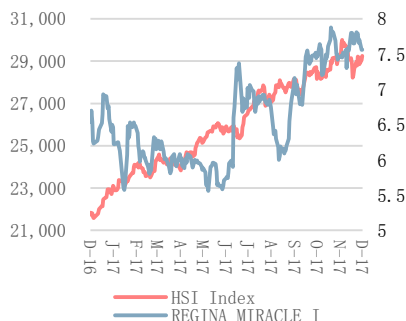


恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	29,253.7	0.70
上证指数	3,296.5	0.88
标准普尔指数500	2,681.5	(0.32)
道琼斯指数	24,754.8	(0.15)
纳斯达克指数	6,963.9	(0.44)
日经225指数	22,868.0	(0.15)
富时100指数	7,544.1	0.09
欧洲Stoxx50指数	3,582.2	(0.75)

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
WTI原油期货	57.6	0.23
COMEX黄金	1,261.7	0.00
LME铜	6,942.0	0.54
CBOT大豆	966.8	(0.59)
BDI	1,588.0	(2.00)

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	1.8506	(0.24)
美国5年期国债	2.2121	(0.45)
美国10年期国债	2.4509	(0.57)
美国30年期国债	2.8085	(0.44)
德国10年期国债	0.3762	22.55

外币汇率

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.8163	0.01
美元/人民币	6.6047	(0.18)
欧元/人民币	7.8072	(0.17)
港币/人民币	0.8448	0.20
美元/日元	112.89	(0.08)
欧元/美元	1.1840	-

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	15.32	2.00
安硕A50	14.84	1.92
德银X-trackers	30.51	0.43
恒生H股指数	116.40	1.04
中银报诚-沪深300	38.15	1.73
华夏沪深300	41.25	1.23
CBOX VIX	12.84	(1.15)

恐慌指数

名称	收盘	涨跌(%)

资料来源: 彭博

每周股: 维珍妮 (2199 HK)

- ❖ 维珍妮 2018 年上半年净利润同比增长 3.1 倍, 主要由于现有客户的订单回升以及新客户贡献带来的利润率改善。越南工厂于 2018 年上半年开始贡献利润; 由于产能正在逐步实现全年 4,000 万件的目标, 下半年公司的营运效率仍有进一步改善的空间。
- ❖ 尽管公司 2018 财年的回升将会进一步放缓, 我们认为越南 C 工厂于 2018 年第二季度投入生产后, 将在 2019 财年为公司带来显著改善。我们维持 2018/19 财年的销售预测, 但将利润率假设下调, 并因此将 2018 财年的 EPS 下调 31%; 我们维持 2019 财年的 EPS 不变。基于 DCF 模型, 我们将公司的目标价由 8.8 港币下调至 8.7 港币。按日历年的 EPS 调整, 公司 2018/19 财年的市盈率为 18.5/12.9 倍。重申“买入”。

宏观要闻

- ❖ 美国商务部数据显示, 经季节调整后, 美国 11 月建筑许可量由前值所创约两年半高位回落, 按月转降 1.4%(前值转升 7.4%), 以年率计回落至 129.8 万户, 但仍超过市场预期 127.3 万户; 且建筑许可量按年仍升 3.4%。 [彭博]
- ❖ 欧盟统计局(Eurostat)公布, 经工作日调整后, 欧元区 10 月建筑业产出按年升幅放缓至 2%, 前值上修至 3.5%。另季调后, 欧元区 10 月建筑业产出按月转跌 0.4%, 前值升 0.1%。 [彭博]
- ❖ 德国慕尼黑经济研究所(Ifo)公布, 经季节调整后, 德国 12 月 IFO 商业景气指数报 117.2, 低于市场预期的 117.5。 [彭博]
- ❖ 今日公布宏观经济数据: 日本所有产业活动指数月率(10月), 澳大利亚 Westpac 领先指标月率(11月), 英国央行行长卡尼演讲, 美国成屋销售(11月)。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 华润电力(836 HK)与母公司入股英国离岸风电场 总投资 6 亿英镑 [路透]
- ❖ 内地煤钢去产能超额完成 处置僵尸企业成明年重点 [阿斯达克财经]
- ❖ 协鑫新能源(451 HK)售後租回山西阳泉发电站光伏设备 涉 5.7 亿人民币 [阿斯达克财经]
- ❖ 深高速(548 HK): 未来或收购深圳以外高速公路 原则为回报率不低於 8% [阿斯达克财经]

