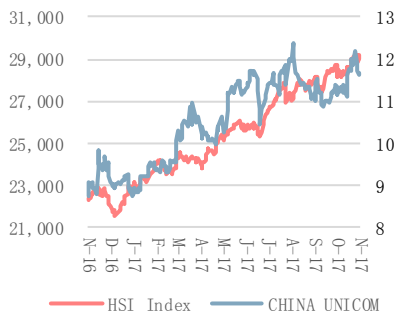


恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌 (%)
恒生指数	29,199.0	0.62
上证指数	3,382.9	(0.48)
标准普尔指数500	2,578.9	(0.26)
道琼斯指数	23,358.2	(0.43)
纳斯达克指数	6,782.8	(0.16)
日经225指数	22,396.8	0.20
富时100指数	7,380.7	(0.08)
欧洲Stoxx50指数	3,547.5	(0.49)

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WT原油期货	56.6	0.05
COMEX黄金	1,292.4	0.10
LME铜	6,777.0	0.59
CBOT大豆	990.5	1.90
BDI	1,371.0	1.00

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	1.7196	(0.20)
美国5年期国债	2.0508	(0.35)
美国10年期国债	2.3373	(0.29)
美国30年期国债	2.7723	(0.20)
德国10年期国债	0.3594	(4.16)

外币汇率

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.8116	0.02
美元/人民币	6.6268	(0.05)
欧元/人民币	7.8101	0.14
港币/人民币	0.8482	0.11
美元/日元	112.10	0.05
欧元/美元	1.1790	(0.45)

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	15.74	1.42
安硕A50	15.26	1.46
德银X-trackers	31.38	(0.16)
恒生H股指数	117.40	0.51
中银报诚-沪深300	38.75	0.13
华夏沪深300	41.85	-
CBOV VIX	12.84	(1.15)

恐慌指数

名称	收盘	涨跌 (%)
恐慌指数	12.84	(1.15)

资料来源: 彭博

每周股: 中国联通 (761 HK)

- ❖ 中国联通在今年中完成混改, 引入大部分国内互联网龙头作为战略投资者以及开始股权激励改革。在今年双11期间, 联通与京东合作升级联通传统的分销渠道, 我们预计后续会有更多与其他互联网公司的合作推进。
- ❖ 中国联通过去两个月新增4G用户均超过700万, 且首次超越中国移动, 显示强劲高端用户市场渗透和不断提升的客户认知度。
- ❖ 公司目前估值低于预测市净率1倍, 且公司未来两年盈率会大幅度提升。在公司“去电信”的战略指导下, 估值有进一步提升空间。

宏观要闻

- ❖ 受飓风袭击, 美国3季度放贷拖欠录得自2009年以来最大环比上升。 [彭博]
- ❖ 据一位央行顾问表示, 中国的M2和社会融资总额增速差距扩大显示去杠杆有成效。 [彭博]
- ❖ 据南华早报, 大连万达正寻求出售价值达50亿美元的5个海外地产项目。 [彭博]
- ❖ 美国新屋动工在10月份强劲反弹, 129万动工数量是1年最高。 [彭博]
- ❖ 马来西亚3季度经济同比增长6.2%, 不但好于市场预期且是3年来最高增速。 [彭博]
- ❖ 今日公布宏观经济数据: 美国10月成屋销售, 日本10月进出口年率, 德国10月PPI年率, 韩国10月PPI年率, 泰国第三季度GDP年率。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 工信部: 2018年严禁新增钢铁产能 [阿思达克财经]
- ❖ 阿里巴巴以8亿元人民币竞得南京市一幅土地, 拟建江苏总部 [阿思达克财经]
- ❖ 丰田考虑在中国销售本地设计和生产的纯电动汽车 [阿思达克财经]
- ❖ 空中巴士将会在深圳成立全球第二家创新中心 [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】

