

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	28,596.8	(0.02)
上证指数	3,388.2	0.49
标准普尔指数500	2,591.1	0.13
道琼斯指数	23,548.4	0.04
纳斯达克指数	6,786.4	0.33
日经225指数	22,548.4	0.04
富时100指数	7,562.3	0.03
欧洲Stoxx50指数	3,682.4	(0.21)

**大宗商品及BDI**

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	57.4	(0.23)
COMEX黄金	1,282.0	(0.12)
LME铜	6,895.0	(0.49)
CBOT大豆	994.0	0.73
BDI	1,476.0	-

**债券市场资料**

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	1.6228	(0.01)
美国5年期国债	1.9842	0.01
美国10年期国债	2.3172	0.01
美国30年期国债	2.7949	(0.00)
德国10年期国债	0.3342	(7.67)

**外币汇率**

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.8017	(0.02)
美元/人民币	6.6338	(0.08)
欧元/人民币	7.6847	(0.35)
港币/人民币	0.8502	-
美元/日元	113.71	(0.06)
欧元/美元	1.1610	0.02

**主要活跃ETF**

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	15.06	-
安硕A50	14.56	-
德银X-trackers	30.83	1.35
恒生H股指数	116.70	(0.68)
中银报诚-沪深300	38.05	0.53
华夏沪深300	41.00	0.74
CBQX VIX	12.84	(1.15)
恐慌指数		

资料来源: 彭博

**每周一股: 维珍妮 (2199 HK)**

- ❖ 公司将于11月底公布业绩, 我们预计维珍妮2018年上半年的业绩将实现强劲回升。
- ❖ L Brands的订单回升将支撑公司2018财年的增长。公司计划于2019财年由内衣市场拓展至更大的功能性服饰市场, 我们认为由此带来的客户和市场多样性将提升公司的经营性杠杆, 从而带来更大的增长空间。
- ❖ 我们基于DCF模型将目标价由8.0港币上调至8.8港币。按日历年EPS计算, 公司2018/19财年的市盈率为17.5倍/13.3倍。重申“买入”

**宏观要闻**

- ❖ 假设中国和美国GDP平均增速分别在6.5%和2.0%, 中国GDP将会在2028年超越美国。 [彭博]
- ❖ 中国外汇局副局长表示, 中国面临互联网金融及理财产品的灰犀牛风险。 [彭博]
- ❖ 中投公司据称将与高盛合作成立规模50亿美元的私募股权基金, 目标投资于美国制造业。 [彭博]
- ❖ 日本劳工现金工资在9月份同比增长0.9%, 是12个月来最强增速。 [彭博]
- ❖ 欧元区生产价格指数在9月份环比上升0.6%同比上升2.9%, 均好于市场预期。 [彭博]
- ❖ 今日公布宏观经济数据: 中国10月外汇储备, 台湾10月进出口年率, 英国10月Halifax房屋价格年率, 德国9月工业产值年率。 [彭博]

**公司及行业讯息**

- ❖ 吉利(175 HK)10月总销量增约30% 首十个月增约72% [阿思达克财经]
- ❖ 浙江沪杭甬(576 HK)子公司浙商证券10月净利润5,839万人民币 [阿思达克财经]
- ❖ 信义玻璃(368 HK)9月浮法玻璃日熔化量达1.71万吨 料2020年产能再提高50% [阿思达克财经]
- ❖ 丰田首10个月在华销售落后日本同业 [阿思达克财经]

**朝闻香江导读**

**【中信建投: 宏观观察】**

- ❖ 被动去杠杆之殇: 金融去杠杆破局之路

**【近期研究报告】**

- ❖ **维珍妮 (2199 HK): 客户和产品多样性驱动 (买入/目标价: 8.8 港币/20171102)**
- ❖ **华晨中国 (1114 HK): 宝马主要车型更新换代周期的受益者 (首次覆盖/买入/目标价: 24.8 港币/20171030)**
- ❖ **中国铝业板块: 2018 将出现供给短缺 (20171025)**
- ❖ **中国基建行业: 拥抱新周期, 建议超配 (20171024)**
- ❖ **华润水泥(1313 HK): 利润率强劲增长将持续 (买入/目标价: 6.0 港币/20171023)**
- ❖ **中洲国际 (2313 HK): 首批订货情况表明 2018 年前景向好 (买入/目标价调高: 72.4 港币/20171023)**
- ❖ **中广核电力(1816 HK): 利用率持续改善 (买入/目标价: 2.90 港币/20171019)**
- ❖ **九兴控股 (1836 HK): 耐克新工厂带来新的增长动力 (买入/目标价: 15.2 港币/20171018)**
- ❖ **江西铜 (358 HK): 政府限制废铜进口带来利好 (买入/目标价: 16.0 港币/20171017)**
- ❖ **鞍钢 (347 HK): 发布第三季度盈喜, 与预期相符 (买入/目标价: 8.0 港币/20171016)**
- ❖ **中国火电板块: 电价上涨, 盈利回升可见 (首次覆盖/20171009)**
- ❖ **中国钢铁行业: 冬季错峰生产计划下对利润率保持乐观 (20171009)**
- ❖ **中国纺织业月报: 利用人民币短期升值压力而趁低吸纳优质个股 (20171006)**
- ❖ **南菱控股 (1982 HK): 收购增强协同效应 (买入/目标价: 2.4 港币/20170929)**
- ❖ **玖龙纸业(2689 HK): 公司受惠行业供给紧张带动毛利率扩张 (买入/目标价: 18.0 港币/20170925)**
- ❖ **青岛啤酒 (168 HK): 行业竞争激烈 (首次覆盖/持有/目标价: 31.4 港币/20170908)**

## 中信建投：宏观观察

### ❖ 宏观动态：被动去杠杆之殇：金融去杠杆破局之路（20171101）

10月中下旬以来，债市开始了一轮较为剧烈的调整。为何僵持近五个月的债券市场突然变脸？后续债市又将如何演进？我们曾在“去杠杆”系列报告中提示，继续推进金融去杠杆的“天时、地利”均已具备，下半场“强监管+中性货币”大概率是主基调，金融机构应尽早优化调整资产负债结构，避免后续被动调整而遭受更大的损失。目前来看，金融去杠杆的“天时、地利”均基本符合前期判断，但金融机构主动去杠杆的力度明显不足，随着近期政策日渐明晰，市场原有的一致性预期开始发生逆转，并陷入较为剧烈的被动去杠杆境地。

金融去杠杆虽已历时一年有余，但金融机构主动去杠杆的意愿不强，去杠杆更多表现为存量资产的博弈。尽管政策部门通过“资金成本刚性”、强化金融监管等方式在逐步引导金融机构主动去杠杆，但从市场反应看，部分机构资产负债调整仍以博弈存量资产为主，主动去杠杆意愿不强，甚至5月份以后部分机构又重新开始加杠杆。

