

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	32,930.7	1.66
上证指数	3,546.5	1.29
标准普尔指数500	2,839.1	0.22
道琼斯指数	26,210.8	(0.01)
纳斯达克指数	7,460.3	0.71
日经225指数	24,124.2	1.29
富时100指数	7,731.8	0.21
欧洲Stoxx50指数	3,672.3	0.19

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	64.5	0.02
COMEX黄金	1,341.2	0.05
LME铜	6,923.0	(2.05)
CBOT大豆	986.3	0.20
BDI	1,129.0	-

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	2.0375	(0.17)
美国5年期国债	2.4096	(0.14)
美国10年期国债	2.6104	(0.14)
美国30年期国债	2.8905	(0.15)
德国10年期国债	0.5595	(0.98)

外汇汇率

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.8189	0.01
美元/人民币	6.4047	(0.00)
欧元/人民币	7.8736	0.35
港币/人民币	0.8194	(0.02)
美元/日元	110.31	0.16
欧元/美元	1.2299	0.08

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	17.74	1.84
安硕A50	17.28	1.89
德银X-trackers	34.38	0.67
恒生H股指数	136.30	2.48
中银报城-沪深300	42.45	0.83
华夏沪深300	44.75	1.24
CBQX VIX	12.84	(1.15)
恐慌指数	收盘	涨跌 (%)

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

- ❖ 据知情人士,中国外汇局重启部分前海QDIE试点机构项目申报。 [彭博]
- ❖ 特朗普向太阳能和洗衣机产品征收关税,触怒亚洲贸易伙伴。 [彭博]
- ❖ 尽管略微放缓,日本12月份的进出口总体而言依然强劲,进口同比增长14.9%而出口同比增长9.3%。 [彭博]
- ❖ 日本央行维持10年期国债利率目标不变,在0%左右。 [彭博]
- ❖ 菲律宾去年4季度GDP同比增长6.6%,尽管略低于市场预期但足以提升市场对央行加息的预期。 [彭博]
- ❖ 今日公布宏观经济数据: 美国1月Markit制造业PMI,美国12月成屋销售,日本12月进出口年率,日本1月Nikkei制造业PMI,英国11月平均周薪年率。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 大众汽车预计2018年中国乘用车市场将增长4% [路透]
- ❖ 哈电(1133 HK)料去年纯利大降 项目计提减值增 [阿斯达克财经]
- ❖ 中钢协: 1月上旬重点钢企粗钢日产量环比增0.44% [阿斯达克财经]
- ❖ 家乐福与腾讯(700 HK)及永辉达成战略合作初步协议 [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】

- ❖ 申洲国际(2313 HK): 逐渐成长为现金牛, 增长依然强劲 (买入/目标价: 94.2 港币/20180123)
- ❖ 长城汽车 (2333 HK): WEY 车型产品周期上行 (持有/目标价: 9.1 港币/20180122)
- ❖ 鞍钢股份 (347 HK): 2018 年 ROE 继续回升 (买入/目标价: 8.5 港币/20180118)
- ❖ 风电月报: 2018 年展望: 2017 年的增长势头将继续 (20180118)
- ❖ 瑞声科技 (2018 HK): 前沿技术不断推陈出新 (首次覆盖/目标价: 148 港币/持有/20180117)
- ❖ 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)
- ❖ 中国火电月报: 等待上网电价上调 (20171219)
- ❖ 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)



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

❖ 申洲国际 (2313 HK): 逐渐成长为现金牛, 增长依然强劲 (买入/目标价: 94.2 港币/20180123)

- 由于公司越南的特殊织物厂房逐渐建成, 而服装工厂的进一步扩张要求最少的资本开支, 我们认为申洲国际将在未来几年进入黄金丰收期, 并逐渐成长为现金牛。
- 公司 2018 年的销售订单预期更加明朗, 同比增速将达到双位数, 大多数增长贡献来自于休闲服饰业务。
- 就即将公告的 2017 财年业绩, 我们预计线下项目带来上行惊喜, 毛利率的轻微压力仍将继续。我们将 2017/18 财年的 EPS 预测分别向下微调 1.7%/0.1%。将估值模型由 PEG 调整为 DCF 后, 我们将目标价由之前的 72.4 港币上调至 94.2 港币。我们认为, 由于公司逐渐成长为现金牛, DCF 模型更适合对公司进行长期估值。调整后的目标价相当于 2018 财年 25 倍的市盈率。

