

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	31,904.8	1.81
上证指数	3,436.6	0.77
标准普尔指数500	2,776.4	(0.35)
道琼斯指数	25,792.9	(0.04)
纳斯达克指数	7,223.7	(0.52)
日经225指数	23,951.8	1.00
富时100指数	7,755.9	(0.17)
欧洲Stoxx50指数	3,622.0	0.28

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	63.7	0.25
COMEX黄金	1,338.4	0.09
LME铜	7,210.0	1.41
CBOT大豆	968.0	0.78
BDI	1,264.0	(1.00)

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	2.0164	0.82
美国5年期国债	2.3527	0.24
美国10年期国债	2.5381	(0.39)
美国30年期国债	2.8262	(0.80)
德国10年期国债	0.5595	(4.19)

外币汇率

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.8229	(0.01)
美元/人民币	6.4440	0.11
欧元/人民币	7.8723	(0.26)
港币/人民币	0.8236	(0.10)
美元/日元	110.45	0.09
欧元/美元	1.2260	0.03

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	17.10	1.66
安硕A50	16.62	1.59
德银X-trackers	33.05	0.43
恒生H股指数	128.80	2.38
中银报诚-沪深300	41.20	1.48
华夏沪深300	43.65	1.39
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

每周一股: 天虹纺织 (2678 HK)

- ❖ 我们对即将于3月公布的2017财年业绩并未太多期待,但预计公司2018年的利润率前景会有所改善。
- ❖ CC328指数的同比增速由2017年第三季度的10.4%放缓至第四季度的1.9%。CC328指数和中国聚酯纱线指数同比变化的差额由2017年第三季度的-19.0%扩张至-25.1%。原材料成本降低、聚酯纱线平均售价上涨都表明纱线厂商的利润率前景更乐观1%。
- ❖ 去年5月,天虹完成了对年兴纺织的收购,预计将在2018年实现盈亏平衡。我们认为,与华利达的服饰合资公司将成为未来股价上行的催化剂。
- ❖ 我们预计天虹将在2018年迎来转折,毛利润率改善、下游服饰业务开始贡献收入。公司2017/18财年的市盈率为8.7/6.9倍,为同业中最低。

宏观要闻

- ❖ 穆迪表示英国脱欧风险减弱,但风险仍存在。 [彭博]
- ❖ 英国房价似乎稳定下来,在去年最后四个月同比增幅有力反弹。 [彭博]
- ❖ 英国核心通胀在2017年最后一个月出现疲弱,但核心消费价格同比上升2.5%仍属强劲。 [彭博]
- ❖ 日本12月份生产价格指数同比上升3.1%,尽管略低于市场预期但仍接近三年多来的高位。 [彭博]
- ❖ 习近平同特朗普通电话,称双方须共同努力处理好经贸问题。 [彭博]
- ❖ 今日公布宏观经济数据:美国1月全美住宅建筑商协会房屋市场指数,澳大利亚1月Westpac消费者信心指数,日本11月核心接单订单年率,俄罗斯11月进出口。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 成渝高速(107 HK)去年12月通行费收入近2.6亿人民币 按年升21% [阿斯达克财经]
- ❖ 味千(中国)(538 HK)去年末季港同店销售同比跌7.9% 内地升5.3% [阿斯达克财经]
- ❖ 标普予吉利(175 HK)美元票据BBB-评级 品牌认受性增加 [阿斯达克财经]
- ❖ 中海重工(651 HK)已赎回余下一亿元可换股票据 [阿斯达克财经]

朝闻香江导读

【中信建投:宏观观察】

- ❖ 经济与价格数据稳步回落——2018年1月份宏观经济月报

【近期研究报告】

- ❖ 超盈国际(2111 HK): 可见性低,但环境改善(持有/目标价: 4.60 港币/20180116)
- ❖ 中国建筑国际(3311 HK): 2018年现金流改善 上调至“买入”(买入/目标价: 13.5 港币/20180111)
- ❖ 天虹纺织(2678 HK): 2018年利润率前景改善(买入/目标价: 13.2 港币/20180109)
- ❖ 中国啤酒行业: 国内啤酒品牌集体涨价表明竞争力提升(20180108)
- ❖ 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)



