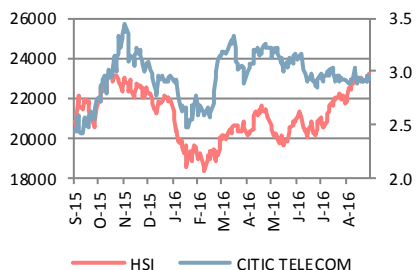


恒生指数与股价一年表现



**国内外主要市场指数**

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	23,266.7	0.45
上证指数	3,067.4	0.13
标准普尔指数500	2,180.0	0.42
道琼斯指数	18,492.0	0.39
纳斯达克指数	5,249.9	0.43
日经225指数	16,925.7	(0.01)
富时100指数	6,894.6	2.20
欧洲Stoxx50指数	3,079.7	2.06

**大宗商品及BDI**

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
TWI原油期货	44.44	(0.63)
COMEX黄金	1,325.21	(0.17)
LME铜	4,627.0	(0.06)
CBOT大豆	952.5	0.93
BDI	720.0	1.00

**债券市场资料**

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	0.7878	(0.03)
美国5年期国债	1.1922	0.02
美国10年期国债	1.6032	0.01
美国30年期国债	2.2789	(0.01)
德国10年期国债	(0.0446)	(34.38)

**外币汇率**

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.7553	(0.03)
美元/人民币	6.6805	0.08
欧元/人民币	7.4503	(0.25)
港币/人民币	0.8613	(0.15)
美元/日元	103.92	(0.02)
欧元/美元	1.1156	0.03

**主要活跃ETF**

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	11.60	0.35
安硕A50	10.60	0.57
德银X-trackers沪深	25.12	0.64
恒生H股指数	98.40	0.51
中银报减-沪深300	30.30	1.00
华夏沪深300	33.80	(0.59)

**恐慌指数**

	收盘	涨跌(%)
CBOT VIX	11.98	(11.13)

资料来源: 彭博

**每周股: 中信国际电讯 (1883 HK, 买入)**

- 中信国际电讯于2013年收购了澳门的电信运营商领导者澳门电讯99%的股份, 从而成为地区性以数据业务为重心的电信运营商。公司在全球范围内的网络覆盖也在不断扩张。今年上半年, 公司有超过65%的服务收入来自移动和固网数据服务业务。
- 管理层预计将于2016年年底前完成收购中信网络39%的股份。中信网络拥有国内光纤网络带宽的零售牌照, 中信国际通讯完成收购后将进入光纤网络的零售市场。
- 公司2017财年的市盈率小于13.0倍(股价为3.0港币), 股息率超过4%。我们认为该估值较为吸引, 且暂未反映中信网络的增长潜力。

**宏观要闻**

- 美国8月非农就业人数增加15.1万, 不及市场预期的增加18万, 前两个月分别增长27.5万和27.1万。 [彭博]
- 日本8月消费者信心指数上升至7个月以来的高点至42.0, 而2016年2月至7月则在40.1-41.8范围内波动。 [彭博]
- 今日公布经济数据: 中国8月财新PMI, 日本7月劳动现金收入, 英国8月综合PMI, 欧元区投资者信心。 [彭博]

**公司及行业讯息**

- 传中信(267 HK)与美国私募基金Carlyle组财团参与竞投麦当劳中港业务 [阿思达克财经]
- 雪佛龙与新奥集团签每年65万吨LNG销售协议 [阿思达克财经]
- 中海外(688 HK)启德一号首批收逾万票 超购32倍 [阿思达克财经]
- 智光电气(002169 CH)控股子公司与南方电网签订2.5亿元合同 [和讯]
- 同煤集团等山西七大煤炭企业上半年全部亏损 总负债1.19万亿 [和讯]

**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】**

- 原油周报: 冻产预期降温、沙特产油设施遇袭, 油价重回50拉锯

**【近期研究报告】**

- 中铁建(1186 HK): 中期业绩符合预期, 但盈利前景恶化 (持有/目标价: 9.3 港币/20160901)
- 中国中铁(390 HK): 中期业绩不及预期, 下调至“持有”(持有/目标价: 6.20 港币/20160831)
- 昂纳科技(877 HK): 新兴科技黑马 (买入/目标价: 3.70 港币/20160831)
- 广汽(2238 HK): 未来毛利率向好, 上调至“买入”(买入/目标价: 12 港币/20160830)
- 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、建筑装潢材料增速上升，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