朝闻香江导读

【中信建投: 宏观观察】

- ❖ 加息落地指引未变 美联储 2018 或趋鹰——FOMC12 月会议点评

【近期研究报告】

- ❖ 中国火电月报: 等待上网电价上调 (20171219)
- ❖ 南旋控股 (1982 HK): 技术进步推动增长 (买入/目标价: 3.8 港币/20171218)
- ❖ 丘钛科技 (1478 HK): 增长放缓使得估值承压 (持有/目标价: 10.5 港币/20171215)
- ❖ 舜宇光学 (2382 HK): 增长降温、估值承压 (持有/目标价: 115 港币/20171213)
- ❖ 风能月报: 风季实现强劲增长 (20171212)
- ❖ 紫金矿业 (2899 HK): 计划进一步收购黄金资产 (买入/目标价: 3.40 港币/20171204)
- ❖ 维珍妮 (2199 HK): 越南工厂产能爬坡提升营运杠杆 (买入/目标价: 8.7 港币/20171201)
- ❖ 火电板块: 市场担忧 2018 年上网电价涨幅不及预期, 拖累火电板块回调
- ❖ 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): 不要错失技术“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)



中信建投：宏观观察

❖ 宏观动态：加息落地指引未变 美联储 2018 或趋鹰——FOMC12 月会议点评（20171214）

北京时间 12 月 14 日凌晨, 美联储公布了 12 月货币政策声明, 将联邦基金利率目标区间上调 0.25% 至 1.25%-1.5%, 符合市场预期。在本次会议的声明中, 美联储维持了对于美国经济的乐观情绪, 并大幅上调了对未来经济增速的预期, 开始关注劳动力市场过热可能的负面影响。而在市场关注的通胀问题上, 美联储的观点也并未发生明显变化, 倾向于认为通胀疲软是由于暂时性因素导致的观点, 中期仍有望稳定在目标周围。

尽管美联储在本次会议上如期升息, 但在 11 月通胀仍然相对低迷, 反对在本次会议上加息的委员增多, 加上 2018 年加息预期仍然维持在 3 次的背景下, 市场将本次会议解读为鸽派, 在会议声明公布后, 市场对于 2018 年 3 月加息概率的预期由此前的超过 60% 降至 45%。但我们认为, 美联储对于美国经济增长仍保持了高度信心, 未来通胀将逐步回升也仍是美联储内部的主流观点, 税改也可能给通胀回升带来新的动力, 而随着鹰派委员的上位, 我们认为美联储渐进加息的路径在明年大概率仍将延续, 2018 年仍将加息 3-4 次。而目前市场仅预计 2018 年美联储将加息两次, 似乎有些低估了美联储收紧货币政策的意愿。

在全球经济延续复苏势头的背景下, 货币政策正常化将是 2018 年的趋势。而在中国, 经济的企稳与防范与化解金融风险的任务, 使得采取中性偏紧的货币政策不仅来自于外部约束, 更是内在要求。从长端利率上看, 受制于通胀乏力, 2017 年来发达经济体的长端利率反而有所走弱, 调整幅度远不如金融监管升级下的国内市场。而今年以来, 人民币贬值预期消退, 未来人民币汇率跟随美元指数进行双边波动, 大幅贬值的概率大大降低, 这也在一定程度上放松了美联储加息对于国内市场的约束。而在人民币汇率预期稳定、中美利差保护足够的背景下, 即便美债利率出现了超预期的上行, 其对于国内市场的影响也是相对有限的。

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

近期研究报告

❖ 中国火电月报：等待上网电价上调（20171219）

- 火电板块在上个月大幅回调 7-16%，主要由于市场传言 2018 年上网电价上调幅度不及市场预期。根据新闻，国家发改委可能计划将上网电价上调 0.005 元人民币/千瓦时，不及市场预期的 0.01-0.02 元人民币/千瓦时。
- 进入 12 月，秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格从底部缓慢回升，目前达 620 元人民币/吨，上涨 5 元/吨，主要由气温下降以及火电厂煤炭库存减少所致。
- 我们认为，火电板块已遭市场超卖。火电上网电价第二轮上调预计将于 12 月底公布、并于 2018 年 1 月 1 日起实施，火电板块的盈利有望进一步改善。有鉴于此，我们重申对火电板块的积极看法。

