- ❖ 中石油集团拟将 6.24 亿股中石油 A 股 (601857 CH) 无偿转让给宝钢集团 [经济通]
- ❖ 吉利汽车 (175 HK) 李东辉获委任为执行董事及董事会副主席 [经济通]

**朝闻香江导读**

**【中信建投: 宏观观察】**

- ❖ 杠杆率魅影——2016 年中期投资策略报告之宏观经济

**【中信建投: A 股策略】**

- ❖ 美国第三库存周期正在开启

**【A 股报告每日精选】**

- ❖ 汽车和汽车零部件: 精选绩优 价值为先

**【近期研究报告】**

- ❖ 联合光伏 (686 HK): 未来催化剂可期 (未评级/20160714)
- ❖ 北京汽车 (1958 HK): 自主品牌 SUV 组合强势发力 (买入/目标价: 6.48 港币/20160713)
- ❖ 中国煤炭板块: 拉尼娜现象或将推升煤炭价格 (20160712)
- ❖ 广汽集团 (2238 HK): 广汽传祺驱动业绩增长 (持有/目标价: 10.0 港币/20160623)
- ❖ 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)



## 中信建投：宏观观察

### ❖ 杠杆率魅影——2016 年中期投资策略报告之宏观经济（20160708）

次贷危机后，全球主要经济体经历了私人部门降杠杆、政府部门加杠杆的过程，杠杆率整体上移，但杠杆率提升对经济的带动作用整体有限。与其他国家相比，中国的杠杆率水平并不算特别高，但有两个特征需要注意，一是企业部门杠杆率过高，二是债务偿付率过高。

中国企业部门高杠杆的原因在于：金融危机后流动性宽松背景下，企业大规模借债；国企效率较低，并且在稳增长背景下承担了地方政府的部分融资任务；国内资本市场不完善，股权融资规模较小；实体经济融资成本长期居高不下。

杠杆率调结构并不意味着全面去杠杆。对于高杠杆最严重的企业部门，应当坚决去杠杆，对于杠杆率较低的居民部门与政府部门，应当加杠杆。企业部门去杠杆的直接结果是投资增速的下滑，但随着去杠杆的进行，企业债务负担减轻，资源配置效率提高，有利于企业提升盈利能力。居民部门杠杆率虽然较低，但受居民收入增速较低、就业压力加大、房地产“一放就热”等因素制约，加杠杆空间较为有限。政府部门是“承接”企业部门杠杆的主要选择，但投资性支出规模过大可能导致挤出民间投资、加剧过剩产能问题，降低经济运行效率等问题。

杠杆率调结构的关键在于降低企业部门杠杆率，而要在此过程避免经济出现大幅下滑，要求财政政策与货币政策与之相适应。财政政策在积极基调下，为避免投资性支出规模过大可能存在的弊端，财政支出领域应适当调整。货币政策方面，利率走廊机制有助于稳定短端利率，同时也有助于金融机构稳定预期，有利于扩大金融机构可贷资金规模、降低企业融资成本，进而为降低企业部门杠杆率提供支撑。

短期来看，去杠杆加大经济与物价下行压力。下半年经济增长乏力，经济增长中枢下移并未结束，经济底部并未探明。中国经济还没有找到有效的支撑点。制造业处于典型的去产能周期，其投资将继续减速至负增长，房地产投资增速已见顶回落，基建投资中流砥柱，全年固定资产投资增速降至个位数。出口弱增长趋势依旧。周期性和趋势性因素共振，增加了未来经济向下的压力。预计全年 CPI 接近 2%，季度分布上三季度见底，四季度略有回升。随着供给侧改革的推进、增长动力的弱化、就业市场的疲软和居民收入水平的减速，中期价格下行压力依然较大。

(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)





## A 股报告每日精选

### ❖ 汽车和汽车零部件：精选绩优 价值为先（20160712）

#### 2016 年销售：同比增速略超预期

在信贷大规模投放+积极财政政策（基建）+地产投资回暖+产业减税政策作用下，行业销量增速维持 5%+，其中中重卡销售表现强劲，超预期。预测 2016 年汽车销量增 5.5%，较年初的 4.02%预期略有上调，主要因基建、地产投资超预期。