进入黄金丰收期。考虑到申洲位于越南特殊织物和服装工厂项目在 2014-16 年不断建成, 我们认为公司投资的顶峰阶段已经结束, 2018-20 财年每年的资本开支将减少至 10 亿元人民币的正常水平, 2015、16 财年分别为 20 亿元人民币左右。作为劳动力密集型产业, 服装工厂的进一步扩张对资本开支的要求有限。因此, 在 2017 年 9 月完成可转债的全部兑换后, 我们并不认为公司会有太多的融资需求。我们认为, 公司 2017-19 财年的经营性现金流入将超过 40 亿元人民币/年, 资本开支将减少, 越南工厂利润贡献的增加将导致有效税率减少。公司 2017-19 财年的经营性现金流将超过 35 亿元/年。在利率再膨胀的背景下利好申洲国际。公司目前的派息率为 60%左右, 我们认为公司可能在未来进一步提升派息率。

2018 年订单前景依然强劲, 特别是休闲服饰。管理层已就 2018 年销售订单的同比增速给出更加明确的指引, 其中耐克预计将增加 20%, 优衣库增加 15%, 阿迪达斯增加 10%, 彪马维持基本不变(我们对 2017 财年的预测分别为同比增加 30%/+8%/+10%/+37.7%)。平均销售单价将以低单位数同比增加, 主要受产品和原材料升级所推动。

2018 可以期待什么? 我们认为原材料成本依然是公司 2018 年的主要挑战, 由于国内人工纱线和聚酯纱线的价格受全球原油价格反弹的影响已于 2017 年下半年已经实现了双位数的增长。不过, 随着人民币在 2018 年逐步企稳, 我们认为汇兑损失的压力将有所减轻。就积极方面来说, 申洲将继续受益于生产自动化的提升以及越南工厂带来的经营性成本的降低。

估值和盈利调整。因此, 我们将 2017/18 财年的 EPS 预测分别向下微调 1.7%/0.1%。将估值模型由 PEG 调整为 DCF 后, 我们将目标价由之前的 72.4 港币上调至 94.2 港币。我们认为, 由于公司逐渐成长为现金牛, DCF 模型更适合对公司进行长期估值。调整后的目标价相当于 2018 财年 25 倍的市盈率。

(苏励姗 CE No.: AHA295)

❖ 长城汽车 (2333 HK): WEY 车型产品周期上行 (持有/目标价: 9.1 港币/20180122)

- 2017 财年全年哈弗 SUV 的出货量减少 9%, 而 2017 年下半年 WEY 出货量的增加表现出产品的强周期, 由于 2017 年第四季度 WEY 车型的库存水平较低, 预计将在 2018 年第一季度利好总体销售增长。
- 由于 2017 财年高利润率车型的销量贡献不到 20% (WEY 和新款 H6 的毛利率都超过 20%), 我们估计 2018 财年这部分车型的销量占比将提升至最高 40%左右, 但对公司整体的利润率回升影响可能有限。
- 我们将公司 2017/18 财年的盈利预测分别下调 35%/12%, 以反映哈佛产品周期下行可能拖累整体利润率。基于 2018 财年 8.0 倍的市盈率, 我们将目标价调整为 9.1 港币。维持“持有”。

WEY 的产品周期上行, 哈佛的产品周期下行。经过 5 个月的产能爬坡, 截至 2017 年年底, WEY VV5 和 VV7 的单月出货量均超过 10,000 台, 与哈弗相比增长势头强劲。此外, 预计 WEY 强劲的产品周期预计将在 PHEV P8 (将于 2018 年 4 月) 和 VV6 (2018 年下半年) 推出后继续升温。由于 WEY 品牌独立零售门店数量将在 2018 财年增加至 300 间 (2017 年为 100 间左右), 预计 WEY 车型

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

2018 财年的总出货量将达到 250k 台。相反, 2017 财年哈弗的销量(包括由旧 H6 车型改造的 M6) 达 851k 台, 较 2016 财年的 938k 台相比减少了 9%, 主要原因是中低端 SUV 竞争的加剧。因此, 我们认为哈弗对 SUV 的销售贡献将从 2017 财年的 90% 左右进一步减少至 2018 财年的 80% 左右。由于公司在 2017 年 12 月底将库存水平减少至 36 天(第三季度的 45 天左右), 我们认为将利好 2018 年第一季度的新车销售。