中信建投：宏观观察

❖ 宏观动态：经济与价格数据稳步回落——2018年1月份宏观经济月报（20180103）

预计生产增速稳中略降。12月PMI回落0.2个百分点，生产分项回落0.3个百分点。高频指标方面，发电耗煤量增速反弹至10%附近；但钢铁高炉开工率、粗钢产量以及玻璃产能利用率回落。整体考虑，预计工业增加值增速略降至6.0%附近。依此推测，预计四季度工业增加值增速的回落拉低当季GDP增速约0.1个百分点。

预计需求有所走弱。消费方面，汽车零售增速有所下滑，叠加CPI增速下行，预计12月社零增速略有回落。投资方面，房地产与基建投资均有制约因素，制造业投资难有大幅走高空间，叠加PPI回落，预计增速稳中略降。进出口方面，主要目的地PMI指数显示外部需求环比有所好转，但考虑基数抬升以及汇率上升与商品价格回落的滞后影响，预计出口同比增速回落；受基数抬升以及大宗商品价格涨幅回落的影响，预计进口增速回落。

预计物价增速下行。PPI方面，根据高频数据测算，12月环比增速可能达到0.4%-0.5%附近，但考虑基数的抬升，同比增速将会放缓，预计至4.6%左右。CPI方面，猪肉价格同比跌幅继续缩小，油价对CPI拉动作用有所减弱，鲜菜价格同比继续回落，综合考虑，预计CPI同比回落至1.8%附近。

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

近期研究报告

❖ 超盈国际 (2111 HK): 可见性低, 但环境改善 (持有/目标价: 4.60 港币/20180116)

- 在过去的几个月内, 我们看到超盈国际试图通过设立两个合营公司来拓展收入来源, 这对公司在 2018 年实现盈利能力回升至关重要。
- 内衣市场似乎已经在 2017 年下半年企稳, 但运动服饰市场的增长势头继续。因此, 我们认为超盈国际 2017 年下半年的销量将同比增长 6.5% 左右, 与上半年 4.8% 的同比增速相比略有改善。不过, 我们重申由于越南新工厂带来的折旧费用, 公司的 EBIT 利润率将在 2017 年下半年环比减少 0.6 个百分点至 13.6%。
- 我们将公司 2017/18 财年的盈利预测分别下调 2.9%/4.3%。但是, 由于对应 2018 财年的动态市盈率 (仍然为 1.0 倍), 我们将目标价由 3.9 港币上调至 4.6 港币。我们认为, 市场已经完全考虑到越南工厂扩张带来的经营性杠杆降低; 不过, 公司订单的可见性仍然较低。因此, 我们将评级上调至“持有”。

努力拓展收入来源。公司近来亟待解决的问题之一就是收入来源多元化来提高收入, 从而将内衣市场疲弱的影响最小化。因此, 去年的 11 月和 12 月, 公司在斯里兰卡分别与 Phoenix Ventures 和 MAS Holdings 设立了两家合营公司。其中, 与 Phoenix 组建的合营公司将从事合成纤维纺织品和其他相关纺织产品的生产和销售; 与 MAS 组建的合营公司将从事经纬针织布料的生产, 纱线、坯布面料的进口以及配料进行染整以作出口。尽管两家合营公司是否能在近期贡献重大收入目前难以判断, 我们依然认可公司管理层在提升收入多元化方面的努力。

市场环境改善。我们暂未看到 2017 年下半年全球内衣市场任何重大的负面消息, 而运动服饰市场的增长势头继续。因此, 我们预计公司 2017 年下半年的销量增速将环比改善 1.7 个百分点至 6.5% (2017 年上半年为 4.8%), 相当于全年销量的同比增速达 5.6%。我们预计 2018/19 财年的销量增长分别为 6.4%/8.4%。由于 2017 年 8 月开始试生产的越南工厂确认了新增折旧费用、2017 年下半年人民币升值带来汇兑损失, 我们预计公司的 EBIT 利润率将进一步环比减少 0.6 个百分点至 13.6%, 而后在 2018/19 财年回升至 16.0%/18.2%。

上调至“持有”。我们将公司 2017/18 财年的盈利预测分别下调 2.9%/4.3%。但是, 由于对应 2018 财年的动态市盈率 (仍然为 1.0 倍), 我们将目标价由 3.9 港币上调至 4.6 港币。我们认为, 市场已经完全考虑到越南工厂扩张带来的经营性杠杆降低; 不过, 公司订单的可见性仍然较低。因此, 我们将评级上调至“持有”。

