

恒生指数 52 恒生指

国内外主要市场指数

	收盘	涨跌
上证指数	4,690.15	2.48%
标准普尔指数 500	2,108.58	-0.74%
道琼斯指数	17,966.07	-0.98%
纳斯达克指数	5,122.41	-0.73%
日经 225 指数	20,868.03	0.28%
富时 100 指数	6,844.80	0.15%
欧洲 Stoxx50 指数	3,437.43	-0.17%

大宗商品及 BDI

类别	收盘	涨跌
WTI 原油	60.21	-0.10%
COMEX 黄金	1,174.50	-0.18%
LME 铜	5,769.50	0.30%
CBOT 大豆	956.00	-0.49%
BDI	790.00	1.41%

债券市场资料

产品(利率)	收盘	涨跌
美国 2 年期国债	0.690	2.37%
美国 10 年期国债	2.409	1.30%
美国 30 年期国债	3.192	0.85%
德国 10 年期国债	0.870	-2.30%

外币汇率

名称	收盘	涨跌
美元/港币	7.7522	0.00%
美元/人民币	6.2072	0.01%
欧元/人民币	6.9508	-0.18%
港币/人民币	0.8001	0.00%
美元/日元	123.89	-0.02%
欧元/美元	1.1165	-1.53%

昨日领涨行业

名称	日涨跌	领涨股	涨跌
建筑	3.74%	汇隆控股	206.71%
采矿	2.17%	中盈集团控股	12.00%
石油	1.77%	联合能源集团	13.67%
支持服务	1.71%	超凡网络	23.19%
半导体	1.67%	中芯国际	6.74%

昨日领跌行业

名称	日涨跌	领跌股	涨跌
农业产品	-0.90%	大中华集团	-6.04%
电讯	-0.53%	直通电讯	-6.67%
零售	-0.19%	匹克体育	-19.11%

数据源: wind 资讯

宏观要闻

- ❖ 中国国务院于 24 日决定成立国家制造强国建设领导小组, 组长由国务院副总理马凯出任。领导小组将统筹协调国家制造强国建设全局性工作, 审议推动制造业发展的重大规划、重大政策、重大工程专项和重要工作安排。 **【彭博】**
- ❖ 澳洲政府周三表示, 将在五年时间内向中国牵头的亚洲基础设施投资银行(AIIB, 简称亚投行)出资 9.3 亿澳元(7.19 亿美元), 从而成为亚投行的第六大股东。亚投行的法定资本金为 1,000 亿美元, 包括英国、法国和伊朗在内的 57 个国家成为了亚投行的意向创始成员国。 **【路透网】**

朝闻香江导读

【中信建投国际: 港股投资策略】

- ❖ 用价值投资方法发掘低估值港股

【中信建投: 宏观观察】

- ❖ 经济微观复苏难, 货币放松又当时一从 PPP 和地方金融调研审视货币政策
- ❖ “大 v” 宏观点评】

- ❖ 取消存贷比限制, 对于小银行很管用, 而大银行基本触及不到存贷比线
- ❖ 当前实际利率水平依然较高

【行业态势】

- ❖ 国务院: 通过商业银行法案修正案 删除存贷比不超 75% 的规定
- ❖ 中国三大货运航空公司将合并

【公司讯息】

- ❖ 中信系 7000 亿人民币融资撑一带一路
- ❖ 渣打计划出售中国信达高至 2.15 亿美元股份
- ❖ 交行零售私银业务拟子行化
- ❖ 国美电器「以股代租」遭否决
- ❖ 恒大重获球队话语权 增资四亿人民币 注入 3000 球员
- ❖ 三生制药超额权悉数行使 额外筹 8 亿港元

【沪股通报告每日精选】

- ❖ 奥瑞金(002701): 增持永新股份, 布局软包装, 推进“综合包装解决方案提供商
- ❖ 【近期研究报告】
- ❖ 热点行业展望-光伏发电行业: 仍然是阳光普照的行业
- ❖ 中国电信板块: 板块价值重估空间充足
- ❖ 石药集团(1093.HK): 利润增长符合预期 (评级: 优于大市/目标价: 9.86 港元)
- ❖ 北京汽车(1958.HK): 优良品牌组合促增长 (评级: 优于大市/目标价: 13.50 港元)

