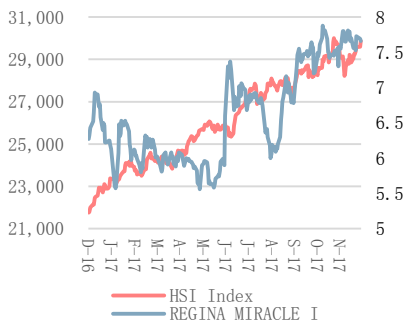




恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	29,863.7	0.90
上证指数	3,296.4	0.63
标准普尔指数500	2,687.5	0.18
道琼斯指数	24,837.5	0.26
纳斯达克指数	6,950.2	0.16
日经225指数	22,784.0	(0.56)
富时100指数	7,622.9	0.03
欧洲Stoxx50指数	3,524.3	(0.73)

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
WTI原油期货	59.8	0.03
COMEX黄金	1,295.0	(0.01)
LME铜	7,289.0	0.68
CBOT大豆	956.8	(1.11)
BDI	1,366.0	(4.00)

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	1.9091	0.00
美国5年期国债	2.2336	(0.15)
美国10年期国债	2.4332	0.09
美国30年期国债	2.7584	0.09
德国10年期国债	0.4201	10.83

外币汇率

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.8457	0.07
美元/人民币	6.5335	(0.35)
欧元/人民币	7.8057	0.01
港币/人民币	0.8359	0.40
美元/日元	112.87	-
欧元/美元	1.1943	0.02

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	15.42	1.31
安硕A50	15.00	1.76
德银X-trackers	30.88	1.31
恒生H股指数	118.00	0.77
中银报诚-沪深300	38.00	(0.65)
华夏沪深300	41.00	0.61
CBOX 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: 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 11 月商品贸易逆差扩大至 2015 年 3 月以来最高水平, 批发和零售库存也有所增加 [彭博]
- ❖ 中国财政部发布新闻稿称, 2018 年要继续实施积极的财政政策, 增强财政可持续性 [彭博]
- ❖ 中国银监会拟修改法规, 进一步统一中外资银行市场准入标准 [彭博]
- ❖ 意大利总统宣布解散议会, 据悉明年 3 月举行大选 [彭博]
- ❖ 今日公布宏观经济数据: 中国 12 月非制造业/制造业 PMI、澳大利亚 11 月私营部门信贷环比、欧元区 11 月货币供应 M3 同比、意大利 11 月生产价格同比 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 联通 (762 HK) 与用友签署合作框架协议 [阿斯达克财经]
- ❖ 紫光集团斥 1.16 亿元增持联想控股 (3396 HK) [阿斯达克财经]
- ❖ 彩虹新能源 (438 HK) 向母企转让电力设备资产, 涉逾六千万人民币 [经济通]
- ❖ 中国能源建设 (3996 HK) 附属承包广东风电项目 [经济通]

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】

- ❖ 中国汽车行业月报: 新能源汽车销售增长继续, 补贴减少尚未确定 (20171220)
- ❖ 华润啤酒 (291 HK): 产品升级提振价格 (买入/目标价: 30.0 港币/20171220)
- ❖ 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)

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，人民币贬值预期消褪，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

❖ 中国汽车行业月报：新能源汽车销售增长继续、补贴减少尚未确定（20171220）

- 2017年11月，商用车卡车销售增速放缓拖累燃油车销量增速继续下滑。不过，受A0级轿车销售增长所支撑，乘用车销售维持稳定。由于购置税上调将从2018财年起生效，我们认为小排量轿车的出货量将在2017年年底前仍会维持强劲。
- 2017年前11个月，新能源汽车的总出货量已经超过60万台。基于2018财年新能源汽车补贴维持不变的假设，我们预计2017财年将超过70万台，2018财年超过90万台。
- 我们不排除政府提前一年削减新能源汽车补贴的可能性（原计划2019财年开始削减补贴）。不过，我们认为2018财年可能出现的补贴下调其幅度应该小于2017年，因此在2018年上半年对新能源汽车出货量的影响有限。