用电量增速提升，与我们的预期相符。 11 月，中国全社会用电量同比增加 4.7%、环比增加 3.5%（10 月同比增加 4.9%、环比减少 3.5%）。2017 年前 11 个月，用电量同比增速略有放缓至 6.6%（2017 年前 10 个月为 6.8%）。11 月，第二产业的用电量继续缓慢增长（同比增长 3.6%、环比增长 6.9%），其他所有产业用电量的环比降幅收窄至 3-7%（10 月的环比降幅达 15-28%）。

火电发电量增加、水电发电量减少。与我们的预期相符，11 月火电发电量环比上涨 8.3%、水电发电量环比减少 19.1%，主要由于进入冬季后来水量减少。我们预计这一趋势将在 2017 年 12 月继续；华北地区天然气短缺导致“煤改气”工程暂停后，火电发电量增速或将在 12 月进一步提升。

气温下跌、煤炭供给趋紧以及天然气短缺导致煤价温和反弹。 11 月煤炭产量环比增加 5.8%、同比减少 2.7%（火电环比增加 8.3%、同比增加 4.7%）；因此，我们认为 11 月煤炭出现供给趋紧。尽管在华北某些地区，天然气已经取代煤炭成为供暖燃料，由于天然气短缺后火电厂恢复生产、煤炭相对天然气在价格上更有竞争力我们认为煤炭的下游需求将维持强劲。此外，国家发改委向地方政府发出《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见》，以缓解煤炭价格出现剧烈波动。有鉴于此，我们认为煤炭价格将在 2017 年年底之前很难突破 630 元人民币/吨。

个股推荐。 我们于 11 月 20 日发布报告后，电力板块跌幅已达 7-16%。我们认为市场反应过激，在煤价企稳和第一轮上网电价实施后，火电厂盈利实际在 2017 年下半年出现改善。由于 2017 年上半年的低基数效应，我们预计 2018 年上半年行业的盈利将实现同比的大幅改善。就个股而言，我们继续推荐火电资产的利用小时数高于同业其他公司的三家公司：华能（902 HK，目标价：6.00 港币），华润电力（836 HK，目标价：16.00 港币）以及大唐（991 HK，目标价：3.30 港币），维持“买入”评级。

(姚雪 CE No.: AWK470)

❖ 南旋控股（1982 HK）：技术进步推动增长（买入/目标价：3.8 港币/20171218）

- 在南旋获批收购保丽信后不久，我们参观了保丽信位于惠州的针织鞋面工厂。
- 我们认为，由针织鞋面业务、整件服饰生产以及羊绒销售增加带来的潜在利润率改善尚未被市场完全认知。
- 根据 2018 财年 14.0 倍的可比市盈率（高于先前的 11.0 倍），我们将目标价由 3.0 港币上升至 3.8 港币，与同业平均相比有 22%左右的折让。我们预计，公司 2017-20 年未来三年 EPS 的复合年增长率将达到 25%。有鉴于经营性现金流强劲（>4 亿港币/年）、银行借贷成本低（1.7%）以及资本投资审慎，我们认为公司的估值将在未来获得进一步提升。我们分别将 2018/19/20 年的 EPS 预测下调 2.2%/上调 1.0%/上调 3.9%。重申“买入”。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

鞋面针织的市场潜力。许多投资者普遍认为针织鞋面的流行只是昙花一现，因此对针织鞋面技术需求的可持续性存在质疑。在我们看来，针织鞋面制造（包括模具和工具）对传统鞋履制造的替代是一次结构性的转变，主要由于针织制造过程可以缩短生产周期，而且这种高度自动化的生产过程可以降低人工输入和生产浪费。此外，该技术符合产品的定制化和个性化需求，同时能够结合人体工学理念。所有这些优点都符合未来的生产趋势。针织鞋面制造最早开始于2012年耐克推出的飞织运动鞋，该技术目前已经应用于休闲和时尚鞋履。除了鞋履产业，该技术也在服饰生产（耐克的飞织服饰）中得到应用，同时也可应用于手袋、汽车内饰和家居用品的制造。

针织鞋面将改善南旋整体的利润率。2,000台左右的针织鞋面设备需要约6.24亿港币的投资。我们估算需3.5-4年左右的时间实现盈亏平衡。针织鞋面的毛利润率>40%，与南旋传统针织业务相比有80%左右的溢价。根据我们的敏感性分析，鞋面收入每增加1%将带动南旋整体的毛利润率提升0.17个百分点。