#### 2017 年展望：行业销量/盈利压力增大

2017 年，行业面临地产周期走弱及产业政策退出，考虑较低的潜在增速和透支因素，预计将出现年度级别的负增长（-5%左右），行业利润率向下的概率较大。

#### 国际化/新能源/辅助驾驶驱动结构亮点

国际化：借鉴日韩经验，由于国内制造体系完备、内需市场庞大、部分龙头公司进入盈利能力和竞争力提升的正循环，中国的汽车产业正逐渐崛起，开始进入大规模开拓国际市场的阶段。

新能源车：考虑补贴力度/产品储备/经济性，预期全年新能源车产量达 58 万辆，同比 54%，其中因下半年补贴目录发放（预计）及较高的补贴力度，专用车将成为增速最高的细分市场。

辅助驾驶：在产业政策、消费偏好及成本下降推动下，辅助驾驶（ADAS）进入普及阶段（由豪华向大众型渗透，由合资向自主渗透），未来五年将保持较快增长。

#### 投资建议：优选基本面夯实/估值较低的绩优股

基本面角度，汽车竞争压力加大，行业利润率下降概率大，且相比于上一轮退出，产业面临更低的经济、行业内生增速及更低的行业产能利用率，结构性亮点是海外市场开拓、新能源高景气度及驾驶辅助需求爆发带来的配套机会。

估值/股价角度，与上轮刺激政策退出不同，传统整车未因刺激政策扩张估值/股价也在短期上涨后快速回落，目前估值与历史底部估值水平相当（长安与上一轮上汽最低估值一致），股价已提前反应政策退出后的不利影响，低估值整车若自身产品周期配合，我们认为获取绝对收益的确定性较大。

零部件恰相反（上轮政策退出，估值/股价经历两年收缩/下跌），目前估值较牛市高点差 25%，较低点高出 170%，新能源占比低/智能化、国际化门槛高（非普惠机会），整体估值明显偏高，股价很难再依靠估值扩张而上涨，且传统业务业绩压力将在未来几个季度逐渐体现，需精选基本面夯实/估值合理的绩优公司。

#### 重点推荐公司

考虑产品周期强弱、整合、国际化、结构性机会（新能源/智能驾驶）核心逻辑的契合度及估值/分红率水平，我们重点推荐组合：华域（20）、福耀（17）、松芝（24）；上汽（23）、江淮（16）。

（柳太胜 CE No.: AM0971）



## 近期研究报告

### ❖ 联合光伏 (686 HK): 未来催化剂可期 (未评级/20160714)

- 我们最近参观了联合光伏位于山西大同的 100MW “领跑者计划” 示范项目, 该项目表现出公司自主开发的良好执行力。项目采用先进技术, 并受益于当地政府的大力支持。
- 2016 年上半年, 尽管公司装机容量扩张速度有所减缓, 但甘肃和新疆的限电情况有所改善, 使得公司在两地的利用小时数分别同比提升了 42% 和 5%。
- 港股光伏运营中第六批补贴发放的最大受益者, 该补贴的发放进程可能快于市场预期, 目前公司有 630MW 的并网容量符合申报条件, 相关的补贴应收款约为 10 亿元人民币。
- 联合光伏 2016 年的市盈率为 7.8 倍, 市帐率为 0.98 倍, 我们认为该估值已反映行业范围内补贴拖欠的影响和负债走高的担忧。

**参观大同“领跑者计划”示范项目。**我们最近参观了联合光伏位于山西大同的 100MW “领跑者计划” 示范项目, 该项目是公司第一个自主开发的地面光伏发电项目, 很好的展示了公司项目开发上的良好执行力。由于该项目采用了领先的光伏发电设备, 且当地政府从项目准备到发电运营阶段都提供了有力的支持, 我们预计其未来回报可观。

**2016 年上半年限电改善。**并网装机容量增加 120MW, 或将拖累全年 1GW 装机目标的完成, 并影响收入增长。然而, 相对于资产扩张, 更应该关注运营效率。值得注意的是, 甘肃和新疆在今年上半年的限电情况有所改善, 使得公司在两地的发电设备利用小时数分别同比提升了 42% 和 5%。此外, 光伏发电最低保障收购年利用小时数的实施将会在未来进一步提升可利用小时数。