- ❖ **昂纳科技 (877 HK): 不要错过技术“黑马” (买入/目标价: 6.80 港币/20171117)**
- ❖ **大唐发电 (991 HK): 发电量增加, 因此上调2017财年EPS (买入/目标价: 3.30 港币/20171116)**
- ❖ **中芯国际 (981 HK): 未来盈利依然承压 (卖出/目标价: 10.0 港币/20171115)**
- ❖ **中国汽车行业: 预计17年第四季度燃油车市场继续低迷 新能源汽车出货量强劲 (20171114)**
- ❖ **风能月报: 利用小时数增长放缓 (20171114)**
- ❖ **舜宇光学科技 (2382 HK): 增长势头强劲, 但可能已被市场反映 (持有/目标价: 143 港币/20171113)**
- ❖ **华虹半导体 (1347 HK): 收获期才刚刚开始 (买入/目标价: 18.0 港币/20171108)**
- ❖ **龙源电力 (916 HK): 应收账款增加拖累估值 (买入/目标价: 6.30 港币/20171108)**
- ❖ **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)**
- ❖ **华海水泥 (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): 首批订贷情况表明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)**



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

❖ 昂纳科技 (877 HK): 不要错过技术“黑马” (买入/目标价: 6.80 港币/20171117)

- 凭借 10 多年的运营历史和对上游研发/芯片/晶圆厂公司的多次收购, O-Net 愈加成为光学相关应用领域的领跑者。
- 未来五年, 我们预计 O-Net 将保持强劲的两位数增长, 这主要得益于 100GB 电信、自动化及未来两年的数据通信发展, LiDAR 将从 2019 年开始。
- 将 17 到 19 财年的收入及盈利调高 2.3%-6.7% 及 6.4%-3.1% 后, 我们将基于 DCF 模型的目标上调至港币 6.80, 基于 18 财年底 (从 17 财年底: 6.00 港元)。维持买入评级。

4G / 5G 新一轮的光网络升级。 2017 年下半年, O-Net 的 100GB 无源光学产品需求增强, 因全球电信运营商急于在 5G 之前升级其传输网络 (以实现强劲的数据流量)。此外, 我们也预计未来 2-3 年全球范围内固定宽带向 FTTH 的转移将加速。在 2017 年年中, O-Net 成为北美领先的电信设备供应商 Ciena 的战略合作伙伴, 这将使 O-Net 能够进一步利用庞大的光网络市场。在主流的 100GB 和即将到来的 400GB 中, O-Net 在被动、主动和数据通信产品领域都处于领先地位, 这将在未来 2 - 3 年内为 O-Net 带来强劲的收入增长。

一个新兴的与光学相关的应用大趋势。 按照“摩尔定律”, 全球技术发展一直以数字处理为主。然而, 第二个技术阵营——光学技术正在迅速兴起, 用于 3D 感测、数据通信、AR / VR 及 LiDAR 等各种新应用。在眼镜行业, O-Net 积累了大量的切割 从上游光子集成, VCSEL 到工业激光以及基于 InP & GaAs 的芯片制造, 这使得该公司能够轻松进入许多与光学相关的应用, 如机器视觉、涂层、无人驾驶汽车 (LiDAR) 和 3D 传感模块 (VCSEL)。

把握技术“黑马”, 良好的买入机会。 由于 100GB 电信和数据通信产品需求强于预期, 我们将 17/18/19E 财年的收入和利润分别上调 2.3%/ 6.0%/ 6.7% 和 6.4%/ 3.4%/ 3.1%。基于 DCF 模型, 目标价格为港币 6.80, 基于 2018 财年底 (从 2017 财年底的 6.00 港元)。目前公司分别为 18 财年 15.8 倍的市盈率及 1.9 倍的市帐率, 鉴于未来 3 - 5 年的强劲增长势头, 该估值看起来具有吸引力。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

❖ 大唐发电 (991 HK): 发电量增加、因此上调 2017 财年 EPS (买入/目标价: 3.30 港币/20171116)

- 有鉴于利用率改善以及相应的上网电量增加预期, 我们将大唐 2017 财年的 EPS 预测上调 11.1% 至 0.20 元人民币 (市场一致预期为 0.19 元人民币)。
- 公司预计将在 2017 财年实现扭亏为盈, 因此我们认为今年将恢复派息。基于调整后的盈利预测, 我们测算出公司 2017 财年的股息率将超过 3%, 处于 5 家火电厂中较高的水平。
- 因此, 我们基于 DCF 模型, 将目标价由 2.80 港币上调至 3.30 港币。维持“买入”。

