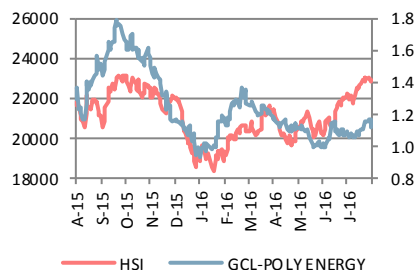


恒生指数与股价一年表现



**国内外主要市场指数**

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	22,909.5	0.41
上证指数	3,070.3	0.07
标准普尔指数500	2,169.0	(0.16)
道琼斯指数	18,395.4	(0.29)
纳斯达克指数	5,218.9	0.13
日经225指数	16,360.7	(1.18)
富时100指数	6,838.1	0.31
欧洲Stoxx50指数	3,010.4	0.76

**大宗商品及BDI**

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
TW1原油期货	47.64	(1.13)
COMEX黄金	1,321.8	(0.09)
LME铜	4,615.0	(0.24)
CBOT大豆	967.3	(0.85)
BDI	720.0	-

**债券市场资料**

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	0.8438	6.67
美国5年期国债	1.2373	6.57
美国10年期国债	1.6305	3.59
美国30年期国债	2.2876	1.04
德国10年期国债	(0.0735)	2.05

**外汇汇率**

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.7570	0.03
美元/人民币	6.6695	0.15
欧元/人民币	7.5083	(0.05)
港币/人民币	0.8599	(0.14)
美元/日元	101.84	(0.07)
欧元/美元	1.1198	-

**主要活跃ETF**

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	11.58	(0.17)
安硕A50	10.58	(0.38)
德银X-trackers沪深	24.90	(0.68)
恒生H股指数	97.10	0.47
中银报诚-沪深300	30.30	0.50
华夏沪深300	33.90	0.30

**恐慌指数**

名称	收盘	涨跌(%)
CBOV VIX	13.65	0.15

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利润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, 但是我们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**

- 中国7月工业产值同比下跌3.6%, 该读数经历了连续13个月的下跌后实现了连续5个月的上涨, 上月回归下跌趋势。 [彭博]
- 美联储主席耶伦介于劳工市场表现稳健及经济活动和通胀前景向好, 认为加息可能性上升。 [彭博]
- 英国二季度GDP同比上升2.2%, 与预期相符, 也高于一季度2.0%的GDP同比增长。 [彭博]
- 今日公布经济数据: 美国7月个人收入和成屋待完成销售, 香港7月零售销售, 德国7月零售销售, 希腊二季度GDP。 [彭博]

**公司及行业讯息**

- 理文造纸(2314 HK)附属获贷款40亿元 [阿思达克财经]
- 数码通(315 HK)年度纯利8亿跌14.8% 末期息33仙 [阿思达克财经]
- 天津港发展(3382 HK)附属获6亿元贷款 [阿思达克财经]
- 华晨(1114 HK)半年少赚5.7%至18亿人民币 中期息11港仙 [阿思达克财经]
- 发改委批准建山东省公路 料总投资90亿人民币 [阿思达克财经]

**朝闻香江导读**

**【中信建投: 宏观观察】**

- 分项目投资全面回落, 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】**

- 中铝(2600 HK): 下半年业绩修复可能加速 (买入/目标价: 4.0 港币/20160826)
- 北汽汽车(1958 HK): 关注自主品牌SUV (买入/目标价: 8.3 港币/20160826)
- 海昌海洋公园(2255 HK): 中期业绩扭亏 (买入/目标价: 2.10 港币/20160826)
- 中通服(552 HK): 收入增长稳健, 资本开支减少 (买入/目标价: 4.60 港币/20160825)
- 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

### ❖ 中铝(2600 HK): 下半年业绩修复可能加速 (买入/目标价: 4.0 港币/20160826)

- 中铝 2016 年上半年业绩强健, 主要由于原铝贡献好于预期。
- 我们预计中铝的业绩修复会在今年下半年加速, 得益于成本控制和铝价稳定。
- 我们将公司 2016/17 财年的净利润预测分别上调 2.3%/4.4%, 并将目标价由 3.0 港币上调至 4.0 港币, 锚定 2016 财年 1.3 倍市帐率 (之前为 2016 财年 1.0 倍市帐率)。

**2016 年中期业绩反映营运改善。** 中铝 2016 年上半年归母净利润实现 36 倍的增长至 5,700 万元人民币, 主要由于利润率的大幅上升。尽管大宗商品价格下跌导致收入减少, 公司生产成本的大幅减少 (受益于电价下调) 将毛利润率提高了 3 个百分点至 8%。铝生产的小幅亏损被贸易业务利润的小幅上涨所抵消。考虑到 2015 年下半年公司大规模的一次性项目, 我们认为中铝 2016 年上半年的业绩反映公司营运状况的改善。