**第六批补贴发放的最大受益者。**第六批可再生能源补贴的发放进程可能快过市场的预期, 而联合光伏将成为香港同业上市公司中的最大受益者。公司 63% 的并网容量 (总计 630MW) 预计将被包括在此批补贴目录中, 而相关的补贴应收款约为 10 亿元人民币, 补贴的收取将大幅提升公司的运营现金流, 同时公司的营运资金压力也将有所缓解。

**估值已反映负面影响。**根据彭博一致预期, 在今年年初投资者大量卖出联合光伏后, 公司目前的市盈率为 7.8 倍, 市帐率为 0.98 倍。我们认为, 目前的估值已经反映了行业范围内补助拖欠的影响和负债走高的担忧。

(朱可馨 CE No.: BEZ998)

### ❖ 北京汽车 (1958 HK): 自主品牌 SUV 组合强势发力 (买入/目标价: 6.48 港币/20160713)

- 由于北汽将绅宝部分的产能和销售渠道转移给威旺, 北汽自主品牌 SUV 的销量在 6 月意外实现强势增长。
- 尽管奔驰 E 级车型销售乏力, 我们认为奔驰其他车型销量的大幅增加支持了我们对北京奔驰 2016 年销售实现同比增长 20% 的预期。
- 锚定 2016 年 10.0 倍的市盈率, 我们维持“买入”评级和 6.48 港币的目标价。介于北汽自主品牌 SUV 和北京奔驰的强势销售增长, 我们认为公司估值有进一步的提升空间。

**北汽自主品牌 SUV 销售意外强势增长, 销售渠道亦有改善。**今年 6 月, 北汽共售出 44,571 辆自主品牌车型, 同比增长 36.7%, 其中自主品牌 SUV 的销量同比大幅增加了 798%。除绅宝 X55 车型的销售增速为负之外, 绅宝 X25, X35 和 X65 分别于前月实现 43%, 99% 和 925% 的大幅同比增长。公司管理层认为 6 月绅宝 X65 车型销售的大幅增长主要因为: (1) 绅宝 X65 现有的销售渠道已经转移至威旺; (2) 绅宝 X65 将在近期停止生产, 并将相关产能转移至威旺 S50 SUV。作为绅宝 SUV 组合中售价最高、体积最大的一款车型, 绅宝 X65 在 2016 年的销售持续疲弱; 而威旺 S50 SUV 具有价格较低和排量较低的特点, 将受惠于减免 50% 购置税的优惠 (该政策于今年年底退出)。因此, 我们预计公司的产能转移和销售渠道调整将进一步提高自主品牌 SUV 的销售。



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

**尽管奔驰 E 级销售疲弱, 奔驰 C 级和奔驰 GLC/GLA 将成为北京奔驰销售的主要推动力。**北京奔驰 6 月的销量达 26,487 辆, 同比增长 39%。尽管如此, 我们注意到奔驰 E 级是 6 月唯一出现销售环比下滑的车型。根据乘联会数据显示, 奔驰 E 级的销量由 5 月的 2,067 辆回落至 6 月的 1,551 辆。考虑到 E 级的新车型将在今年三季度推出, 市场担心 E 级旧车型的销量将进一步下滑, 我们因此预计奔驰 E 级 2016 年的全年销量将不及去年的 60,000 辆。尽管销量下滑, 北京奔驰的总体盈利可能会因新 E 级车型的售价上涨和 C 级和 GLC/GLA 的销量大幅增加 (GLK 升级为 GLC 后, 售价提高了约 30,000 人民币) 而有所抵消。

**估值。**我们下调了对奔驰 E 级车型的销售预测, 但上调对奔驰 C 级和奔驰 GLC/GLA 的销售预测, 同时维持北京奔驰总体的预测基本不变。就北汽而言, 我们锚定 2016 年 10.0 倍的市盈率, 维持“买入”评级和 6.48 港币的目标价。公司目前的市盈率为 9.2 倍, 基于绅宝 SUV 和奔驰在今年下半年继续强势增长的预期, 我们认为公司的估值有进一步提升的空间。主要风险包括自主品牌 SUV 销售增长造成公司毛利润率的持续下滑。

(田阳 CE No.: BGL791)