中信建投国际：港股投资策略

❖ 用价值投资方法发掘低估值港股

A 股策略：资源带路上 5000，国企改革风又起

展望站在 5000 点以上的市场，我们认为政策监管加大力度的预期仍然没有解除，因此仍然会有大幅波动，但是当前“资源，成长和国策”的逻辑依然成立。在震荡幅度加大之际，应回避前期涨幅过大的单纯题材个股，在不确定中寻找相对确定的机会。随着创业板和主板指数到达高位，以及市场轮动的产生，创业板普涨的热情有望续向有业绩支撑的，同时能够借势“互联网+”、“制造业 2025”、稳增长发力、区域经济以及国企改革的前期涨幅较小的蓝筹股进行传导。

港股展望：为第三季度全球经济回暖做好港股部署

从 5 月份价格指数看，中国 2015 年前五个月全国居民消费价格水平仍处于近五年同期最低。PPI 连续 39 个月通缩，经济回升有待确认。外贸方面，5 月份数据显示中国进口需求仍然疲弱，出口处于零徘徊。面对国际经济增长的短期不确定性，中国二、三季度进出口难见明显起色。从全球短期运行周期节奏看，美国二季度开始出现库存周期短波段回升，有望持续到三季度。欧洲经济自 2014 年四季度缓慢回升，会持续到 2015 年三季度。中国经济的量价齐跌已经进入尾声，在各种政策发力和房地产销售回暖的作用下，中国经济的短期低点可能在 4 月份已经出现并可能在 7 月份之后出现上翘。

面对短期中国及欧美经济不确定性，港股仍然会有短期调整压力。但有鉴于港股相对 A 股及欧美股市的低市盈率（HSI 预测 13 倍市盈率，INDU 预测 15 倍，DAX 预测 18 倍，上海综合指数预测 24 倍），我们认为港股的调整幅度有限。建议投资者开始发掘有估值提升潜力的港股，为可能由全球三季度经济回升带来的投资机会做好准备。

港股配置策略：借鉴价值投资大师的选股策略

在上期港股策略中，我们从年初至今股价表现，估值和增长角度现行股票筛选。本期，我们借鉴国际价值投资大师的价值方法试图发掘有估值提升潜力及由于涨幅过大可能有调整压力的股票。

- PEG：我们按行业选择 PEG 小于 0.5 和大于 1.5 作为第一个选择指标，同时参照预测市盈率。我们认为 PEG 小于 0.5 且预测市盈率有吸引力的股票有潜在估值提升。相反，PEG 大于 1.5 且预测市盈率偏高的股票可能有较大调整压力。
- Benjamin Graham 公式（合理市盈率 = $8.5 + 2 * g$ ）：g 代表公司未来 5 年（或更长时间）盈利增长。在作了 PEG 筛选之后，我们继续用 Graham 公式比较公司目前市盈率所反映的未来增长及市场对公司未来增长的预期。我们认为 Graham 公式比绝对市盈率更加合理表述公司目前估值与中长期增长的关系。

（柳太胜 CE No. : AM0971 段晓鑫 CE No. : BEJ250）

中信建投：宏观观察

❖ 经济微观复苏难，货币放松又当时——从 PPP 和地方金融调研审视货币政策

一、PPP 进展低于预期，有异化倾向

时至今日，尽管 43 号文及各项融资政策已经有所松动，对于平台的各类债券融资有新的放松，但 43 号文对平台融资和经济增长的负面影响仍然没有消除。我们在《“六方会谈”之债务置换》报告中，警惕 PPP 可能出现异化的情况。在各地的调研表明担心正在成为现实。

