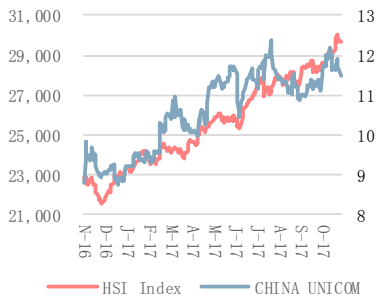


恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌 (%)
恒生指数	29,680.9	(0.02)
上证指数	3,333.7	0.34
标准普尔指数500	2,627.0	0.98
道琼斯指数	23,836.7	1.09
纳斯达克指数	6,912.4	0.49
日经225指数	22,486.2	(0.04)
富时100指数	7,460.7	1.04
欧洲Stoxx50指数	3,583.5	0.55

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	58.0	(0.55)
COMEX黄金	1,294.0	(0.02)
LME铜	6,942.0	(0.86)
CBOT大豆	993.0	(0.30)
BDI	1,477.0	1.00

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	1.7480	0.00
美国5年期国债	2.0603	0.02
美国10年期国债	2.3286	(0.02)
美国30年期国债	2.7588	(0.01)
德国10年期国债	0.3375	(0.73)

外币汇率

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.8033	0.04
美元/人民币	6.6078	0.13
欧元/人民币	7.8495	(0.30)
港币/人民币	0.8468	(0.10)
美元/日元	111.48	(0.11)
欧元/美元	1.1840	0.08

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	15.64	(0.38)
安硕A50	15.18	(0.26)
德银X-trackers	31.13	0.35
恒生H股指数	118.50	(0.50)
中银报城-沪深300	38.25	-
华夏沪深300	41.30	0.12
CBQX 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 (762 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, 且公司未来两年盈利率会大幅度提升。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

- ❖ 亚太地区借款人2017年发行永续债规模创历史纪录, 达496亿美元。 [彭博]
- ❖ 据知情人士, 中国证监会暂缓审批部分投资港股的共同基金。 [彭博]
- ❖ 美国消费者信心在11月份再创2000年后新高, 据其200年的历史最高近在咫尺。 [彭博]
- ❖ 据香港南华早报, 领展将把购物中心售予GAW Capital和高盛组成的财团。 [彭博]
- ❖ OPEC据悉支持减产九个月, 等待俄罗斯发话。 [彭博]
- ❖ 据彭博, 高盛和巴克莱预计明年全球经济增长达4%, 将是自2011年以来最强水平。 [彭博]
- ❖ 今日公布宏观经济数据: 英国11月BRC商店物价指数年率, 日本10月大型零售商销售年率, 法国第三季度GDP季率, 英国10月消费者信用净贷款, 欧元区11月经济信心指数。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 江淮汽车(600418 CH)拟与大众汽车成立一家多用途车合资公司 [路透]
- ❖ 联想集团(992 HK)向中国新城(1278 HK)子公司出售武汉写字楼 涉资12.4亿人民币 [阿斯达克财经]
- ❖ 发改委: 目标到2020年轨道交通装备等制造业形成全球领军企业 [阿斯达克财经]
- ❖ 光大控股(165 HK)转让信托权益收益640万元 [阿斯达克财经]

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】

- ❖ 南旋控股(1982 HK): 市场份额进一步提升 (买入/目标价: 3.0 港币/20171128)
- ❖ 枫叶教育(1317 HK): 强劲的增长势头将持续 (买入/目标价: 10.2 港币/20171128)
- ❖ 中通服(552 HK): 不可错过的5G标的 (买入/目标价: 6.00 港币/20171124)
- ❖ 互太纺织(1382 HK): 股息率吸引、支撑估值 (买入/目标价: 10.4 港币/20171124)
- ❖ 德永佳集团(321 HK): 18财年下半年业绩回暖, 但不确定性持续 (持有/目标价: 4.50 港币/20171120)
- ❖ 昂纳科技(877 HK): 不要错过技术“黑马” (买入/目标价: 6.80 港币/20171117)
- ❖ 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

❖ 南旋控股(1982 HK): 市场份额进一步提升 (买入/目标价: 3.0 港币/20171128)