#### ❖ 中国煤炭板块: 拉尼娜现象或将推升煤炭价格 (20160712)

- 为了减少煤炭产量、控制煤企生产天数, “每年 276 天工作日” 制度已从今年 4 月以来在山西省开始实施, 并逐步向全国推广。今年上半年, 煤炭产量已因此同比减少了 6%。
- 拉尼娜现象或将在今年推高煤炭价格和煤炭企业的盈利。
- 基于煤炭价格上涨的预期, 目前的行业估值较为吸引。煤炭板块中, 首钢资源 (639 HK) 一直是表现最好的个股之一。

**煤价上涨带来盈利上升预期。**随着煤价的不断上升, 我们看到中国煤炭公司盈利上升的可见性。我们预计基准煤价将继续升高, 相关煤企的盈利将在未来的两个季度有所增加。为了减少煤炭产量、控制煤企生产天数, “每年 276 天工作日” 制度已从今年 4 月以来在山西省开始实施, 并逐步向全国推广。2016 年 4 月和 5 月, 国内的煤炭产量分别同比下降了 11% 和 16%, 而煤价上升了 1/5, 反映“供给侧改革”仍在持续进行中。

**拉尼娜现象的潜在影响。**拉尼娜现象通常出现在厄尔尼诺现象的后一年, 表现为太平洋中东部海平面气温的异常变冷, 从而造成该地区的冬季更加寒冷, 在 2008 年初国内受拉尼娜侵袭多地持续受风雪打击、交通运输、电力和农业生产均造成重大影响, 发电用煤库存降至正常水平一半, 在最严峻地区出现缺电缺水情况, 我们预期不会发生类情恶劣情况, 但相信将继续带动未来煤价走势。

**行业估值有上升空间。**自 5 月中以来, 四大煤炭股均跑赢恒生指数。该板块目前的市帐率为 0.6 倍, 低于历史平均的 0.8 倍估值, 我们认为估值仍有上升空间。行业催化剂包括煤炭价格的上升和即将公布的公司业绩预增公告。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

#### ❖ 广汽集团 (2238 HK): 广汽传祺驱动业绩增长 (持有/目标价: 10.0 港币/20160623)

- 由于市场对广汽传祺的需求强劲, 即使把今年三季度投产的 150K 辆新增产能计算在内, 广汽传祺全年生产也接近最大产能。
- 由于产能限制和旧车型换代, 我们预计广汽的日系合资品牌将在今年实现销售的平稳增长; 广汽菲克可能受益于 Jeep 品牌 SUV 销量的强势增长而在 2016 年实现扭亏为盈。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

- 我们首次覆盖广汽集团，并给予“持有”评级。目标价为 10.0 港币，相当于 2016 年 9.0 倍市盈率。广汽目前的市盈率为 8.6 倍，接近其历史高点，上升空间有限。

**传祺的广州工厂已接近最大产能在满足销售增长。**年初至今，广汽传祺的销售增长主要由 GS4 SUV 驱动。今年 1-5 月，广汽传祺 GS4 SUV 已售出 115K 辆。鉴于传祺其他车型的销售增速均有所下降，我们预计传祺的销量将在 2016 年实现 60% 的同比增长。由于 2016 以后将有更多的小型 SUV 上市，我们预计传祺在 2017 年的销售增速或将回落至 30% 以下。考虑到今年三季度投产的 150K 辆产能，我们预计传祺全年仍将保持在产能上限运转。

**日系合资品牌今年增速平稳。**我们预计广汽丰田和广汽本田将在今年实现销量的平稳增长，主要原因是部分车型即将面临升级换代，同时受到产能扩张的限制。就广丰而言，其 SUV 汉兰达主要受制于引擎的产能扩张限制，中级轿车凯美瑞将在 2017 年升级换代，因此我们认为广汽丰田在 2016 年的销售增长将主要来自于其轿车品牌雷凌。就广本而言，新 SUV 车型计划将于 2016 年年末推出，在 2017 年贡献销量的增长。