整件运动服饰生产。目前，所有整件服饰生产的订单都来自优衣库。南旋是优衣库无缝立体针织技术“3D U-Knit”系列产品的独家供应商。南旋目前正在拓展体育服饰品牌的客户，其中包括现有的针织鞋面客户之一 Under Armour。由于生产交货期可以缩短超过50%，可减少劳工成本和原材料的浪费，因此整件服饰生产可推动平均售价的上涨和利润率的改善。

未来将获估值提升。我们分别将2018/19/20年的EPS预测下调2.2%/上调1.0%/上调3.9%。根据2018财年14.0倍的较高可比市盈率（之前为11.0倍），我们将目标价由3.0港币上升至3.8港币。我们预计，公司2017-20年未来三年EPS的复合年增长率将达到25%。

(苏励姗 CE No.: AHA295)

❖ 丘钛科技 (1478 HK): 增长放缓使得估值承压 (持有/目标价: 10.5 港币/20171215)

- 丘钛科技手机摄像头模组 (CCM) 出货量增长停滞，因此并未给市场带来惊喜。我们认为，如果 CCM 出货量增长持续乏力，将导致市场下调公司的增长前景。
- 此外，11月国内手机出货量持续低迷，而11月是手机生产的传统旺季。
- 我们对2017-19年最新的盈利增长预测低于市场一致预期15.6%-23.8%，反映出我们对国内手机产业更为谨慎的观点。我们将公司的评级由“买入”下调至“持有”。

出货量增长前景低迷。丘钛 CCM 出货量已经连续4个月维持低迷；我们认为，如果这种情况持续，将会引起市场调低对公司的增长预期。不过，11月指纹识别模组的出货量出现显著提升（达1.081万的历史高位）；尽管市场并未对此感到惊喜，我们认为，面部识别的不断流行导致了指纹应用的不确定性。由于手机供应商的主流机型将逐渐引用面部识别功能，指纹识别将面临更为激烈的竞争，因此价格和毛利润率都将在未来承压。

国内手机出货量降温。一般而言，11和12月是国内手机出货量的旺季，2015/16年11月的出货量环比增速分别为42.6%/32.3%；而2017年11月仅为12.7%。2017年1-11月，国内智能手机出货量同比减少8.7%，对比2015/16年的同比增速分别为19.2%/14.0%。我们认为，市场不断饱和以及缺乏创新都是导致手机需求疲弱的主要原因。此外，新款苹果手机似乎也难以提振销量。自2017年9月苹果推出新机型之后的三个月，平均出货量维持在720万台左右，稍高于2017年1-8月610万台的平均水平。

增长放缓使得估值承压。由于我们上一次调整预测为中期业绩前，我们将2017/18/19财年的收入和盈利分别上调3.3%/6.2%/2.7%和22.6%/26.4%/24.9%，并基于DCF模型将目标价上调至10.5港币。我们对2017-19年最新的盈利增长预测低于市场一致预期15.6%-23.8%，反映出我们对国内手机产业更为谨慎的观点。自2017年8月达到历史高位后，丘钛的股价已经回调超过50%。同时，由于我们看不到公司或行业层面出货量增长的迅速回升，因此认为近期没有催化剂。因此我们将评级由“买入”下调至“持有”。

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

❖ **舜宇光学 (2382 HK): 增长降温、估值承压 (持有/目标价: 115 港币/20171213)**

- 舜宇光学 11 月主要产品的出货量不及我们的预期, 与当月国内手机出货量同比减少 22% 的疲弱情况一致。
- 华为最近推出的点云深度摄像头由舜宇光学制造, 标志着公司作为国内 3D 感应模组先驱的又一个里程碑。
- 我们将 2018/19 财年的收入和盈利预测分别下调 4.3%/7.1% 和 11.5%/14.5%, 并基于 DCF 模型将目标价由 143 港币下调至 115 港币。维持“持有”。

受客户库存调整影响, 11 月出货量不及我们的预期。2017 年 11 月, 公司 HLS/VLS/HCM 的出货量分别同比增长 42.9%/19.5%/0.5%, 但环比分别减少 3.0%/10.1%/3.9%, 主要由于客户库存调整所致。2017 年 1-11 月, HLS/VLS/HCM 出货量的同比增速维持强劲, 分别为 68.5%/41.8%/23.5%, 我们认为这表明公司在国内市场的份额或将持续提升。

