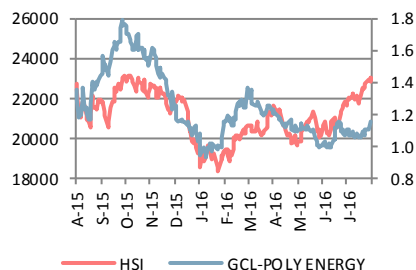


恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	22,937.2	(0.37)
上证指数	3,108.1	0.13
标准普尔指数500	2,183.9	(0.14)
道琼斯指数	18,552.6	(0.24)
纳斯达克指数	5,238.4	(0.03)
日经225指数	16,545.8	0.36
富时100指数	6,859.0	(0.15)
欧洲Stoxx50指数	2,968.2	(0.90)

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
TWI原油期货	48.52	(0.74)
COMEX黄金	1,341.47	(0.34)
LME铜	4,798.0	(0.23)
CBOT大豆	1,004.5	(0.99)
BDI	683.0	-

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	0.7479	6.39
美国5年期国债	1.1650	4.95
美国10年期国债	1.5790	2.80
美国30年期国债	2.2872	1.20
德国10年期国债	(0.0338)	(59.31)

外币汇率

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.7533	(0.00)
美元/人民币	6.6532	0.33
欧元/人民币	7.5328	0.24
港币/人民币	0.8581	(0.33)
美元/日元	100.22	(0.18)
欧元/美元	1.1325	(0.10)

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	11.74	(0.17)
安硕A50	10.70	(0.37)
德银X-trackers沪深	25.51	(0.62)
恒生H股指数	97.70	(0.61)
中银报诚-沪深300	30.90	(0.32)
华夏沪深300	34.80	1.02

恐慌指数

名称	收盘	涨跌(%)
CBOV VIX	11.34	(0.79)

资料来源: 彭博

**每周一股: 保利协鑫 (3800 HK, 买入)**

- 全球最大的光伏多晶硅及硅片制造商。截止2015年底, 保利协鑫集团的多晶硅和硅片年产能已经分别达到7万吨和14GW。同时, 公司在2014年通过设立独立的上市平台 - 协鑫新能源 (451 HK), 将业务由上游的光伏产品制造、扩展到下游的光伏电站投资运营, 同时完成了对非主营业务的全部剥离。
- 发展稳健、行业回升, 上半年净利取得成倍增长。上半年中国新增光伏装机达到20GW, 已超过2015年全年新增装机总量、大幅超出市场预期。得益于强劲的市场需求以及触底回升的多晶硅价格, 保利协鑫的光伏产品业务在出货量及销售毛利率两方面均取得优异表现, 上半年净利预计取得成倍增长。
- 光伏发电业务稳步扩张, 未来盈利增长双轮驱动。除主营光伏产品, 保利协鑫亦将受益于光伏发电业务带来的新增长。上半年, 公司光伏电站的控股装机容量增加了1.1GW至6月底的2.7GW, 光伏发电业务产生的净利润由去年7100万大幅增长至今年1亿3000万。
- 展望正面, 估值处于历史低位。自从年初进行配股, 市场对公司的关注度一直处于低位, 但是看到公司的业务发展稳健、盈利增长的前景看好。根据彭博一致预期, 公司目前估值为2016年预期市盈率7.5倍, 市帐率为0.9倍, 处于历史低位, 推荐买入。

**宏观要闻**

- 商务部表示, 尽管短期内中国外贸承压, 但长期前景保持向好。 [彭博]
- 台湾二季度GDP同比上升0.7%, 结束了连续三个季度的下跌。 [彭博]
- 德国7月PPI同比下跌2.0%, 该读数已连续36个月下跌。 [彭博]
- 今日公布经济数据: 芝加哥联储全美经济活动指数, 日本7月百货商店销售, 台湾7月出口订单。 [彭博]

**公司及行业讯息**

- 北汽国贸将在南非工业园区投资8亿美元 拟开设汽车制造工厂 [路透]
- 中兴通讯 (763 HK) 称美国商务部对公司出口限制延期执行延至11月28日 [路透]
- 格力电器 (000651 CH) 拟130亿购珠海银隆 [和讯]
- 中集集团 (000039 CH) 拟合作发展物流地产业务 [和讯]
- 中铁二局 (600528 CH) 上半年净利缩水三成 营改增新政致毛利率下降 [和讯]