市场主体对“强监管+中性货币”政策组合的认识不足。这种认识上的偏差使得部分金融机构危机意识单薄，普遍以观望甚至乐观的心态看待本轮金融去杠杆。而随着“强监管+中性货币”政策组合的进一步明晰，此前偏乐观的心态出现了根本逆转，从而造成市场上原有预期的修正和集体式被动调整。

市场主体对经济韧性的理解存在偏差。在供给侧结构性改革作用下，经济呈现总量稳定和结构优化的基本特征。纠结于7.0%还是6.8%的增速并没有太大现实意义。现实中，市场往往比较关注短期经济波动。在市场长期处在僵持阶段时，市场主体很容易形成一致性预期。此时，即使经济中一些微小变化，也足以造成市场的巨大波动。此外，由于中美国债收益率高度相关，随着美国货币政策正常化的逐步推进，美国债收益率阶段性上行也对国内债市构成了一定的压力。

金融去杠杆尚未结束，债市依然处在艰难的调整阶段。随着长期僵持局面的逐步打破，债市的配置价值凸显，但交易性行情仍需等待。下一阶段，随着金融去杠杆的深入推进，金融服务实体经济的能力也会进一步增强，届时M2与社融持续的背离会逐步得到改善，资产负债定价也重回基本面。

(黄文涛 CE No.: BE0134 柳太胜 CE No.: AM0971)

## 近期研究报告

### ❖ 维珍妮 (2199 HK): 客户和产品多样性驱动 (买入/目标价: 8.8 港币/20171102)

- 我们预计维珍妮 2018 年上半年的业绩将实现强劲回升; 公司将于 11 月底公布业绩。
- L Brands (LB US, 未评级) 的订单回升将支撑公司 2018 财年的增长。公司计划于 2019 财年由内衣市场拓展至更大的功能性服饰市场, 我们认为由此带来的客户和市场多样性将提升公司的经营性杠杆, 从而带来更大的增长空间。
- 我们维持对 2018 财年的净利润率假设, 但将 2019/20 财年的收入和经调整后的 EPS 假设分别上调 3%/12%和 3%/9%。因此, 我们基于 DCF 模型将目标价由 8.0 港币上调至 8.8 港币。按日历年 EPS 计算, 公司 2018/19 财年的市盈率为 17.5 倍/13.3 倍。重申“买入”。

**2018 财年上半年强劲回升。**由于 LB 的订单回升已回到正常水平, 2017 年上半年意外的低基数效以及新增客户的贡献, 我们预计公司 2018 年上半年的收入将实现 25-28%的同比增长, 相当于净利润实现超过 5 倍的同比增长至 1.5 亿港币左右的水平。我们预计公司 2018 年上半年的净利润率回升至 5.3%的水平, 2017 年下半年为 2.9%。与此同时, 有鉴于经营性杠杆提升带来的利好将在下半年实现, 我们维持对公司 2018 财年净利润预测为 6.3%不变, 因此也将 2019/20 财年的净利润率预测分别上调 0.7/0.5 个百分点至 8.4%/9.4%。

**LB 发展趋势利好维珍妮。**LB 决定将产品重心由传统的无钢圈内衣转为对生产辅料 (例如胸垫) 要求较少的有钢圈内衣, 维珍妮将因此受益。9 月 26 日, 维密运动推出了 Angel Max 系列运动胸罩; 与普通胸罩相比, 采用维珍妮的无缝拼接技术进行激光切割剪裁的 Angel Max 系列产品实现了支撑力翻番、重量减半的优势。目前, LB 订单中有约 1/3 是运动型胸罩, 其他为传统型胸罩。

**市场规模远大于内衣的功能性服饰将带来客户和市场的多样性。**我们评判维珍妮订单回升的重要指标之一是公司能多快实现服饰生产的产能扩张, 因此经营性杠杆提升对改善盈利能力而言至关重要。服饰订单收入占 2017 财年全年收入的 1%。考虑到优衣库等新客户的贡献, 我们认为 2018 财年的贡献占比将达到低单位数。维珍妮越南 C 工厂 (专门生产优衣库订单) 将在 2018 年 4 月投入生产, 设计产能为 3,000 万件。因此, 服饰的收入贡献或将在 2019 财年进一步提升。目前, 维珍妮的服饰客户包括优衣库、Under Armour、阿迪达斯以及 PUMA。

**维持“买入”, 目标价提升至 8.8 港币。**我们维持对 2018 财年的净利润率假设, 但将 2019/20 财年的收入和经调整后的 EPS 假设分别上调 3%/12%和 3%/9%。因此, 我们基于 DCF 模型将目标价由 8.0 港币上调至 8.8 港币。按日历年 EPS 计算, 公司 2018/19 财年的市盈率为 17.5 倍/13.3 倍。重申“买入”。

(苏励姗 CE No.: AHA295)

### ❖ 华晨中国 (1114 HK): 宝马主要车型更新换代周期的受益者 (首次覆盖/买入/目标价: 24.8 港币/20171030)

- 我们预计, 华晨宝马 2018 财年的利润率将获得显著改善, 主要受平均销售价格上涨和销售增长强劲带来的规模效应所推动。
- 在我们看来, 与雷诺在新车型开发方面的合作将减少轻型商用车 (LCV) 业务的损失, 可能抵消华晨 7 的亏损。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

- 我们首次覆盖华晨中国，并给予“买入”评级和 24.8 港币的目标价，相当于 2018 财年 13.0 倍的市盈率，稍高于历史平均水平。有鉴于公司未来发展前景越来越好，我们认为其目前估值合理。

**宝马主要车型更新换代的强周期。**过去的几年内，宝马 3 系、5 系和 X1 是国内和全球市场最畅销的车型。我们认为，这些车型的更新换代将在由 2017 财年开始的现有车型基础上开启全新的产品周期。全新 5 系车型已经在 17 年上半年上市，预计会在下半年产能爬坡之后在 18 年开始实质性贡献销量，同时公司计划将 X3 SUV 进行国产，降低售价来增加竞争力。此外，3 系车型将在 2019 年进行全面换代，进一步支撑销售增长，以维持中长期的发展势头。

**平均售价上涨、销量强劲推动宝马业务利润率提升。**由于旧 5 系轿车已经在新 5 系轿车产能爬坡之前停止生产，我们预计宝马 5 系的总出货量将在 2017 年同比下跌 10% 左右。与此同时，我们预计明年新 5 系的销售将同比增长 30%。2017 年，由于紧凑型车型销售增加导致总体平均售价下滑；我们认为，新 5 系平均售价上涨 4% 对此具有抵消作用。因此，我们认为 2018 财年销量上涨和销售价格的提升将很有可能推动利润率的改善，从而缩小与奔驰的差距。