(苏励嫻 CE No.: AHA295)

❖ 中国建筑国际 (3311 HK): 2018 年现金流改善 上调至“买入” (买入/目标价: 13.5 港币/20180111)

- 中国建筑国际 2017 年营运数据强劲, 新签合同同比增长 11.7%。公司预计保障房计划的改善将再次成为一大利好。
- 与中国建设银行深圳分行设立的产业基金将改善公司的自由现金流, 并成为公司在 2016-20 年实现盈利 20% 年复合增长率的主要支柱。
- 我们认为, PPP 项目推进的低谷已经结束, 公司将受益于板块的触底回升。

2017 年 12 月以来的收入确认加速, 与预期一致。公司先前指引, 尽管基数较高, 2018 年新签合同将实现 11.7% 的双位数同比增长, 而 2017 年的同比增速为 23%。不过, 根据历史表现, 我们认为公司可能在中期业绩公布时再次上调其全年目标。与此同时, 我们仍然认为公司的收入确认对 2017 年的盈利增长影响更加重要。根据我们的测算, 未完成订单转化率已经由 11 月的 27% 大幅上升至 93% (截至 2017 年 12 月 31 日), 但同期内建筑活动减缓, 我们认为主要是季节性因素和生产环境限制严格所导致。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

管理层认为保障房是 2018 年的新增长点。2017 年, 公司社会保障房的新签合同达 3,30 亿港元左右, 同比增长超过 60%, 占国内新签合同总数的 44%。我们认为, 中国社会保障房的改善将抵消 PPP 项目在 2018 年上半年的增长疲弱。此外, 我们认为 PPP 项目将回归上升趋势, 收入确认将从 2018 年第二季度开始更加激进。从历史角度来说, 社会保障房的毛利润率一直在 20%左右, 而港澳项目利润较低, 为 8%左右。

与建行深圳分行的 JV 将帮助公司在 2016-20 年实现盈利 20%年复合增长率。2017 年, 政府引入了一系列的 PPP 限制性政策, 以打击非法融资、放缓项目的执行进度。不过, 中国建筑国际的管理层对其项目质量非常有信心, 在较高基数的基础上依然制定了双位数的新签合同增速目标。尽管如此, 管理层依然设定了双位数的 2018 年新签合同增速目标。公司已经设立了 PPP 产业基金(建行深圳分行占 75%, 公司占 25%), 初始资金为 200 亿人民币, 公司在处理 PPP 项目和将自由现金流维持正数时会获得更多财务杠杆支持。此外, 公司计划剥离价值 150 亿港元的非核心资产, 例如深圳、珠海、香港和澳门的投资性地产项目以及港口。这些措施可以帮助公司在 2020 年前不进行股权融资的前提下, 维持 20%的盈利年复合增长率目标, 经营性现金流为正数以及净负债率低于 40%。

上调至“买入”。我们将 2018/19 财年的收入/核心盈利预测分别上调 10%/6% 和 12%/9%, 同时预计公司 2018 年的自由现金流为正数。我们基于 2018 财年 11.0 倍的市盈率, 给定 13.5 港币的目标价, 与目前股价相比有 xx 的上升空间。因此上调至“买入”。

(孙凌霄 CE No.: AX0391)

❖ 天虹纺织 (2678 HK): 2018 年利润率前景改善 (买入/目标价: 13.2 港币/20180109)

- 我们对即将于 3 月公布的 2017 财年业绩并未太多期待, 但预计公司 2018 年的利润率前景会有所改善。
- CC328 指数的同比增速由 2017 年第三季度的 10.4%放缓至第四季度的 1.9%。与此同时, CC328 指数和中国聚酯纱线指数同比变化的差额由 2017 年第三季度的-19.0%扩张至-25.1%。原材料成本降低、聚酯纱线平均售价上涨都表明纱线厂商的利润率前景更乐观。
- 我们认为, 天虹将在 2018 年迎来转折, 毛利润率改善、下游服饰业务开始贡献收入。因此, 我们将公司 2018/19 财年的毛利润率预测分别上调 0.1%, 并因此将两年的 EPS 预测分别上调 1.8%。根据 2018 财年 8.2 倍的市盈率(未来 1 年历史平均市盈率), 我们将目标价由 9.5 港币上调至 13.2 港币。将评级由“持有”上调至“买入”。