2017 年全年上网电量的同比增速由 7.6% 上调至 14.5%, 主要基于 2017 财年火电和水电上网电量预测的上调。2017 财年火电上网电量的同比增速由 8.7% 上调至 13.3%; 水电上网电量的同比增速由 0.1% 上调至 22.7%。

由于全社会用电量出现回升、上半年水电表现疲弱以及火电产能增加减缓, 火电的上网电量在今年前九个月同比增加 13.8%。尽管通常下半年水电复苏可能会对火电产生负面影响, 我们认为其增长趋势或将在今年第四季度持续; 第四季度是火电发电板块的传统旺季。



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

水电发电量增长自8月以来有所加快,并在9月和10月连续两个月实现双位数的增长。尽管通常第四季度水电厂的来水量会有所减少,考虑到第三季度利用小时数的回升以及四川的1.95GW新增产能的贡献,我们有信心大唐今年全年的水电发电量较去年会有快速增长。

就2017年全年,我们预计公司的整体利用率将达到44.5%(前9个月为45.2%),主要由于第四季度的新增产能可能会带来摊薄效应。

我们将2017财年的燃料成本预测由183元人民币/兆瓦时向上微调至187元人民币/兆瓦时,以反映下半年煤价的调整。与此同时,我们维持先前的观点,认为煤价可能在2017年年底前维持在相对较高的水平。

基于调整后全年的预测,我们估计下半年的EPS将达到0.12元人民币,环比增加40.8%。公司2017/18财年的市帐率为0.66/0.61倍,我们的目标价相当于2017/18财年0.87/0.81倍的市帐率。

(姚雪 CE No.: AWK470)

❖ 中芯国际(981 HK):未来盈利依然承压(卖出/目标价:10.0港币/20171115)

- 虽然市场预期之内,中芯国际第三季度净利润跌幅仍然超过市场一致预期,主要受收入和毛利率疲弱所拖累。
- 管理层指引今年第四季度收入环比增长1-3%,毛利率达四年低位,意味第四季度盈利将更加惨淡。
- 我们将2017/18财年的收入和盈利预期分别下调2.9%/3.4%和30.6%/38.5%,但将2019财年的收入/盈利预期分别上调1.3%/6.7%。基于DCF模型,我们将目标价由2017年年底的7.8港币上调至2018年年底的10.0港币。维持“持有”。

第三季度盈利跌幅超预期。中芯国际第三季度的收入和毛利率均符合指引给出的范围,但经营性利润和净利润均低于我们和市场一致预期。2017年1-9月公司总收入同比增长10.2%,净利润同比减少51.7%,主要由于收入增长疲弱、资本开支巨大和研发压力加剧而进一步压缩利润。2017年第三季度,尽管客户需求不断提升,28纳米制程的收入贡献占比仅为8.8%(2017年第二季度为6.6%、2016年第三季度为1.4%)。此外,虽然低制程0.15/0.18微米以及28纳米制程的收入增长强劲,但中节点制程(45-65纳米)增长疲弱,可能意味着行业技术正在向40纳米以下和28纳米以上迁移。

未来盈利依然承压。有鉴于收入疲弱、资本开支繁重以及研发开支加剧,我们认为中芯国际2018年或仍将面临严峻挑战。公司看似具备满足物联网相关低节点制程需求的产能,但40-65纳米中节点需求疲弱可能带来不利影响。此外,我们认为中芯国际可能选择在2018年减少资本开支(但不会低于20亿美元的水平)。此外,公司也将面临研发费用上涨、生产设备和原材料成本增加、融资成本上升造成的经营性负担加剧。

梁孟松作为联合首席执行官加入利好28纳米、14纳米制程的发展前景。2017年10月,梁孟松加入以联合首席执行官(Co-CEO)的身份加入中芯国际,显著提振了市场对于公司技术节点的发展信心。梁的加入将帮助公司缩短28纳米HKMG的产能爬坡和14纳米的量产时间。

盈利预期惨淡使得估值承压。我们将2017/18财年的收入和盈利预期分别下调2.9%/3.4%和30.6%/38.5%;有鉴于28纳米从2018年第四季度开始的产能爬坡和最早于2019年第四季度开始的14纳米退出,我们将2019财年的收入/盈利预期分别上调1.3%/6.7%。基于DCF模型,我们将目标价由2017年年底的7.8港币上调至2018年年底的10.0港币。维持“持有”。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