**与雷诺合作以扭转自主品牌的亏损局面。**沈阳华晨金杯宣告与雷诺合作共同开发 LCV，中期目标是减少亏损。我们认为，依靠雷诺在 LCV 业务的竞争优势，沈阳华晨金杯将从 2018 财年开始推出更多具有竞争力的 LCV 车型。2017 年上半年，华晨录得华颂相关的减值损失 3.5 亿元人民币；尽管如此，我们认为 2017 年下半年华颂新增的减值损失将不会超过 3.5 亿元人民币。此外，汽车零部件和汽车金融收入（合并收入占比为 20% 左右）2014-16 财年的年复合增长率超过 30%，利息收入增长迅速带动毛利率增长、同时抵消沈阳华晨金杯不断下滑的利润率，因此这两项业务将从 2018 财年起持续逐渐改善合并的利润率。

**估值提升空间仍然充足。**我们认为，公司将在中期减少 LCV 的损失，宝马的利润率将在短期改善。考虑到宝马车型的贡献增加，我们预计公司 2018 财年的 ROE 将继续提升。因此，我们首次覆盖华晨中国，并给予“买入”评级和 24.8 港币的目标价，相当于 2018 财年 13.0 倍的市盈率，稍高于历史平均水平。有鉴于公司未来发展前景越来越好，我们认为其目前估值合理。

(田阳 CE No.: BGL791)

#### ❖ 中国铝业板块：2018 将出现供给短缺 (20171025)

**中国将于 2017 年第四季度出现原铝短缺，预计将加剧 2018 年全球的供给短缺。**我们预计全球原铝的供给短缺将持续到 2018 年，并测算 2017 年全年的供给短缺达 110 万吨、2018 年达 190 万吨。有鉴于第四季度开始的冬季错峰生产计划，我们认为国内的原铝产量将会减少 40 万吨，从而导致库存水平减少（2017 年 7 月库存达 30 天左右，为历史低位）、并对铝价有所支撑。此外，我们认为国内第四季度原铝出现供给短缺后将导致全球铝业供给短缺的进一步恶化。

**全球致力于减少化石燃料消耗利好铝业发展。**全球各国政府正根据巴黎和约制定限制二氧化碳排放量的目标，中国已经设立了非化石燃料占总燃料消耗比率的最低目标（2030 年前 20%）。我们认为铝业将受益于全球对可再生能源和可回升原材料不断增长的需求。

**铝作为下游产业可替换材料的需求不断上涨。**除了化石燃料，铝在汽车、建筑、电线和电缆等各行各业替换材料的应用不断增加。根据我们的测算，全球新能源和轻量汽车的趋势推动全球汽车铝制品的消耗将由 2016 年的 16.2% 至 2025 年的 18.5%（最差情况）/20.4%（最好情况）。

**估值和选股。**我们重申之前对铝业未来 12 个月发展的乐观预期。我们认为，有机会进入完整产业链的铝制品制造商将有较好表现。我们维持对中国铝业（2600 HK，买入，目标价：7.5 港币）的“买入”评级，目标价相当于 1.4 倍的市帐率。此外，我们首次覆

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

盖 RUSAL (486 HK, 买入, 目标价: 6.0 港币), 目标价相当于 2.1 倍的市帐率。我们给予中铝和 RUSAL 的目标价分别相当于 2018 财年 10.7 倍和 7.0 倍的 EV/EBITDA, 与两家公司相应的中期周期水平一直。我们的敏感度分析表明, 中铝将成为铝价上升的更大受益者, 因此更看好中铝。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

#### ❖ 中国基建行业: 拥抱新周期, 建议超配 (20171024)

- 尽管 2017 年上半年资金环境紧张, 中国的基建总投资继续强劲增长。我们的渠道调研显示, 基建项目的融资放松, 将帮助提振主要基建公司的盈利和现金流。
- 虽然资金环境严峻, 中国基建板块 2017 年上半年的业绩维持稳健, 中铁盈利同比增速超过 40%, 其余主要公司均有 7-13% 左右的增长。我们预计, 中国基建板块主要公司今年第三季度的业绩将维持强劲势头。
- 该板块 2017/18 年的市盈率分别为 7.5x/6.5x, 与其历史估值相比具有吸引力。有鉴于下半年融资环境的改善, 我们对该板块看法更为积极。就个股而言, 我们继续看好中铁建 (1186 HK, 买入, 目标价: 13.9 港币) 和中交建 (1800 HK, 买入, 目标价 11.6 港币)。

**我们对基建各融资渠道进行测算, 期待进一步放宽融资。** 尽管国内基建融资自 2017 年下半年开始陷入困境, 有鉴于预算资金增长强劲、置换类型的政府债配额放开速度加快, 我们预计 2017 年全年的基建总投资将同比增加 15.6%。

**新周期下的主要基建公司关注点。** 2017 年上半年, 中国三大国企基建公司的累计新签订单同比增长 43.4% 至 15,447 亿元人民币 (占 2016 年收入的 91.6%)。尽管新签订单增长强劲, 市场似乎更关注订单质量。我们认为, 由于市场对现金流的顾虑是这些公司股价和估值承压的主要原因, 因此我们认为高质量订单将帮助改善公司的资产负债和现金流情况。

- **项目性质:** 收费公路和市政 BOT、PPP 是最受市场欢迎的项目, 由于市场将这些项目进行证券化的难度相对较小。
- **资本投资比率:** 项目的资本投资比率决定了投资的回报时间以及项目是否会被记入表外项目。
- **项目回报的保护措施:** 政府补偿、风险补贴以及可行性缺口补助受市场欢迎。

**我们最看好中铁建 (1186 HK), 最不看好中国建筑国际 (3311 HK)。** 我们重申之前对中铁建 (1186 HK, 买入, 目标价: 13.9 港币) 的乐观看法, 有鉴于: 1) 毛利润率可能将在今年下半年回升, 2) 中铁建的资本开支在上半年温和上涨, 表明未来盈利增长乐观; 对比上半年中交建的资本开支同比减少 15%, 中铁建增速持平。相反, 我们最不看好中国建筑国际 (3311 HK, 持有, 目标价: 12.6 港币), 主要由于: 1) 自由现金流预计将减少; 2) 利润率压力将持续; 3) 在可见的未来对中国地产业的新开工面积增长持悲观态度。

(孙凌霄 CE No.: AX0391)

#### ❖ 华润水泥 (1313 HK): 利润率强劲增长将持续 (买入/目标价: 6.0 港币/20171023)

- 华润水泥今年 1-9 月利润率强劲增长, 净利润同比增长 215.9%, 公司已就此发出盈喜, 业绩也与我们的预期相符。
- 我们维持对华润水泥中期增长的乐观看法, 有鉴于业务地区的需求强劲, 供给不断减少以及公司潜在的收购机会。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

- 公司目前 2017 财年的市盈率为 11.6 倍，市帐率为 9.8 倍，我们认为其目前的估值偏低，重申“买入”评级，维持 6.0 港币的目标价。

**第三季度业绩强劲，与我们的预期相符。**今年 1-9 月，华润水泥的净利润同比增长 215.9%至 26.49 亿港元，主要由于利润率增长强劲。业绩期内，公司的收入同比增长 16.4%至 203.45 亿。按季度分，公司的收入和净利润分别同比增长 16.1%和 73.7%。

