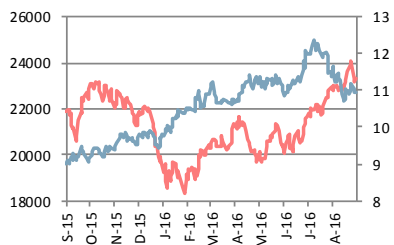


恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌 (%)
恒生指数	23,686.5	(0.31)
上证指数	3,033.9	(0.28)
标准普尔指数500	2,164.7	(0.57)
道琼斯指数	18,261.5	(0.71)
纳斯达克指数	5,305.7	(0.63)
日经225指数	16,754.0	(0.32)
富时100指数	6,909.4	(0.03)
欧洲Stoxx50指数	3,032.3	(0.64)

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	44.5	0.85
COMEX黄金	1,337.6	0.08
LM E铜	4,855.0	0.04
CBOT大豆	955.0	(2.20)
BDI	941.0	-

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	0.7561	0.01
美国5年期国债	1.1569	(0.01)
美国10年期国债	1.6193	0.02
美国30年期国债	2.3478	(0.01)
德国10年期国债	(0.0832)	(15.12)

外币汇率

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.7567	0.02
美元/人民币	6.6694	0.07
欧元/人民币	7.4847	(0.07)
港币/人民币	0.8599	(0.07)
美元/日元	101.02	0.09
欧元/美元	1.1226	0.12

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	11.40	(0.35)
安硕A50	10.48	(0.95)
德银X-trackers	24.60	(1.20)
恒生H股指数	99.85	(1.04)
中银报诚-沪深300	29.90	(0.83)
华夏沪深300	33.30	(1.04)

恐慌指数

名称	收盘	涨跌 (%)
CBOV VIX	12.29	2.25

资料来源: 彭博

每周一股: 中国神华 (1088 HK)

- 按煤炭产量计, 中国神华 (神华) 是目前全球最大的煤炭为主的能源类上市公司。作为综合性的能源公司, 神华的业务也涉及发电和销售、以及煤炭相关原料的铁路和港口运输。公司目标成为全球一流的清洁能源供应商。
- 在供给侧改革 (去产能) 的不断推进下, 中国的煤炭价格自2016年二季度开始飙升, 我们认为将利好神华下半年的业绩。据报道, 由于政府计划遏制煤炭价格的上涨, 神华已经获准提高煤炭产能。
- 神华按15.5港币的股价相当于2016财年15.4倍的市盈率和0.9倍的市帐率, 估值均在历史低位。

宏观要闻

- 日本、法国和德国等主要经济体9月的制造业PMI读数均继续上升, 但美国数据意外下跌。美国和德国的制造业仍在扩张, 而日本和法国则有所收窄。 [彭博]
- 加拿大8月核心通胀率跌至1.8%, 为两年来最低增速, 加之先前公布的零售疲弱, 加拿大的经济前景堪忧。 [彭博]
- 阿根廷二季度GDP同比下跌3.4%, 不及市场预期。 [彭博]
- 今日公布经济数据: 美国8月新屋销售、日本7月领先经济指标、巴西8月外商直接投资。 [彭博]

公司及行业讯息

- 联合光伏 (686 HK) 收购英国六个太阳能发电站 总装机容量约82.4兆瓦 [路透]
- 澳门8月入境旅客按年减5% 留宿旅客创近年新高 [阿思达克财经]
- 中国飞机租赁 (1848 HK) 与进出口银行签融资框架协议 [阿思达克财经]
- 爱德新能源 (2623 HK) 2,000万人民币收购风电公司 [阿思达克财经]
- 华为称将从2016年10月起在印度生产智能手机 [路透]

