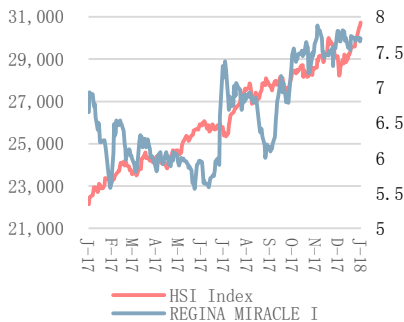




恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	30,736.5	0.57
上证指数	3,385.7	0.49
标准普尔指数500	2,724.0	0.40
道琼斯指数	25,075.1	0.61
纳斯达克指数	7,077.9	0.18
日经225指数	23,506.3	3.26
富时100指数	7,695.9	0.32
欧洲Stoxx50指数	3,568.9	1.68

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
WTI原油期货	62.0	(0.11)
COMEX黄金	1,323.0	(0.09)
LME铜	7,188.5	0.58
CBOT大豆	967.8	(0.10)
BDI	1,262.0	3.00

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	1.9578	0.20
美国5年期国债	2.2710	0.09
美国10年期国债	2.4572	0.17
美国30年期国债	2.7882	0.04
德国10年期国债	0.4318	(1.41)

外币汇率

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.8174	0.01
美元/人民币	6.4935	(0.15)
欧元/人民币	7.8459	0.50
港币/人民币	0.8307	0.16
美元/日元	112.75	0.01
欧元/美元	1.2068	0.05

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	15.94	0.50
安硕A50	15.48	0.52
德银X-trackers	32.03	0.34
恒生H股指数	123.50	0.98
中银报诚-沪深300	39.80	1.14
华夏沪深300	42.20	0.36
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

- ❖ Markit/CIPS 公布, 经季节调整后, 英国去年 12 月服务业采购经理人指数 (PMI) 再度回升, 由 11 月 53.8, 回升至 54.2, 优于市场预期升至 54, 且已连续 17 个月呈扩张。 [彭博]
- ❖ Markit 数据显示, 经季节调整后, 美国去年 12 月服务业采购经理人指数 (PMI) 终值上修, 由 11 月 54.5, 仅降至 53.7 (初值 52.4), 创七个月低, 远高于市场预期 52.5。 [彭博]
- ❖ 美国劳工部公布, 经季节调整后, 美国截至 12 月 30 日止当周首次申领失业金救济人数意外按周续增 3 千人, 至总数 25 万人, 市场原先预期回落至 24.1 万人。 [彭博]
- ❖ 今日公布宏观经济数据: 澳大利亚 11 月进出口年率, 德国 11 月零售销售年率, 欧元区 12 月核心 CPI 年率。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 通用汽车 12 月中国销量同比增 13.1% 2017 年全年销量增 4.4% [路透]
- ❖ 普天通信 (1720 HK) 4,510 万人民币购光纤拉丝塔及光纤生产线 [阿斯达克财经]
- ❖ 工信部: 严禁任何理由新增钢铁产能 [阿斯达克财经]
- ❖ 全国首个页岩气 LNG 工厂投入试运行 [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】

- ❖ 比亚迪(1211 HK): 新能源汽车销售好转, 电池对外销售提升估值 (买入/目标价: 88 港币/20180104)
- ❖ 中国核电板块 2018 年展望: 平稳发展, 增长更具可持续性 (20180102)
- ❖ 中广核(1816 HK): 2018 年增长放缓, 估值便宜 (买入/目标价: 2.60 港币/20180102)
- ❖ 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)
- ❖ 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

❖ 比亚迪(1211 HK): 新能源汽车销售好转、电池对外销售提升估值(买入/目标价: 88 港币/20180104)