**朝闻香江导读**

**【中信建投: 宏观观察】**

- 分项投资全面回落, 经济增长动力难觅——七月份主要经济数据点评

**【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】**

- 思创医惠: 智能开放平台及智能医疗耗材放量

**【近期研究报告】**

- 香港中旅 (308 HK): 现金充沛, 着眼并购 (买入/目标价: 2.80 港币/20160819)
- 中芯国际 (981 HK): 强势增长还未被股价反映 (买入/目标价: 1.10 港币/20160818)
- 科通芯城 (400 HK): 中国IC产业兴旺发展的受益者 (买入/目标价: 14.0 港币/20160818)
- 中国联通 (762 HK): 今年下半年开始业务复苏加速 (买入/目标价: 11.0 港币/20160818)
- 中国包装纸业: 分阶段修复 (20160728)
- 大中华区纺织服装业OEM: 全球制造业的转型样本 (20160721)
- 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)

## 中信建投：宏观观察

### ❖ 分项投资全面回落，经济增长动力难觅——七月份主要经济数据点评（20160815）

第一，投资增速回落，民间投资继续弱势。1-7月份固定资产投资累计同比增长8.1%，回落0.9个百分点。其中民间固定资产投资增速2.1%，回落0.7个百分点。

第二，分项投资增速全面回落，为全年首次出现。1-7月份制造业投资增速3.0%，回落0.3个百分点；基础设施投资同比增速18.7%，回落1.6个百分点；房地产投资同比增长5.3%，回落0.8个百分点。各项投资增速的全面回落是今年首次出现。

第三，房地产行业热度减弱，政策调整影响显现。除房产竣工指标外，七月房地产主要指标均较六月恶化。七月房地产销售面积同比增速14.6%，回落4.1个百分点；1-7月房地产开发企业土地购置面积同比下降7.8%，降幅扩大4.8个百分点，企业拿地意愿减弱；1-7月份房地产开发企业到位资金同比增长15.3%，回落0.3个百分点。在近期政策边际收紧背景下，房地产热度减弱符合预期。

第四，收入增速下滑影响显现，社零增速回落。社零同比名义增长10.2%，回落0.4个百分点。汽车类增速回落，与房地产相关的家具、建筑装饰材料增速上升，家具略有下滑，房地产销售增速下滑的影响尚未完全体现。其他行业中，下滑较大是文化办公用品与中西药品类，装饰品类与服装鞋帽纺织品是增速提升较大的两个行业。

第五，工业增加值增速回落，高频生产数据回升持续性存疑。七月规模以上工业增加值同比增速6.0%，回落0.2个百分点。工业增加值增速的回落与PMI指数的回落一致，但与高频数据显示七月份发电耗煤与粗钢产量同比增速提升不一致。在八月宏观月报里，我们认为高频数据显示的生产回升是值得怀疑的，原因在于，重点企业钢材库存近两年持续下降，粗钢增速回升可能跟企业补库存需求有关，而发电耗煤量回升主要发生在下旬，可能跟高温导致的居民用电量增加有关。

总体看，七月主要经济指标全面回落，特别是年内首次出现各项投资增速全面回落情形。展望未来，去产能背景下，就业压力增大可能影响居民收入，制约消费空间；房地产热度减弱，未来可能进一步拖累房地产投资，同时会拖累建材、家用电器等相关产品消费；更能反映经济增长内生动力的制造业投资、民间投资等指标尚无企稳迹象。经济增长动力难觅，下行压力依旧很大。

(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

### ❖ 思创医惠：智能开放平台及智能医疗耗材放量（20160816）

思创医惠：“物联网，改变生活”

公司目前形成零售、物联、医惠三大事业部，主要定位于医疗、家居、健康、消费等下游行业，重点打造物联网技术应用场景。

公司增长主要有三大看点：1) RFID 产量逐渐达产，预计今年增速约为 55%左右；2) 医惠的智能开放平台进入成长阶段，增速预计超过 50%；3) 智能床等医用耗材业务放量，销量快速爬升。

#### RFID 业务持续放量

2016 年增速预计可以保持在 55%以上。公司 IPO 募投项目 RFID 生产线投产以来一直处于产能爬升阶段，2015 年中开始达到满产状态。目前杭州基地仍有扩产计划，明后年增速预计仍将保持 15%左右。