**两广地区的价格上涨完全抵消了销量下跌。**淡季生产导致全行业的水泥生产减少。今年前 9 个月，华润水泥的水泥（以及熟料）销量同比下跌 2.5%；不过，水泥和熟料产品的平均售价同比上涨 22.1%，加上煤炭以及其他原材料的生产成本企稳，导致水泥和熟料的综合毛利润率分别上涨至 24.5%和 30.8%，高于去年同期的 24.9%和 7.0%。按地区分，广东和广西仍然是水泥和熟料的销量大省，合并销量贡献为 69%，高于去年同期的 67%。同时期内，两广地区的水泥销量同比下跌 5.8%；但水泥的平均售价同比上升 16.1%。

**第四季度价格上行趋势或将持续。**截至 9 月底，公司的杠杆率进一步降低至 49.4%；而 2016 年底为 56.5%。根据公司的发展计划，华润水泥将在 2017 年年底及 2018 年再投资两个项目。我们认为，公司所需的资本开支将不会对其去杠杆造成重大的影响。根据行业报告，华润水泥主要市场的水泥价格自 9 月底以来持续攀升，因此，我们预计公司的强劲业绩将在 2017 年第四季度以及全年得以持续。

**估值和评级。**公司 2017/18 财年的市盈率分别为 11.6 倍和 9.8 倍，股息率分别为 3.9%和 4.6%，两年股息率均为同业公司中较高水平，我们因此认为公司的估值偏低。我们重申“买入”，维持 6.0 港币的目标价。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

❖ **申洲国际 (2313 HK)：首批订货情况表明 2018 年前景向好 (买入/目标价调高：72.4 港币/20171023)**

- 我们与申洲国际最近的沟通中，管理层计划提高 2018 年越南厂房的产能扩张计划，因此反映出公司前景更加积极。
- 日本主要休闲服饰客户的订单在 2017 年第四季度回暖；2018 年的订单增长势头将更加强劲，其主要运动服装和休闲服装店的订单增长将以两位数的百分比增长。
- 考虑到申洲最新的产能扩张计划，我们将公司 2018/19 财年的销售增长假设分别上调 2.0%/2.7%，因此将销售和 EPS 预测分别上调 1.7%/0.8%和 4.1%/3.3%。但是，我们将公司 2017 财年的毛利润率假设下调 0.3 个百分点至 32.3%，并因此下调 EPS 预测。基于 1.0 倍的动态市盈率和调整后的核心净利润三年复合增长率预测（由 23.6%上调至 25%），我们将目标价由 66.3 港币上调至 72.4 港币，重申“买入”。申洲目前的市盈率为 18.4 倍。

**公司上调越南上游织物的产能扩张目标。**截至今日（2017 年 10 月 23 日），申洲织物产能已经达到 190 吨/天，并将在 2017 年年底前增长至 200 吨/天。申洲目前正计划在 2018 年年底前将产能扩张至 380 吨/天，高于其先前指引 250-300 吨/天。如果公司在 2018 年实现产能扩张，将导致目前的废水处理配额增加到 220 吨/天，因此我们预计新增产能将在 2019 年才能落地，从而为公司争取时间获得更高的废水处理配额。该产能扩张计划反映出公司管理层对其订单增长的信心，而公司也已将其 2018 财年的产能增速指引由 10%上调至 12%。

**下游越南服饰生产产能随织物厂房继续扩张。**申洲于越南的织物厂房只用于下游的服饰生产。截至今日，公司越南厂房的服饰产能为 3,100 万件左右，工人数量达 9,000 人次；工人数量将在 2017 年年底前增加至 10,000 人次，在 2018 年年底前增加至 11,000 人次，并最终在 2019 年年底前增加至 22,000 人次，实现翻番。此外，公司计划在柬埔寨扩大服饰生产的产能，目前工人数量达 11,000 人次；公司计划在 2018 年年底前将工人人数增加至 12,000 人次，并在 2019 年年底前增加至 13,000-15,000 人次。长远来看，申

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

洲预计越南和柬埔寨合计的产能占比将达到 50%，而目前仅为 10%；但国内的宁波工厂则暂无产能扩张计划。我们认为，自动化生产将利好内生增长，预计将持续支撑宁波工厂的额外产能增长。

**估值和盈利预测调整。**我们将公司 2017 财年的毛利率率假设下调 0.3 个百分点至 32.3%，并因此下调 EPS 预测。基于 1.0 倍的动态市盈率和调整后的核心净利润三年复合增长率预测（由 23.6%上调至 25%），我们将目标价由 66.3 港币上调至 72.4 港币，重申“买入”。申洲目前的市盈率为 18.4 倍。

(苏励嫻 CE No.: AHA295)

❖ **中广核电力(1816 HK)：利用率持续改善（买入/目标价：2.90 港币/20171019）**

- 我们参加了中广核电力关于 2017 年前 9 个月营运数据的电话会议，对公司看法积极，认为其下半年将继续稳定增长。
- 公司的利用率在第三季度持续改善至 80%，高于第一季度的 66%和第二季度的 72%。
- 我们维持盈利预测不变，重申“买入”评级。有鉴于公司业绩强劲增长和自由现金流由负转正，我们预计公司估值将在中期提升。

**前 9 个月上网电量同比增加 21.8%至 101,328 吉瓦时（第三季度同比增加 18.9%环比增加 11.2%）。**尽管第三季度的增速较第二季度的 35.4%有所放缓，但考虑到 2016 年 6-7 月的新增产能造成的高基数效应，我们认为市场对增速放缓已有所预期。我们之前的报告（2017 年 9 月 1 日发布）中提及，受高基数影响，公司今年下半年上网电量的同比增速将放缓至 3%；而全年的上网电量的同比增速将达到 15%。

**利用率连续两个季度改善，但受淡季影响第四季度或将出现下跌。**根据我们的测算，公司今年前 9 个月的利用率达到了 73%，高于上半年的 70%。与此同时，公司第三季度的利用率达 80%，实现了今年连续三个季度的增长（第一季度为 66%，第二季度为 72%），我们将此归因为夏季用电旺季以及该期间内尚未有新增产能投入使用。我们认为，受季节性用电减少、冬季东北地区热电联产优先于核电上网，第四季度的利用率将会回落到第一季度 66%左右的水平。

**台山核电厂可能在 2017 年年底前不能投入商业运营；即便可以，对 2017 财年的利润贡献也非常有限。**根据我们的估算，考虑到新增产能初始利用率较低，即使台山核电厂在 2017 年第四季度投入使用，对 2017 财年的收入和上网电量的贡献仅为 1%左右。

产能 (兆瓦)	1,750	电价 (元人民币/千瓦时)	0.43
利用率	30%	收入 (百万元人民币)	498
4Q17 利用小时数	2,208	2017E 收入占比	~1%
电量 (吉瓦时)	1,159	2017E 电量占比	~1%