- 1、PPP 进展缓慢。从去年 10 月到今年 4 月，各地 PPP 项目总计超过 2 万亿元，实际签约仅 2000 亿元。
- 2、PPP 多数仍然是银行资金参与，假股真债居多。银行通过理财等资金，也通过子公司，租赁，资本等渠道进入。平安银行、民生银行较为激进，大行中的工行、建行比较积极。
- 3、私人资本参与 PPP 主要有两种方式，一种是实际运营的，即真的 PPP，主要分布于高速公路、污水处理、自来水等项目，但项目总量有限；另一种是做工程，从工程中获利，以往工程多次转包，到最终的承包方私人资本已经减少很多盈利空间，现在可以借 PPP 名义直接获得工程项目，同时也会从工程的造价中提高报价对 PPP 进行补偿。
- 4、银行的资金多数都贷给了国有企业和融资平台，贷给中小企业、民营企业较少。近年发展较快的中小银行也是如此。总体上，银行信贷意愿严重不足，资金进入股市却非常积极，国有企业、房地产商等的资金也大量经过包装后进入股市。

PPP 是财政部实施财税体制改革，约束融资平台的融资功能之后的制度创新举措，旨在引入民间资本，盘活经济存量，释放经济活力，避免地方融资规范对经济增长的冲击；但实施的结果是，真正的私人资本进入少，大量的社会资本还是银行资金，政府的隐性担保依然存在，实质是地方政府和平台公司仍然在不规范的加杠杆，走负债扩张的老路。即使 PPP 能够在下半年异军突起，但恐怕也非经济转型的支持动力，对经济的影响也会由于与改革背离而不能持久。

二、微观层面金融形势严峻，经济未见好转

在今年的 2 次浙江调研中，我们了解到，2014 年以来与全国经济的持续下行形成鲜明对照的是，浙江经济逐季改善，在今年一季度达到了 8.2% 的增速。近期我们对浙东某百强县的银行进行了调研，发现实际的经济、金融形势不容乐观，尽管其作为个案，更多是体现出经济转型的压力和难度。

- 1、包括四大行当地支行在内，银行不良率上升很快，某大行支行现在 2% 多，实际有 5%，另一大行支行不良率达到了 8%。普遍预期不良率全年都是上升趋势。
- 2、以往银行垒大户，现在有几个大客户出问题，就会使得不良急剧增加。现在一些银行已经不再开发新客户，只做存量客户挖潜。
- 3、不良的根源在于浙江经济转型，小企业倒闭潮持续。表面看是互保问题严重，风险传染引发，实际上互保的企业都是难兄难弟，在同一层次，出问题都是迟早的事情。不利主要来自三种情况，两高一剩行业；前几年转型多元化的企业，都不成功，资金链紧张；转型做房地产的企业，进入晚，成本高，销售差。
- 4、总体上，好的企业和项目的信贷需求不足。经济未见明显改善。

三、降准窗口再次临近

近期市场对经济是否复苏出现一定的分歧。我们的判断是，经济下行未探明真实底部的过程中，不要轻易预判和高估经济的短期企稳。我们认为经济的中期底部不会在 2015 年出现。经济结构调整的去旧迎新给短期经济增长的压力还没有释放完毕。2016 年开始的十三五有必要将经济增长目标进一步下调到 6.5% 为下限，为改革和结构调整留出空间，也降低对短期稳增长政策的依赖。据我们测算，十三五保持 6.5% 的增速，则十年翻一番的目标完全可以实现。而且，对于经济正在经历的先下后上的过程要有信心，那么短期的增长应对就会更加从容。新常态需要平常心。

PPP 和地方金融调研表明，PPP 对当前增长的效果比较有限，而银行反映出的来自自身和经济的压力较大。5 月金融数据出现了改善，但我们也指出其对经济增长的支持力度可能有限，社融和信贷数据有一定的“水分”，票据占比高；而形成 M2 的存款增量主要来自非银金融机构存款，可能很大一部分是运用到股市。