❖ 中国汽车行业: 预计 17 年第四季度燃油车市场继续低迷 新能源汽车出货量强劲 (20171114)

- 我们预计, 2017 年第四季度新能源乘用车的出货量将维持强劲; 主要由于政策趋严, 部分 OEM 厂商可能在 2018 年推出新车型时面临更多阻力, 因此抓住 2017 年底前的时间进行销售。
- 9 月轿车销售增速放缓表明燃油车终端需求依然低迷, 特别是在 9 月份批发和零售增速差扩大之后, 10 月份经销商库存提升, 更加印证了燃油车市场的疲弱。
- 有鉴于大宗商品价格的上涨以及我们对销售增长疲弱的预期, 2017 年前三个季度乘用车 OEM 厂商的利润率下跌的趋势可能将在第四季度持续。
- 就个股而言, 我们继续推荐新能源汽车标的比亚迪 (1211 HK), 内燃车标的吉利 (175 HK) 和广汽 (2238 HK)。

2017 年 11 月出台的新政将在今年年底前推动新能源乘用车的抢装销售。有鉴于今年前 10 个月稳健的销售增长以及新能源汽车政策影响的减弱, 特别是 11 月颁布的新政将可能限制 2016-17 年排放不达标的 OEM 厂商在 2018 年的新车发售。为了避免排放超标产生的额外支出, 我们认为 OEM 厂商将抓住 2017 年底的时间窗口提高新能源车型的出货量, 以免 2018 年推出新车型时面临更多政策限制。

乘用车轿车销售增速疲弱, 导致燃油车 10 月出货量增速大幅减缓。尽管燃油车销售的同比增速由今年第二季度的 1.1% 大幅提升至第三季度的 5.8%, 但是受乘用车销售疲弱拖累, 10 月份传统旺季的燃油车出货量增速却大幅减缓。从批发和零售增速差带来的 10 月旺季经销商库存的上涨可以看出终端市场的需求依然较弱, 所以我们预计燃油车的疲弱销售增速会继续持续到 4 季度。同时我们相信在 18 年 1.6L 以下车型购置税恢复 10% 的预期下, 1.6L 以下的 SUV 车型会继续作为 4 季度燃油车增长的催化剂支撑燃油车的销售。

乘用车 OEM 厂商的利润率连续三个季度下跌, 但商用车 OEM 厂商的利润率保持稳定。由于今年三季度燃油车销售的疲弱、大宗商品价格的上涨, 我们预计乘用车 OEM 厂商的平均利润率将在第四季度继续下跌; 而商用车 OEM 的利润率会相对乘用车企业更加稳定, 主要因为年初至今基础设施建设的强劲需求。在新能源补贴减少后, 新能源汽车的平均销售价格已经出现下跌, 因此新能源汽车零部件供应商前三季度的利润率也出现了下跌。不过, 考虑到新能源汽车出货量增长改善的预期, 我们认为新能源汽车供应商第四季度的收入和盈利增长将有所好转。

(田阳 CE No.: BGL791)

❖ 风能月报: 利用小时数增长放缓 (20171114)

- 10 月, 龙源和华能的风电上网电量增长表现完全不同——龙源同比增长 10.4%, 而华能同比减少 4.4%。我们认为, 这主要与其各自风电场的季节性风速有关。
- 风电的限电情况在 10 月继续改善。其中, 龙源的限电率同比减少 4.5 个百分点, 而华能同比减少 4.0 个百分点。即便如此, 受风速影响, 总体的利用小时数增长环比有所放缓。
- 我们重申龙源和华能的“买入”评级, 但投资者应提防应收账款的显著增加对风电场的经营性现金流和企业估值造成的负面影响。

10 月单月增速和年初至今增速与 9 月相比均有所减缓。10 月, 龙源国内的风电上网电量同比增长 10.4% (2016 年 9 月同比增加 27.8%)。相反, 华能当月的上网电量同比减少 4.4% (2016 年 9 月同比增加 47.6%)。今年前 10 个月, 龙源国内的风电上网电量同比增加 13.8%, 华能同比增加 13.3%; 分别低于前 9 个月 14.3% (龙源) 和 15.7% (华能) 的同比增速。我们认为, 这主要与华北地区 (河北、山西和山东) 10 月风速的季节性减弱有关, 该地区的上网电量出现了同比的大幅下跌。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