朝闻香江导读

【中信建投: 宏观观察】

- PPI上行对CPI影响有限

【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】

- 制造稳健, 服饰分化, 转型仍推进——2016中报总结

【近期研究报告】

- 中旅 (308 HK): 集中精力促进内生增长 (买入/目标价: 2.80 港币/20160923)
- 玖龙纸业 (2689 HK): 2016财年业绩超预期 (买入/目标价: 8.5 港币/20160922)
- 枫叶教育 (1317 HK): 2016/17 学年入学人数增长加速 (持有/目标价: 7.5 港币/20160919)
- 互太纺织 (1382 HK): 半年报盈利预警, 但下半年业绩向好 (买入/目标价: 12.9 港币/20160919)
- 株冶 (3898 HK): 短期阵痛, 长期盈利可期 (首次覆盖/买入/目标价: 47.0 港币/20160913)
- 中车 (1766 HK): 重点关注动车组维修和新产业 (首次覆盖/买入/目标价: 9.5 港币/20160912)
- 中国包装纸业: 分阶段修复 (首次覆盖/20160728)
- 大中华区纺织服装业 OEM: 全球制造业的转型样本 (首次覆盖/20160721)
- 广汽集团 (2238 HK): 广汽传祺驱动业绩增长 (首次覆盖/持有/目标价: 10.0 港币/20160623)
- 重庆农商行 (3618 HK): 重庆城乡金融专家 (首次覆盖/买入/目标价: 5.85 港币/20160506)



中信建投：宏观观察

❖ PPI 上行对 CPI 影响有限 —— 《当前 PPI 上行对 CPI 影响分析》电话会议纪要（20160923）

今年以来，PPI 跌幅显著收窄，未来这一趋势仍有望持续，与此相关的一个问题是，PPI 上行会不会导致 CPI 的上涨压力？综合考虑几方面因素，预计当前 PPI 上行对 CPI 的影响较为有限。

第一，本次大宗商品上涨幅度较为温和，持续大幅上涨的宏观基础并不存在。目前来看，政府并无大规模刺激的必要，投资需求较之前可能减弱，大宗商品价格持续大幅上涨的宏观基础并不存在。

第二，农业生产资料价格并未随 PPI 上行，甚至有所下跌。原因主要有两方面。一方面，化肥、农药等农业生产资料行业过剩现象严重，导致企业转移成本能力较弱；最后，近年来物质成本与费用占农产品生产成本中的比重持续下降，这一趋势预计在未来仍将持续，大宗商品价格对农产品生产成本的影响程度弱化。

第三，主要农产品库存较高，消费端食品上涨压力较小。目前中国粮食库存处于相对高位。三类主粮中，小麦与稻谷库存消费比接近 1999 年的历史高位，玉米库存消费比更是相当于 1999 年高点的三倍左右；其他农产品中，食糖、棉花与油菜籽库存也处于历史相对高位，只有豆粕、豆油库存目前较低。

第四，根据投入产出表的定量测算结果显示，即便假设大宗商品价格在未来仍有一定上涨，对 CPI 的整体影响仍然较为有限。假设煤炭、石油、黑色金属、有色金属价格均在当前基础上提高 40%，根据 2012 年的 139 部门投入产出表，对 CPI 影响幅度较为有限，四类商品对 CPI 影响幅度总计 0.79 个百分点左右，以八月份 CPI 1.3% 计算，也仅仅达到 2.1%。

从定量测算结果来看，大宗商品价格上涨对 CPI 的影响较为有限。再考虑到前面提到的大宗商品上涨幅度较小、产能过剩背景下厂商转移成本能力有限、主要农产品库存高位等因素，本轮 PPI 对 CPI 的影响可能会更为有限。

(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

❖ 制造稳健，服饰分化，转型仍推进——2016 中报总结 (20160915)

纺织服装 2016 年中报陆续披露完毕，总体呈现以下特征：

(1) 纺织制造：业绩稳健，盈利提升。2016 年 H1 毛纺板块业绩上行，受益精纺呢绒、毛精纺纱盈利能力持续稳增，新澳股份、山东如意归母净利分别提高 19.30%、13.19%；棉纺企业受益棉价阶段性上行，毛利率提高，业绩靓丽，2016H1 新野纺织、华孚色纺、联发股份归母净利分别上涨 60.22%、32.88%、25.75%；印染提价促印染板块业绩提升，龙头航民股份归母净利增长 11.04%；主营纽扣、拉链的伟星股份、浔兴股份业绩增长较快，其它板块除旷达科技外，交运面料、制革、丝绸业绩、裘皮、军需业绩均出现下滑。