- 南旋控股 2018 年上半年业绩强劲、与我们的预期相符, 受主要客户优衣库的双位数百分比销售增长所支撑。
- 我们认为, 公司的市场份额正在不断提升, 透过技术升级, 新发展为优衣库生产整件针织服饰, 从而帮助公司获得更多体育服饰新客户。产品多样化为公司带来了市场份额的进一步提升。
- 针织鞋面服饰生产业务的收购预计将于 2017 年 12 月底前完成。我们将公司 2018/19 财年的销售预期上调 1.5%/4.3%, 并将 2019 财年的 EPS 预测上调 8.5%, 但维持 2018 财年的 EPS 预测不变。因此, 基于 2018 财年 11 倍的市盈率(之前为 9.8 倍), 我们将目标价由 2.4 港币上调至 3.0 港币, 主要考虑到针织鞋面业务的收入贡献占比提升。我们认为, 目前的市场价格并没有完全反应针织鞋面业务的贡献。重申“买入”。

销售订单增长。2018 年上半年, 由于优衣库的销售同比大幅提升 24.5%, 导致平均销售单价(ASP)提升 13.7%(新羊绒订单的 ASP 较高)、销量增加 4.6%, 从而推升南旋控股的收入同比增长 19%。而公司第二大客户 Tommy Hilfiger 的销售依然疲弱, 同比减少 14.1%, 但与 2017 财年 15.9% 的同比跌幅相比有所收窄。管理层预计 2018 年下半年的订单增长将维持和上半年相似的水平。不过, 上半年快速订单的占比由过去的 20% 提升至 25-30%。因此, 我们认为公司上半年的盈利贡献占比由过去的 70% 左右减少至 65% 左右。

整件服饰的生产。由于快速订单占比提升, 公司成功将投资重点转移至整件服饰生产业务, 2017 年 10 月前已有 180 台全服饰生产机器到位, 预计将在 2017 年 12 月底前增加至 256 台, 年化产能达 150-180 万件。2018 年上半年, 公司已具备能力为优衣库生产 870,000 件整件针织服饰(羊绒订单除外)。这部分整件针织服饰的平均出厂价为 15-25 美元/件左右, 与传统服饰 11-15 美元/件的价格相比有明显溢价。与传统服饰相比, 整件针织服饰生产可将生产交货期减少 50%, 从而节省了人工成本和原材料浪费。同时, 公司通过这些机器和高质量的产品已获得体育服饰新客户。因此, 我们认为这是公司一项重要的战略发展, 我们预计其未来市场份额将进一步提升。

估值和盈利预测调整。我们将公司 2018/19 财年的销售预期上调 1.5%/4.3%, 并将 2019 财年的 EPS 预测上调 8.5%, 但维持 2018 财年的 EPS 预测不变。因此, 基于 2018 财年 11 倍的市盈率(之前为 9.8 倍), 我们将目标价由 2.4 港币上调至 3.0 港币, 主要考虑到针织鞋面业务的收入贡献将在 2019 财年提升至 15%。我们的综合市盈率基准计算如下: 15%*17.5 倍市盈率(台湾百和未来 1 年预期市盈率) + 85%*9.8 倍市盈率。

(苏励珊 CE No.: AHA295)

❖ 枫叶教育(1317 HK): 强劲的增长势头将持续 (买入/目标价: 10.2 港币/20171128)

- 枫叶教育 2017 财年业绩与我们的预期相符, 主要受到入学人数增长推动, 因此规模效应的利好增加。
- 截至 2017 财年年底, 公司的递延收入同比增长 25.6%, 主要由于截至 2017 年 10 月底其入学人数同比增加了 36.5%。我们认为公司深圳学校的轻资产模式将最早在 2018 年变现, 或将成为潜在的催化剂。
- 我们上调 2018/19 财年的利润率假设, 并将 EPS 预测分别上调 5.9%/7.6%。因此, 我们基于 DCF 模型, 将目标价由 7.9 港币上调至 10.2 港币。重申“买入”评级。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