我们曾指出，尽管放松货币传导到实体经济的过程出现一些障碍，但不能因此否定货币放松的必要性。弱增长、低通胀、高融资成本、债务置换压力，都提出放松货币政策的要求。

市场近期热议两个观点。其一是货币政策的扭曲操作，放长锁短。我们认为，放长比放短而言，并不能更好的规避资金进入股市，甚至放长可能对股市的影响更大，资金进入股市也并非仅由于短期资金成本较低；在经济未稳的情形下，没有必要收短提高短期资金利率。

另一种观点是，财政政策将开始发力，而货币政策则趋于谨慎。我们在年初报告《2015：更真实的稳增长》即认为，财政政策的作用是有限的，特别是在增长放缓之时，财政收入、土地收入都在下滑；财政政策，特别是置换债务的财政政策，更需要货币政策的配合。

那么何时和如何进一步放松货币政策呢？

4 月降准，5 月降息。我们判断下一步应该是降准，再之后是降息。3 月据央行货币政策执行报告，金融机构超储率达到了 2.3%，由于这是调整以后的，所以可能比调整前的 2014 年底的 2.7% 实际更高。在这种情况下，4 月降准 1%，由于当月信贷不足，地方债未开始，我们测算，4 月末超储率应在 3.3% 左右。5 月份信贷数据改善，地方债开始发行，我们测算超储率下降到 2.7%-2.8%。6 月预计信贷数据不会差，银行要求年度过半，任务过半，而地方债密集发行，测算超储率可能已经下降到 2% 左右，已经低于 3 月末的水平。6 月份公布了第二批 1 万亿元的债务置换。我们认为，4 月的降准和 3 月宣布 1 万亿元地方置换债有关，而不是银行信贷扩张受到准备金率的限制；那么 6 月末将迎来又一次降准的时间窗口。

近期股市调整有货币政策将改变方向的预期影响，新股发行也冻结大量资金。月末，新股申购资金回流，资金紧张情况将好转。我们认为，降准和降息的货币政策工具的使用，既不会以股市涨跌为依据，也不会受打新对资金面的因素影响。

(中信建投国际研究部)

“大 V”宏观点评

❖ 取消存贷比限制，对于小银行来说很管用，大银行基本触及不到存贷比线

存贷比跟涨跌停限制同理，有的股票很少涨跌停，有的则时常触及。取消存贷比限制，对于小银行来说很管用，因为他们的业务很紧凑，而大银行本身就惜贷，基本触及不到存贷比线。对于利率市场化来说，取消存贷比之后，还要更进一步缩小息差，最后将存款准备金率降到至少 15%。其风险是银行坏账率继续上升。 --@肖磊

❖ 当前实际利率水平依然较高

当前实际利率水平依然较高，以一年期贷款基准利率减去 PPI 同比涨幅来衡量，实际贷款利率为 9.7%，市场利率比此还高。随着三次降息推动贷款利率下行效应的持续显现，以及 PPI 负值的逐步收窄，下半年实际利率水平将会明显下降。目前贷款基准利率已降至历史最低水平，资产价格又在走高，本轮降息已至尾声。 --@连平

行业态势

❖ 国务院：通过商业银行法案修正案 删除存贷比不超 75%的规定

国务院总理李克强 6 月 24 日主持召开国务院常务会议，部署推进“互联网+”行动，促进形成经济发展新动能；决定降低工伤和生育保险费率，进一步减轻企业负担；确定设立中国保险投资基金，以金融创新更好服务实体经济；通过《中华人民共和国商业银行法修正案（草案）》。草案借鉴国际经验，删除了贷款余额与存款余额比例不得超过 75%的规定，将存贷比由法定监管指标转为流动性监测指标。这有利于完善金融传导机制，增强金融机构扩大“三农”、小微企业等贷款的能力。会议决定将草案提请全国人大常委会审议。 [路透网]