(2) 品牌服饰：业绩分化，休闲服饰业绩亮眼。2016 年 H1 男女装板块业绩分化，男装略好于女装，男装龙头海澜之家线下渠道扩张带动归母净利增长 6.42%，红豆股份受益房地产业务盈利提升，归母净利超 100%，女装板块业绩整体下滑，朗姿股份、歌力思、维格娜丝归母净利分别下滑 11.25%、26.13%、60.78%；休闲服饰板块盈利能力整体增长较快，除贵人鸟业绩下滑、柏堡龙增速下降外，其他企业业绩提升均在 20%以上，跨境通、南极电商转型电商成功，归母净利分别增长 108.55%、1282.94%，森马服饰受益童装及电商渠道收入快速增长，归母净利增长 21.29%；其他板块中，内衣板块业绩回暖，鞋帽板块分化，家纺、户外等板块业绩下滑。

在板块驱动因素上：

(1) 纺织制造：棉价阶段上行，产能增加，染费提升，转型顺利推进。2016 年 4 月起受抛储延后以及抛储低效影响，棉价阶段性上行，带动棉纱、色织布等产品价格走高，纺企多在年初囤积足量低价棉致毛利率提升较快，2016H1 新野纺织、鲁泰 A 毛利率同比分别提升 4.36pct、4.81pct，带动盈利上行；新澳股份、新野纺织等公司新增产能提高产量驱动受益上行；2016H1 江浙地区对部分企业因环保政策停产限产、9 月 G20 峰会导致相邻地区印染企业停产造成印染需求前移，两因素导致印染提价驱动印染企业盈利能力持续提升，航民股份、美欣达、华纺股份等毛利率均小幅上行；部分纺企转型推进顺利，常山股份、伟星股份、鹿港文化、众和股份分别转型计算机、军工、传媒、新能源顺利，业绩提升较快。

(2) 品牌服饰：渠道拓展、转型持续。线上渠道方面，森马服饰持续加大电商及相关配套物流建设，红豆股份、红蜻蜓在线上加强与天猫、京东等电商平台的合作，3 家公司 2016H1 电商收入分别同比增加超 100%、16.98%、20.58%，带动盈利提升，线下渠道方面，海澜之家、龙头股份、歌力思 2016H1 分别新增门店 652 家、103 家、19 家，驱动营收增加；部分品牌服饰公司转型顺利，跨境通、南极电商转型电商顺利，业绩高速增长，探路者易游天下并表收入增长迅速。

投资建议：重点推荐个股 (1) 纺织板块：新野纺织、联发股份、航民股份；(2) 服装板块：海澜之家、森马服饰；(3) 转型标的：商赢环球、常山股份、跨境通、伟星股份。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

近期研究报告

❖ 中旅 (308 HK): 集中精力促进内生增长 (买入/目标价: 2.80 港币/20160923)

- 我们再次拜访中旅, 看到公司管理层有轻微调整, 业务发展方向更加注重国外休闲度假资产的并购以及与国内地方政府合作发展的旅游景点项目。
- 但是, 免税店的发展和先前公司将酒店与母公司相关资产的合并计划或将有所停滞, 主要由于港中旅集团和中国国旅集团的战略重组仍然不明确。
- 中旅在手现金和现金等价物达 50 亿港元, 有充足的资金在今年进行并购。我们重申“买入”评级, 基于 DCF 模型维持 2.80 港币的目标价。公司 2017 年的市盈率为 14.7 倍, 市帐率为 0.7 倍。

四川景点项目。中旅与乐山大佛轮渡游的运营商初步讨论, 计划共同运营该旅游项目。由于目前的轮渡设施老旧、利用率不高, 中旅计划出资对轮渡进行更新换代, 并且与现有的运营商合并。我们估计这部分的净利润贡献将达到约 1,000 万人民币/年。

在大理开发综合旅游景点。中旅重申与大理市政府建立合营公司的计划, 其中公司股份占比约为 30%, 以将蝴蝶泉、崇圣寺三塔、大理宾川鸡足山、洱海游船、仓山索道等旅游资源发展成为综合的旅游景点。我们预计合营公司的净利润贡献将达到约 3,000 万人民币/年。