#### 智能开放平台打破医院数据孤岛

预计智能开放平台今年推广 100 余家，营收增速将超过 50%。医惠科技与 IBM 合作开发的智能开放平台与医院原有的各类信息系统对接，形成信息交互平台，免除了接口费用，有利于医院灵活插拔，布局业务系统。同时，该平台可推广应用于区域医疗信息的交换与共享，打破医院内各部门和医院间数据割裂的状况。

智能医用耗材业务进入爆发期。智能床放量，2016 年预计销售额过亿。智能床产品利用非接触式传感仪器测量心率等体征，在养老机构和医院获得快速推广。其他智能医疗耗材（体温贴、引流袋、输液监控）均已完成研发，获得医疗器械许可证后即可进行销售。

#### 与 IBM 合作，中文版 Watson 辅助医生提供诊疗

公司 2016 年 2 月与 IBM 沃森达成合作协议，6 月杭州认知网络发布 IBM Watson 肿瘤医生产品，预计针对几种癌症的辅助诊疗功能将在年内首先落地。未来公司有望从 2B 模式转为 2C 模式，为个人定制护理方案，并进行疾病预测。

#### 盈利预测

预计公司 2016 年营业收入增长将达到 43%，净利润增长达到 53%，2016/17/18EPS 分别为 0.52/0.77/0.99，动态 PE 分别为 63/43/33x，PEG1.4，医疗 IT 板块中估值处于较低水平，给予买入评级，目标价 37 元。

(武超则 CE No.: BEM208 柳太胜 CE No.: AM0971)

## 近期研究报告

### ❖ 香港中旅(308 HK): 现金充沛, 着眼并购 (买入/目标价: 2.80 港币/20160819)

- 受人民币贬值影响, 港中旅 2016 年上半年业绩受汇兑损失达 2,500 万港币。此外, 访港的中国大陆旅客人数减少、旅行证件政策调整带来的一次性影响以及香港酒店的疲弱表现, 均对公司上半年的业绩有所拖累。
- 旅游景点业务的净利润实现 24% 的同比增长, 由于珠海海泉湾度假区的损失大幅收窄至 250 万港币。
- 公司目前在手现金和现金等价物超过 50 亿港元, 有充沛的资金在今年进行大规模的收购。我们重申“买入”评级。我们调整了游客数量、地产销售贡献的预测、同时剔除潜在的资产处置所得, 从而将公司 2016/17 财年的净利润预测分别下调 15%/11%, 并基于 DCF 模型将目标价下调至 2.80 港币。

**旅游景点业务盈利同比增长 24%。**珠海海泉湾度假区的损失由 2015 财年的 2,000 万港币大幅收窄至 250 万港币, 主要因为折旧和其他营运开支的减少。咸阳海泉湾度假区的损失也有所减少至 1,000 万港币。港中旅计划在今年下半年提高主题公园和景点的平均门票价格。

**汇兑损失。**由于公司大约 10 亿港元的现金为人民币, 其上半年净融资收入受汇兑损失影响同比下跌 27% 至 4,100 万港币。管理层正在考虑今后将现金全部换为港币。

**珠海海泉湾度假区预售预计 2016 年 11 月开始。**珠海海泉湾二期 (总建筑面积 240,000 平方米) 将于今年 11 月开始预售, 比之前的计划提前了。同时, 安吉项目 (总建筑面积 30,000 平方米) 的预售已于 2015 年底开始, 目前仍然在进行中。我们预计地产项目的收入将最早在 2017 财年确认。

**并购计划和母公司重组的影响。**港中旅计划在今年下半年收购海外的中高端休闲度假村, 同时完成大理和乐山战略框架协议中的一个景点项目。就母公司重组事宜, 中国国旅集团 (CITS) 可能将其旗下的免税店引入港中旅集团 (HKCTS) 的景点, 或配合国旅的免税店开发旅游项目。

**估值。**我们重申“买入”评级。我们将公司 2016/17 财年的销售和盈利预测分别下调 14%/12% 和 15%/11%, 并基于 DCF 模型将目标价下调至 2.80 港币。港中旅 2017 财年的市盈率为 15.2 倍, 市帐率为 0.7 倍。

(苏励嫻 CE No.: AHA295)