### ❖ 原油周报：冻产预期降温、沙特产油设施遇袭，油价重回 50 拉锯（20160831）

#### 冻产预期降温、美国加息预期、库存大增抑制油价上周下跌 2%

油价本周下跌超过 2%，Brent 油价收 49.92 美元/桶，WTI 收 47.64 美元/桶。一是耶伦讲话增加美联储加息预期、美元指数先抑后扬；二是沙特能源部长法力赫表示“市场已迈向正确的方向”，令市场对全球主要产油国下月冻产的预期降温；三是 EIA 公布上周美国原油库存意外大幅。

也门导弹击中全球最大石油生产公司沙特阿美（Aramco）所属厂房导致大火的消息使油价获得了暂时的支撑。

油价周一收低超过 3%，因担心中国燃料出口急增、伊拉克和尼日利亚原油出口上升。周三 EIA 公布上周美国原油库存意外大幅增加 250 万桶，预估为减少 50 万桶，令供应过剩的担忧重燃。耶伦讲话导致美元大幅攀升，美元走强也拖累油价。

#### 原油重回供需平衡将延后，油价进入 45-50 美元平衡区间

油价之前一路走低，供应过剩和需求不振被视为关键因素。一季度主要产油国转变不减产态度并支持“冻产”，油价超跌接近现金成本区间，催生了上半年油价反弹。

二季度油价已反弹至覆盖大部分产油盈亏平衡线以上，开始进入 50 美元上下的平衡价格区间，预计未来 2-3 年油价有望回到 60-70 美元/桶。

OPEC 产量连续保持高位，美国原油产量下降趋缓、库存仍在历史高位、而钻机数止跌回升。原油供过于求的基本面改善仍旧较为脆弱，全年需求增长预测目前依然在 1.2 百万桶/日，原油重回供需平衡预计要延后至 2017 年下半年。

中油价时代建议关注 PDH 企业（东华能源以及卫星石化）、炼化企业（上海石化、华锦股份以及中国石化）、PTA 涤纶长丝企业（ST 橡塑、桐昆股份、恒逸石化）。

#### 在美国活跃钻机数重回 400，商业原油库存止跌回升

本周美国活跃钻机在连续八周增加后，美国活跃钻机数本周维持不变，为 406 台，油价因此受到短暂支撑。美国原油产量下降至 855 万桶/日。美国商业原油库存本周意外大幅增加 250 万桶，总量 5.236 亿桶，今年以来一直保持在 5 亿桶以上的历史高位。

#### OPEC 产量保持高位，连续十个月保持 3200 万桶/日以上

OPEC7 月原油产量为 3310 万桶/日，连续九个月保持在 3200 万桶/日以上；沙特产量创 2015 年 8 月来新高，伊朗产量增长至 363 万桶/日，为 2011 年以来新高。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

## 近期研究报告

### ❖ 中铁建(1186 HK): 中期业绩符合预期, 但盈利前景恶化 (持有/目标价: 9.3 港币/20160901)

- 中铁建 2016 年二季度业绩同比微升 1.5% 至 1,480 亿元人民币, 但毛利润的同比增长率由一季度的 2.9% 缩窄至二季度的 -11.0%。此外, 公司的盈利同比增长由一季度的 18.2% 收窄至二季度的 3.1%, 反映出行业环境严峻。
- 经营性现金流变为负数, 主要由于业绩期内中铁建财务公司的银行间贷款流出显著提升、增值税改革的影响和大规模土地收购。
- 维持“持有”评级, 但将目标价由 10.8 港币下调至 9.3 港币, 基于 2016 财年 8.0 倍/9.0 倍的市盈率/市帐率。

二季度业绩与我们的预期相符。中铁建 2016 年二季度的总收入达 1,480 亿元人民币, 同比增长 1.5%。然而, 剔除营改增影响后, 公司二季度的净收入同比增长 3.8%, 与我们的预期相符。此外, 公司的盈利同比增长了 13.7%, 主要由于资产减值损失和财务成本减少。根据中国 GAAP 会计准则, 公司 2016 年上半年的毛利润率同比收窄 1.4 个百分点至 10.0%, 主要由于营改增带来的负面影响。其净利润率与去年同期持平。