2018 财年的利润率担忧依然存在。2017 财年市场最主要的担忧是公司的利润率下滑从而使公司估值承压。公司为了减少库存、稳定销售增长的下滑(特别是最畅销的 H6 车型), 推出了一系列降价和促销活动, 从而导致公司的毛利润率在 2017 年第一季度迅速下滑。考虑到新 H6 和 WEY 车型的毛利润率均高于 20%, 只要新 H6 和 WEY 的销量占比较大, 我们认为公司的毛利润率将进入上行通道。根据我们的估算, 新款 H6 和 WEY 的总销量仅占公司 2017 财年总出货量的不到 20%。我们假设 H6 销量中的一般为平均销售单价较高的新款 H6 车型, 则新款 H6 和 WEY 在 2018 财年的销售占比将至多达到 40%, 因此我们认为对公司 2018 财年利润率回升的影响有限。换句话说, 如果新车销售减缓或降价活动继续, 公司的利润率担忧仍将继续。

2018 财年的利润率回升有限。考虑到 2018 财年的高利润率车型销售带来的利润率回升空间有限, 我们将公司 2017/18 财年的盈利预测分别下调 35%/12%, 以反映相对较弱的盈利能力。基于 2018 财年 8.0 倍的市盈率不变, 我们将目标价调整为 9.1 港币。维持“持有”。

(田阳 CE No.: BGL791)

❖ 鞍钢股份 (347 HK): 2018 年 ROE 继续回升 (买入/目标价: 8.5 港币/20180118)

- 鞍钢发布盈喜, 预计 2017 财年全年净利润同比增长 251% 至 56.78 亿元人民币, 超过市场和我们的预期, 主要由于去年第四季度利润率的强劲回升。
- 我们认为, 在供给侧结构性改革深化的背景下, 中国钢企的盈利能力将在 2018 年继续改善。
- 根据公司最近的指引, 我们将公司 2018 财年的收入和净利润预测分别上调 10.1%/34.5%。基于过去 5 年超过历史平均市帐率(0.94 倍)两个标准差, 我们将目标价由 8.0 港币上调至 8.5 港币。维持“买入”。我们认为, 鞍钢的盈利前景将受益于行业的供给侧改革。相对马钢, 我们更看好鞍钢。

发布盈喜。根据初步公告, 我们认为公司 2017 年的盈利已经达到了过去五年的历史新高, 主要由于钢材产品价格上涨和利润率的显著提升。自 2008 年第三季度开始, 公司单季的净利润水平曾达到了 23.95 亿元人民币的历史高位, 主要由于成本控制的执行力好于预期。根据我们的测算, 公司 2017 财年的单位利润率达 747 元人民币/吨, 因为其单位产品售价同比增加 22%, 而生产成本仅同比增加 11%。

2018 年行业前景乐观。2017 年, 政府已经提前完成了钢铁产能关停的计划。我们认为, 冬季错峰生产以及整体的市场约束都将支撑行业。此外, 我们预计正在进行的行业整合将继续帮助改善国内钢铁行业的供给关系。我们认为, 由“一带一路”带来的出口机会将有利于出口需求趋稳。根据我们对钢铁产品和原材料价格的测算, 两者在现货市场的价差较 2017 年的平均水平已经有所扩展。

历史数据来看, 目前的钢铁库存仍维持在低位。根据国家统计局数据, 2017 年前 11 个月, 中国的粗钢生产已经同比增加了 5.1%。根据中国海关数据, 中国 2017 年钢铁产品的净出口总量同比减少 27%, 铁矿石精矿的进口同比增加了 5.0%, 而中国社会钢铁库存仍然维持在较低的历史水平。

维持“买入”。公司目前的市帐率为 0.84 倍。根据我们的预测, 鞍钢的 ROE 预计将在 2018 年恢复到 11.6% 的水平, 远高于 2008 年的 5.5%。我们的乐观情况情景分析显示, 基于过去 5 年超过历史平均市帐率(0.94 倍)两个标准差, 我们将目标价由 8.0 港币上调至 8.5 港币, 与目前的股价相比有 12.5% 的上升空间。维持“买入”。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

❖ 风电月报：2018年展望：2017年的增长势头将继续（20180118）

- “十三五”期间，非化石能源在一次性能源消费占比提高的背景下，我们预计风电发电量将在2018年同比增长17.6%左右，在国内总发电量的占比预计将从2017年的4.75%拓展至5.34%。
- 我们认为，在发电量双位数增长、限电率持续改善的背景下，应收账款天数维持高位将成为风电行业2018年的“新常态”。
- 鉴于此，我们维持龙源电力（916 HK）和华能新能源（958 HK）的“买入”评级。我们认为，进入第一季度（每年的大风季节），上网电量的快速增长和限电率的持续改善都将推升风电板块的估值。