### ❖ 中芯国际(981 HK): 强势增长还未被股价反映 (买入/目标价: 1.10 港币/20160818)

- 中芯国际二季度业绩远超预期, 表明市场可能对公司在过去几个季度的表现反映过于迟缓。
- 将 LFoundry (2016 年 8 月起) 考虑在内, 管理层指引公司将在今年三季度实现 8-10% 的环比收入增长, 以及接近 30% 的毛利率。公司预期今年四季度的收入将好于三季度。
- 我们上调了盈利预测, 同时基于 DCF 模型将目标价由 2016 财年底的 0.86 港币上调至 2017 财年底的 1.10 港币, 相当于 42.9% 的上升空间。维持“买入”评级。

**中芯国际二季度的强势增长促使市场反省。**公司今年二季度的业绩远超市场预期, 部分由于市场对于公司过去几个季度的表现反映过于迟缓。根据传统行业周期发展规律, 中芯国际今年 25 亿美元的资本开支提高了自身的增长前景, 同时也为其长期运营 (处于下行周期的时候) 带来了风险。但是, 我们看到公司的需求将在未来更长的 3-5 年内呈现上行周期性发展。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

**各类应用蓬勃发展的时代。**手机的迅速普及加快了半导体行业的设计和制造技术向更技术小节点发展。我们看到对半导体的需求更多的来自于VR/AR, 智能卡, 物联网 (IoT) 以及3D打印等科技敏感性较弱的应用。由于应用对软硬件之间要求较高的匹配性, 因此我们认为落后于最新产品几代的芯片可以满足该类应用。

**中国制造业换代升级带来的机会。**中国政府正在不断推进其“中国制造2025”的战略, 以促进技术含量较低的制造业进行换代升级。此外, 中国政府也在推进一些特定技术的自主化研究和产品制造, 加上半导体产品的需求在制造业换代升级中将大幅增长, 因此将培养更多的本地系统和IC设计公司。中芯国际拥有多样化的产品组合, 较之本地和国外同业竞争者有更大机会在未来的成长机会获得先机。

**中期价值重估可能已经开始。**将LFoundry (每月收入为1,000-1,500万美元) 考虑在内, 我们将中芯国际2016/17财年的收入预测分别上调3.6%/2.8%, 并基于毛利润率的上涨将净利润预测分别上调12.2%/16.6%。基于DCF模型将目标价由2016财年底的0.86港币上调至2017财年底的1.10港币。公司2017财年的市盈率为14.3倍, 市帐率为1.06倍, 较之全球大型芯片设计制造商仍有相当的折价。维持“买入”评级。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

#### ❖ **科通芯城(400 HK): 中国IC产业兴旺发展的受益者 (买入/目标价: 14.0港币/20160818)**

- 科通芯城2016年上半年收入与预期相符, 但盈利不及市场预期, 主要由于“硬蛋”平台的推广和业务拓展。
- 2016年上半年, 自营收入贡献达99.2%, 仍然是主要的收入来源。在二季度, 公司总体的总商品交易额(GMV)显著提升。
- 我们将2016/17财年的收入预测分别上调4.9%/5.7%, 将盈利预测分别上调4.2%/6.7%, 并将目标价调高至14.1港币, 锚定2017财年28.0倍的市盈率和0.8倍的市盈增长率。维持“买入”评级。

**2016年上半年开支大幅增长拖累盈利。**科通芯城2016年上半年收入同比增长31.9%, 主要来自于IC元器件的自营收入。尽管业绩期内公司第三方在线平台的收入贡献仅为0.7%, GMV实现40.3%的同比增长(占上半年GMV的26.5%)。毛利润率继续攀升至8.18% (2015年上半年为8.04%), 部分归因于在线平台较高的利润贡献。业绩期内, 公司继续推广“硬蛋”平台, 开发新客户, 导致销售和行政费用升高。

**继续推广“硬蛋”, 但短期内难变现。**“硬蛋”平台随着公司的不断推广, 发展势头良好。截至2016年6月末, 硬蛋平台上已经有13,000个智能硬件项目以及1,250万的注册人数。此外, “硬蛋”平台2016年二季度的GMV同比上涨134.9%、环比上涨99.1%至7.98亿元人民币。