传统旺季下国内手机出货量疲弱。中国信息通信研究院数据显示, 1-11 月中国智能手机出货量同比减少 8.7% (安卓手机同比减少 8.3%), 而 11 月单月出货量则同比减少 21.7%。一般来说, 11 月是国内智能手机出货量的传统旺季, 2015、2016 年 11 月环比增速分别达 42.6%/32.3%, 而 2017 年 11 月仅为 12.7%。我们认为, 市场不断饱和以及主要型号缺乏创新是导致需求疲弱的主要诱因。我们认为, 近期国内智能手机出货量提升缺少主要推动力, 或将使得上游供应商的利润率承压。

仍是 3D 感应和下一代光学元件的先行者。华为点云深度摄像头的推出标志着公司深入中国 3D 感应供应链市场的又一个里程碑, 同时代表了公司的模组制造能力。尽管目前点云深度摄像头仍为外接的解决方案, 我们认为公司可在 2018 年上半年利用其微型化能力将云深度摄像头升级为内嵌式解决方案, 从而在快速发展的 3D 感应市场争取足够的发展空间。此外, 随着混合镜头组的不断流行, 公司已通过玻璃成型工艺实现了 1G5P 混合镜头组的量产 (自 2017 年 8 月起)。尽管我们认为该过程的成本效益不及 WLO/WLG (晶圆级光学元件/玻璃), 公司在玻璃镜头的丰富经验以及市场认可的制造能力 (例如 VLS) 象征着其作为下一代光学元件先驱的定位。

估值合理。我们将 2018/19 财年的收入和盈利预测分别下调 4.3%/7.1% 和 11.5%/14.5%, 并基于 DCF 模型将目标价由 143 港币下调至 115 港币, 相当于 2018 财年 35.1 倍的市盈率和 11.7 倍的市帐率。公司目前的估值已经反应了其增长前景和技术优势。维持“持有”。

(柳大胜 CE No.: AM0971 沈翔飞 CE No.: BHV664)

❖ **风能月报: 风季实现强劲增长 (20171212)**

- 2017 年 11 月, 国内主要风电公司的发电量均实现强劲增长, 其中龙源和华能的发电量分别同比增加 20% 和 25.4%。我们认为, 本次强劲增长主要由于风速回升以及华北和东北地区进入冬季后电力消耗的增长。
- 龙源和华能 11 月的限电率分别同比减少 4.0 和 5.0 个百分点, 单月整体的利用小时数分别达 212 和 235 小时, 为今年的最高水平。
- 继 11 月 6-8 日公布了强劲的营运数据后, 风电板块回升了 5% 左右。我们认为, 市场对应收账款急剧增加的担忧限制该板块迅速反弹。尽管如此, 目前阶段我们仍然维持龙源和华能的“买入”评级。

2017 年 11 月发电量增长强劲。2017 年 11 月, 龙源的风电上网电量同比增长 20%, 就 10 月 10.4% 的同比增速有大幅提升; 华能的风电上网电量同比增长 25.4%, 与 10 月 -4.4% 的同比负增长相比明显好转。2017 年前 11 个月, 龙源和华能的风电上网发电量增速提升至 14.5% 和 14.7% (前 10 个月分别为 13.8% 和 13.3%), 我们认为这主要由于风速回升以及华北和东北地区电力消耗增加有关。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

龙源华北和东北地区的电力消耗增长强劲, 分别同比增加 26%和 46.8%, 占 11 月风电发电量的 37%和 17%左右。华北地区的发电量增长与 10 月 10.5%的同比增速相比有明显提升。此外, 华南地区 11 月的上网电量同比减少 8.7%; 而 10 月同比增加 19.6%。龙源管理层表示, 公司整体的限电率同比减少 4.0 个百分点至 7.0% (2016 年 11 月为 11.0%); 较 10 月 5.9%的限电率环比改善 1.1 个百分点, 我们认为主要由季节性因素导致。值得注意的是, 公司在南非的风电场 (产能达 244.5MW) 已按计划于本月投入商业运行。