华东和华南是龙源的主要发电量贡献地区，分别占10月风能发电量的28%和9%左右，分别同比增加23.5%和19.6%；其中华东地区9月的发电量同比减少13.0%，因此10月发电量出现显著改善。与此同时，西北和华东地区的上网电量分别同比增长26.0%和35.5%，与9月相比均有所放缓。不过，华北地区在第三季度实现连续三个月的增长后出现了10.5%的下跌，但已被其他地区的增长部分抵消。管理层指出，公司整体的限电率同比减少4.5个百分点至5.9%（2016年10月为10.3%）。

同时期内，华能国内6个主要发电省份（内蒙古、广西、广东、浙江、吉林和新疆）均实现增长。其中，内蒙古10月上网电量占比达23%左右，同比增长6.8%；而云南10月上网电量占比达8%左右，同比减少28.4%。相反，龙源的云南风电场发电量则在10月同比增长14.1%。我们认为，这与云南东（龙源风电场所在地）、西部（华能风电场所在地）风速的差异有关。管理层指出，华能整体的限电率同比减少了4.0个百分点至6.0%（2016年为10.0%）。

应收账款显著增加对估值造成不利影响。自龙源和华能于10月最后一周公布第三季度业绩以来，两家公司的股价均出现了9-10%的下跌。在单月限电率不断改善的背景下，我们认为其业绩疲弱主要由于应收账款的增速已超过风电板块核心收入的增速，而我们的渠道调研显示该趋势难以在年底前出现好转，因此市场担忧不断加剧。因此，我们维持龙源和华能的“买入”评级，并期待政府采取有效措施缓解用于补贴风电场应收账款的可再生能源资金短缺问题。

(姚雪 CE No.: AWK470)

❖ **舜宇光学科技(2382 HK)：增长势头强劲，但可能已被市场反映（持有/目标价：143港币/20171113）**

- 日前奥地利微电子公司AMS（AMS SE，未评级）公布，与舜宇光学科技子公司舜宇光电达成战略合作，共同为手机设备及汽车进行3D感应镜头解决方案的开发和销售。
- 此外，舜宇光学科技将于2017年11月10日加入恒生指数，我们认为这将反应了市场对公司的市场地位、增长前景以及企业治理的认可。
- 我们将公司2017/18/19财年的收入和盈利分别上调2.1%/3.5%/5.8%和0.5%/17.3%/13.7%，并基于DCF模型将目标价由98.1港币上升至143港币。维持“持有”。

与AMS合作助力舜宇进军3D感应市场。AMS是苹果iPhone手机环境光传感器（ALS）以及iPhone X 3D感应相机系统晶圆级光学镜头（WLL）的主要供应商。我们认为，与AMS的合作将巩固舜宇在相机模组领域以及国内快速发展的3D感应市场的领导地位。有鉴于AMS在3D感应和WLL方面领先的技术优势、舜宇在模组和主动对准（AA）设备制造的强劲实力以及与中国手机制造商良好的合作关系，此次合作将帮助提升双方在供应链方面的领导力。

明年出货量预计将维持强劲。今年1-10月，舜宇HLS/HCM/VLS的总出货量分别同比增加72.1%/26.5%/44.3%，表明公司将超过其先前给出的指引（分别同比增长45%-50%/20%-25%/35%-40%），因此全年出货量将维持强劲；同时三大业务的市场份额也在不断提升。

下一代光学镜头的先行者。舜宇是为数不多可为3D感应模组同时提供ToF和结构光解决方案的供应商。公司在智能手机传统相机（模造玻璃和铸造玻璃）和塑料镜头的占据行业领先地位，因此将受益于混合镜头的不断发展。不过，舜宇已成功跻身WLL（2013年起）、7P镜头、3倍光学变焦、板上封装（MOC）/芯片上封装（MOB）等高端产品市场，表明公司已经做好准备迎接下一轮的光学器件升级。