海外休闲度假资产的并购。中旅计划在东南亚(泰国)、欧洲的伊比利亚半岛以及加勒比海这三个海外休闲度假地区进行并购。公司收购项目的内部收益率目标为 12%, 并计划在未来的 1-2 年内维持超过 51% 的控股股份。如果机会合适, 中旅不排除通过杠杆实施并购。截至 2016 年 6 月底前, 公司的净现金约为 40 亿港元。

特殊项目。我们预计公司出售扬州维景酒店所得的约 4,000 亿港元将在 2016 年下半年确认。但是出售河南鸡公山别墅群的收益则需要更长的时间才能实现。

估值。我们重申“买入”评级, 并基于 DCF 模型维持目标价为 2.80 港币。考虑到出售扬州维景酒店资产的所得, 我们将公司 2016 财年的净利润上调 4.7%。公司的在手现金达 50 亿港元, 有充足的资金在今年进行并购。公司 2017 年的市盈率为 14.7 倍, 市帐率为 0.7 倍。

(苏励嫻 CE No.: AHA295)

❖ 玖龙纸业 (2689 HK): 2016 财年业绩超预期 (买入/目标价: 8.5 港币/20160922)

- 玖龙纸业 2016 财年业绩远超市场预期, 主要由于其利润率增长较快。
- 我们将公司 2017/18 财年的盈利预测上调 5-20%, 考虑到公司在 10 月将产品的出厂价格平均上调了 30-50 元人民币/吨。
- 我们将目标价上调至 8.5 港币, 基于 2017 财年 1.2 倍的市帐率(先前基于 1.0 倍的市帐率)。重申“买入”评级。

2016 财年(截至 6 月底)业绩强劲。玖龙纸业 2016 财年全年业绩超过了市场和我们的预期。其中, 公司在业绩期内的销量同比增长 7.4%, 从而推动收入同比增长 6.6%。受益于生产成本增长的趋缓, 毛利润率同比增长 2.6 个百分点至 18.3%。同时, 公司销量环比下跌 4.7%, 主要由于平均销售价格提升了 1%, 从而将每吨净利(经外汇损失调整)推升至 237 元/吨(2016 财年上半年为 198 元人民币/吨, 2015 财年为 112 元人民币/吨), 与 2011 年持平。就产品毛利润率而言, 瓦楞纸的毛利润率仍然最高, 而回收纸的毛利润率受定价压力影响进一步下滑。公司得益于现金流和债务结构的优化, 其 80% 净债务对总权益比率的目标已在 6 月底实现, 派息率(除特别股息)由去年同期的 23% 上升至 42%。

增长前景乐观。根据其最新发展计划, 公司已经在越南 PM2 工厂和沈阳 PM39 工厂的开工时间分别推迟到 2017 年中和 2018 年中。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

而理文造纸之前也计划将其越南 PM19 工厂的开工时间推迟, 意味着这两家公司 2016 年底之前国内都不会出现新增产能。根据玖龙纸业管理层提供的数据, 今年国内造纸产业的产能将仅增加 446 百万吨, 低于去年新增产能水平。此外, 近期江苏和山东两省的行业整合和新项目暂停都将优化未来的市场供给。玖龙纸业 10 月的工厂出货价格平均提升了 30-50 元人民币。根据公司管理层, 如果目前有利的市场供需结构继续, 公司预计将在今年四季度进一步加价。由于最近 OCC 价格低迷, 我们认为玖龙纸业的毛利润率将进一步提高。

将 2017/18 财年的盈利预测上调 5-20%。玖龙纸业管理层指引, 公司 2017 财年的销量将受产能利用率提升所推动, 实现同比 3% 的增长至 1,350 万吨。介于公司 2017 和 18 财年的资本开支预算总共为 50 亿元人民币, 管理层有信心将中期的净债务对总权益比率进一步下调至 70%。同时, 我们认为公司在 2016 年底将人民币债务比重进一步提升至 80% 的目标将帮助公司大大减轻汇率风险。因此, 我们将 2017/18 财年的盈利预测分别上调, 以反映外汇损失影响的减弱和利润率的提升。