**Jeep SUV 的强劲增长或将帮助广汽菲克扭亏为盈。**根据我们的测算，广汽菲克年销量达到 160K-170K（包括 30K 的菲亚特和 130K 的 Jeep）时将有可能实现盈亏平衡。根据 2016 年前 6 个月的销售数据，广汽菲克 Jeep 自由侠（Renegade）的预定数量已经超过 6,000 辆，我们乐观预计广汽菲克 Jeep 自由侠（Renegade）和 Jeep 自由光（Cherokee）全年销量将合计达到 150K，从而部分抵消菲亚特的销售下滑，广汽菲克全年有望实现 170K 的销量，我们认为广汽菲克 2016 年总体亏损将大幅收窄，甚至有望实现小幅盈利。

**估值。**我们首次覆盖广汽集团，并给予“持有”评级。基于广汽近期 SUV 销售的强势增长和日本合资品牌的发展潜力，我们给予 10.0 港币的目标价，相当于 2016 年 9.0 倍市盈率。广汽目前的市盈率为 8.6 倍，接近其历史高点。

(田阳 CE No.: BGL791)

#### ❖ 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





(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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)

#### ❖ 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达 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。

(苏励姗 CE No.: AHA295)

#### ❖ 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,



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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。



(翻译及编辑：周珂晖 CE No.: BHR437)

**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)





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
06816. HK	瑞港建设控股有限公司	基建	1.00-1.25	2016/06/30-2016/07/08	20/7/2016

(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)
14/7/2016	135	昆仑能源	--	--	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目)
13/7/2016	9	九号运通	HKD 0.323	HKD 159.640M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
13/7/2016	1227	国盛投资	HKD 0.280	HKD 22.960M	普通股份	4.095	配售/发行 (扩大资本基础)
13/7/2016	361	顺龙控股	--	HKD 74.100M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 业务发展)
13/7/2016	8197	东北虎药业	RMB 0.890	RMB 62.300M	非流通股份	9.375	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展 发行价相等 于 1.03 港元)
13/7/2016	616	高山企业	--	HKD 50.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
13/7/2016	512	远大医药	HKD 1.400	HKD 151.200M	普通股份	5.503	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 偿还债务)
13/7/2016	361	顺龙控股	HKD 0.114	HKD 326.154M	普通股份	122.252	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 业务发展)
12/7/2016	1046	寰宇国际	HKD 0.600	HKD 213.300M - 221.800M	普通股份	207.901	供股/公开发售 (业务发展; 偿还债务 一供二)
11/7/2016	8385	同仁资源 (旧)	HKD 0.038	HKD 21.900M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
11/7/2016	8186	同仁资源 (新)	HKD 0.038	HKD 21.900M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
11/7/2016	1831	十方控股	HKD 0.410	HKD 99.000M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
11/7/2016	3778	中国织材控股	--	HKD 110.000M	可换股债券	0	配售/发行



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

(偿还债务)

				HKD 408.000M -			
8/7/2016	897	位堂	HKD 0.430	408.100M	普通股份	300.049	供股/公开发售 (扩大资本基础;收购项目;偿还债务 一供三)
8/7/2016	377	华君控股	HKD 0.780	HKD 310.362M	普通股份	7.019	配售/发行 (扩大资本基础;收购项目;业务发展)
8/7/2016	8148	奥栢中国	HKD 0.129	HKD 19.505M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
				HKD 280.470M -			
8/7/2016	585	意马国际	HKD 0.185	308.230M	普通股份	54.948	供股/公开发售 (扩大资本基础;偿还债务 二供一)
8/7/2016	2358	久融控股	HKD 0.125	HKD 95.000M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
8/7/2016	2899	紫金矿业	RMB 3.090	RMB 4.800B	A 股	7.211	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
8/7/2016	712	卡姆丹克太阳能	HKD 0.460	HKD 71.140M	普通股份	11.111	配售/发行 (扩大资本基础)
8/7/2016	3998	波司登	HKD 0.652	HKD 554.200M	普通股份	10.628	代价发行 (收购项目 增持女装采购及分销业务)
7/7/2016	8086	D X · C O M控股	HKD 0.110	HKD 32.500M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
7/7/2016	712	卡姆丹克太阳能	HKD 0.460	RMB 130.000M	普通股份	23.574	代价发行 (收购项目 购国内下游太阳能业务;按保证溢利发行)
7/7/2016	938	民生国际	HKD 0.600	HKD 190.500M	普通股份	19.987	配售/发行 (扩大资本基础;收购项目)

(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，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