**原铝提升 2016 年中期净利润率。** 中铝 2016 年中期业绩强健, 主要得益于铝业务的修复。业绩期内, 中铝的铝产品平均销售价格下跌 10%, 而同期上海期货交易所三个月原铝期货平均价格下跌了 12%。原铝收入占公司上半年总收入的 26.7% (2015 年上半年占 21.8%), 占 EBITDA 74.8% (2015 年上半年占 23.2%)。此外, 铝业务收入占上半年收入的 8% (2015 年占 5%), 铝业务 EBITDA 占上半年 EBITDA 的 36% (2015 年占 93%)。

**业绩修复或在下半年加速。** 根据我们与公司的沟通, 管理层有信心在今年内将氧化铝的生产成本降至 1,800 元人民币, 将铝的生产成本降至 10,000 元人民币。考虑到铝价未来的价格趋稳, 产量趋于合理, 我们认为公司的毛利润率将在二季度进一步上升。

**重申“买入”并调高目标价。** 基于公司下半年业绩修复加速的假设, 我们将公司 2016/17 财年的净利润预测分别上调 2.3%/4.4%, 并将目标价由 3.0 港币上调至 4.0 港币, 锚定 2016 财年 1.3 倍市帐率 (之前为 2016 财年 1.0 倍市帐率)。重申“买入”评级。我们认为未来股价的催化剂可能是盈利预测的普遍上调和潜在的资产注入。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

### ❖ 北京汽车(1958 HK): 关注自主品牌 SUV (买入/目标价: 8.3 港币/20160826)

- 北汽 2016 年中期业绩强健, 自主品牌车型销售成为上半年业绩亮点 (绅宝 SUV 销售收入同比增加 60%)。此外, 公司的毛利润率增长至 22%, 主要由于 SUV 的贡献由 1 月销售占比 40% 提升到 7 月的 59%
- 奔驰上半年收入增长 28%, 主要依靠 GLA 增长 445%, C-class 增长 56%, 下半年 E-class 的销量可能出现上升。基于奔驰 E 级新车型和自主品牌 SUV 销量增加的假设, 我们将 2016/17 财年的盈利分别上调 8%/2%, 并且将目标价由 6.48 港币上调至 8.3 港币, 锚定 2017 财年 10.0 倍的市盈率。维持“买入”评级。

**绅宝 SUV 推升自主品牌销售。** 由于北汽自主品牌轿车的盈利性较低, 公司继续削减亏损的轿车业务。其中, 绅宝轿车的收入贡献由 2016 年 1 月的 5.5% 下跌至 6 月的 1.4%, 销量由 2015 年上半年的 42,281 辆锐减至 2016 年上半年的 6,659 辆。由于大部分绅宝 SUV 车型由绅宝轿车平台制造, 北汽由轿车向 SUV 的转型暂未造成大幅的成本上升, SUV 由于平均售价较高而带来相关业务毛利润率的上涨。公司上半年毛利润率由负转正, 毛利润也由 2015 年上半年的 710,000 元人民币亏损变为 2016 年上半年的 270,000 元人民币盈利。我们预计公司 2016 年下半年的毛利润会进一步提升, 而 2016 财年全年自主品牌 SUV 的净亏损也进一步收窄。

**新 E 级车型推动下半年北京奔驰销售。** 北京奔驰的销量由 2015 年上半年的 103,034 辆上升至 2016 年上半年的 143,398 辆 (同比增长 39%), 主要由奔驰 GLA 级 (同比增加 445%) 和奔驰 C 级 (同比增加 56%) 推动, 而旧的奔驰 E 级车型销量同比下滑 35%。今年

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

上半年, E 级旧车型的部分需求受新车型的影响而有所推迟, 因此我们认为这部分需求会在今年下半年兑现, 从而推动旧车型的销量增长。北京奔驰的毛利润同比增长 52%, 而毛利润率由 2015 年上半年的 23.6% 增长至 2016 年上半年的 28.1%。尽管平均售价在今年下半年的增长幅度有限 (3.0T E 级奔驰将很快推出), 我们认为北京奔驰下半年销量的强势增长将会带来利润的强劲增长。

**估值。**我们将自主品牌和北京奔驰的同比销量增长预测分别上调至 30% 和 22%, 因此将公司 2016/17 年收入预测分别上调 5%/3%, 盈利预测分别上调 8%/2%。此外, 我们将目标价由 6.48 港币上调至 8.3 港币, 锚定 2017 财年 10.0 倍的市盈率 (之前为 2016 年 10 倍的市盈率)。维持“买入”评级。