上调目标价至 8.5 港币, 预计未来估值进一步上升。由于我们预计公司利润率的持续提高, 我们预计公司与理文造纸的估值折让将进一步收窄。公司的现金流持续改善, 并计划在未来继续维持 30-40% 的派息率。我们将目标价由 7.0 港币上升至 8.5 港币, 基于 2017 财年 1.2 倍的市帐率 (之前为 1.0 倍), 由于估值已经回到了 2011 年的水平。我们预计公司 2017/18 年的 ROCE 将超过 10%, 股息率将达到 2.9%, 因此预计未来估值将进一步提升。我们调整后的目标价 (8.5 港币) 较之目前股价有 14.2% 的上升空间。维持“买入”评级。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

❖ 枫叶教育 (1317 HK): 2016/17 学年入学人数增长加速 (持有/目标价: 7.5 港币/20160919)

- 我们预计, 2016/17 学年的入学人数将实现超过 20% 的同比增长, 在 2016 年 9 月底达到约 21,577 人次 (2016 年 9 月是 2016/17 新学年的第一个月)。
- 枫叶教育将天津、武汉和上海校区 2016/17 年的学费上调了约 20-25%, 我们预计这将给公司 2017 财年带来约 5% 的人均学费同比增长。
- 介于入学人数的强劲增长和执行股权协议的潜在开销, 我们将公司 2017/18 财年的盈利预测分别上调 2.9%/4.3%。基于 DCF 模型, 我们将目标价由 7.4 港币上调至 7.5 港币, 由于公司与智信财经的股权协议问题仍具有不确定性, 我们重申“持有”评级。

新学年的入学人数预计将保持强劲。枫叶教育 2016/17 学年已经开学两周。尽管其官方的入学人数将在 10 月初公布, 根据我们的测算, 到 9 月底, 枫叶教育新学年的入学人数将实现超过 20% 的同比增长至 21,577 人次, 去年同期为 17,864 人次。

枫叶教育 2016/17 学年的入学人数目标为 23,000 人次。每个学年有两个学期——第一个学期 9 月开始, 第二个学期 3 月开始。大部分学生会会在 9 月入学, 历史数据显示 3 月入学的人数大约为 1,400-1,500 人次。因此, 截至 3 月底 (也就是第二个学期的第一个月结束) 的入学总人数即可表示全年的最终入学人数。枫叶教育计划在 2017 年 3 月底之前招生 23,000 人次 (同比增长 19%), 上一一年同期为 19,353 人次。我们相信公司的目标可达成, 并有约 5% 来自于非内生增长。

重申“持有”。我们上调学校规模扩张、入学人数增长的假设, 并考虑到与智信财经约 1,320 万港币的股权协议现金赔偿, 我们将公司 2017/18 财年的盈利预测分别上调 2.9%/4.3%。基于 DCF 模型, 我们将目标价由 7.4 港币上调至 7.5 港币。由于公司与智信财经的股权协议问题尚未解决, 我们重申“持有”评级。枫叶教育 2017 财年的市盈率为 30.9 倍, 美国同业公司的平均市盈率为 36.4 倍。

(苏励姗 CE No.: AHA295)

❖ **互太纺织 (1382 HK): 半年报盈利预警, 但下半年业绩向好 (买入/目标价: 12.9 港币/20160919)**

- 互太纺织发出 2016 年上半年盈利预警, 估计 EBIT 同比下跌 25%。尽管市场普遍对其美国客户的订单疲弱有所预期, 但 25% 的同比下跌依然超出预期。
- 我们认为, 超预期的盈利预警归咎于双重效应——公司的内衣客户 L Brands (LB) 和运动服客户 Under Armour (UA) 均在今年 4-6 月经历了清库存阶段, 从而影响了互太纺织今年上半年的订单情况。
- 但是, LB 和 UA 的清库存阶段结束后, 两家公司的订单增长已在 8 月提速; 优衣库 9 月的订单也显示出强劲增长 (2016 年下半年预计实现约 20-30% 的同比增长)。因此, 我们认为近几个月的订单增长或将部分抵消美国客户订单的减少。我们重申“买入”评级, 并基于 DCF 模型将目标价由 13.1 港币向下微调至 12.9 港币。公司重申其目标股息率大于 100%。