❖ 中国三大货运航空公司将合并

民航局副局长周来振 24 日表示，中国三大货运航空公司将合并，打造成为亚洲最大的货运航空公司，目前此项工作正在积极推进中。目前中国三大货运航空公司包括位于北京的中国国际货运航空有限公司、位于上海的中国货运航空有限公司和位于广州的南方航空公司货运。 [财经网]

公司讯息

❖ 中信系 7000 亿人民币融资撑一带一路

为协助推动「一带一路」的建设，中信银行（00998.HK）联同中信集团旗下多家公司，计划投融资 7000 多亿元（人民币，下同）。其中，中信银行会提供逾 4000 亿元融资支持，并设立「一带一路」基金，首期基金规模达 200 亿元，力争 5 年内达到 1000 亿元，计划推动社会资本 5000 亿元。 [彭博]

❖ 渣打计划出售中国信达高至 2.15 亿美元股份

据路透周三获得的销售文件显示，渣打(STAN.L)(2888.HK)计划出售中国信达资产管理(1359.HK)高至 2.15 亿美元股份。文件显示，渣打拟每股 4.55-4.63 港元，出售中国信达 3.6 亿股股份，套现 16.38-16.67 亿港元。售价较中国信达今天收市价 4.73 港元折让 2.1-3.8%；该股今日升 1.72%。渣打于 2012 年与全国社保基金、瑞银(UBSG.VX)、中信资本完成以战略投资者身份入股中国信达，当时渣打斥资 9.54 亿元人民币认购中国信达 4.58 亿股股份，每股对价 2.08 元。 [路透网]

❖ 交行零售私银业务拟子行化

交通银行（03328.HK）宣布，计划将香港分行的零售银行及私人银行业务，转移至在本港注册成立的全资子银行，以满足零售业务应以本地注册银行模式运作的监管需要。交行在公告中表示，会将现时由该行香港分行营运的香港零售银行及私人银行业务、资产及负债，移转至交行在香港成立、全资拥有的持牌银行，从而将香港分行的零售及私人银行业务「子行化」。 [路透网]

❖ 国美电器「以股代租」遭否决

国美电器（00493.HK）昨天举行特别股东大会，表决「以股代租」方式向大股东支付租赁物业的部分租金，但议案遭股东大会比数否决。国美首席财务官方巍表示，若是次议案通过，可为集团节省 2 亿元人民币，长远对公司有利。昨天参与投票的总股数为 23.28 亿股，其中 84.88%投反对票、15.12%赞成。是次议案提出「以股代租」，预支 2016 至 2025 年，10 年期间向国美大股东租用北京鹏润大厦，当中涉及向大股东发行 4.5 亿股股份，以支付当中 8.55 亿元租金，余下的 10 亿元则以现金支付。 [彭博]

❖ 恒大重获球队话事权 增资四亿人民币 注入 3000 球员

恒大地产（03333.HK）主席许家印向恒大淘宝足球俱乐部注资 4 亿元（人民币，下同）现金，及把旗下足球学校 3000 名球员注入球队，令与合作伙伴阿里巴巴的持股比例，由各占 50%，变为恒大占 60%，阿里占 40%。阿里去年 6 月入股球队时注资 12 亿元，但各占 50%股权被指不符现代企业制度，恒大今次注资令球队话事权得以明确。恒大球队在官网公布，球队两大股东将继续友好合作，推动球队更好发展。 [彭博]

❖ 三生制药超额权悉数行使 额外筹 8 亿港元

三生制药(01530.HK)公布，联席全球协调人已悉数行使 15%超额配股权，涉及发行合共 9091.5 万股股份；每股作价 9.1 元，额外所得净额 8 亿元。超额股份预期本月 29 日起开始买卖。 [经济通]

沪股通报告每日精选

❖ 奥瑞金(002701):增持永新股份, 布局软包装, 推进“综合包装解决方案提供商

事件

奥瑞金发布公告, 截至 2015 年 6 月 19 日, 奥瑞金及一致行动人 (即五道口创新、嘉华原龙、蔚然、嘉华成美) 共计持有永新股份股票 4906 万股, 占永新股份总股本的 15.06%。