2017年回顾：限电率持续改善、应收账款天数不断提高的一年。在我们看来，中国的风电板块在2017年已经取得实质性进展，全年总电量的同比增速预计达25.6%，继2016年同比增加30.1%后再次实现快速增长。更重要的是，根据我们测算2017年的限电率由2016年的17.1%预计减少4个百分点。受电量增长的推动，风电厂2017年全年的收入增速范围预计将达到+/-10%。此外，由于上网电量的快速增长和限电率的改善，风电厂的应收账款天数由2016年的3-4个月增加了40天至2017年的5-6个月。

2018年展望：再次实现全年强劲增长。在供给侧结构性改革的背景下，我们预计2018年全年的新增并网装机容量将减少至约15吉瓦，不及2017年的约17吉瓦。同时，我们认为“三北”地区在2018年全年新增装机量的占比可能减少至50%以下，而华南、华东和华中的占比将相应上升。此外，在2018年提升非化石能源燃料消费占比的目标下，我们预计全年发电量将同比增加17.6%，在全国发电量占比将由2017年的4.75%提升至5.34%。随着新增装机量的减少和发电量的增长，我们认为风电板块的利用小时数将进一步增加逾100小时。

龙源（916 HK）：龙源2017年全年的发电量同比增加12.4%（风电同比增加15.0%）；我们预计公司2018年全年的发电量将同比增加10.7%（风电同比增加14.1%）。与收入增长一致，我们预计公司2017/18财年的EPS分别达到0.42/0.47元人民币，同比增长11.9%/12.8%。公司目前的市帐率为0.9/0.8倍，我们的目标价对应1.2/1.1倍的市帐率。

华能（958 HK）：华能2017年全年的发电量同比增加15.4%（风电同比增加15.0%，光伏同比增加23.9%）；我们预计公司2018年全年的发电量将同比增加8.9%（风电同比增加8.4%，光伏同比增加16.6%）。与收入增长一致，我们预计公司2017/18财年的EPS（完成定向增发后）分别达到0.28/0.31元人民币，同比增长2%/12%。公司目前的市帐率为0.9/0.8倍，我们的目标价对应1.1/1.0倍的市帐率。

（姚雪 CE No.: AWK470）

❖ 瑞声科技（2018 HK）：前沿技术不断推陈出新（首次覆盖/目标价：148港币/持有/20180117）

- 瑞声科技一直是全球声学产品制造商的领导者，同时也是苹果公司声学产品的主要供货商。依靠技术升级和提升高端产品在中国智能手机供应商中的渗透率，公司将在未来的两至三年实现强劲的收入增长。
- 在触控马达和无线射频结构件（RF）领域，瑞声科技的前沿技术将帮助进一步深入中国主流智能手机供货商的高端采购市场。此外，我们认为公司已做好准备引领光学产品在增强现实（AR）和3D传感领域中的变革。
- 我们首次覆盖瑞声科技，并给予“持有”评级。基于DCF模型，我们给定148港币的目标价，与目前股价相比有5.5%的上升空间。

全球光学产品的领导者，新技术不断推陈出新。2017年上半年，瑞声科技主要业务光学产品的收入占比达51.1%。公司依靠声学产品的前沿技术，计划在2018财年为安卓用户推出重新设计的立体声音响（“超线性扬声器”），我们估计该产品的平均销售价格较现有声学产品将有30%的溢价。随着智能手机性能的优化和客户诉求的提升，我们认为在未来的两至三年，公司声学产品的平均售价将不断上涨，出货量将维持强劲，驱动因素包括：1）单个设备对声学产品价值量的提升；2）立体声、防水以及音质改善等新性能的推出；3）新型材料和技术的应用；以及4）物联网有声设备的需求提升。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

新型触控马达的平均售价高 2-3 倍, 并逐渐成为主流。公司是苹果 iPhone 和 Apple Watch 线性马达 (LRA) (感官柔和且反应精确) 的主要供应商。随着全屏手机的流行, 我们认为 LRA 配置 (替换转子马达 (ERM)) 将在国内智能手机供应商中普及。我们估算 LRA 的平均售价会比 ERM 高 2-3 倍。

高端 RF 产品符合 4G、5G 智能手机要求。公司的 RF 业务 (包括结构性元件和天线) 建立在公司在精密注塑、电磁成形和良率控制方面的坚实基础。瑞声科技一直是中端 RF 产品的供应商; 自 2017 年下半年开始, 公司进入了国内主流智能手机 (华为、OPPO 和魅族) 的高端 RF 产品采购市场。公司新型的 RF 产品具有 3D 玻璃金属机壳以及 LDS 天线, 我们认为将在 4.5G 和即将推广的 5G 网络中成为主流。尽管公司的 RF 业务开展时间不长, 公司已经具备实现强劲增长的能力。