**中国IC产业兴旺发展的受益者。**尽管国内经济增长放缓, 由华为等新兴的中国系统和设计公司推动IC产业的蓬勃发展。此外, 鉴于政府对制造业更新换代的支持, 我们看好国内市场对IC产品的长期需求。我们认为, 科通芯城作为IC元器件交易商的领导者, 将会持续受益于IC产业的兴旺发展。

**增长强势, 支撑估值。**由于公司GMV增长好于预期, 我们将2016/17财年的收入预测分别上调4.9%/5.7%, 将盈利预测分别上调4.2%/6.7%, 并将目标价由12.0港币调高至14.1港币, 锚定2017财年28.0倍的市盈率和0.8倍的市盈增长率(之前锚定2016财年30.0倍的市盈率)。公司2017财年的市盈率为24.5倍, 市盈增长率为0.7倍。我们认为公司的增长强势, 从而支撑估值。维持“买入”评级。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

❖ **中国联通 (762 HK): 今年下半年开始业务复苏加速 (买入/目标价: 11.0 港币/20160818)**

- 尽管中国联通 (联通) 2016 年上半年的盈利大幅下跌符合市场预期, 我们仍然看到业绩中的亮点。
- 自 2015 年底新 CEO 上任以来, 就公司的 IT 和网络覆盖进行了全面的审查。我们认为, 联通已经做好准备在今年下半年加速业务转型。
- 考虑到铁塔租赁费用高于预期, 我们将联通 2016/17 财年的盈利分别下调 24.4%/14.2%, 并基于 DCF 模型将目标价由 12.2 港币下调至 11.0 港币。维持“买入”评级。

**上半年业绩亮点。**2016 年上半年, 联通的盈利同比大幅下跌 79.6%, 与公司先前给出的盈利预警一致。我们认为, 公司盈利下滑主要受铁塔租赁费用大幅上升的影响。今年上半年, 公司的铁塔租赁费用达 77.23 亿元人民币。就核心业务方面, 我们看到 2016 年上半年公司的移动服务收入实现了 5.6% 的环比增长 (尽管同比下跌 0.6%), IDC 和云计算收入同比上升 38.6%, 而 ICT 业务收入同比上升 34.2%。随着 4G 用户数量的稳步上升 (平均每月净增数达 471 百万人), 联通的综合移动每用户平均收入 (ARPU) 由 2015 财年的 46.3 元人民币微升至今年上半年的 47.1 元人民币。

**下半年业务复苏加速。**业绩期内, 非语音收入占公司总服务收入的 73.1% (2015 年上半年的占比为 68.3%), 表明发展态势健康。联通新任 CEO 王晓初自 2015 年底上任以来, 就公司的 IT 和网络覆盖进行了全面的审查, 同时制定了名为“Reboot”的全新业务转型策略。我们预计公司将在今年下半年加快业务转型的步伐, 特别是移动业务方面, 我们认为未来的几个季度公司移动业务可能推动整体盈利的大幅增长。

**加强与中国电信的网络共享, 而合并希望不大。**联通计划在 2016 年下半年加强与中国电信的网络共享合作, 此举将帮助联通加强在 139 个城市已有的移动数据流量服务 (占总移动数据流量业务的 84%)。考虑到最近的行业发展, 我们认为中国电信和联通合并的可能性较小。但就长期而言, 我们相信这两家公司都将受益于网络共享和铁塔租赁。

**业务复苏带来估值提升和追落后。**由于公司的移动业务增长好过预期, 我们将其 2016/17 年的服务收入分别上调 2.1%/3.1%。但是考虑到铁塔租赁费用高于预期, 我们将联通 2016/17 财年的盈利分别下调 24.4%/14.2%。基于 DCF 模型, 我们将目标价由 12.2 港币下调至 11.0 港币, 较之目前股价有 31.0% 的上升空间。联通 2017 财年的市盈率为 16.0 倍, EV/EBITDA 为 3.3 倍, 市帐率为 0.7 倍, 2016 财年的股息率为 2.8 倍, 与国内外其他电信公司相比估值吸引。

(柳太胜 CE No: AMO971)