**自由现金流转负为正、公司未来估值提升。**我们认为，中广核目前正在进入平稳的增长阶段，每年的产能增加 1-2 吉瓦。因此，我们估计公司每年的资本开支将维持在稳定水平；随着现有产能的利用率提升，经营性现金流或将继续增加。根据我们的预测，公司的自由现金流从 2017 财年起由负转正，因此我们认为将提升市场对公司的估值预测。我们重申“买入”评级，维持 2.90 港币的目标价，相当于 2017/18 财年 1.8/1.7 倍的市帐率，而市场一致预期为 1.3 倍/1.2 倍的市帐率。

(姚雪 CE No.: AWK470)

❖ **九兴控股 (1836 HK): 耐克新工厂带来新的增长动力 (买入/目标价: 15.2 港币/20171018)**

- 九兴刚刚公告 2017 年第三季度经营数据, 表明公司正逐步实现其 2017 财年的销量目标。
- 公司在越南的耐克新工厂将于 2017 年下半年开工, 预计将为公司带来新的增长动力。我们预计从 2018 财年开始集团层面将实现更多成本利好。
- 管理层重申 2017 财年 EBIT 利润率目标为 6%。考虑到平均销售价格下跌, 我们将 2017/18 财年的 EPS 预测分别下调 0.1%/1.4%; 但我们预计越南新工厂将更好得改善 EBIT 利润率, 因此将 2019 财年的 EPS 预测上调 1.8%。因此, 我们重申“买入”, 将目标价由之前的 15.5 港币下调至 15.2 港币, 仍然基于 1.0 倍的动态市盈率和 2016-19 财年 17.9% 的年复合增长率预测不变。

**管理层预计平均销售价格下跌将在 2017 年第四季度企稳。**2017 年前 9 个月, 公司的鞋类销售同比增长 1.8% 至 4,220 对, 与上半年 6.3% 的同比增速相比有所放缓, 主要由于九兴从 2017 年第三季度开始为 Under Armour 提供各类鞋型的制造, 因此 UA 订单造成一次性影响, 导致第三季度的平均销售价格下跌 6.4% (上半年平均销售价格下跌 1.9%)。2017 年第三季度平均出厂价格区间为 25-40 美元/对, 低于上半年 40 美元/对的水平。不过, 时尚运动鞋类的平均销售单价实际同比上涨了 1% 左右。九兴对第四季度订单持乐观态度, 认为订单数量增长将加快、平均销售价格的同比跌幅将收窄至 4%。管理层预计 2017/18 财年的平均销售价格跌幅将分别达到 4%/1% 左右。

**九兴正逐步实现其 2017 财年的全年销售量目标。**就制造业务而言, 公司鞋类销售在第三季度同比增长 4.1%, 前九个月同比增长 5.5% 至 4,220 万对, 去年同期同比下跌 7.8%, 从而验证了我们之前对九兴在 2017 年实现业务回升的判断。公司前 9 个月的鞋类产品销量与全年目标 (5,600 万对) 占比为 75.4%, 因此我们认为九兴将实现其全年目标。此外, 管理层 2018 财年的鞋类销售目标为 6,000 万对, 同比增长 7.1% 左右。

**估值。**考虑到平均销售价格下跌, 我们将 2017/18 财年的 EPS 预测分别下调 0.1%/1.4%; 但我们预计越南新工厂将更好得改善 EBIT 利润率, 因此将 2019 财年的 EPS 预测上调 1.8%。因此, 我们重申“买入”, 将目标价由之前的 15.5 港币下调至 15.2 港币, 仍然基于 1.0 倍的动态市盈率和 2016-19 财年 17.9% 年复合增长率预测不变。公司目前的市盈率为 13.7 倍, 股息率为 4.5%。

(苏励嫻 CE No.: AHA295)

❖ **江西铜 (358 HK): 政府限制废铜进口带来利好 (买入/目标价: 16.0 港币/20171017)**

- 江西铜发布盈喜, 预计今年前三个季度的盈利将至少同比增长 50%, 我们认为预示着公司 2018 年的盈利向好。
- 我们认为, 中国政府对废铜进口的限制将持续支撑股价, 并进一步提振公司的盈利前景。
- 基于 2017 财年 1.0 倍的市帐率, 我们维持 16.0 港币的目标价, 与全球同业公司相比折让明显。维持“买入”。

**政府限制废铜进口的时间早于预期。**根据当地媒体报道, 中国已经开始对废铜禁止第七类料进口, 市场普遍预期该政策会在 2018 年生效。SMM 调研数据显示, 政府去年以进口此类废铜 75-90 万吨左右。因此, 我们认为, 该政策将会提振阴极铜的消费, 因此导致铜供给趋近。

**第四季度铜价上升空间更大。**尽管与今年年初相比, 全球铜精矿的供给已稍有放松, 中国铜原料联合谈判组已对其第四季度的加工精炼费稍作上调。不过, 由于新项目受资本开支要求提高影响, 落地时间不断推迟, 我们认为市场整体的供给与过去的几年相比仍





(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

然趋紧。根据我们的估计, 若将资本开支计算在成本内, 生地项目的价格接近 7,500 美元/吨。就生产反面, SMM 数据显示, 2017 年前 7 个月中国精炼铜生产增加了 1.0%, 9 月维持稳定但同比增加 1.6%, 但废铜材料供给日益不足导致的供给限制已经出现。因此, 我们预计铜价将会在本季度维持上行趋势。

**江西铜发布盈喜, 预计今年 1-9 月业绩同比增加 50%, 基本与我们的预期一致。目前的铜价利好公司长期的盈利增长; 我们认为公司资产负债表强劲将为其带来潜在的并购机会。**

**重申“买入”和 16.0 港币的目标价。**考虑到公司的 ROE 已经从 2015 财年开始逐渐恢复, 我们认为江西铜目前 0.8 倍的市帐率偏低, 与国际同业公司的平均估值也有明显的折让。根据 1.0 倍的市帐率不变, 我们维持 16.0 港币的目标价, 与目前股价相比有 23.5% 的上升空间。重申“买入”。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

#### ❖ **鞍钢 (347 HK): 发布第三季度盈喜, 与预期相符 (买入/目标价: 8.0 港币/20171016)**

- 鞍钢发布第三季度盈喜, 与市场我们的预期相符; 我们之前的报告中已将此考虑在内。
- 中国的铁矿石出口于 9 月达到历史高位, 但我们认为未来难以持续。尽管如此, 我们认为冬季钢厂关停将使得供给收缩, 从而支撑钢铁价格。
- 我们维持“买入”和 8.0 港币的目标价, 相当于 2017 财年 1.0 倍的市帐率, 与目前价格相比有 12.7% 的上升空间。

**第三季度利润率强劲, 或将在 2017 年年底持续。**鞍钢发布盈喜, 预计今年前 9 个月的净利润将达到 32.85 亿元人民币, 同比大幅增长。由于平板钢价格自 6 月中以来有所反弹, 因此鞍钢的利润率显著改善。我们在 10 月 9 日的点评中提及, 鞍钢主要产品的价格涨幅将超过生产成本的涨幅。在未来, 我们维持对公司盈利的乐观预期。