华能在华北、东北和华南地区也出现稳步增长, 分别同比增长 26.1%, 41.2%和 24.3%, 分别占 11 月风电发电量的 45%、17% 和 25%左右。与龙源相反, 华能在华南地区的增长十分强劲, 主要由于云南当地变电站升级工程完成后电量实现强劲回升。华能管理层表示, 公司 11 月整体的限电率同比减少了 5.0 个百分点至 6.0%左右 (2016 年 11 月为 11.0%左右)。

应收账款仍是拖累风电板块回升的主要拖累。受 11 月强劲的营运数据推动, 中国的风电板块自上周以来已经回升了 5%左右, 但目前增长势头乏力。我们认为, 应收账款增加一直是阻止板块快速回升的主要原因。除非政府出台解决可再生能源资金短缺的可行性方案, 应收账款增加仍将是投资者的主要担忧。尽管如此, 我们目前阶段仍然维持龙源和华能的“买入”评级。

(姚雪 CE No.: AWK470)

❖ 紫金矿业 (2899 HK): 计划进一步收购黄金资产 (买入/目标价: 3.40 港币/20171204)

- 我们与管理层最近的沟通重申我们对公司 2018 年增长前景的正面看法。紫金一直在积极寻找海外金矿项目的并购机会。
- 根据公司的项目时间表, 我们估计 2017/18 财年铜业务的 EBIT 贡献占比将维持在 39%, 超过金业务, 成为主要的增长驱动力。
- 过去三个月内, 紫金的股价已回调 20%; 我们认为其目前估值吸引, 并且应该已经完全反应了美联储加息带来的负面影响。考虑到紫金增长前景稳健、资源具拓展潜力且估值偏低, 我们维持“买入”评级和 3.4 港币的目标价, 该目标价与目前的股价相比有 28.3%的上升空间。

多元化金属资产组合发展前景明确。管理层对公司的“三足策略”充满信心。就铜业务方面, 公司计划进一步拓展刚果(金)的 Kolwezi 铜矿产能, 以应对预期将在未来出现的市场供应短缺; 而计划于 2020 年开工的 Kamoa 铜矿项目将成为中期的主要增长驱动。金业务方面, 公司正在积极寻求非洲和东南亚的并购机会, 以弥补紫金山金矿早前的资源消耗。锌业务方面, 由于管理层预计锌价将在未来的两年内维持上行趋势, 因此公司将维持“高品位低成本”的策略。

开采和冶炼的环保要求趋严。管理层预计, 政府将提高全行业的污染物排放标准。尽管如此, 公司的生产设备符合标准、正在进行开采的项目可能受益于规模效应, 因此环保要求趋严将不会对紫金带来额外的负担。

铜业务逐步成为主要增长点。我们估计, 2017/18 财年的铜业务 EBIT 贡献占比将维持在 39%/39%, 金分别维持在 36%/38%; 铜和金成为公司两大盈利增长驱动来源。我们预计公司的核心净利润将在 2017-19 年实现 17.4%的年复合增长率。我们的敏感性分析显示, 金、铜和锌的单位售价每波动 1%, 2018 财年的净利润预测将分别波动 9%、4%和 2%。

估值便宜。紫金 2018 财年的市帐率为 1.3 倍; 考虑到 ROE 改善、2018 财年 4.4%的股息率预测以及钴生产的潜在催化, 我们认为其目前估值便宜。因此, 我们维持“买入”评级和 3.4 港币的目标价, 相当于 2018 财年 1.7 倍的市帐率。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

❖ 维珍妮 (2199 HK): 越南工厂产能爬坡提升营运杠杆 (买入/目标价: 8.7 港币/20171201)

- 维珍妮 2018 年上半年净利润同比增长 3.1 倍, 主要由于现有客户的订单回升以及新客户贡献带来的利润率改善。
- 越南工厂于 2018 年上半年开始贡献利润; 由于产能正在逐步实现全年 4,000 万件的目标, 下半年公司的营运效率仍有进一步改善的空间。
- 尽管公司 2018 财年的回升将会进一步放缓, 我们认为越南 C 工厂于 2018 年第二季度投入生产后, 将在 2019 财年公司带来显著改善。我们维持 2018/19 财年的销售预测, 但将利润率假设下调, 并因此将 2018 财年的 EPS 下调 31%; 我们维持 2019 财年的 EPS 不变。基于 DCF 模型, 我们将公司的目标价由 8.8 港币下调至 8.7 港币。按日历年的 EPS 调整, 公司 2018/19 财年的市盈率为 18.5/12.9 倍。重申“买入”。