- MPV 宋 MAX 车型销售的强势增长表明新品牌设计的市场认可度较好; 将于 2018 年上市的秦二代和唐二代车型外观设计和宋 MAX 相近, 因此我们认为宋 MAX 的热销可能预示着这两款车也将有较好的表现。
- 公司将从 2018 年下半年开始对外销售自主生产的动力锂电池, 我们认为这可能会触发比亚迪的估值提升。
- 鉴于 2018 财年新能源新车型的销售增长以及计划于 2018 年下半年开始的电池销售业务, 我们基于 SOTP 模型将目标价由 82 港币上调至 88 港币, 与目前股价相比有 25% 的上升空间, 维持“买入”评级。

宋 MAX 销售增长强劲预示 2018 年新能源新车型或许也将实现强劲增长。我们最近的渠道调研表明, 2017 年 12 月宋 MAX 的销售可能会远超 11 月的 10,265 台, 主要是受益于该车型革命性的外观设计。将于 2018 年推出的秦二代和唐二代设计与宋 MAX 相近, 我们认为这两款车可能也会实现强劲销售, 因为良好的设计可能弥补之前产品的不足。此外, 2018 年推出的基于元平台打造的全新纯电动 A0 级 SUV 有可能成为另一个新能源的增长点, 该车续航能力达 250 千米, 补贴后价格仅为 6 万元人民币左右。与里程更短的 A00 级车相比, A0 级车的续航能力更强, 我们认为其受 2018 年可能推出的退补计划的影响会相对更小; 相反, 续航能力较高的车型获得的补贴有可能会好于 2017 年。因此, 在新车型竞争力提升、政策压力趋缓的背景下, 我们认为公司新能源汽车的销售将在 2018 年实现较好的转折。

动力锂电池销售将于 2018 年下半年开始, 在 2018 年年底实现爬坡。截至 2017 年年底, 比亚迪内部的锂电池产能达 16Gwh, 包括 10Gwh 的 LFP 电池产能和 6Gwh 的 NCM 电池产能。其中 10Gwh 的 LFP 电池产能主要供应电动巴士和部分混合动力车型, 我们测算这部分产能可以满足公司 2017/18 年的生产需求。对于三元电池, 公司计划在 2018 年年底新增 10Gwh 的 NCM 电池产能。考虑到 2018 年所有乘用车和商用车的锂电池需求将达到 14Gwh 左右, 可用于外部销售的电池将达到 12Gwh 左右 (26Gwh-14Gwh)。假设 2018 财年锂电池的平均销售价格将进一步降低至 1.3 元/wh、净利润率维持在 20% 左右的水平, 12Gwh 的电池销售可以带来 30 亿元人民币的收益, 考虑到电池销售将在 2018 年下半年开始并在年底前爬坡, 我们估计 2018 财年至多有 25% 的可用电池产能 (12Gwh 左右) 可被出售, 如果我们给予这部分独立电池销售业务 2018 年 30 倍的市盈率 (参考同业水平), 比亚迪的市值将增加 230 亿元人民币左右。

对外销售电池将刺激公司的估值提升。假设 2018 财年的新能源汽车销售维持增长、2018 年下半年开始锂电池对外销售, 预计将明显推动估值提升, 我们在 SOTP 模型中加入电池销售业务的估算, 并将目标价由 82 港币上调至 88 港币, 与目前股价相比有 25% 的上升空间, 维持“买入”评级。

(田阳 CE No.: BGL791)

❖ 中国核电板块 2018 年展望: 平稳发展、增长更具可持续性 (20180102)

- 我们认为, 中国核电板块将在 2018 年进入持续平稳的增长阶段, 核电发电在全国总发电量的占比预计将从 2017 年的 3.95% 增加至 4.25%; 受较高基数效应的影响, 发电量的同比增速可能将进一步放缓至 12.5% (2017 年同比增速为 18%)。
- 展望 2018 年, 我们预计核电板块将面临三大挑战: 1) 在“去产能”的背景下, 新增产能的商运时间或将进一步被推迟; 2) 政府开闸“三代+”核反应堆的商运时间表仍然不确定; 3) 随着直供电上网电量占比的提升, 直供电上网电价的折让, 将进一步侵蚀行业收入。