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

不仅局限于智能手机业务。公司在智能手机镜片和相机模组树立了市场领导力,同时不断拓展非智能手机方面的应用。例如,公司已成为海康威视(002415 CH,未评级)最大的镜片供应商以及大华股份(002236 CH,未评级)的主要供应商;海康威视和大华股份分别是世界排名第一、第四的视频监控解决方案供应商。此外,舜宇也是无人机市场相机模组和避障模组的主要供应商。

维持“持有”。我们将公司2017/18/19财年的收入和盈利分别上调2.1%/3.5%/5.8%和0.5%/17.3%/13.7%,并基于DCF模型将目标价由98.1港币上升至143港币,相当于2018财年36.5倍的市盈率和13.0倍的市帐率。舜宇目前的估值已经充分反应了其增长前景和技术优势。尽管长期前景看好,公司仍缺少短期的增长驱动力。因此我们维持“持有”。

(柳太胜 CE No.: AM0971 沈翔飞 CE No.: BHV664)

❖ 华虹半导体(1347 HK): 收获期才刚刚开始(买入/目标价: 18.0港币/20171108)

- 华虹公告2017年第三季度业绩,公司收入、毛利润和毛利润率连续两个季度创新高,三季度税前收入也创下历史高位。
- 今年第二和第三季度,公司来自工业和汽车产业相关业务收入几乎实现两倍增长,表明公司将全面受益于“中国制造”的升级和国内电动车的兴起。
- 我们将2017/18/19财年的盈利预测分别上调1.0%/4.7%/6.4%,并基于DCF模型将2018年年底前的目标价由12.8港币上调至18.0港币。维持“买入”。

收入和毛利润率连续两个季度刷新历史高位。今年第三季度,华虹收入、毛利润和毛利润率再创新高,税前收入也创下历史高位,主要由于1)订单强劲提升利用率(第三季度达97.8%),2)资本开支和研发开销(集中8英寸)平稳,3)规模效应提升。管理层指引第四季度的收入环比增速将达到3%、毛利润率将达到33-34%,收入持续增长指引表明公司将不会在年底暂停生产。尽管公司不断努力扩张产能(我们估算每年扩张10%左右),华虹在未来的2-3年仍将面临产能不足。

产品契合市场和产业需求。按技术节点和生产平台分,华虹第三季度所有产品均实现了强劲的收入增长。值得注意的是,按产业分,华虹的产品与市场 and 电子消费品、工业和汽车等产业的契合度非常高。此外,华虹工业和汽车业务的收入已经几乎实现了两倍增长。中国制造升级和电动车的兴起下,我们认为这两项业务未来增长前景乐观。

12英寸业务应在规划之中。我们认为,尽管目前尚无确定时间表,但管理层对涉及12英寸业务的回应表明,公司应开始规划发展12英寸业务,在我们看来最有可能通过从母公司收购12英寸业务的方式进入12英寸市场。

估值提升仍有很大空间。有鉴于出货量和平均销售价格的提升,我们将公司2017/18/19财年的收入和净利润分别上调3.3%/4.1%/6.2%和1.0%/4.7%/6.4%,并基于DCF模型将2018年年底前的目标价由12.8港币上调至18.0港币。公司2018财年的市盈率/市帐率分别为10.8倍/1.0倍,与全球和国内的同业公司相比,华虹目前的估值仍具吸引力。维持“买入”。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

❖ **龙源电力 (916 HK): 应收账款增加拖累估值 (买入/目标价: 6.30 港币/20171108)**

- 我们将目标价由 7.11 港币下调至 6.30 港币, 以反映公司增加的应收账款天数。
- 有鉴于上网电量的持续增长, 我们认为公司的应收账款天数或将在 2017 年年底前维持现有水平。
- 我们维持盈利预测不变, 并维持“买入”评级。我们仍在等待政府公布可行性措施(绿证的细节), 以解决可再生能源补贴的支付问题。

应收账款增速已超过 2017 年年初至今的收入增速。根据公司披露的信息, 龙源 2017 年上半年的应收账款已同比增加 60.5% (环比增加 78.8%)。同时期内, 风电业务的收入同比增长 10.2% (环比增长 17.3%)。一般来说, 应收账款年底完成结算后有所下降; 但根据 2014-16 年的历史数据, 我们估计公司的应收账款难以在 2017 年年底前出现明显的减少。总体来说, 我们估计应收账款的增加对公司全年经营性现金流从 2016 年的 135 亿元人民币基础上减少 30-40 亿元人民币 (20-30%左右)。