11月商用车销售放缓拖累燃油车总体出货量增长。11月燃油车销售的同比增长进一步收窄至0.7%（2017年10月为2%），我们将此归因于政策效应减弱以及高基数效应造成的商用车卡车销售的放缓。相反，乘用车销售维持稳定，其中A0级轿车销售的同比增速上涨至15%（高于10月的5%），表明小排量轿车的需求强劲。考虑到2018财年的购置税上调政策，我们认为小排量轿车的出货量将在2017年12月继续维持强劲。

2017/18财年的新能源车出货量与补贴政策高度相关。2017年前11个月，新能源汽车的累计销量已经超过60万台，高于2016财年全年的50万台；2017年下半年政策的负面影响减弱后，新能源汽车销量增速加快。如果假设政府在2018财年维持补贴额度和补贴目录不变，我们预计新能源汽车的出货量将在2017财年超过70万台，并在2018财年超过90万台。此外，我们预计受17年上半年低基数效应的影响，18年上半年的销量增速将会明显提升而在下半年有所放缓。

不排除政府在2018财年实施新能源汽车补贴削减的政策。考虑到出货量大幅上涨导致政府开销的增加，我们不排除政府在2018财年开始提前实施削减新能源汽车补贴的政策，比原计划提前一年。不过，我们认为18年可能出台的补贴削减计划其幅度将不及2017年。因此，补贴调整在18年上半年的影响相对有限，并且从下半年开始可能会逐步缓解。

（田阳 CE No. : BGL791）

❖ 华润啤酒（291 HK）：产品升级提振价格（买入/目标价：30.0港币/20171220）

- 我们的渠道调研显示，华润啤酒对其中高端产品进行品牌重塑，于今年“双十一”推出“概念系列”产品，表明非直接零售价格与今年8月相比有超过30%的上涨空间。
- 我们也注意到其他本土啤酒品牌中高端系列产品的价格出现上涨。相反，除日本外的进口啤酒价格均有所下跌。
- 华润啤酒正在经历更为激进的生产理性化调整，2017年关停的工厂数量增加，我们于计公司的减值损失将增加，但长期来看利会提升公司的ROIC。因此，基于对利润率假设的调整，我们将EPS预测分别下调18.2%/上调12.6%/上调26.8%。基于2018财年16.5倍的EV/EBITDA（之前为15.0倍），我们将目标价由24.3港币上调至30.0港币。

品牌重塑和产品升级，旨在增加对年轻人的吸引力。自2007年以来，华润啤酒一直沿用其中文商标，而品牌重塑后的新商标结合了现代与美学元素。此外，公司于今年“双十一”推出了“概念系列”的中高端啤酒产品，包括“勇闯天涯”、“纯生”和“脸谱”系列。“勇闯天涯”和“纯生”系列的价格与普通版本相比有33-37%左右的溢价，但“脸谱”系列价格与普通版本基本一致。其他本土品牌涨价。我们的渠道调研显示，哈尔滨啤酒和青岛啤酒等其他本土品牌纷纷上调了其中高端产品的价格，我们认为这部分由于原材料成本的上升和啤酒优质化的趋势。不过，崂山啤酒降价13%左右，表明低端市场的价格竞争依然存在。就进口品牌而言，朝日啤酒大幅涨价，但其他所有进口啤酒品牌几乎都有所下调。



生产理性化。 华润啤酒于 2016 财年关停了两家工厂，仅剩 200 万千升的年产能。工厂关停带来 4.64 亿元人民币的减值损失，其中有 1/3 直接来自工厂关停，其余来自废旧设备的淘汰。2017 财年，华润啤酒的生产理性化调整更为激进，关停的工厂数量估计达 3-5 家。因此，我们认为减值损失将上升至 7.08 亿元人民币左右的水平。尽管如此，我们认为看好公司长期资产改善，有利提升 ROIC。

估值。 我们将我们将 EPS 预测分别下调 18.2%/上调 12.6%/上调 26.8%。基于 2018 财年 16.5 倍的 EV/EBITDA（之前为 15.0 倍），我们将目标价由 24.3 港币上调至 30.0 港币。

（苏励嫻 CE No. : AHA295）

❖ 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”。

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，公司目前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”。

(柳太胜 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。

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力。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力来源。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可为 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%*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 财年下半年的 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。

(苏励嫻 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.: 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）