❖ **超盈国际控股 (2111 HK): 上半年业绩靓丽 (买入/目标价: 7.2 港币/20160816)**

- 超盈国际控股 (超盈) 2016 年上半年业绩超过我们的预期约 10%, 主要由于弹性织物面料和弹性织带的产能扩张加速, 以及毛利润率的提高。
- 超盈预计今年下半年的订单维持两位数的增长, 我们认为东莞和越南的产能扩张也将加速公司 2016/17 财年的增长。我们将 2016/17 财年的盈利预测分别向上微调, 从而将目标价由之前的 6.70 港币上调至 7.20 港币。我们的目标价锚定 1.0 倍市盈增长率不变。重申“买入”评级。

**运动服饰的收入贡献在上半年环比增长 4.8 个百分点至 19.8%。**2016 年上半年, 运动服饰继续强势增长, 其收入同比大幅增长 76.9% 至 2.22 亿港币。就收入贡献而言, 运动服饰板块于业绩期内分别环比/同比增长 4.8/6.1 个百分点至 19.8%。管理层重申未来运动服饰的收入贡献将超过女性内衣产品的目标。

**2016 年下半年订单向好。**管理层预计 2016 年下半年公司的订单将维持两位数的同比增长。8 月订单已经超过了历史高点。今年上半年, 公司运动服饰和蕾丝产品的销售增长势头强劲, 预计这一势头将在今年下半年持续。目前, 公司还没有将 Victoria's Secret

放入蕾丝产品的组合中。

**产能扩张进程稳步推进。**截至2016年6月末，公司弹性织物面料、弹性织带和蕾丝的目标年产能分别为7,290万，11.358亿和1,880万米，相当于26%/18%/12%的同比增长。2016年公司的产能扩张主要来自于国内东莞工厂第5期的产能扩张，预计新产能将于今年下半年投入使用。此外，公司的越南工厂预计将于2017年下半年完工并且投入使用，届时将公司弹性织物面料、弹性织带的年产能提高25-30%。因此，我们预计以上的产能扩张将支持公司于2016/17财年分别实现16.2%/15.3%的同比销售数量增长。

**估值。**我们基于销售数量和毛利润率增长的预估，将公司2016/17财年盈利预测分别上调2.3%/2.2%。我们预计未来三年的核心净利润年复合增长率为18.4%，并锚定1.0倍的市盈增长率，将目标价由之前的6.70港币上调至7.20港币，相当于2017财年14.8倍的市盈率。公司2017财年的市盈率为12.2倍。我们重申“买入”评级。

(苏励珊 CE No.: AHA295)

#### ❖ 中国包装纸业：分阶段修复（20160728）

**中国的包装纸行业可能经历多个阶段的修复过程。**我们认为，中国的包装纸行业将经历几个阶段的修复过程，主要因为：1) 政府执行更加严格的环保标准将导致厂商在2016-17年关闭的数量超过先前的目标，以及未来5年内每年的净新增产能增速仅为1%；2) 自2017年开始行业整合加剧；3) 低利润率的包装纸行业在过去几年内经历了产能的持续扩张，近来不断关闭厂房减少产能，我们预计涂布白板纸价格将会触底，从而带来持续的利润率增加；4) 以再生纸作原料的箱板纸造纸厂商将受益于本地废纸资源供给改善带来的成本控制提高；以及5) 在新的增值税机制下现金流将有所改善。因此，我们认为供应测会在推动行业利润率方面变得越来越重要。

**绿色包装和快递服务带来稳定的消费前景。**我们认为，国内的包装纸行业将受益于绿色消费观念的流行和快递服务的高速发展，从而进一步推动包装纸消费需求的增长。中期而言，我们预计国内的造纸商将对抓住例如越南等海外市场的发展机会对其进行投资。

**我们首推理文造纸，作为早期行业修复的受益者。**介于中国包装纸行业发展势头良好，目前估值吸引，我们看好行业整体未来的发展。在个股中，我们首推理文造纸（2314 HK，买入，目标价：7.2港币），公司执行力强、资产负债表强劲且管理层稳定，预计会在行业修复的早期阶段获益。此外，我们推荐玖龙纸业（2689 HK，买入，目标价：7.0港币）。随着行业的不断修复，我们认为玖龙纸业将受益于平均销售价格的上涨。我们认为，理文造纸较之玖龙纸业的估值溢价主要来自于该公司较高的ROE。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