公司指引 2016 年上半年 EBIT 同比下跌 25%。互太纺织于上周四 (2016 年 9 月 15 日) 收市后发出盈利预警, 估计公司 2016 年上半年 (2016 年 4-9 月) 的 EBIT 将同比下滑约 25%, 主要由于公司的美国客户的销售订单有所下滑。

美国超市客户销售订单下滑以及内衣、运动服客户清库存是主要原因。公司 2016 年上半年销售同比下跌约 20%, 主要由于其美国超市客户 (沃尔玛 Walmart 和塔吉特 Target) 出现 40% 的销售订单同比下滑。因此, 公司中国工厂的产能利用率为 70-75%, 低于去年同期的 80%。此外, 我们认为 LB 和 UA 今年 4-6 月的清库存也对公司上半年的订单造成不利影响。LB 和 UA 2016 财年的销售占比分别为约 10% 和 3%。

优衣库下半年订单的强势增长以及 LB 和 UA 的订单提速都将部分抵消美国超市客户的订单下滑。进入 9 月后, 优衣库 (同比增加约 20-30%) 和 LB 的订单增速加快。互太纺织管理层指出, 优衣库和 LB 2017 财年的销售占比目标分别为大于 50% 和 12%, 高于 2016 财年的 48% 和 10%。根据管理层年初的指引, 公司今年的平均销售单价 (ASP) 将同比下跌 3.5%; 而得益于产品组合的升级, 其 ASP 维持在 38.0 港币/磅, 相对稳定。

估值。我们将 2017/18 财年公司厂房的产能利用率预测从 78.0%/78.0% 下调至 70.0%/75.0%, 并因此将 2017/18 财年的销售预测分别下调 10.0%/10.1%, 净利润预测分别下调 3.5%/3.9%。基于 DCF 模型, 我们将目标价由先前的 13.1 港币向下微调 1.5% 至 12.9 港币。考虑到下半年的业绩支撑, 我们重申“买入”评级。

(苏励珊 CE No.: AHA295)

❖ **株洲中车时代电气 (3898 HK): 短期阵痛, 长期盈利可期 (买入/目标价: 47.0 港币/20160913)**

- 我们首次覆盖株洲中车时代电气 (株车), 给予“买入”评级。基于 2017 年 14.5 倍/2.6 倍的市盈率/市帐率和 2016-18 年 8.4% 的盈利复合年增长率预期, 我们给定 47.0 港币的目标价。
- 株车是国内首屈一指的铁路机车电气系统和元件制造商。我们预计株车 2015-18 财年的收入和盈利年复合增长率分别达到 10.3% 和 8.4%。
- 株车 2017 财年的市盈率/市帐率分别为 12.6 倍/2.2 倍, 较之历史平均水平有约 16% 的折让。

中报业绩回顾。株车 2016 年上半年收入达 65.33 亿元人民币 (同比上升 14.2%), 净利润达 12.86 亿元人民币 (同比上升 5.5%), 与我们的预期相符。同时, 公司一季度总体毛利率环比下降 3.0 个百分点至 36.7%, 不及我们的预期, 主要由于公司高利润率产品 (机车和动车组牵引系统) 减少对毛利率的影响开始显现。尽管如此, 管理层有信心地铁产品的收入增长将推动毛利率上升。然而, 我们对毛利率的修复速度持保守态度, 并预计公司的毛利率将在 2016 财年下跌至 36.0%, 在 2017 财年微升至 37.0%, 主要受地铁产品利润率提升的推动。

株车母公司中车 (1766 HK, 买入, 目标价: 9.5 港币) 给出 2016/17 年的新增订单指引。中车 2016 财年计划招标约 450 辆机车组 (2016 年上半年仅招标 196 辆), 2015 财年为 840 组。同时, 动车组招标数量预计将在 2016 财年下跌至约 250 组 (2016 年上半