(田阳 CE No.: BGL791)

#### ❖ 海昌海洋公园 (2255 HK): 中期业绩扭亏 (买入/目标价: 2.10 港币/20160826)

- 海昌海洋公园 (海昌) 2016 年上半年核心净利润 (剔除重估收益) 达 4,130 万元人民币, 相当于我们先前对公司全年核心净利润预测的 21% (上半年净利润通常占全年的 30%), 而 2015 年上半年为 1,050 万元人民币亏损。
- 业绩期内, 公园运营 EBITDA 同比上升 1 个百分点至 44.3%, 低于我们全年的预期同比上升 3 个百分点, 公园门票价格基本维持不变是 EBITDA 上升幅度有限的主要原因。尽管如此, 园内消费同比大幅增长约 27%, 主要由于公司对游客互动式体验类产品的推广。此外, 水族馆管理输出服务已经在 2015 年下半年推出后已实现收入贡献。
- 我们将公司 2016/17 财年公园运营 EBITDA 利润率预测下调, 并相应的将净利润预测分别下调 2%/7%。我们重申“买入”评级, 并基于 SOTP 模型维持目标价为 2.10 港币。公司上海和三亚的项目计划于 2017-18 年开始营业, 成为公司股价的催化剂。

**非门票收入增长 (收入/EBITDA 分别同比上升 10.5%/13.0%) 推升公园运营收入。**根据公司上半年业绩公告, 海昌的公园运营业务主要有以下两个变化: i) 租金收入现在属于公园运营, 原先属于物业业务; ii) 轻资产的管理输出服务在业绩期内贡献收入约 2,000 万元人民币。剔除这两项, 公司上半年公园运营的总体收入同比增长 4.1% 至 4.427 亿元人民币, 主要由园内消费的大幅增长 (同比增长 27.3%) 所推动。其中, 园内娱乐收入得益于公司在园内娱乐互动体验类产品方面的推广, 从而实现了 90.5% 的同比增长。因此, 上半年公园运营的毛利润率同比增长了 3 个百分点至 47.1%。然而, 由于天气恶劣以及业内竞争加剧影响游客数量增长, 公园门票价格基本持平 (同比微增 0.3%), 公园运营的 EBITDA 利润率仅同比增长 1 个百分点至 44.3%, 从而抵消了公园门票价格轻微上调带来的收益。管理层表示, 7 月和 8 月的游客数量增长 (通常占全年总量的 40%) 及平均销售价格均较为正面, 但具体数字并未公布。

**物业销售大幅上升 (收入/毛利润分别同比上升 106%/351%)。**公司上半年的物业销售收入达 1.615 亿元人民币, 我们先前的全年预测为 1.12 亿元人民币, 主要由于 2015 年下半年部分物业销售收入确认延迟至 2016 年上半年。我们预计公司今年全年的物业销售收入将达到约 2.23 亿元人民币, 与 2015 财年收入相近; 毛利润率同比上升 21.6 个百分点至 39.7%, 仅由于销售物业的种类有所不同。

**水族馆管理输出服务已贡献收入。**今年上半年, 海昌正在进行和已完成项目的数量为 9 个, 另有 8-10 家在协商中。公司在手合同约为 3.5 亿元人民币。海昌预计这部分业务的收入将在 2016 年年底增加 4,000 亿元人民币。

**估值和盈利预测调整。**考虑到门票价格基本保持不变, 我们将 2016/17 财年的销售收入预测分别上调 6.4%/1%, 同时将公园运营 EBITDA 利润率预测分别下调 5.5%/4.5 个百分点, 将盈利预测分别下调 2.1%/7.2 个百分点。基于 SOTP 模型, 我们维持目标价 2.1 港币不变。海昌 2017 财年 EV/EBITDA 为 9.6 倍, 同业平均水平 14.4 倍。

(苏励姗 CE No.: AHA295)

❖ **中通服 (552 HK): 收入增长稳健, 资本开支减少 (买入/目标价: 4.60 港币/20160825)**

- 中通服 2016 年中期收入强劲, 但净利润受毛利润率下降所拖累稍逊于市场预期。
- 尽管国内各大电信运营商纷纷减少资本开支, 中通服 2016 年上半年的电信运营商收入贡献实现 14.4% 的同比增长, 主要由于公司的市场份额继续增加, 特别是铁塔公司。
- 我们维持盈利预测不变, 同时维持目标价为 4.6 港币。公司 2016 财年的市盈率为 9.3 倍, EV/EBITDA 为 3.6 倍, 股息率为 3.2%, 颇具吸引力。我们维持“买入”评级。