公司进军光学和 3D 感应业务。公司自 2009 年进入光学市场, 并通过收购 Kaleido 和 I. Square 以及投资 Heptagon (之后卖给 AMS AG) 巩固了自身在 (塑料和玻璃) 混合镜头和纯玻璃晶圆级镜片。我们认为, 公司虽然暂未实现混合镜头的量产, 但可能成为 AR 和 3D 应用中下一代光学产品变革的领导者。

首次覆盖, 给予“持有”。基于 DCF 模型, 我们给予 148 港币的目标价, 相当于 2018 财年 22.0 倍/7.0 倍的市盈率/市帐率。公司目前的市盈率为 20.9 倍, 市帐率为 6.7 倍。考虑到公司在行业稳定的领先地位, 新技术、性能、应用和 5G 推动下可进一步发展的市场, 我们认为公司目前估值合理。

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

❖ **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”。

(苏励姗 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。

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 11.0% 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

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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，年产能达 1,400 万条牛仔裤。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。

(苏励珊 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, 该车续航里程长达 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 年年底前实现爬坡。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 年年底前新增 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。
- 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。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

“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/

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

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)

❖ 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)

❖ 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 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)



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
01711. HK	欧化国际有限公司	家具及家居用品	0.38-0.62	2018/01/16-2018/01/19	29/1/2018
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	华新手套国际控股有限公司	服饰配件及皮革	1.00-1.38	2018/01/10-2018/01/15	22/1/2018
01686. HK	新意网集团有限公司	系统开发及信息科技顾问	N/A	N/A	22/1/2018

(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)
18/1/2018	1030	新城发展控股	HKD 5.860	HKD 1.566B	普通股份	4.722	先旧后新 (扩大资本基础)
17/1/2018	1194	麦盛资本	HKD 0.057	HKD 158.000M	普通股份	19.996	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
17/1/2018	2007	碧桂园	HKD 17.130	HKD 7.880B	普通股份	2.162	先旧后新 (扩大资本基础; 偿还债务)
17/1/2018	2007	碧桂园	--	HKD 15.600B	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
17/1/2018	8366	浙江联合投资	HKD 0.530	HKD 105.000M	普通股份	13.758	代价发行 (收购项目 购国内建筑、装修及工程业务)



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

17/1/2018	1616	星宏传媒	HKD 0.740	HKD 154.660M	普通股份	19.986	配售/发行 (业务发展)
16/1/2018	1378	中国宏桥	HKD 9.600	HKD 6.240B	普通股份	8.067	先旧后新 (扩大资本基础; 偿还债务)
16/1/2018	2012	阳光油砂	HKD 0.272	HKD 22.000M	普通股份	1.437	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
16/1/2018	6899	联众	HKD 2.620	RMB 75.000M	普通股份	3.224	代价发行 (收购项目 购国内移动游戏开发及经营 业务; 发行价相等于约 2.16 元人民币)
16/1/2018	6899	联众	HKD 2.620	RMB 84.000M	普通股份	3.611	代价发行 (收购项目 购国内移动游戏开发及经营 业务; 发行价相等于约 2.16 元人民币)
16/1/2018	6899	联众	HKD 2.620	RMB 25.000M	普通股份	1.075	代价发行 (收购项目 购国内移动游戏开发及经营 业务; 发行价相等于约 2.16 元人民币)
15/1/2018	817	中国金茂	HKD 3.700	HKD 3.331B	普通股份	8.431	先旧后新 (扩大资本基础)
15/1/2018	381	侨雄国际	HKD 0.100	HKD 101.000M	普通股份	14.225	代价发行 (收购项目 购内地酒生产业务; 代价相 等于 8400 万元人民币)
12/1/2018	1317	枫叶教育	HKD 9.100	HKD 1.001B	普通股份	7.973	先旧后新 (扩大资本基础)
12/1/2018	6818	中国光大银行	RMB 100.000	RMB 50.000B	优先股	0.953	配售/发行 (扩大资本基础 可转换为新 A 股)
11/1/2018	1728	正通汽车	HKD 7.700	HKD 1.740B	普通股份	9.976	配售/发行 (业务发展)



11/1/2018	1678	中创环球	HKD 0.200	HKD 18.000M	普通股份	4.327	代价发行
-----------	------	------	-----------	-------------	------	-------	------

(收购项目 购空气净化器分销代理权)

(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