#### ❖ 大中华区纺织服装业 OEM：全球制造业的转型样本（20160721）

**全球运动服饰市场成为超新星。**我们认为，全球运动服饰市场是一颗超新星。全球运动服饰的零售销售额在2010-15年的年复合增长率为3.4%，欧睿国际预计该数字将在2016-20年翻番，达到7.0%。在我们看来，全球运动服饰的发展会继续领先于普通服装和鞋类市场，主要由以下5大趋势驱动：1) 产品设计的创新；2) 马拉松的热潮；3) 运动休闲的新趋势；4) 女装训练系列产品的流行；以及5) 服装和鞋类功能性元素的重视。

**全球制造业的转型样本。**上述5大趋势将推动全球纺织品供应链的转型。我们预计，较之传统的棉布材料，制造商将使用更多的人造纤维和环保纤维，从而提高自身的利润率。此外，服装业的分类界限将变得越来越模糊。例如，奢侈品牌和快时尚品牌纷纷推出运动服饰及产品，为制造商带来新的客户群体。鞋类生产采用的服装编织技术以及3D打印等本地化和自动化生产都表明传统的生产模式将逐渐被取代。由于以上大部分的生产活动可以实现自动化，传统的鞋类制造商会在本次转型中受挫，但是服装厂商依然有很多机会。



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

**估值和选股。**我们首次覆盖大中华区的纺织行业，并看好运动服饰 OEM 的发展。我们认为，在越南有厂房、资产负债表强劲以及拥有难以复制的生产技术的厂商将在本轮转型中不断占据有利地位。就个股而言，我们首次覆盖上游板块的天虹纺织（2678 HK，买入，目标价：10.5 港币）、互太纺织（1382 HK，买入，目标价：13.1 港币）和超盈国际（2111 HK，买入，目标价：6.7 港币）；中上游板块的德永佳（321 HK，持有，目标价：5.5 港币）、申洲国际（2313 HK，买入，目标价：48.2 港币）以及南旋控股（1982 HK，买入，目标价：1.7 港币）。在上游公司中，我们最看好互太纺织；在中上游公司中，我们最看好申洲国际。

(苏励姍 CE No.: AHA295)

#### ❖ 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。
- 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 销售的强劲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

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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)

#### ❖ 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，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)



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
N. A	N. A	N. A	N. A	N. A	N. A

(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)
17/8/2016	8047	宇恒供应链	HKD 0.100	HKD 33.580M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
17/8/2016	833	华讯	HKD 1.490	HKD 78.300M	普通股份	11.69	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)
16/8/2016	1991	大洋集团	HKD 1.310	HKD 113.300M	普通股份	11.017	配售/发行 (收购项目)
16/8/2016	1883	中信国际电讯	HKD 3.000	HKD 425.000M	普通股份	4.18	代价发行 (收购项目 增持办公室及投资物业)
15/8/2016	362	中国天化工	HKD 0.100	HKD 71.900M	普通股份	25	供股/公开发售 (扩大资本基础; 偿还债务 四供一, 一供股送一红股)
15/8/2016	64	结好控股	HKD 0.225	HKD 302.000M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
12/8/2016	803	昌兴国际	HKD 0.170	HKD 68.000M	普通股份	4.083	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)
12/8/2016	1808	企展控股	HKD 0.165	HKD 206.900M	普通股份	300	供股/公开发售 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务 一供三)
12/8/2016	8202	汇创控股	--	HKD 25.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础)
12/8/2016	8202	汇创控股	HKD 0.100	HKD 15.900M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
12/8/2016	8001	东方汇财证券	HKD 0.820	HKD 14.800M	普通股份	5	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
12/8/2016	8202	汇创控股	--	HKD 50.000M	可换股债券	0	代价发行 (偿还债务)



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

12/8/2016	8202	汇创控股	--	HKD 60.500M	可换股债券	0	代价发行 (偿还债务)
12/8/2016	8202	汇创控股	--	--	普通股份	9.419	代价发行 (偿还债务 发行无偿股份以补偿承兑票 据项之违约付款;合并后发行)
11/8/2016	1426	春泉产业信托	HKD 3.501	HKD 8.499M	普通股份	0.216	代价发行 (支付费用)
11/8/2016	1636	中国金属利用	HKD 2.580	HKD 348.300M	普通股份	6.413	配售/发行 (业务发展)
11/8/2016	8078	中国3D数码	HKD 0.725	HKD 6.000M	普通股份	0.152	代价发行 (收购项目 购电影及漫画相关玩具及人 物模型买卖业务)

(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  
duncanchan@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