**中国钢厂对高品位铁矿石产品的需求强劲。**尽管当前港口铁矿石库存水平高企, 中国进口铁矿石在 9 月达 1.028 亿吨, 创下历史新高, 我们认为这反映了国内市场对海外高品位铁矿石产品的需求强劲。不过, 我们认为本次上行趋势在中期难以继续。与此同时, 中国进口铁矿石数据暂未对钢铁生产的利润率带来显著压力。根据钢铁和铁矿石的现货价格, 大多数钢厂的现金流与上个季度相比较为稳定。

**更多城市加入冬季关停计划。**“2+26”中的 10 座城市已经事先公告了生产计划细节, 我们预计政策完全落实后, 全国每日粗钢产量将至少减少 13%。尽管非限制省份的供给增加以及明年 3 月政策作废后受限制的工厂重新恢复生产, 但由于政府改善空气质量的决心, 总体的供给将基本维持不变。与此同时, 我们认为最近的产量和库存回升是供给减少政策的先兆表现, 我们预计如果该趋势持续, 将进一步支持钢价。

维持买入和 8.0 港币的目标价不变。公司目前的市帐率为 0.9 倍, 我们考虑到其未来盈利改善的前景认为目前估值偏低。基于 1.0 倍的市帐率, 我们维持 8.0 港币的目标价, 与目前股价相比有 12.7% 的上升空间, 因此维持“买入”。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

❖ **中国火电板块：电价上涨、盈利回升可见（20171009）**

我们预计，中国 2017 年的火电发电量将同比增长 5.1% 左右，主要由于全社会用电量扎实增长、中国主要河流来水量较小可能导致的水电发电量减少。我们认为，2017 年 1-8 月社会用电量同比增长 7.0% 预示着全年用电量强劲，因此预计今年全年全社会用电量将同比增长 5.7%（2016 年全年同比增速达 6.7%）。

我们认为政府的“供给侧改革”将推动中国 2017 年的煤炭供给实现小幅增长（我们估计同比增长 2.9%）。今年下半年，尽管煤炭供给实现小幅增长，国内煤炭供给总量增速与 2017 年上半年和 2016 年下半年基本持平。我们认为，煤炭供给趋紧和下游需求强劲将支撑电煤价格在 2017 年底前维持在 600 元/吨以上。

尽管煤价上涨，我们认为上网电价上涨将推动中国五大火电厂下半年实现稳健的盈利回升。大约 23 个省份和省级行政区已宣布自 2017 年 7 月 1 日起，将火电的上网电价上调 0.4-6.4%（或 1.4-22.8 元人民币/兆瓦时），以帮助火电厂缓解煤价上调带来的压力。据我们估计，这 5 个火电厂的加权平均电价将在下半年同比上涨 2.4-4.5%（或 8.6-16.3 元人民币/兆瓦时）。

有鉴于电价上涨和估值（预期市帐率）处于历史低位所带来的行业盈利前景改善，我们预计将会实现全行业范围内的估值提升，而第三季度业绩强劲或成为催化剂。有鉴于行业的领先地位和燃料成本控制得当，我们首推华能电力（902 HK）、华润电力（836 HK）和大唐电力（991 HK）。此外，我们首次覆盖中国电力（2380 HK）和华电国际（1071 HK），均给予“持有”评级。

（姚雪 CE No.: AWK470）

❖ **中国钢铁行业：冬季错峰生产计划下对利润率保持乐观（20171009）**

- 由于库存有所反弹，钢价在过去的几周出现了 6-7% 的回调，但同比仍有 6-11% 的增长。我们认为，钢价近期的回调将不会改变行业盈利改善的预期。
- 政府在 2017 年首次将钢铁列入冬季错峰生产计划。根据 9 个城市已经公布的计划，我们预计全国每日钢铁生产将在未来减少 13%。冬季错峰生产计划在 11 月中生效后将带来钢铁库存的下行趋势。
- 我们维持对马钢和鞍钢的乐观预期，认为两家公司未来两年的增长前景乐观，从而支撑估值至高于历史平均值以上水平。我们维持两家公司的“买入”评级；我们更看好马钢。

最新公布的国内钢铁供给政策下我们重申投资逻辑。在中国钢铁行业经历了一轮实质性的回暖后，我们重申之前的观点，认为中国的钢铁行业将经历需求/供给的结构性变革，同时将受益于行业整合的加速；今年地条钢产能关停的目标也已基本实现。根据行业数据，按目前钢价水平，超过 85% 的国内钢厂正在盈利，与 2015 年年中仅 3% 相比明显改善。与此同时，由于河北、山东和江苏等主要的钢铁生产省份仍然落后于生产进度，而电弧炉产能项目也正面临审查趋严，表明今年新增供给将有所放缓，我们认为正在实施的去产能政策将带来行业的盈利恢复和资产负债表改善。

河北省面临涉及水泥、造纸和钢铁生产等最为严格的冬季生产政策。中国政府今年首次对国内钢铁行业全面实施为时四个月的冬季生产政策。就水泥而言，淡季生产计划已经在 15 个北方城市得以实施，其中包括河北；而造纸方面，河北非燃气造纸厂被勒令在年底前限产 50%、或全面限产。钢铁方面，“2+26”中的 9 个城市已经提前公布了详细的生产计划，预计政策在 11 月中旬正式实施后，全国每日粗钢产量将至少减少 13%。尽管非限制省份的供给增加以及限制工厂在政策到期后（3 月中旬）恢复生产都会造成潜

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

在的风险,但由于政府改善空气质量决心坚定、限产将维持不变,因此整体供给仍然可控。与此同时,我们认为最近的生产和库存回升是供给减少政策的前兆反映,我们预计如果该趋势得以持续,将在未来之城钢铁价格。

**维持鞍钢和马钢的“买入”。**由于马钢的资产优化将带来股价催化剂,因此我们更看好马钢。我们将马钢的目标价由 4.0 港币上调至 4.5 港币,同时维持鞍钢的目标价为 8.0 港币不变。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

#### ❖ 中国纺织业月报: 利用人民币短期升值压力而趁低吸纳优质个股 (20171006)

- 年初至今,人民币/美元汇率上涨 7%导致中国 OEM 纺织业普遍受到牵连,主要由于市场对汇兑损失有所担忧、而成本压力上升亦使得利润率承压。
- 我们认为,由于市场普遍认为人民币/美元汇率升值难以持续,因此该负面影响可能已被市场过度反应。欧元强势导致 CFETS 人民币指数年初至今仍下跌 4%,因此人民币兑一揽子货币汇率更为稳定,从而支撑中国 1-8 月的出口额实现了 7.4%的同比增长。因此,我们认为,纺织业的需求增长将完全抵消今年汇兑损失带来的负面影响。
- 由于棉花价格增速继续减缓、而合成纤维纱线价格主要受原油价格上涨所推动出现回升,原材料成本上涨以及特朗普对中国出口的惩罚性关税等担忧正在不断减弱。此外,运动休闲风流行将持续,因此运动服饰预计将会成为全球服饰和鞋类产业的持续推动力。未来五年(2016-21年)运动休闲服饰的年复合增长率将达到 6.7%,而服饰和鞋类将达到 4.9%。行业股息率平均高达 4.7%,仅次于房地产基金板块,因此行业估值仍有吸引力。

