

公司	彭博代号	收市价	市值 (USDbn)	盈利增长 (%)		股本回报 (%)		净负债/股本 (%)		市盈率 (x)		市净率 (x)		股息率 (%)		股价表现 (%)			
				FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	2016	YTD
中国联通	762 HK	10.40	32.05	680.0	75.6	2.1	3.8	49.3	37.9	39.4	22.4	0.9	0.9	0.9	1.6	(4.4)	15.2	10.2	(0.6)
国药控股	1099 HK	36.05	12.84	13.4	15.3	14.4	14.0	16.7	11.5	16.8	14.6	2.3	2.1	1.8	2.1	2.7	12.8	0.4	(4.0)
申洲国际	2313 HK	49.05	8.83	16.0	16.8	22.2	23.3	2.1	(3.1)	17.8	15.2	3.6	3.2	3.1	3.6	10.1	-	5.7	(4.0)
蒙牛乳业	2319 HK	16.10	8.13	(452)	15.1	11.3	11.9	8.7	1.4	21.0	18.2	2.3	2.1	1.2	1.3	18.2	7.8	5.2	5.5
中芯国际	981 HK	9.62	5.75	(2.2)	15.9	9.0	9.5	24.1	28.5	14.1	12.1	1.2	1.1	0.0	0.0	54.2	(21.0)	(4.8)	(4.8)
哈尔滨银行	6138 HK	2.42	3.42	11.4	16.3	13.2	13.7	n.a.	n.a.	4.4	3.8	0.6	0.5	5.6	6.5	(5.4)	5.7	(7.3)	(2.8)
信义光能	968 HK	2.48	2.15	16.9	15.1	31.6	30.5	72.9	66.2	7.2	6.3	2.1	1.8	6.1	7.0	(20.5)	(1.6)	(9.2)	(1.6)
中国软件国际	354 HK	4.47	1.38	12.1	28.5	12.4	13.6	(0.6)	(4.5)	17.4	13.5	1.9	1.7	0.1	0.2	13.4	22.8	17.3	(1.1)
<b>平均</b>										17.3	13.3	1.9	1.7	2.3	2.8	<b>8.5</b>	<b>5.2</b>	<b>2.2</b>	<b>(1.7)</b>
香港恒生指数		24,112								12.0	12.0	1.2	1.2	3.5	3.5	0.4	9.6	1.6	(1.0)
恒生中国企业指数		10,274								8.3	8.3	0.9	0.9	3.6	3.6	(2.8)	9.4	(0.2)	(1.9)

资料来源: 彭博

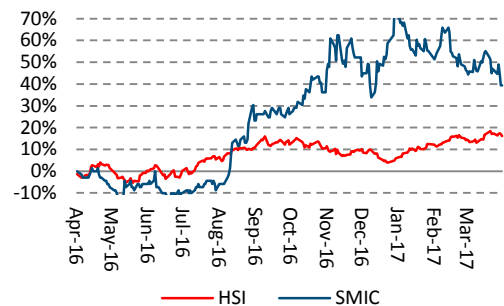
## 中信建投（国际）‘2017 价值与成长股’组合

我们的组合自我们三月初推出以来表现(+2.2%)跑赢恒生指数(1.6%)和国企指数(-0.2%)。恒生指数在三月份的表现好于欧美股市, 这应归功于香港本地股如地产。然而恒生指数中的中资成份股大都表现逊色, 这也是国企指数大幅落后恒生指数表现的原因。在我们组合中表现比较差的股票包括中芯国际(981 HK)、哈尔滨银行(6138 HK)和信义光能(968 HK)。这三只股票的下跌在我们看来是短期调整, 因为基本面以及业绩都非常强劲, 而调整是很好的买入机会。

- **中芯国际:** 其股价年初至今已下跌超过 20%, 这主要反映获利回吐 (2016 年股价上升 54%) 以及市场担心其一季度业绩可能增长疲弱。但是, 我们认为其未来几年的增长势头会持续强劲, 且管理层进一步重申未来几年 20% 的收入增长目标。
- **哈尔滨银行:** 该股去年表现逊于其它城商行, 估值是中资城商行中最低。公司公布的 2016 年业绩, 显示业务稳健, 增长前景可观。公司目前估值仅为预期 0.6 倍市净率, 有很大提升空间。
- **信义光能:** 公司股价从去年一直低迷, 这主要反映市场对太阳能板块的情绪低落, 而公司自身增长势头强劲。目前公司预测市盈率仅 7 倍, 借助南下资金涌入, 我们认为公司短期估值提可期。