经营性现金流恶化, 反映公司土地收购的增加, 营改增的影响以及中铁建财务公司的银行间贷款流出显著提升。根据公司给出的指引, 上半年经营性现金流变为负数, 主要因为: 1) 土地收购 (约 149 亿元人民币); 2) 营改增的影响 (约 46 亿元人民币); 3) 中铁建财务公司约 110 亿元人民币银行间贷款的消除。投资者应该特别关注的是, 未来通过财务公司银行间贷款支持 BOT/PPP 项目的方式将越来越受到限制, 取而代之的是建立普通合股公司的方法来吸纳社会资金。因此, 我们预计公司的经营性现金流将在短期内持续承压。

盈利前景黯淡, 将目标价下调至 9.3 港币。我们认为, 公司目前的估值 (2016 财年 7.8 倍/0.9 倍的市盈率/市帐率) 已经完全反映了公司强劲的订单和订单储备数量, 并且我们预计其盈利增长将在长期继续下滑趋势。因此, 我们维持“持有”评级, 并将目标价由 10.8 港币下调至 9.30 港币, 相当于 1.9% 的上升空间。我们的目标价对应的市盈率较之历史平均水平有 33% 的折让, 以反映公司未来收入缓慢增长、利润率承压和营改增负面影响的预期。

(孙凌霄 CE No.: AX0391)

### ❖ 中国中铁(390 HK): 中期业绩不及预期, 下调至“持有” (持有/目标价: 6.20 港币/20160831)

- 中国中铁 (中铁) 2016 年二季度净收入同比微升 1.1% 至 1,457 亿元人民币, 主要受益于营业税的下调, 因此业绩不及我们的预期。二季度公司盈利同比增长 16.7% 至 32 亿元人民币, 主要由于资产减值损失及财务成本等非经常性项目的减少。
- 作为主要的指标, 公司的勘察设计与咨询业务新签合同额同比减少 16.1%, 我们认为预示着公司的核心 EPC 业务前景不容乐观。
- 我们将 2016-18 财年的盈利预测分别下调 6.9%/9.0%/8.1%, 并将目标价由 8.30 港币下调至 6.20 港币, 基于 2016 财年 10.0 倍的市盈率和 0.9 倍的市帐率。我们将评级由“买入”下调至“持有”。

**中铁二季度业绩不及我们的预期。** 中铁二季度的收入同比下跌 2.0% 至 1,455 亿元, 业绩令我们失望。剔除增值税改革带来的影响, 公司二季度的净收入同比增加了 1.1%。此外, 公司的盈利由资产减值损失和财务成本等非经常性项目的减少而实现了 13.7% 的同比增长。新增订单方面, 我们认为投资者应该特别关注公司勘察设计与咨询业务新签合同额同比减少了 16.1% 至 70 亿元人民币, 表明公司的核心基础设施 EPC 业务将在未来的两年内有所下滑。

**毛利润率瓶颈反映行业环境恶劣。** 根据中国 GAAP 会计准则, 中铁二季度的毛利润率同比下跌了 3.2 个百分点/环比下跌了 2.8 个百分点至 8.2%, 反映出 1) 增值税改革的影响; 2) 原材料成本已经在今年上半年持续上涨; 3) 新开工的基础设施建设项目表现不及预期; 4) 去库存对中铁高利润率地产项目有负面影响。我们预期在市场环境持续恶化的背景下, 公司毛利润率下跌的趋势仍将继

续。

**盈利前景黯淡，下调至“持有”评级。**我们将2016-18财年的收入预期分别下调6.9%/9.0%/8.1%，并将EPC业务（主要是铁路、公路和市政工程）的毛利润率预测下调。鉴于国内EPC市场的竞争越来越激烈，我们认为新签合同和订单储备的利润率将在今年下半年继续承压。基于盈利前景黯淡的预期，我们将评级下调至“持有”，并将目标价由8.30港币下调至6.20港币，基于2016财年10.0倍的市盈率和0.9倍的市帐率。

(孙凌霄 CE No.: AX0391)