**2016 中期收入增长稳健。**中通服 2016 年中期收入实现 12.3% 的同比增长, 主要由于公司在国内运营商的市场份额增加, 应用、内容和其他业务 (ACO) 收入同比增长 24.5%, 海外业务同比增长 35.9%。尽管 2016 年上半年国内各大运营商的资本开支仅增长了 4.1%, 中通服上半年的电信运营商和铁塔公司收入贡献实现 14.4% 的同比增长, 主要因为公司在中移动、中国联通和铁塔公司的市场份额持续增加。中通服在海外和 ACO 业务的努力也已经初见成效。

**市场份额的持续增加缓解了下半年资本开支减少带来的不利影响。**由于各大电信公司按年初规划计划在今年下半年将总的资本开支减少 25%, 中通服今年下半年的业绩将因此承压。尽管如此, 管理层认为, 公司市场份额的持续增加 (特别是在铁塔公司中) 以及电信公司运营开支收入贡献的不断增长, 都将帮助公司实现收入的稳定增长。

**长期成长可持续。**尽管公司短期内面临电信运营商资本开支减少的挑战, 我们认为中通服长期的发展前景良好, 介于 5G (预计在 2019 年推出)、“智慧城市”、“智慧网络”、云计算、国内地下管道系统的升级以及政府“一带一路”和加强中非合作的战略都将带来新的需求。此外, 随着各行各业通信基础设施应用的不断渗透, 中通服将在未来不同行业的新兴需求中占得先机。

**未来盈利可见, 公司被低估。**我们维持盈利预测不变, 同时维持目标价为 4.6 港币。公司 2016 财年的市盈率为 9.3 倍, EV/EBITDA 为 3.6 倍, 股息率为 3.2%, 颇具吸引力。我们认为, 中通服 2016 年上半年收入增长将削弱市场对于电信公司资本开支减少和铁塔公司竞争的担忧。因此, 我们认为公司的估值将在中期有所提高。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

❖ **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) 低利润率的包装纸子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。

**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。

(苏励嫻 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



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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)
24/8/2016	1566	华夏动漫	HKD 3.600	HKD 72.000M	普通股份	2.33	先旧后新 (扩大资本基础; 业务发展)
24/8/2016	8116	中国幸福投资	--	HKD 35.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
24/8/2016	2778	冠君产业信托	HKD 4.824	HKD 59.665M	普通股份	0.214	代价发行 (支付费用)
23/8/2016	910	中国三迪	HKD 0.240	HKD 38.400M	普通股份	6.469	配售/发行 (扩大资本基础)
23/8/2016	149	中国农产品交易	--	HKD 360.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
23/8/2016	648	中国华仁医疗	HKD 0.055	HKD 42.800M	普通股份	19.734	配售/发行 (扩大资本基础)
23/8/2016	8312	中国瀚亚	HKD 0.630	HKD 50.400M	普通股份	11.561	配售/发行 (业务发展)
23/8/2016	149	中国农产品交易	--	HKD 140.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务 配予易易壹金融 (00221))
22/8/2016	8018	汇财金融投资	HKD 0.150	HKD 21.600M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)
22/8/2016	3966	中国宝丰国际	HKD 3.200	HKD 200.000M	普通股份	12.371	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
22/8/2016	48	中国汽车内饰	HKD 0.145	HKD 48.100M	普通股份	20	配售/发行 (收购项目; 业务发展)
22/8/2016	87001	汇贤产业信托	RMB 3.430	RMB 58.712M	普通股份	0.315	代价发行 (支付费用)
22/8/2016	687	泰升集团	HKD 4.080	HKD 697.680M	普通股份	19.55	配售/发行



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

(扩大资本基础)

21/8/2016	8227	海天天线控股	HKD 0.250	HKD 23.000M	H 股	6.393	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
19/8/2016	8272	华人饮食集团	HKD 0.130	HKD 309.091M	普通股份	450	供股/公开发售 (偿还债务 合并后一供九)
19/8/2016	1520	时尚环球	HKD 0.520	HKD 62.400M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
19/8/2016	8132	中油港燃	HKD 0.076	HKD 3.648M	普通股份	0.474	配售/发行 (扩大资本基础)
19/8/2016	3866	青岛银行	--	--	A 股	24.638	配售/发行 (扩大资本基础 于深圳上市)
19/8/2016	2016	浙商银行	RMB 100.000	RMB 15.000B	优先股	0.835	配售/发行 (扩大资本基础)
19/8/2016	686	联合光伏	--	HKD 387.500M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目)
18/8/2016	8181	港深联合	HKD 0.230	HKD 22.800M	普通股份	19.994	配售/发行 (扩大资本基础)
18/8/2016	405	越秀房产信托基金	HKD 4.860	HKD 59.969M	普通股份	0.434	代价发行 (支付费用)
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)

(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