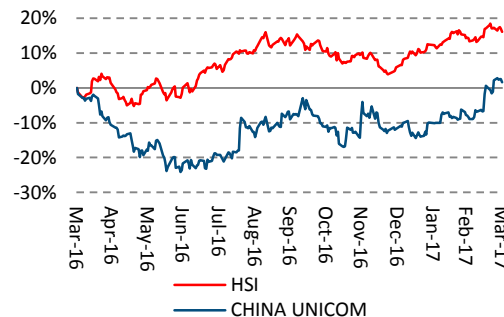
### 中芯国际 (981 HK) - TMT 行业

- 中国占全球半导体市场超过 50%, 但非常以来半导体进口。不计算在中国的外资企业, 中国本地半导体企业生产占国内需求不超过 20%。
- 中芯国际是中国最大 (全球前五大) 的集成电路代工企业。在快速增长的消费和行业应用以及其 28 纳米生产带动下, 公司目标是未来三年收入年复合增长不低于 20%, 在 3-5 年内有望成为全球前三大代工厂。
- 公司目前 2017 年预测市盈率 14 倍左右及市净率 1.2 倍左右, 相对行业合理估值一般在预测 1.5-2.0 倍市净率。



### 中国联通 (762 HK) - TMT 行业

- 中国联通拥有全球最主流的 2G 到 4G 技术, 较之国内其他运营商处于更加有利的技术优势。自从王晓初在 2015 年底上任后, 公司经历了一些列重大业务整合, 公司品牌和内部运营明显改善。
- 2017 年是国家实施国企混改的重要一年, 我们预计联通混改会在年中开始。短期来看, 混改可以加速公司在数据中心、移动流量和行业 IPTV 等业务的发展。另外, 铁塔公司如果在年底前上市, 也会显著制成联通的赢利增长。


**柳太胜, Steven Liu, CFA, PhD**

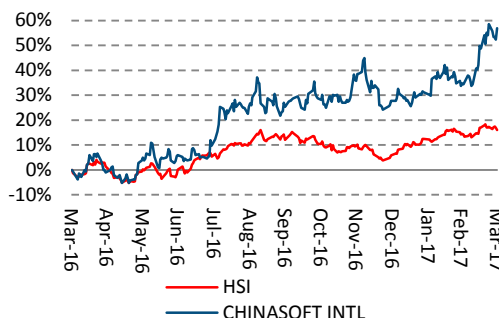
(CE No.: AMO971)

Email: Stevenliu@csci.hk

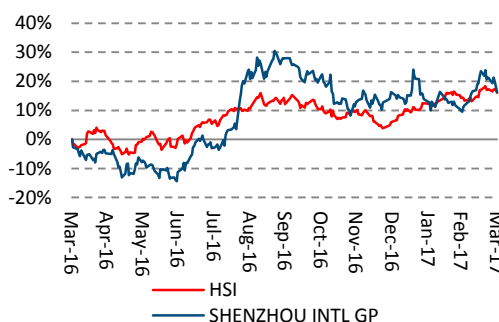
Tel: +852 3465 5652

**中软国际 (354 HK) - TMT 行业**

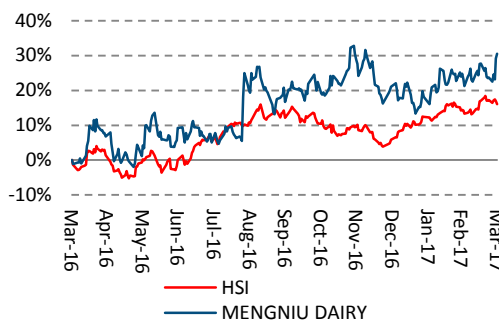
- 中国的软件行业收入占 GDP 比率在 2015 年仅 3.3%，远低于印度的 6.4%。在传统 IT 升级，以及移动、社交、云和大数据等新领域带来的需求，我们预期中国的 IT 服务行业在 2-3 年内会迎来加速发展的态势。
- 中软国际按员工（接近 5 万人）是中国最大 IT 服务商，过去五年收入符合年增长 26% 及盈利连续四年创历史新高。除了华为（公司最大客户，而公司也是华为最大 IT 外包商），公司的客户包括国所有国有银行、制造业、交通和物流业，以 HSBC、腾讯、Microsoft 等。
- 中软国际目前预测 2018 年市盈率 14 倍左右。有鉴于其强劲的盈利增长，我们认为其估值提升空间很大。


**申洲国际 (2313 HK) - 消费品行业**

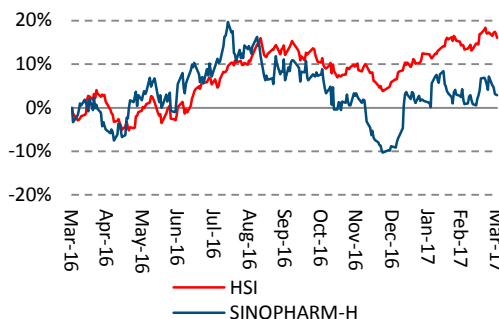
- 申洲国际（申洲）是国内纵向一体化的针织制造商，主要从事高端针织服装的 OEM 生产，其主要产品涵盖运动服、休闲服和内衣，最大的客户包括 NIKE、Uniqlo（日本优衣库）、ADIDAS 和 PUMA。
- 虽然国内棉花价格上升为毛利率带来压力，我们相信公司生产效率提升和人民币贬值可以抵消毛利压力。
- 我们预计公司未来三年收入复合增长超过 23%，所以其目前 2017 年 18 倍左右市盈率仍具有吸引力。