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

- 我们维持对行业的正面看法，并继续推荐中广核（1816 HK，买入，目标价：2.60 港币）。中广核是国内最大的核电运营商，预计 2017/18 财年的 EPS（剔除一次性项目）将分别同比增长 37%/10%。此外，我们预计公司 2018 年的自由现金流将转正，改善的财务状况可以支撑公司进一步提升派息率。

“去产能”限制核电产能实现爆发式增长。2017 年中国的新增核电产能大幅减少至 2,175 兆瓦，仅占 2016 年新增产能的 30%。考虑到中国电力板块产能过剩的现状，我们认为 2017 年的供给侧结构性改革是造成新增产能大幅减少的主要原因。由于“19 大”强调将在 2018 年继续深化供给侧结构性改革，我们预计核电新增产能在可见的未来以每年 2,000-4,000 兆瓦的速度稳定增加。

“三代+”核反应堆的商运时间尚未确定。值得注意的是，中广核（1816 HK，“买入”，目标价：2.60 港币）和中国核电（601985 SH，未评级）目前面临延迟商运的新装机量均属“三代+”反应堆，该类反应堆目前在全球范围内尚未实现商用。根据我们的估计，“三代+”反应堆占 2018-20 年新增产能的 62%，因此一旦政府开闸放行，核电产能将恢复快速增长，与政府“供给侧改革”相左。核电仍然是政府偏爱的可持续发展的清洁能源。我们估计中国的核电量占比将从 2017 年的 3.95% 提升至 2018 年的 4.25%，连续 8 年保持增长，这与政府提升清洁能源消耗的目的相一致。受较高基数效应的影响，发电量的同比增速可能将进一步放缓至 12.5%（2017 年同比增速为 18%）。

上网电价和燃料成本具备竞争力。在清洁能源领域，核电与风电、燃气发电以及光伏发电的上网电价相比分别有 30%、40% 和 50% 的折价。此外，核电的可持续稳定性更适合工业用户。在燃料成本方面，核电占据绝对优势：每单位核电的燃料成本分别占燃气发电和火电的约 20% 和 30%，在目前气价、煤价高企下优势明显。

个股推荐。在核电板块，我们继续推荐中广核（1816 HK，“买入”，目标价：2.60 港币）。鉴于公司上网电量增长稳定，我们预计公司的 EPS（剔除一次性项目）将在 2017/18 财年分别同比增长 37%/10%。此外，随着新增产能放缓，资本开支可能随之减少，公司 2018 年的自由现金流预计转正，良好的财务状况可以支撑公司提升派息率。公司 2017/18 财年的市帐率分别为 1.3/1.2 倍，与 2017/18 年 ROE 分别为 16.0%/15.6%，我们认为估值便宜。

(姚雪 CE No.: AWK470)

❖ 中广核(1816 HK)：2018 年增长放缓、估值便宜（买入/目标价：2.60 港币/20180102）

- 我们将公司 2017/18 财年的 EPS 预测分别上调 7%/10% 至 0.26/0.24 元人民币（前值为 0.24/0.22 元人民币），以反映公司 2017 年的上网电量好于预期以及我们对公司 2018 年电量可持续发展的信心。
- 公司于广东省的核电站将从 2018 年开始直供电交易，因此我们预计公司直供电上网电量占比在 2018 年提升至 20% 左右，2016 年为 5% 左右、2017 年为 15% 左右。
- 我们维持“买入”评级，并基于 DCF 模型将目标价下调 10.3% 至 2.60 港币（前值为 2.90 港币），以反映我们对公司 2018 年增速开始放缓的预期。我们的目标价相当于 2017/18 财年 1.5/1.4 倍的市帐率；较之 2017/18 年 16.4%/16.2% 的 ROE，我们认为公司目前的估值便宜。