2018 财年目标增加 12 所新学校。公司于 2017 财年新增 14 所学校,并计划于 2018 财年再增加 12 所学校。新学校大多数为学前班、小学和中学。我们估计总共可容纳学生人数为 7,135 人,同比增长 17%左右。除此之外,公司计划翻新其武汉校园、同时在北京和深圳开办更多轻资产模式的学校。深圳学校的扩张预计将最早于 2018/19 年变现、而北京为 2019/20 年。

开办更多学前班。为进一步拓展学校的直升体系,枫叶教育计划今后每年在现有的 18 个城市增加 1-2 个学前班,预计将进一步巩固学生资源、保证入学学生的英文水平,这对于保障其小学到高中的直升体系至关重要。截至 2017 年年底,枫叶运营的学前班总数达 16 所。

2017/18 学年的学费调整空间有限。管理层表示,由于公司一般每三年调整一次学费,而去年武汉、大连和重庆校区已经上调了学费,因此 2017/18 学年将不会有直接的学费调整计划。2017 财年每位学生平均学费同比减少 1.5%至 38,600 元人民币/年,主要由于新学校中大多是中小学、海口学校的学费相对较低。我们预计该趋势将会持续到 2017/18 学年。

新教育法下的影响。枫叶计划将一、二线的学前班和高中注册成为新教育法下的营利性学校,预计此举可能使得有效税率有所提升,但公司在学费调整方面灵活性更强,因此可抵消增长的税率。不过,目前公司对此暂无最终定论。

重申“买入”。我们预计枫叶教育将受益于内生和外部增长,在 2018 财年维持强劲的学生人数增长势头。我们因此将 2018/19 财年的 EPS 分别上调 5.9%/7.6%,并基于 DCF 模型将目标价由 7.9 港币上调至 10.2 港币。重申“买入”。枫叶教育 2018 财年的市盈率为 22.3 倍。

(苏励姗 CE No.:AHA295)

❖ 中通服 (552 HK): 不可错过的 5G 标的 (买入/目标价: 6.00 港币/20171124)

- 今年以来投资者开始寻找 5G 的受益标的,我们认为中通服作为 5G 最直接受益者尚未被市场认知。
- 我们的渠道调研表明,中国电信运营商在传输网络和 FTTx 方面的开销出现回升,将利好中通服。
- 我们将 2017/18/19 财年的收入和盈利预测分别上调 0.3%/0.5%/0.6%和 1.6%/4.1%/4.1%;并基于 DCF 模型将目标价由 5.8 港币上调至 6.0 港币。维持“买入”。

5G 的早期受益者。我们认为中短期内 5G 不会对通讯设备商带来任何实质性的收入贡献。电信运营商已经公布了 5G 的规划时间表,计划于 2019 年实现试商用。我们认为中通服将成为 5G 的早期受益者,主要由于电信运营商通常会提前展场地试验和网络规划。

电信运营商在 5G 之前抢先升级传输和 FTTx 网络。我们的渠道调查显示,中国电信运营商在光纤网络升级方面的开支出现回升,主要由于电信运营商在 5G 之前提前对传输网络进行带宽升级,以及加快家庭用户向 FTTH 迁移。另外,像日本 NTT 等发达市场的电信运营商已经开始部署 400Gbps 的传输网络,中国的电信运营商可能会在未来的两至三年迎头赶上。

铁塔公司的贡献不断上升。2017 年上半年,铁塔公司成为中通服的第三大客户(收入贡献占比超过 5%)。由于铁塔公司正在筹备上市(预计在 2018 年),铁塔公司的资本支出将大幅提升,将成为中通服收入增长的重要动力。另外,管理层注意到安全监控、交通、电网等其他非通信市场的需求持续强劲。

增长稳健、估值便宜。我们将 2017/18/19 财年的收入和盈利预测分别上调 0.3%/0.5%/0.6%和 1.6%/4.1%/4.1%;并基于 DCF 模型将目标价由 5.8 港币上调至 6.0 港币。公司 2018 财年的市盈率为 10.3 倍、市帐率为 1.0 倍、股息率为 3.4%,并未反映公司作为 5G 主要受益者具有盈利可见性高、现金流强劲以及股息率稳定的优点。

(柳太胜 CE No.:AM0971)