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

年仅招标5组), 2015财年同期为463组, 基数较高。根据中车给出的指引, 动车组的长期替换需求将推动2017财年新增订单恢复至800-1,000辆。中国的标准化动车组预计将在近期开始商业化生产, 或最终导致旧的动车组被淘汰。因此, 株车牵引系统产品的交付很有可能在2016/17财年有所放缓。

前北车业务整合尚未确定, 但收入并表可期。南北车合并之前, 株车是南车唯一的电气系统供应商, 但与之前的北车并没有过多的业务往来, 主要由于北车的供应商数量众多。与前北车的业务整合将缓慢进行, 但前北车相关的收入贡献将在2017财年确认。

给予“买入”。我们使用SOTP模型对株车进行估值, 具体而言: 1) 株车的主要业务为铁路元件和设备, 其2017财年的EV/EBITDA为10.0倍; 2) 联营、合资公司的高端轨道车辆主要元件2017财年的市盈率为15.0倍; 3) 株车金融资产2017财年的市帐率为0.7倍。我们给定47.0港币的目标价, 相当于2017财年14.5倍市盈率和2.6倍市帐率, 较之目前股价相比有15.3%的上升空间, 给予“买入”评级。

(孙凌霄 CE No.: AX0391)

❖ 中国中车 (1766 HK): 重点关注动车组维修和新产业 (买入/目标价: 9.5 港币/20160912)

- 我们首次覆盖中国中车(中车), 并给予“买入”评级。基于2017年16.2倍市盈率、1.9倍市帐率以及2016-18年8.2%的盈利复合年增长率预测, 我们给定目标价为9.5港币。
- 2015年南北车合并后, 中车成为国内唯一的轨道车辆制造商。公司业务多元, 涉及机车、客车、货车、动车组、城轨车辆和主要车载电气组件的生产。
- 中车2017财年的市盈率为12.4倍, 市帐率为1.5倍, 与历史相比估值吸引。

中报业绩亮点。中车2016年中期显示, 公司客车制造收入同比增加27.8%, 动车组同比增加11.2%, 新产业同比增加17.6%; 相反的, 机车收入同比减少52.6%, 货车同比减少34.8%, 服务同比减少23.1%。值得注意的是, 二季度毛利率改善迹象可见, 总体毛利率同比微升1.8个百分点, 超过一季度0.3个百分点的同比增长。就具体业务的毛利率而言, 轨道车辆同比增加0.97个百分点至26.5%, 新产业同比增加1.7个百分点至27.1%; 城轨车辆同比减少0.34个百分点至15.6%, 现代服务同比减少1.7个百分点至7.3%。

中车预计动车组维修业务收入在2016财年超过100亿元人民币。今年二季度, 中车动车组三级、四级、五级维修收入同比增长超过30%, 而6年机车检修收入也实现类似同比增长, 主要因为中铁目前仍未具备高级动车组的维修能力。中车管理层指引动车组维修收入将在2016财年超过100亿元人民币。

新产业成为未来三年的重点。我们预计, 公司新产业收入将在2015-18财年实现12.5%的复合年增长率, 到2018财年占总收入的25%(2015财年收入占比为22%), 主要由于1) 新材料业务收入贡献在2020年达到200亿元人民币, 为2015财年的两倍; 2) 风力机业务收入在2020年达到200亿元人民币, 为2015财年的两倍; 以及3) 新能源巴士业务收入在2020年达到100亿元人民币, 为2015年的5倍。

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价9.5港币。我们首次覆盖中车, 并基于SOTP模型给定9.5港币的目标价, 相当于2017财年16.2倍的市盈率, 给予“买入”评级。其中, 中车主要业务(机车、动车组、货车和城轨车辆)2017财年的EV/EBITDA为8倍, 2) 株洲中车(3898 HK)(车载系统和电气元件制造商)2017财年的EV/EBITDA为10.0倍, 株洲中车的合资公司和联营公司2017财年的市盈率为15.0倍, 株洲中车金融资产的2017财年市帐率为0.7倍; 3) 时代新材(600458 CH, 未评级)2017财年的EV/EBITDA为10.0倍; 4) 中车的合资公司和联营公司2017财年的市盈率为15.0倍; 以及5) 中车金融资产2017财年的市帐率为0.7倍。