公司预计体育服饰的销售占比将在近期达到 10%左右。我们判断公司经营情况改善的重要指标之一是其通过服饰产能扩张和爬坡来提升经营性杠杆的速度, 这对于盈利改善至关重要。公司的服饰收入占比由 2017 财年的 1%增加至 2018 年上半年的 2.6%, 管理层认为将进一步增加至 10%左右。考虑到越南 C 工厂将于 2018 年 2 月春节后试生产, 因此我们认为公司可在 2020 财年实现服饰收入占比 10%的目标。C 工厂服饰生产的年产能为 3,000 件, 主要生产优衣库的订单。

越南工厂在 2018 年上半年开始贡献利润。越南工厂目前的营运效率只有深圳的 2/3, 因此我们认为还有进一步改善的空间。年初至今, 公司的越南 A 工厂已生产胸罩和贴身内衣 1,800 万件左右, 我们认为公司将在 2018 年年底完成其 4,000 件的产能目标, 表明其营运效率在下半年有进一步改善的空间。

订单强势增长将在 2019 财年持续。2018 年上半年, L Brands (LB US, 未评级) 订单的同比增速恢复到低双位数百分比, 预计该趋势将持续到 2019 财年。按区域分, 上半年来自日本市场的销售同比增长 5.7 倍, 收入占比达 6.5%, 高于 2017 年上半年的 1.5%。我们认为这主要由于优衣库在 2018 年上半年开始贡献收入。2018 年上半年, 优衣库已经成为了维珍妮的第二大客户。

维持“买入”, 目标价略微下调至 8.7 港币。我们认为公司 2018 财年的恢复将有所放缓, 但预计营运杠杆将从 2019 财年起持续改善。因此, 基于 DCF 模型, 我们将目标价由 8.8 港币下调至 8.7 港币。重申“买入”。

(苏励姗 CE No.: AHA295)

❖ 火电板块: 市场担忧 2018 年上网电价涨幅不及预期, 拖累火电板块回调

在近期与火电厂的内部会议上, 国家发改委计划将 2018 年火电上网电价价格上调 0.005 元人民币/千瓦时, 逊与市场预期的涨幅 0.01-0.02 元人民币/千瓦时*。

由于市场担心火电板块 2018 年的盈利情况, 自本周二起 (2017 年 11 月 28 日), 火电板块已经下跌了 3-5%。

注: 煤电联动机制下, 2018 年的火电上网电价预计涨幅为 0.03-0.04 元人民币/千瓦时。剔除 0.01-0.02 元人民币/千瓦时的调整 (这部分调整已经由各地政府公告并于 2017 年 7 月 1 日起生效), 2018 年的火电上网电价应上调 0.01-0.02 元人民币/千瓦时。

我们的观点

这并非国家发改委的最终决定。根据我们的渠道调研显示,主流火电厂目前正在积极呼吁提高2018年火电电价的上调幅度,因为目前提议的0.005元人民币/千瓦时,远低于煤电联动机制下的涨幅预期;该联动机制由国家发改委于2015年12月31日发布。煤炭价格逐步下跌,旺季反弹可能性很小。进入冬季后,煤炭现货价格在国家发改委的严格管控下呈现下行趋势,与传统趋势相悖。秦皇岛5500大卡动力煤的现价为615元人民币/吨,与10月价格相比降10元/吨。此外,2017年11月21-23日召开的秦皇岛煤炭交易大会上,国家发改委表示目前的煤炭价格仍然较高,因此政府需要采取措施引导煤炭价格下行至合理范围内。因此,我们重申之前的观点,认为煤炭价格将在2017年年底前维持在600-630元人民币/吨的水平。

重申2018年火电板块盈利能力改善的观点。假设1)2018年上网电价涨幅为0.005元人民币/千瓦时,2)2018年火电的上网电量及煤炭价格与2017年持平,我们大致测算了五家H股火电厂的盈利能力,结果仍然乐观:这几家火电厂的EPS预计将同比增加10-100%(参照各自2017年的可比基数)。因此,我们继续推荐三家火电公司:华能(902 HK,目标价:6.00港币)、大唐(991 HK,目标价:3.30港币)以及华润电力(836 HK,目标价:16.00港币),维持“买入”评级。

Fig1: 同业比较 (价格截至2017年11月29日)