合成纱线和聚酯纱线厂商 2018 年利润率前景改善。我们将棉花和纱线的价差变化作为评估天虹利润率的指标。自 2017 年第三季度以来, 中国聚酯纱线指数的增速快于 CC328 指数, 与 2017 年上半年的趋势相反。CC328 指数和中国聚酯纱线指数同比变化的差额由 2017 年第三季度的-19.0%扩展至-25.1%。相反, 由于中国棉纱线指数在 2017 年第三季度同比上升 2.8%、在第四季度同比减少 0.5%, 而 CC328 指数的同比增速由第三季度的 10.4%减缓至第四季度的 1.9%; 相比较而言, 棉纱线的价格似乎更加平稳。2017 年上半年, 棉纱线与公司总体的纱线销量占比达 49%左右, 合成纱线占 17%, 牛仔占 34%左右。

下游业务开始贡献收入。去年 5 月, 天虹完成了对年兴纺织的收购。将年兴的 12 条生产线并入公司现有的柬埔寨工厂后, 公司生产线总数达 22 条, 年产能能 1,400 万条牛仔褲。天虹预计将在 2018 年实现盈亏平衡。此外, 我们认为与华利达的服饰合资公司将成为未来股价上行的催化剂。

估值吸引。我们预计天虹将在 2018 年迎来转折, 毛利润率改善、下游服饰业务开始贡献收入。因此, 我们将公司 2018/19 财年的毛利润率预测分别上调 0.1%, 并因此将两年的 EPS 预测分别上调 1.8%。根据 2018 财年 8.2 倍的市盈率(未来 1 年历史平均市盈率), 我们将目标价由 9.5 港币上调至 13.2 港币。将评级由“持有”上调至“买入”。公司 2017/18 财年的市盈率为 8.7/6.9 倍, 为同业中最低。

(苏励珊 CE No.: AHA295)

❖ 中国啤酒行业：国内啤酒品牌集体涨价表明竞争力提升（20180108）

- 根据上周五的媒体报道，华润、青岛和燕京等国内啤酒品牌已在今年1月将产品批发价格同比上调10-20%。华润啤酒上调了雪花纯生、勇闯天涯等500毫升的主要啤酒产品价格，上涨幅度为2-10元人民币不等；青岛啤酒也对价格进行了调整，但细节尚未公布。
- 大多数公司暂未以官方形式公布加价细节，但我们认为新闻来源有可能是各啤酒厂商对其经销商的内部价格调整公告。尽管如此，我们于去年12月提出的国内啤酒厂商上调中高端产品系列价格的看法再次得到确认。
- 过去十年，全行业未曾发生过此类价格调整，表明目前的竞争格局正在发生改变，利好国内啤酒厂商。过去，国内啤酒厂商一直面临着国外品牌的激烈竞争。不过，在过去的三年，国内的啤酒产生已经在产品升级方面快速追赶，因此，我们认为国内外啤酒品牌的差距将在未来进一步收窄。相对青岛啤酒（168 HK，“持有”），我们更看好华润啤酒（291 HK，“买入”），主要由于其经营性杠杆的提升。

国内啤酒厂商加价、国外主要啤酒厂商降价。我们去年12月的渠道调研显示，华润啤酒通过11月推出“概念系列”产品的间接方式加价，产品价格与2017年7月相比涨幅达30%。与此同时，我们注意到青岛啤酒也轻微上调了其中高端系列产品价格，但下调了低端的崂山啤酒价格；同时期内，哈尔滨啤酒将价格上调了31-48%。今年1月，我们再次展开渠道调研，发现华润啤酒的价格已经维持平稳、但青岛啤酒几乎所有产品种类价格较去年12月都有9-33%的较大涨幅。就国外啤酒而言，主流品牌的价格自去年12月下调后至今基本维持不变；但朝日啤酒的价格持续上涨。