**需求增长完全抵消汇兑损失带来的潜在负面影响。**我们认为,人民币/美元汇率升值由中国政府的资本控制和美元弱势引起,但这两个因素都不具备持续性。此外,由于欧元强势,CFETS 人民币指数年初至今下跌 4%,因此人民币兑一揽子货币汇率更为稳定,从而支撑中国 1-8 月的出口额实现了 7.4%的同比增长,对比 2016 年人民币贬值时中国的出口额同比减少 7.6%。因此,我们认为纺织行业的需求增长将完全抵消今年由于汇兑损失所带来的负面影响,但汇兑损失预计将不会在 2018 年持续。

**个股的潜在影响评估。**我们的分析表明,负面盈利影响最大的是申洲国际(2313 HK, 买入),其次是互太纺织(1382 HK, 买入)和南旋控股(1982 HK, 买入)。我们认为,人民币/美元升值是短期现象,因此推荐投资者关注利用人民币短期升值压力而趁低吸纳优质个股。

(苏励姗 CE No.: AHA295)

#### ❖ 南旋控股 (1982 HK): 收购增强协同效应 (买入/目标价: 2.4 港币/20170929)

- 南旋昨晚公告从公司主席收购针织鞋面和针织鞋的制造业务,卖方承诺 2018 财年的溢利保证。
- 本次收购将为公司引入全球知名体育品牌(PUMA, Sketchers 以及 Under Armour)鞋类业务的主要客户,从而打开新的市场(净利率为 20%,高于现有服饰生产 12%的净利率),因此针织制造业务将增加公司产品的多样性。
- 收购代价对应 2018 财年 8.3 倍的市盈率,低于台湾百和集团(9938 TW, 未评级) 17.5 倍的市盈率。我们预计,公司 2018/19 财年的净 EPS 将分别提升 8.2%/9.3%。基于 2018 财年 10.8 倍的市盈率(之前为 9.8 倍),我们将目标价由 2.0 港币提升至 2.4 港币。重申“买入”。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

**从公司主席手中收购保丽信集团 100%的股份。**保丽信集团主要从事针织鞋面和针织鞋的制造生产业务，公司在惠州和越南均设有工厂。本次收购代价 5.5 亿港元（3.44 亿港元将以每股 1.72 港币的价格发行 2 亿代价股份的方式偿付，拟新发行的股份数量相当于南旋现已发行股份数量的 9.6%；剩余款项将以 2.06 亿港元支付）。

**卖方承诺 2018 财年 6,600 万港币的溢利保证。**保丽信集团 2017 财年的归属股东净利润为 3,290 万港币，卖方承诺 2018 财年 6,600 万港币的溢利保证。如果溢利保证无法兑现，则卖方应于 2018 年 9 月 30 日向南旋支付补偿，金额相当于差额 8.33 倍。截至 2017 年 7 月 31 日，归属于保丽信集团未经审计的合并总资产和净资产分别为 8.18 亿和 5,500 亿港元。

**收购代价相对便宜。**收购代价对应 2018 财年 8.3 倍的市盈率，稍低于南旋 8.6 倍的市盈率，但远远低于台湾百和集团（9938 TW）17.5 倍的市盈率。台湾百和集团主要为阿迪达斯生产针织鞋面。此外，公司鞋类产品的毛利润率和净利润率分别为 50%和 20%，分别高于针织服饰平均 25%和 12%的水平。

**引入全球体育服饰品牌，客户组合丰富。**本次收购将为公司带来 PUMA, Sketchers 以及 Under Armour 等鞋类业务的主要客户，这些品牌近年来的成长速度好于耐克和阿迪达斯，主要由于运动休闲风的兴起以及相对较低的基数。因此，南旋未来将为体育服饰和针织服饰客户提供针织服饰和鞋类服饰产品的交叉销售。

**估值和盈利调整。**我们将公司 2018/19 财年的销售和 EPS 预测分别上调 10.0%/8.2%和 11.7%/9.3%。此外，考虑到鞋类制造业务可比市盈率的因素，我们将市盈率基准由 9.8 倍上调至 10.8 倍。由于鞋类业务的盈利贡献占比为 13.5%左右，我们的混合市盈率基准计算如下： $13.5\%*17.5x + 86.5\%*9.8x$ （9.8 倍是我们之前的市盈率基准，与中游同业公司相比有 10%左右的折让）。因此，我们将目标价由 2.0 港币上调 20%至 2.4 港币。重申“买入”。公司 2018 财年的市盈率为 7.8 倍。

(苏励嫻 CE No.: AHA295)

#### ❖ 玖龙纸业 (2689 HK)：公司受惠行业供给紧张带动毛利润率扩张（买入/目标价：18.0 港币/20170925）

- 玖龙纸业 2017 财年业绩好于我们和市场的预期，符合我们先前对中国纸板箱行业盈利持续回升的乐观预期。
- 管理层认为，公司的产品价格将在年底的消耗旺季持续上涨。我们认为，由未分类废纸进口暂停所带来的潜在供给中断将帮助提升行业集中度，从而利好玖龙纸业等龙头企业。
- 根据管理层最近的指引，我们将公司 2018/19 财年的净利润预测分别上调 31.8%/32.4%，并将目标价由 15.0 港币上调至 18.0 港币，相当于 12 倍的市盈率。维持“买入”。

**玖龙纸业 2017 财年核心盈利好于预期，整体盈利能力超过 2010 财年水平。**管理层称公司 2017 财年第四季度（4-6 月）的经调整后单位吨纯利好于上半年的平均水平。尽管库存的战略性增加、退税导致应收账款的增加以及项目预付款的上调都造成了经营性现金流出现收缩，公司的资产负债表维持强劲、利息覆盖率也由一年前的 1.6 倍上涨至 5.3 倍。

**未分类废纸进口暂停将继续推升纸板箱价格上涨。**按目前现状来看，暂停的两种进口废纸占中国进口废纸总量的 8%。我们认为，如果造纸厂无法获得所需的进口配额将影响正常的生产活动。就玖龙纸业、美国中南和中南天津负责国外内市场废纸资源的调度。玖龙的管理层称，目前的库存水平足够支撑年底前的生产活动。与此同时，行业已经做好准备从十月份开始申请明年的进口配额。从最坏的情况来看，废纸供给不足加上作为替代品的木浆需求增加，我们认为这可能导致纸板箱生产减少，从而导致小型生厂商退



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

出市场、利好大型造纸厂。

**2018 年前景明朗。**考虑到公司大部分产能将在 2018 年年底开始使用、2019 年下半年才能全面投产，因此我们认为公司 2018 财年的销量增长有限。有鉴于此，我们将公司 2018/19 财年的净利润预测分别上调 31.8%/32.4%，单位吨纯利分别为 448 元和 477 元。