Ticker	Rec	Mkt cap		Price	PT	Up/ dn (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		
		(US\$m)	Ccy				17E	18E	17E	18E	17E	18E	
CRP	836 HK	Buy	9,190	HKD	14.92	16.00	7.2	14.1	8.6	1.0	1.0	7.2	11.5
HNP	902 HK	Buy	13,103	HKD	4.99	6.00	20.2	27.4	8.8	0.8	0.8	2.9	8.5
DTP	991 HK	Buy	7,441	HKD	2.55	3.30	29.4	11.8	6.7	0.7	0.6	6.4	9.8
HDP	1071 HK	Hold	5,646	HKD	3.06	3.35	9.5	43.8	7.8	0.6	0.6	1.7	7.9
CPI	2380 HK	Hold	2,624	HKD	2.09	2.80	34.0	12.3	6.4	0.5	0.5	4.5	8.3

来源: 彭博, 中信建投(国际) 研究部

(姚雪 CE No.: AWK470)

❖ 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: $15\% \times 17.5$ 倍市盈率(台湾百和未来1年预期市盈率) + $85\% \times 9.8$ 倍市盈率。

(苏励姗 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。

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 将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。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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 亿港元。我们预计公司将继续维持强劲的自由现金流，每年 9 亿港元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”。

(苏励姗 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入，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。

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。

(苏励姗 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。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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.: AMO971)

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

- 虽然在市场预期之内, 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.: AMO971)

❖ 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)



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
01730. HK	贤能集团有限公司	物业管理及代理	1. 90-2. 36	2017/12/15-2017/12/20	29/12/2017
08422. HK	WT 集团控股有限公司	建筑及装修	0. 22-0. 26	2017/12/13-2017/12/18	28/12/2017
08485. HK	竣球控股有限公司	印刷及包装	0. 24-0. 28	2017/12/13-2017/12/18	28/12/2017
00784. HK	凌锐控股有限公司	建筑及装修	0. 45-0. 55	2017/12/13-2017/12/18	28/12/2017
02708. HK	艾伯科技股份有限公司	电子商贸及互联网服务	1. 50-1. 80	2017/12/14-2017/12/19	28/12/2017
03878. HK	Vicon Holdings Limited	建筑及装修	1. 00-1. 20	2017/12/12-2017/12/15	22/12/2017
08419. HK	AV 策划推广(控股)有限公司	其他支援服务	0. 40-0. 60	2017/12/08-2017/12/13	21/12/2017
01789. HK	爱康医疗控股有限公司	医疗器械及服务	1. 66-2. 00	2017/12/07-2017/12/12	20/12/2017

(阿斯达克财经网)

附表 2: 近期配股集资公司

日期	代号	名称	配售价	集资金额	配售类别	占已发行股本 (%)	集资方法 (集资目的)
14/12/2017	1963	重庆银行	USD 20. 000	USD 750. 000M	优先股	1. 199	配售/发行 (扩大资本基础 可转换为新 H 股)
13/12/2017	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)
13/12/2017	377	华君控股	--	HKD 218. 000M	可换股债券	0	配售/发行 (业务发展)
13/12/2017	650	I D G 能源	HKD 1. 000	HKD 1. 485B	普通股份	32. 217	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
12/12/2017	766	中盈集团控股	HKD 0. 105	HKD 29. 350M	普通股份	20	先旧后新 (扩大资本基础)



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

12/12/2017	356	鼎立资本	HKD 0.094	HKD 35.710M	普通股份	20	配售/发行 (业务发展)
12/12/2017	8218	毅高国际控股	HKD 0.180	HKD 10.800M	普通股份	6.25	代价发行 (收购项目 购香港证券、资产管理及借贷业务)
11/12/2017	572	未来世界金融	HKD 0.145	HKD 236.000M	普通股份	19.982	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)
8/12/2017	8153	科地农业	--	HKD 23.000M	可换股债券	0	代价发行 (偿还债务)
7/12/2017	377	华君控股	--	HKD 30.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础)
7/12/2017	1460	扬科集团	--	MYR 100.000M	可换股债券	0	代价发行 (收购项目 购马来西亚批发中心及电子商务平台)
7/12/2017	1039	鑫网易商	--	USD 10.000M	可换股债券	0	代价发行 (偿还债务; 取代前期债券/票据 本金额 相等于 7800 万港元)

(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