(孙凌霄 CE No.: AX0391)

❖ 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。

(苏励姗 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)



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
06858. HK	本间高尔夫有限公司	休闲娱乐	8.46-10.98	2016/09/23-2016/09/28	6/10/2016
01526. HK	瑞慈医疗服务控股有限公司	医疗器械及服务	2.56-2.82	2016/09/26-2016/09/29	6/10/2016
01577. HK	泉州汇鑫小额贷款股份有限公司-H 股	其他金融	1.55-1.75	2016/09/19-2016/09/22	30/9/2016
01658. HK	中国邮政储蓄银行股份有限公司-H 股	银行	4.68-5.18	2016/09/14-2016/09/20	28/9/2016
01591. HK	汛和集团控股有限公司	建筑及装修	0.12-0.14	2016/09/12-2016/09/15	28/9/2016

(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)
21/9/2016	290	中国富强金融	--	--	HKD 390.000M	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
21/9/2016	686	联合光伏	871.076M	HKD 0.001	HKD 675,084	18	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
21/9/2016	686	联合光伏	2.233B	HKD 0.581	HKD 1.298B	46.143	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
20/9/2016	8212	誉满国际控股	63.896M	HKD 0.170	HKD 10.900M	19.998	配售/发行 (扩大资本基础)
20/9/2016	1383	太阳世纪集团	4.507B - 4.804B	HKD 0.200	HKD 901.400M - 960.700M	319.746	供股/公开发售 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务 - 供三)
20/9/2016	8166	中国农业生态	263.636M	HKD 0.110	HKD 29.000M	5.034	代价发行 (收购项目 购中国长沙市物业发展及投资业务)
20/9/2016	1383	太阳世纪集团	--	--	HKD 570.000M	0	代价发行 (偿还债务)
19/9/2016	1191	粤首环保	599.200M	HKD 0.250	HKD 149.800M	19.999	配售/发行



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

(业务发展)

19/9/2016	3623	集成金融	94.500M	HKD 2.000	189.000M	19.894	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
19/9/2016	299	新体育	4.088B	HKD 0.062	253.456M	26.609	配售/发行 (偿还债务)
19/9/2016	299	新体育	2.419B	HKD 0.062	150.000M	15.748	代价发行 (收购项目 购内地游艇会所、培训业务 及房地产项目)
19/9/2016	299	新体育	12.182B	HKD 0.062	755.261M	79.291	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目)
18/9/2016	1488	理文手袋	--	--	HKD 1.500B	0	配售/发行 (收购项目 到期日: 发行日的第五周年 或第七周年 (受限于债券人同意))
15/9/2016	648	中国华仁医疗	1.800B	HKD 0.055	HKD 99.000M	38.13	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
15/9/2016	309	新华通讯频媒	273.497M	HKD 0.157	HKD 42.939M	20	配售/发行 (扩大资本基础)
14/9/2016	1282	中国金洋	600.000M	HKD 0.680	408.000M	2.784	配售/发行 (业务发展)
14/9/2016	515	达进东方照明	127.378M	HKD 0.190	HKD 24.200M	14.118	配售/发行 (偿还债务)
14/9/2016	8368	中国创意控股	3.623M	HKD 2.760	HKD 10.000M	0.302	代价发行 (支付费用)

(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

WANG Zhuo, Gary
(852) 3465 8655
wangzhuo@csci.hk

HO Hung Wei
(852) 3465 5687
hohungwei@csci.hk

LEE Ying Ju, Rose
(852) 3465 5707
roselee@csci.hk

LI Jiageng, Mike
(852) 3465 5636
mikeli@csci.hk

XIA Tian
(852) 3465 5670
xiatian@csci.hk

XU Xiaowei, Vincent
(852) 3465 5795
vincentxu@csci.hk

LI Tianyi, Miranda
(852) 3465 8653
mirandali@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