中广核预计将在 2018 年新增 1-3 吉瓦。正如最新的核电板块报告中所提及，由于供给侧结构性改革不断深化、政府开闸“三代+”核反应堆商运时间的不确定性尚存，我们认为核电的装机将在 2018 年进入一个持续平稳的增长阶段。这区别于香港媒体报道，其认为技术安全问题导致公司台山核电站商运时间一再延迟。由于台山核电站仍处于调试阶段，因此我们预计台山一号机组可能要到 2018 年下半年才能投入商业运营。因此，我们认为公司 2018 年至少可以增加阳江五号机组的 1,086 兆瓦；该核电站采用 ACPR1000 技术，属于第三代反应堆。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

我们预计公司的上网电量将在2018年同比增加10%，而2017年的同比增速为20%左右，我们认为基数较高是增速放缓的主要原因。此外，我们将2017财年发电量同比增长的假设由15%上调至20%，以反映红沿河和宁德核电站利用率的持续改善。与此同时，公司广东核电站从2018年开始直供电交易后，我们预计其直供电的销量占比将从2017年的15%左右增加至20%左右。

我们认为直供电的影响有限。根据新闻报道，2018年公司于广东省的直供电电价较与其标杆上网电价平均折让为0.07元人民币/千瓦时，公司广东省的直供电量为92.7度电。据此，我们估算广东省直供电的电价对公司整体加权平均电价较之0.43元人民币/千瓦时的标杆电价，有相当于2%左右折让的影响。在我们看来，直供电可以刺激计划外电量增长，摊销燃料成本同时减少经营成本，因此对公司收入的最终影响不大。

2018年收入和EPS（剔除一次性项目）同比增速预计将分别达到10%，与发电量增速减缓以及可比基数增加一致。此外，EPS增速有机会快于收入增速，主要由于公司已着手计划控制经营成本。

有鉴于2017财年盈利强劲、派息率提升，重申“买入”。我们预计，公司2017年的EPS将同比增加61%。如果剔除一次性项目影响，EPS将实现37%的同比增长，而其他同业公司的EPS可能受到燃油成本上涨所拖累而出现大幅下跌。此外，公司2018年的自由现金流预计将回到正数，因此我们认为公司的财务状况可以支撑公司提升派息率。公司2017/18财年的市帐率分别为1.3/1.2倍，与2017/18年ROE分别为16.0%/15.6%，我们认为估值便宜。

(姚雪 CE No.: AWK470)

❖ 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年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财年末关停了两家工厂, 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。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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“3DU-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



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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。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% 的年平均复合增长率。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可为 3,000 件, 主要生产优衣库的订单。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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”。

(苏励珊 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。

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。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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)

❖ **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.: AM0971)