❖ **互太纺织 (1382 HK): 股息率吸引、支撑估值 (买入/目标价: 10.4 港币/20171124)**

- 尽管越南厂房被迫暂停生产，互太纺织 2018 财年上半年业绩依然强劲，销量增长和成本控制都有不俗表现。
- 目前越南工厂围堵已经清理完毕，并计划在 2017 年 12 月恢复生产，因此我们认为公司在 2018 财年上半年已经见底。
- 此外，公司在手现金依然充足，足以维持高派息率。我们下调 2018 财年的 EBIT 利润率假设、下调 2018/19 财年的平均销售价格 (ASP) 预测，因此将 2018/19 财年的净利润预测分别下调 2.4%/5.1%。基于 DCF 模型，我们将目标价由 10.6 港币下调至 10.4 港币。重申“买入”。

销量增长积极。 尽管越南工厂上半年生产受阻，公司的销量同比增长 4.3% 至 8,230 万磅，主要受运动服饰面料销售以及国内市场增长所推动。但是，产品组合改变导致 ASP 同比下跌 4.9% 至 36.5 港币/磅，主要因为外衣销售占比提升、但外衣的 ASP 不及内衣，这可能与越南工厂停产造成的优衣库订单损失有关。因此，互太纺织已经调整了产能分配，以迎合更多国内客户需求并弥补损失。不过，由于越南工厂围堵现已清理完毕，并计划在 12 月恢复生产，公司现状预计将在 2018 年第四季度出现反转。虽然工厂生产恢复到正常水平仍需数月的时间，我们认为公司 2018 财年上半年的收入和利润率已经见底。根据管理层指引，2018 财年下半年 ASP 将实现环比改善。

成本控制有力。 尽管 2018 财年上半年棉花和合成纤维等原材料的成本上涨，我们测算出公司用于生产的原材料和消耗品平均单位成本同比减少 4.6% 至 26.3 港币/磅（已使用的原材料和消耗品总成本/总销量）；对比 2017 财年上半年同比减少 2.6% 和 2017 财年全年同比减少 1.6%。我们认为，这部分成本减少已部分抵消了上半年越南工厂停运所造成的额外固定成本开支（600 万港币/月）的负面影响。

现金流充足，股息率吸引。 我们认为，越南工厂停运对盈利的负面影响是一次性的。公司上半年的在手现金达 9.14 亿港币。我们预计公司将继续维持强劲的自由现金流，每年 9 亿港币左右加上有限的资本开支将在未来继续支持公司维持强劲的派息率 (>90%)。我们预计 2018/19 财年的股息率为 6.6%/6.9%。

估值。 我们维持 2018 财年的销售预测；我们认为部分尚未偿付的越南工厂客户赔偿将不会在 2018 财年下半年确认，因此将 2018 财年净利润预测下调 2.4%。此外，有鉴于 ASP 下降的假设，我们将 2019 财年的销售和盈利预测分别下调 2.8%/5.1%。因此，我们基于 DCF 模型将目标价由 10.6 港币向下微调 1.9% 至 10.4 港币。我们认为公司已于 2018 财年上半年见底，因此重申“买入”。

(苏励嫻 CE No.: AHA295)

❖ **德永佳集团 (321 HK): 18 财年下半年业绩回暖，但不确定性持续 (持有/目标价: 4.50 港币/20171120)**

- 撇除一次性处置收益，德永佳上半年核心净利润下降 77% 至人民币 72.4 百万元，尽管收入增长 5%。除了外汇亏损和原材料成本上涨之外，我们认为零售业务部门的 EBIT 亏损亦是原因之一。
- 管理层对无缝服装生产的投资进一步明确，理由是 2017 年 12 月将有 100 台机器投入使用。
- 鉴于棉花价格的大幅上涨在 2017 年 9 月达到顶峰以及外汇损失不太可能扩大，我们预计下半年业绩会好转。尽管德永佳在无缝服装生产方面的扩张似乎令人鼓舞，因为它提高了毛利率，但由于市场竞争在不久的将来会加剧，所以我们对这种毛利溢价的可持续性还不确定。我们重申持有评级，将公司 18/19/20 财年盈利预测下调 34%/15%/6.3%，目标价下调至 4.5 港元（前次：4.7 港元）。