2017年下半年起，国内啤酒厂商在竞争格局变化中迎来转折点。我们观察到，中国啤酒行业的竞争格局正在逐渐改变，行业产品集体加价利好啤酒厂商，我们认为这将缓解厂商的原材料成本压力，并期待未来利润率的进一步改善。此外，我们认为过剩产能关停将在可见的未来继续，从而持续改善资产回报，从而提升全行业的EBITDA，进而推动行业估值在2018年进一步提升。相对青岛啤酒（168 HK，“持有”），我们更看好华润啤酒（291 HK，“买入”），主要由于其经营性杠杆的提升。

(苏励嫻 CE No.: AHA295)

❖ 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A0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。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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 (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。
- 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 CH, 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

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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。

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。



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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。

(苏励珊 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“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%。

(苏励嫻 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。

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

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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)



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

❖ **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。

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)

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
01990. HK	兴华港口控股有限公司	航运及港务	N/A	N/A	12/2/2018
08456. HK	民信国际控股有限公司	服装	0.62-0.78	2018/01/12-2018/01/17	26/1/2018
08395. HK	齐家控股有限公司	家具及家居用品	0.13-0.17	2018/01/12-2018/01/17	25/1/2018
08136. HK	英马斯集团控股有限公司	家用电器	0.20-0.40	2018/01/11-2018/01/16	25/1/2018
02683. HK	华新手袋国际控股有限公司	服饰配件及皮革	1.00-1.38	2018/01/10-2018/01/15	22/1/2018
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
08043. HK	Atlinks Group Limited	电讯及网络器材	0.50-0.90	2017/12/30-2018/01/11	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
02139. HK	甘肃银行股份有限公司-H股	银行	2.61-2.77	2017/12/30-2018/01/11	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
08371. HK	嚙. 高美集团有限公司	餐饮	0.86-1.09	2017/12/29-2018/01/05	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
08285. HK	森浩集团股份有限公司	资讯科技器材	0.43	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
08487. HK	ISP Global Limited	资讯科技器材	0.30-0.40	2017/12/29-2018/01/04	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
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

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
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
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

(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)
10/1/2018	299	新体育 (新)	HKD 0.500	HKD 817.251M	普通股份	80	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 偿还债务)
10/1/2018	2915	新体育 (旧)	HKD 0.500	HKD 817.251M	普通股份	80	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 偿还债务)
10/1/2018	299	新体育 (新)	HKD 0.500	HKD 204.313M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 偿还债务)
10/1/2018	2915	新体育 (旧)	HKD 0.500	HKD 204.313M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目; 偿还债务)
8/1/2018	188	新华汇富金融	HKD 0.103	HKD 142.200M	普通股份	25	供股/公开发售 (扩大资本基础; 业务发展 四供一)
5/1/2018	8218	毅高国际控股	--	HKD 10.000M	可换股债券	0	配售/发行 (业务发展)
5/1/2018	1177	中国生物制药	HKD 12.730	HKD 12.896B	普通股份	13.667	代价发行 (收购项目 增持国内药物开发商)
5/1/2018	362	中国天化工	HKD 0.390	HKD 85.800M	普通股份	19.812	代价发行 (收购项目 购茶叶销售业务)
5/1/2018	1575	慕容控股	--	HKD 200.000M	可换股债券	0	配售/发行



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

(业务发展; 偿还债务 发行可换股贷款)

5/1/2018	2280	慧聪网	HKD 10.000	HKD 60.285M	普通股份	0.555	代价发行 (偿还债务 赎回未行使可换股债券)
5/1/2018	2280	慧聪网	HKD 7.500	HKD 225.000M	普通股份	2.764	代价发行 (偿还债务 赎回未行使可换股债券)
4/1/2018	3330	灵宝黄金	RMB 0.912	RMB 85.728M	非流通股份	12.204	配售/发行 (偿还债务 发行价相等于 1.096 港元)
4/1/2018	2371	创联教育金融	HKD 0.092	HKD 30.000M	普通股份	7.022	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
4/1/2018	82	第一视频	--	HKD 140.260M	可换股债券	0	代价发行 (收购项目 购国内手机游戏、网络直播平台及网络信息平台业务)
4/1/2018	82	第一视频	HKD 0.286	HKD 251.691M	普通股份	26.685	代价发行 (收购项目 购国内手机游戏业务、网络直播平台及网络信息平台)

(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