**蒙牛乳业 (2319 HK) - 消费品行业**

- 成立于 1999 年且于 2004 年在香港联交所主板上时，蒙牛是中国按收入计第二大综合性乳制品生产企业，其多元化的产品包括液态奶、冰淇淋、奶粉和奶酪等。
- 公司 2016 年上半年录得 6.6% 的同比收入增长，但受中国经济增长放慢、原奶生产过剩和竞争等因素其上半年净利润同比倒退 17.3%。展望 2017，大型乳制品生产商如蒙牛会的发展前景比较乐观，这主要基于以下正面因素：1）中国国内对乳制品需求强劲，2）原奶市场供需平衡持续改善，3）大型乳制品企业的持续创新迎合市场对高端产品的需求。
- 蒙牛目前预期市盈率在 21 倍左右，相对香港上市的其它大型必需消费品企业估值的中位数 24 倍有不少折让。

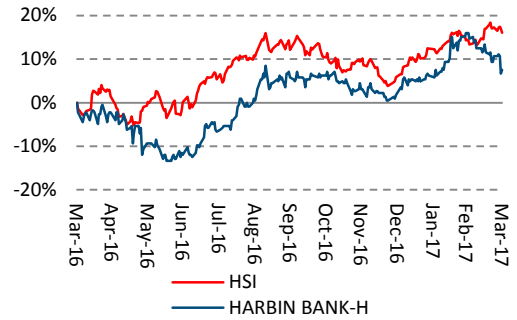

**国药控股 (1099 HK) - 医药行业**

- 国药控股是国内最大的医药分销企业，按销售收入在 2015 年市场份额接近 60%（第二华润医药和第三大上海医药市场份额均低于 10%）。
- 随着‘两票制’在国内公立医院开始实施，这会利好向国药（65% 以上收入为纯分销给医疗机构）等医药分销龙头企业，而小型医药分销企业面临被淘汰的风险。
- 国药目前预测市盈率 17 倍左右，低于许多香港上市制医药企业。



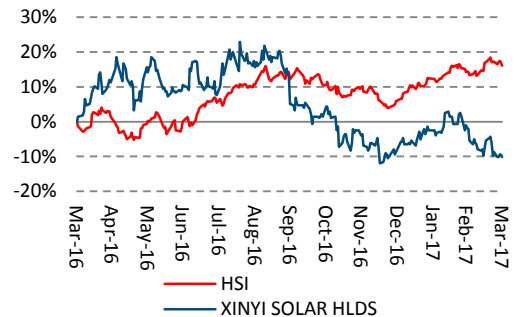
**哈尔滨银行 (6138 HK) - 银行**

- 哈尔滨银行近日获银监会批准，筹建哈尔滨哈银消费金融有限责任公司。我们相信，获得消费金融经营牌照对于该行未来业务发展和市场开拓意义重大，将形成较大的潜在收入贡献：一、通过设立合资消费金融公司、引入第三方投资者，该行相当于变相拓展了股本，增加了资本补充。二、消费金融领域是未来五至十年中国金融行业的蓝海，该行将因此获得先发优势。三、该消费金融公司的运营地区不限于注册地（哈尔滨），对于在小微金融领域有突出优势的哈尔滨银行而言，有利于其将业务优势复制至全国，机遇巨大。四、消费金融公司可以代销与消费金融相关的保险产品，有利于增进与大型保险集团的关系并获得可观的费用收入。
- 公司目前估值预测市场净率在 0.6 倍相对行业平均有折让，未能充分反映公司增长前景。



**信义光伏 (968 HK) - 新能源**

- 公司是全球最大的光伏玻璃生产商，得益于其规模效应，信义光伏的盈利能力持续优于其它光伏玻璃和光伏产品企业。例如在 2012 当其它企业纷纷陷入亏损时，公司仍保持了强劲的盈利增长。
- 虽然光伏行业在 2017 年不会出现强劲复苏，我们认为光伏玻璃市场的总体供需会相对平衡。而公司作为行业龙头会在行业低迷是增加市场份额。
- 我们预计公司未来三年会保持 25% 以上的年复合盈利增长，这显示其目前 7 倍左右的预测市盈率没有反映公司增长前景。



## 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  
tianyong@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

## 评级说明

以恒生指数涨跌幅为基准。

优于大市 - 预计未来 12 个月内, 相对超出市场表现 10%以上;

中性 - 预计未来 12 个月内, 相对市场表现在-10%与 10%之间;

逊于大市 - 预计未来 12 个月内, 相对弱于市场表现 -10%以下。

## 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

Bloomberg: CSCR <Go>