附表 1: IPO 招股备忘

上市代号	公司名称	行业	招股价	招股日期	上市日期
08513. HK	迎宏控股有限公司	医疗器械及服务	0.60-0.70	2017/12/29-2018/01/04	19/1/2018
01665. HK	槟杰科达国际有限公司	半导体	0.90-1.10	2017/12/29-2018/01/12	19/1/2018
08287. HK	Zioncom Holdings Limited	资讯科技器材	0.28-0.52	2017/12/28-2018/01/08	18/1/2018
08479. HK	金泰丰国际控股有限公司	石油及天然气	0.5	2017/12/29-2018/01/04	17/1/2018
06182. HK	乙德投资控股有限公司	建筑材料	0.52-0.68	2017/12/29-2018/01/04	17/1/2018
08313. HK	杰地集团有限公司	地产投资	0.26-0.33	2017/12/28-2018/01/04	16/1/2018
08487. HK	ISP Global Limited	资讯科技器材	0.30-0.40	2017/12/29-2018/01/04	16/1/2018
08493. HK	龙皇集团控股有限公司	餐饮	0.18-0.26	2017/12/29-2018/01/04	16/1/2018
06158. HK	正荣地产集团有限公司	地产发展	3.40-4.08	2017/12/28-2018/01/08	16/1/2018
02292. HK	晋安实业有限公司	物业管理及代理	1.00-1.24	2017/12/28-2018/01/08	16/1/2018
02448. HK	恒宇集团控股有限公司	建筑及装修	1.00-1.40	2017/12/28-2018/01/03	16/1/2018
03699. HK	光大永年有限公司	地产投资	1.30-1.49	2017/12/29-2018/01/08	16/1/2018
08371. HK	嚙. 高美集团有限公司	餐饮	0.86-1.09	2017/12/29-2018/01/05	15/1/2018
03309. HK	希玛眼科医疗控股有限公司	医疗器械及服务	2.35-2.90	2017/12/29-2018/01/08	15/1/2018
08509. HK	威扬酒业国际控股有限公司	零售/贸易	0.55-0.75	2017/12/29-2018/01/04	12/1/2018
08350. HK	骏溢环球金融控股有限公司	证券	0.375-0.425	2017/12/29-2018/01/04	12/1/2018
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

(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)
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)
6/12/2017	159	布莱克万矿业	HKD 0.100	HKD 32.000M	普通股份	3.818	配售/发行 (扩大资本基础)
6/12/2017	159	布莱克万矿业	HKD 0.100	HKD 46.000M	普通股份	5.488	代价发行 (偿还债务)
5/12/2017	6183	中国绿宝	HKD 1.330	RMB 15.000M	普通股份	1.24	代价发行 (收购项目 购罐头食品出售及加工、快速冷冻蔬果、冷冻食品产销及农产品种植业务)



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

5/12/2017	8331	飞尚非金属	HKD 1.450	HKD 72.500M	普通股份	9.091	配售/发行 (扩大资本基础;收购项目;业务发展)
5/12/2017	6183	中国绿宝	HKD 1.330	RMB 10.000M	普通股份	0.827	代价发行 (收购项目 购杏鲍菇业务)
4/12/2017	1269	首控集团	--	HKD 800.000M	可换股债券	0	配售/发行 (业务发展 利率:首年年息 7%及第二年 年息 8%)
4/12/2017	299	新体育(新)	HKD 0.550	HKD 187.287M	普通股份	1	配售/发行 (收购项目)
4/12/2017	2915	新体育	HKD 0.550	HKD 187.287M	普通股份	1	配售/发行 (收购项目)
4/12/2017	445	中国消防	HKD 0.366	HKD 1.080B	普通股份	72.424	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
4/12/2017	445	中国消防	HKD 0.366	RMB 2.324B	普通股份	183.155	代价发行 (收购项目 购机场物流系统业务)
4/12/2017	445	中国消防	--	RMB 2.093B	可换股债券	0	代价发行 (收购项目 购机场物流系统业务)
3/12/2017	1282	中国金洋	HKD 0.630	HKD 1.800B	普通股份	12.416	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
1/12/2017	339	安利时投资	HKD 0.680	HKD 15.800M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
30/11/2017	616	高山企业	HKD 0.055	HKD 24.585M	普通股份	17.746	配售/发行 (收购项目)
30/11/2017	351	亚洲能源物流	HKD 0.108	HKD 100.000M	普通股份	60.881	配售/发行 (扩大资本基础;收购项目;业务发展;偿 还债务)



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

30/11/2017	351	亚洲能源物流	--	HKD 100.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目 配予保利协 鑫能源(03800))
30/11/2017	1682	高锐中国物联	HKD 0.700	HKD 72.770M	普通股份	18.832	配售/发行 (扩大资本基础)
29/11/2017	1087	威讯控股	HKD 0.330	HKD 64.400M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
29/11/2017	981	中芯国际	--	USD 65.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展 发行永久次 级可换股证券)

(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