#### ❖ 昂纳科技(877 HK): 新兴科技黑马 (买入/目标价: 3.70港币/20160831)

- 如公司先前的盈利预告，昂纳科技2016年中期业绩强劲，收入同比增长43.3%，盈利同比增长74.1%。
- 业绩期内，公司的传统光网络业务收入同比增长36.5%，而数据通信（贡献收入5,990万港元）业务似乎已进入收获期，更多相关产品将在2016年下半年陆续推出。
- 我们将公司2016/17/18财年的收入和盈利预测分别上调7.7%/9.5%/4.6%和1.0%/4.4%/2.9%，并将目标价由之前的3.20港币上调至3.70港币，基于2017财年15.0倍的市盈率（之前为13.0倍）。维持“买入”评级。

**2016年中期业绩增长强劲。**昂纳科技2016年中期收入同比增长43.3%，主要由于1)传统光网络业务收入同比增长36.5%，因公司新推出的100G传输产品符合全球光纤网络升级至100G的趋势；2)新推出的数据通信产品（如40GbE AOC）贡献收入5,990万港币。我们认为，由于销售的强势增长，公司毛利率由2015年上半年的33.7%轻微下跌至2016年上半年的31.8%属于合理现象。截至2016年06月底，公司的净现金为2.02亿港币（相当于股权的14.8%）。因此，公司在近期并无迫切需要筹资的压力。

**数据通信先锋。**公司在海外市场（法国、德国和加拿大）收购了一系列上游的具有研发和芯片设计能力的光学和光电子学应用公司，并在4年前在美国设立了研发中心以加强自身研发能力，从而得以提供全面垂直一体化的产品，包括无源光学元件（高达100G），数据通信（40GbE和100GbE），以及光学产品相关的自动化解决方案（光雷达和机器视觉系统）。由于公司仍有几个关键的数据通信产品将在2016年底之前推出，我们测算将为公司打开10亿美元的市场空间。

**新兴的科技黑马。**昂纳科技拥有的海外子公司包括加拿大ArtIC公司和德国VIS公司，这两家公司分别拥有ArtIC在芯片层面的光学集合技术和VIS在芯片层面的下一代VCSEL技术，从而帮助昂纳科技掌握了光学/光电子学芯片组设计和制造的上游技术。

**发展前景良好支持未来估值提升。**基于数据通信收入不断提高的判断，我们将公司2016/17/18财年的收入和盈利预测分别上调7.7%/9.5%/4.6%和1.0%/4.4%/2.9%（降低毛利润率），并将目标价由之前的3.20港币上调至3.70港币，锚定2017财年15.0倍的市盈率（之前为13.0倍的市盈率）和1.7倍的市帐率。公司目前的市盈率为11.8倍，市帐率为1.3倍，我们认为并未充分反应新品预计带来的强势增长。维持“买入”评级。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

#### ❖ 广汽(2238 HK): 未来毛利润率向好，上调至“买入” (买入/目标价: 12港币/20160830)

- 广汽2016年中期收入同比增长87%，毛利同比增长242%，主要由于广汽传祺销量在上半年实现了150%的同比增长。
- 业绩期内，广汽的合资品牌广汽丰田和广汽本田SUV的增长使合营利润同比增加65%至32亿元人民币，净利润同比增加128%至39亿元人民币。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

- 我们将公司的销量预测上调至接近产能上限, 并将 2016/17 财年的收入和盈利预测分别上调 16%/10%和 7%/8%。此外, 我们将目标价由 10.0 港币上调至 12.0 港币, 锚定 2017 财年 9.0 倍的市盈率。因此, 我们将评级由“持有”上调至“买入”。

**传祺增长主要由 GS4 SUV 车型推动。**传祺 GS4 SUV 上半年销售同比增长接近 800%, 其 2016 年 1-7 月的出货量已超过 2015 全年的销量。考虑到公司 2016 年底前传祺车型的产能约为 300,000 辆, 根据 120% 的最大化产能使用率, 我们将 2016 财年该车型的销量预测上调至 334,000 辆。此外, 公司的毛利润率由 2015 年上半年的 9.4% 上升至 2016 年上半年的 17%, 主要由于 (1) 传祺 GS4 车型的销售贡献占比由 2015 财年的 68% 上升至 2016 年 7 月底的 92%; (2) 销量提升带来规模效应, 总体生产成本得以大幅削减。我们预计公司的毛利润率将会持续受益于传祺 GS4 的销量增长, 同时传祺新车型 GS8 的第一批订单将在 2016 年下半年交付。