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
02025. HK	瑞丰动力集团有限公司	汽车及零部件	1. 60-1. 68	2017/12/19-2017/12/22	5/1/2018
08506. HK	中国福纺控股有限公司	机械装备及器材	0. 18-0. 28	2017/12/20-2017/12/27	4/1/2018
08501. HK	庄皇集团公司	建筑及装修	1. 56-2. 04	2017/12/18-2017/12/21	4/1/2018
03738. HK	阜博集团有限公司	电子商贸及互联网服务	2. 50-3. 70	2017/12/19-2017/12/22	4/1/2018
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

(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)
21/12/2017	2221	创业集团控股	HKD 3. 710	HKD 44. 386M	普通股份	2. 263	配售/发行 (业务发展)
21/12/2017	360	新焦点	HKD 0. 420	HKD 1. 000B	普通股份	49. 185	配售/发行 (扩大资本基础)
20/12/2017	8048	御德国际控股	HKD 0. 100	HKD 59. 423M	普通股份	50	供股/公开发售 (扩大资本基础; 业务发展 二供一)
20/12/2017	1778	彩生活	HKD 5. 000	HKD 436. 230M	普通股份	8. 762	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
19/12/2017	1478	丘钛科技	HKD 10. 800	HKD 216. 000M	普通股份	1. 825	配售/发行



(扩大资本基础;业务发展)

19/12/2017	1155	星辰通信	HKD 0.460	HKD 28.700M	普通股份	8	先旧后新 (偿还债务)
19/12/2017	1831	十方控股	HKD 0.145	HKD 42.000M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
19/12/2017	1778	彩生活	HKD 5.100	RMB 998.346M	普通股份	23.249	代价发行 (收购项目 购内地物业管理业务)
19/12/2017	198	星美控股	--	HKD 300.000M	可换股债券	0	配售/发行 (偿还债务)
18/12/2017	952	中国泛海金融	HKD 1.100	HKD 18.250B	普通股份	266.667	供股/公开发售 (扩大资本基础;业务发展 三供八)
18/12/2017	2768	佳源国际控股	HKD 6.110	HKD 1.418B	普通股份	10.45	先旧后新 (扩大资本基础;收购项目)
18/12/2017	2608	阳光100中国	HKD 3.100	HKD 728.671M	普通股份	9.89	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
17/12/2017	860	奥立仕控股	HKD 1.500	HKD 376.356M	普通股份	4.431	配售/发行 (扩大资本基础;收购项目;业务发展)
15/12/2017	1728	正通汽车	HKD 7.600	HKD 380.000M	普通股份	2.257	配售/发行 (业务发展)
15/12/2017	1918	融创中国	HKD 31.100	HKD 7.822B	普通股份	6.068	先旧后新 (扩大资本基础)
15/12/2017	92	冠军科技	HKD 0.860	HKD 65.300M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
15/12/2017	508	鼎亿集团投资	HKD 0.443	HKD 474.900M	普通股份	18.381	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
15/12/2017	1636	中国金属利用	HKD 3.800	HKD 158.824M	普通股份	1.694	代价发行



							(收购项目 购铜产品生产业务)
15/12/2017	1192	泰山石化	--	HKD 150.000M	可换股债券	0	配售/发行
							(扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
15/12/2017	8360	利骏集团香港	HKD 0.153	HKD 17.595M	普通股份	23.958	代价发行
							(收购项目 购香港室内设计及装修业务)
15/12/2017	8135	正美丰业	HKD 0.380	HKD 5.301M	普通股份	1.79	配售/发行
							(业务发展)
14/12/2017	2012	阳光油砂	HKD 0.264	HKD 16.000M	普通股份	1.089	配售/发行
							(扩大资本基础;业务发展)
14/12/2017	2309	伯明翰体育	HKD 0.140	HKD 170.000M	普通股份	14.491	代价发行
							(偿还债务)
14/12/2017	206	T S C集团	HKD 0.670	HKD 512.675M	普通股份	108.212	配售/发行
							(扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
14/12/2017	1321	中国新城市	HKD 1.750	RMB 40.000M	普通股份	1.457	代价发行
							(收购项目 购广东省温泉开发、建设及管理业务)

(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