**上调目标价至 18.0 港币，基于 2018 财年 12 倍市盈率不变。**考虑到公司的利润率不断上涨、接近其 2007 财年的历史高位，我们将公司 2018 财年的 EPS 预测上调、并将目标价上调至 18.0 港币。调整后的目标价与目前股价相比有 9.7% 的上升空间。维持“买入”。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

#### ❖ 中国联通 (762 HK): 4G 增长势头持续增强 (买入/目标价: 13.2 港币/20170922)

- 中国联通 8 月营运数据强劲，4G 用户净增数 (749 万) 和移动用户净增数 (233 万) 均创历史高位。
- 公司表示与百度、阿里巴巴、腾讯和京东 (BATJ) 的业务合作已有实质性进展，主要合作将在新零售、家庭互联网、物联网和云计算四个方面展开。
- 我们维持盈利预测不变，并维持目标价为 13.2 港币，与目前的股价相比有 15.8% 的上升空间。

**4G 用户增长创历史高位。**中国联通完成混改后，4G 用户增长已连续两个月创下历史新高，8 月 4G 用户净增数达 749 万。此外，移动用户净增数大幅提升至 233 万，创下历史新高。在与中移动固网业务的激烈竞争下，中国联通选择将重点放在 4G 业务 (尽管固网宽带增长疲弱)。考虑到公司将在近期加强与 BATJ 的合作，我们看好公司以 4G 为中心发展战略。

**新业务增长前景巨大。**公司完成混改后，主要在新零售、家庭互联网、物联网和云计算四个方面不断深入与 BATJ 的协商合作，各项新业务的增长潜力巨大。2017 年上半年，中国联通 IDC 和云计算业务收入达 53.99 亿元，仅是中电信收入的一半。随着大型 OTT 公司相继成为中国联通的战略投资者，我们认为中国联通 IDC、云计算和大数据、物联网和家庭互联网等数据相关的新业务将实现快速增长。

**管理结构更加简化清晰。**在过去，一系列的并购和重组导致中国联通的管理团队繁复、效率低下。我们认为，公司完成混改后其内部管理结构得到简化，从而大幅改善了管理层的执行力，同时缩短了与国内同业竞争者在盈利能力方面的差距。

**估值有待进一步提升。**我们维持盈利预测不变，将目标价定为 13.2 港币。公司目前的 EV/EBITDA 为 3.9 倍，市帐率为 0.9 倍，与公司自身历史估值以及国内同业其他公司估值相比都具有吸引力。我们认为，中国联通将逐渐向数据和 OTT 服务供应商转型，因此估值将在中期实现提升。

(柳太胜 CE No.: AM0971)



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
08373. HK	靛蓝星控股有限公司	建筑及装修	0.60-0.80	2017/10/31-2017/11/03	16/11/2017
08118. HK	濠亮环球有限公司	家具及家居用品	0.30-0.50	2017/10/31-2017/11/03	16/11/2017
01975. HK	新兴印刷控股有限公司	印刷及包装	1.05-1.45	2017/11/02-2017/11/09	16/11/2017
08400. HK	亚洲先锋娱乐控股有限公司	博彩	0.24-0.36	2017/10/31-2017/11/03	15/11/2017
08376. HK	方圆房地产服务集团有限公司	物业管理及代理	0.55-0.80	2017/10/31-2017/11/07	15/11/2017
01706. HK	双运控股有限公司	建筑及装修	0.40-0.56	2017/10/31-2017/11/03	15/11/2017
08375. HK	弘浩国际控股有限公司	半导体	0.25-0.30	2017/10/31-2017/11/03	13/11/2017
01337. HK	雷蛇	电子商贸及互联网服务	2.93-4.00	2017/11/01-2017/11/06	13/11/2017
08426. HK	雅居投资控股有限公司	物业管理及代理	0.30-0.38	2017/10/31-2017/11/03	10/11/2017
02122. HK	凯知乐国际控股有限公司	玩具	1.50-2.20	2017/10/31-2017/11/03	10/11/2017
01720. HK	普天通信集团有限公司	电讯及网络器材	0.51-0.95	2017/10/27-2017/11/01	9/11/2017
00772. HK	阅文集团	电子商贸及互联网服务	48.00-55.00	2017/10/26-2017/10/31	8/11/2017
03919. HK	金力集团控股有限公司	工业用品	N/A	N/A	6/11/2017

(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)
1/11/2017	8125	仁德资源	HKD 1.200	HKD 87.120M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
1/11/2017	646	中国环保科技	--	HKD 148.200M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务 本



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

金额相等于约 1.48 亿港元)

31/10/2017	8331	飞尚非金属	HKD 1.450	HKD 58.000M	普通股份	8	配售/发行 (收购项目;业务发展)
31/10/2017	495	百利大	HKD 0.250	HKD 67.100M - 81.000M	普通股份	24.155	供股/公开发售 (业务发展 五股供一份可换股票据或普 通股)
31/10/2017	986	中国环保能源	HKD 0.400	HKD 34.800M	普通股份	19.902	代价发行 (偿还债务)
31/10/2017	808	泓富产业信托	HKD 3.317	HKD 12.760M	普通股份	0.262	代价发行 (支付费用)
31/10/2017	8331	飞尚非金属	HKD 1.450	HKD 14.500M	普通股份	2	配售/发行 (收购项目;业务发展)
31/10/2017	1138	中远海能	RMB 6.810	RMB 5.400B	A 股	20	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
30/10/2017	3301	融信中国	HKD 8.520	HKD 1.214B	普通股份	10.534	先旧后新 (扩大资本基础;业务发展)
30/10/2017	2341	中怡国际	HKD 1.530	HKD 153.000M	普通股份	14.814	配售/发行 (偿还债务)
30/10/2017	1919	中远海控	--	RMB 12.900B	A 股	20	配售/发行 (业务发展)
30/10/2017	695	东吴水泥	--	HKD 472.000M	可换股债券	0	代价发行 (收购项目 购塞班岛土地)
27/10/2017	3737	中智药业	HKD 1.530	HKD 61.200M	普通股份	5	配售/发行 (业务发展)
26/10/2017	340	中国矿业	HKD 0.080	HKD 376.000M	普通股份	19.812	代价发行







## 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

**YAO Xue, Snowy**  
Utilities & Coal  
snowyyao@csci.hk  
(852) 3465 5675

**SHEN Xiangfei, Thomas**  
(852) 3465 8689  
thomasshen@csci.hk

**XU Qiwen**  
(852) 3465 8690  
xuqiwen@csci.hk

## Institutional Sales & Trading

**XIANG Xinrong, Ron**  
(852) 3465 5633  
ronxiang@csci.hk

**HO Wen Hao, Jack**  
(852) 3465 5685  
jackho@csci.hk

**WANG Zhuo, Gary**  
(852) 3465 8655  
wangzhuo@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

## 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讨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