随着风能产业的不断开发, 风电厂的应收账款天数在 2008-10 年实现了快速增长后, 于 2011-15 年经历了持平/负增长的阶段。考虑到投资者更关心限电率的改善和上网电量的情况, 我们认为风电厂应收账款的温和增长并未引起市场的足够重视, 公司估值并未因此改变。

2017 年风电应收账款增速同比快速提升, 引起市场关注。与此同时, 风电收入却仍维持稳步增长, 细节如下:

	环比 (%)		同比 (%)			
	1H16	2H16	1H17	2H17E	2016	2017E
应收账款	54.9%	-10.2%	78.8%	-10.2%	39.1%	60.5%
收入	28.0%	-6.1%	17.3%	-0.5%	12.8%	13.3%

我们认为政府正在积极寻找弥补新能源资金短缺的解决方法, 因此并未就此断定公司的应收账款已经进入了快速增长的阶段, 但我们认为应收账款在 2016-20 年期间 (13FY) 的增速将超过其相关收入的增速。不过, 我们确实认为公司的应收账款增加对其经营性现金流和企业估值造成的影响。因此, 基于 DCF 模型我们将目标价由 7.11 港币下调至 6.30 港币, 调整后的目标价与目前的股价相比有 11.1% 的上升空间, 仍维持“买入”评级。我们的目标价对应 2017/18 财年 1.05/0.96 倍的市帐率, 而市场一致预期的目标价对应的市帐率为 2017/18 财年 0.90/0.82 倍。

(姚雪 CE No.: AWK470)

❖ **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。



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

- 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”。

(苏励嫻 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, 可能抵消华颂 7 的亏损。
- 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。

❖ **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。
- 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%。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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。

(苏励姗 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% 三年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)



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
01997. HK	九龙仓置业地产投资有限公司	地产投资	N/A	N/A	23/11/2017
08402. HK	GT Steel Construction Group Limited	建筑及装修	0.50-0.70	2017/11/07-2017/11/10	17/11/2017
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
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
03358. HK	荣威国际控股有限公司	休闲娱乐	4.38-5.80	2017/11/06-2017/11/09	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
02858. HK	易鑫集团有限公司	汽车及零部件	6.60-7.70	2017/11/06-2017/11/09	16/11/2017
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
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
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
06083. HK	环宇物流(亚洲)控股有限公司	仓储物流	N/A	N/A	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

(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)
15/11/2017	8300	皇玺餐饮集团	HKD 0.105	HKD 46.300M	普通股份	20	配售/发行 (业务发展)
14/11/2017	1808	企展控股	--	HKD 85.999M	可换股债券	0	代价发行 (收购项目 购香港证券业务)



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

14/11/2017	1900	中国智能交通	HKD 0.503	RMB 37.500M	普通股份	5.297	代价发行 (收购项目 购电力工程采购、建造及整合业务)
14/11/2017	1808	企展控股	HKD 1.100	HKD 143.886M	普通股份	24.844	代价发行 (收购项目 购香港证券业务)
10/11/2017	1580	大森控股	HKD 0.600	HKD 89.600M	普通股份	20	配售/发行 (业务发展)
10/11/2017	1460	扬科集团	HKD 0.151	HKD 66.000M	普通股份	10.913	代价发行 (收购项目 购信息科技基础设施业务)
9/11/2017	548	深圳高速公路股份	--	RMB 2.200B	可换股债券	0	配售/发行 (业务发展 发行可转换为新A股之债券)
9/11/2017	8173	万亚企业控股	HKD 0.190	HKD 246.600M	普通股份	38	供股/公开发售 (扩大资本基础; 偿还债务 合并后一供十九)
9/11/2017	8173	万亚企业控股	HKD 0.190	HKD 423.500M	普通股份	65.263	代价发行 (收购项目 购香港室内设计业务)
9/11/2017	891	利邦	HKD 1.200	HKD 2.215B	普通股份	105.695	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)

(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

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