**关注丰田汉兰达和本田缤智 SUV。**广汽丰田 2016 年上半年销售实现 6.4% 的同比增长, 汉兰达 SUV 销售同比增长 82%, 雷凌销售同比增长 32%。介于丰田的产能限制问题最早将在 2018 年才能解决, 我们将汉兰达 2016 财年的销量预期上调至 90,000 辆, 相当于每月接近 8,000 辆的产能上限, 或广汽丰田销量实现 7% 的同比增长。广汽本田缤智销量在上半年同比增长 44%, 比 2015 年上半年销量增加 23,000 辆。我们调高广本 SUV 的销售预测后, 广本的销售实现了约 10% 的同比增长。由于丰田在所有的合资品牌中净利润率最高, 我们相信广汽的净利润将在今年下半年进一步受益。

**估值。**介于今年上半年 SUV 的强势销售增长, 我们将对应的每一种车型的销量预测上调至接近其产能上限, 同时将 2016/17 财年的收入和盈利预测分别上调 16%/10%和 7%/8%。因此, 我们将目标价上调至 12.0 港币, 相当于 2017 财年 9.0 倍的市盈率, 并将评级由“持有”上调至“买入”。

(田阳 CE No.: BGL791)

#### ❖ 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。

(翻译及编辑：周珂晖 CE No.: BHR437)

**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
03893. HK	易纬集团控股有限公司	建筑及装修	0.10-0.15	2016/08/30-2016/09/02	12/9/2016
02031. HK	澳至尊国际控股有限公司	保健品	0.55-0.71	2016/08/30-2016/09/02	12/9/2016

(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)
1/9/2016	3918	金界控股	HKD 5.000	HKD 950.000M	普通股份	8.37	先旧后新 (扩大资本基础; 业务发展)
31/8/2016	2623	爱德新能源	RMB 0.107	RMB 42.800M	普通股份	8.851	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展 发行价相等于 0.124 港元)
31/8/2016	1522	中国城市轨道交通科技	HKD 1.350	HKD 903.222M	普通股份	46.6	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 业务发展)
31/8/2016	1096	中能国际控股	--	HKD 120.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)
30/8/2016	8266	金达集团国际	HKD 0.069	HKD 36.890M	普通股份	14.907	配售/发行 (扩大资本基础)
30/8/2016	8055	中国网络教育	HKD 0.210	HKD 40.000M	普通股份	6.446	代价发行 (收购项目 购网上教育课程业务)
30/8/2016	1515	凤凰医疗	HKD 8.040	HKD 3.722B	普通股份	55.521	代价发行 (收购项目 购国内综合医院及医院顾问服务业务)
30/8/2016	585	意马国际	HKD 0.200	HKD 12.000M	普通股份	1.319	代价发行 (收购项目 购香港证券交易业务)
29/8/2016	6108	新锐医药	HKD 0.340	HKD 23.600M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
29/8/2016	8101	家梦控股	HKD 0.100	HKD 11.568M	普通股份	5	代价发行 (收购项目 购九龙投资物业)
29/8/2016	1868	同方友友	HKD 1.010	HKD 179.000M	普通股份	9.139	代价发行 (收购项目 购资产管理及证券贸易业务)



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

29/8/2016	646	中国环保科技	HKD 0.180	HKD 10.000M	普通股份	2.224	配售/发行 (扩大资本基础)
29/8/2016	607	丰盛控股	HKD 3.420	RMB 1.007B	普通股份	2.168	代价发行 (收购项目 购南京商用物业)
28/8/2016	646	中国环保科技	HKD 0.180	HKD 80.000M	普通股份	17.776	配售/发行 (扩大资本基础)
26/8/2016	901	鹰力投资	HKD 0.255	HKD 76.500M	普通股份	19.999	配售/发行 (扩大资本基础)
26/8/2016	8260	银合控股	HKD 1.040	HKD 31.200M	普通股份	2.462	配售/发行 (扩大资本基础)
26/8/2016	1848	中国飞机租赁	HKD 8.000	HKD 320.000M	普通股份	6.383	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
25/8/2016	73	亚洲果业	HKD 0.500	HKD 305.000M	普通股份	48.814	配售/发行
25/8/2016	6865	福莱特玻璃	--	RMB 1.840B	A 股	11.111	配售/发行 (业务发展 于上海上市)

(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

**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