外汇亏损来自现金管理，人民币贷款以港币存款。 德永佳在 18 年上半年（17 年上半年：收益港币 12 百万元）因在中国借入人民币计价的贷款并存入以港币存款，加之人民币升值，这种外汇损失对我们来说似乎是不透明的，因为它是在管理费用下记入的，没有单独披露。根据我们的估计，TEX 的收入应该是人民币 50%，港币/美元是 50%，而其成本大部分是人民币。因此，来自商业运作的外汇冲击不应该是非常显著的。事先没有单独披露的现金管理造成的外汇损失正在减弱其盈利的可预测性。不过，由于近期人民币基本保持稳定，外汇亏损的负面影响应该在下半年有所缓解。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

无缝生产投资更清晰。 德永佳预计, 2017年12月份将有100台合成无缝服装生产设备到货, 2018年将有100台。TEX预计生产量为800台/天, 出厂价为70港元/台。因此, 每台机器的年产量为29.2万台, 营业额达2000万元。我们预计18财年的销售收入为1.02亿, 而19财年的销售收入为8.18亿。预计毛利率为30%, 高于现有棉纺织品。此外, 德永佳还计划投资于鞋面面料的生产。

估值。 我们调高了18/19财年的收入预测, 调高了纺织品销售量, 增幅为1.5%/12.1%。然而, 由于我们削减了我们的毛利率假设, 我们削减了18/19E的每股盈利预测34%/15%。我们将目标价下调4.3%至4.5港元(前次: 4.7港元), 基于过去三年的平均市盈率为12.5倍, 向前移动一年到19财年。

(苏励珊 CE No.: AHA295)

❖ 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)

❖ 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”。



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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润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

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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。

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。

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。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

- 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。
- 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

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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,可能抵销华颂 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。

(翻译及编辑：周珂晖 CE No. : BHR437)

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致。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)



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
08429. HK	冰雪集团控股有限公司	N/A	0.48-0.60	2017/11/27-2017/11/30	8/12/2017
08406. HK	合宝丰年控股有限公司	休闲娱乐	0.20-0.35	2017/11/23-2017/11/28	7/12/2017
08495. HK	1957 & Co. (Hospitality) Limited	餐饮	0.625-0.875	2017/11/23-2017/11/28	5/12/2017

(阿斯达克财经网)

附表 2: 近期配股集资公司

日期	代号	名称	配股价	集资金额	配售类别	占已发行股本 (%)	集资方法 (集资目的)
23/11/2017	221	易易壹金融	HKD 0.235	HKD 21.600M	普通股份	19.809	配售/发行 (业务发展)
23/11/2017	611	中国核能科技	HKD 1.360	HKD 223.226M	普通股份	12.5	供股/公开发售 (扩大资本基础; 业务发展 八供一)
23/11/2017	1290	中国汇融	HKD 1.100	HKD 55.000M	普通股份	4.862	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
23/11/2017	8086	D X · C O M 控股	--	HKD 100.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
22/11/2017	8006	华泰瑞银	HKD 0.200	HKD 12.860M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
21/11/2017	8090	中国融保金融集团	HKD 1.000	HKD 60.000M	普通股份	3.534	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
21/11/2017	1227	国盛投资	HKD 0.035	HKD 42.040M	普通股份	50	供股/公开发售 (扩大资本基础; 偿还债务 二供一)
21/11/2017	6878	鼎丰集团控股	HKD 0.582	RMB 41.066M	普通股份	1.983	代价发行



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

(收购项目 购浙江省物业发展项目)

19/11/2017	555	御泰中彩控股	HKD 0.051	HKD 255.727M - 276.869M	普通股份	54.134	供股/公开发售 (偿还债务 二供一)
19/11/2017	555	御泰中彩控股	--	HKD 167.500M	可换股债券	0	配售/发行 (偿还债务)
17/11/2017	851	盛源控股	--	HKD 110.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
17/11/2017	241	阿里健康	HKD 4.000	HKD 1.770B	普通股份	4.715	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)
17/11/2017	8078	H M V 数码中国	--	HKD 150.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
16/11/2017	1140	东英金融投资	HKD 2.100	HKD 1.554B	普通股份	39.001	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
16/11/2017	6836	天韵国际控股	--	HKD 69.750M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)

(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