而据永新股份的最新公告, 截止 5 月 27 日, 管理人均均为宋向前先生的五道口创新、嘉华原龙、蔚然, 三家股权投资基金分别持有永新股份 1189 万股、1617 万股、451 万股, 合计占公司总股本的 10.00%。

故我们推测, 奥瑞金已在二级市场增持永新股份约 5% 比例的股份。

简评

永新实际控制人持股比例不高, 科研实力较强。永新股份实际控制人为黄山供销合作社旗下的黄山市华科投资有限公司, 华科持有黄山永佳 25% 比例, 而黄山永佳则直接持有永新股份 28.30% 的股份。永新股份科研实力较强, 系国家重点高新技术企业和国家创新型企业, 未来努力建成中国医药包装示范工厂、并努力成为中国医药包装、乳制品包装的主力供应商。2014 年, 永新股份总营收 16.68 亿, 同比增 3.09%, 净利润 1.54 亿, 同比下降 12.36%; 收入的低幅正增, 主要因公司加大市场拓展力度, 产品销量增加, 净利润的下滑主要因毛利率的下降, 费用率的增长。

奥瑞金“综合包装解决方案提供商”战略进一步推进。奥瑞金对永新股份进行股权战略投资, 是奥瑞金践行综合包装战略的具体体现。材质上: 奥瑞金主营三片罐、两片罐的金属包装, 永新股份主营彩印复合包装、塑料软包装等, 二者主营有望形成协同与互补效应; 客户领域上: 奥瑞金主要客户在食品饮料领域, 永新股份主要在食品、日化、医药、农化、建材、电子、多功能薄膜等领域, 有望进一步增强两家公司现有客户的客户粘性, 并创造新的市场机会和利润增长点。

投资建议: 维持买入。奥瑞金未来具备多重驱动因素: (1) 大客户持续增长: 我们预计未来几年公司关键大客户红牛, 仍可保持两位数的复合增长。(2) 其他客户不断拓展: 2015 年伊始, 公司即先后与北京一轻食品、福建康之味食品签订战略合作协议。(3) 整合战略不断推进: 目前公司已从二级市场增持永新股份, 涉足塑料软包装。而公司与汉富资本等共同发起设立产业基金将在包装及相关产业和领域进行投资。公司的国际化战略亦启航, 奥瑞金大股东上海原龙投资已收购 Ardagh 公司在澳大利亚和新西兰的制罐业务。(4) 模式不断升级, 打造综合服务平台, 伴随客户共成长: 公司不仅仅是在创造产品, 亦希望提供一个平台, 在全国范围内, 与品牌管理、创意、营销管理结合在一起, 为客户提供服务。(5) 产能在空间及品质不断深化布局: 典型如布局中西部市场, 具体有湖北项目和宝鸡项目投资。我们预计公司 2015-2016 年净利率分别为 10.7、14.0 亿, 同比分别增 32.5%、30.6%, 每股收益分别为 1.09、1.43 元, 对应停牌日 (5 月 13 日) 股价 PE 为 28.5、21.8 倍。维持“买入”。

风险: 二级市场增持的成本较难控制; 塑料软包装业遭遇宏观经济低迷的拖累。

(中信建投国际研究部)

近期研究报告

❖ 热点行业展望-光伏发电行业：仍然是阳光普照的行业（20150622）

中国光伏行业回顾与现状

2014年中国光伏企业大部分出现增量不增收的情况，尤其上游多晶硅生产企业大部分处于亏损状态。2015年上半年，国内光伏行业整体仍然比较困难。尤其上游多晶硅生产企业面对持续下跌的价格，主要由于：1) 需求疲弱；2) 库存积压；3) 进口多晶硅对国内市场的冲击（价格低于国内同等级别产品0.5-1万元/吨）。截至2015年6月，国内多晶硅出厂价已经相对一年前下跌超过23%，但仍然高过进口价15-20%。多晶硅价格的持续下跌减轻了下游光伏电站企业的投资成本。我们注意到国内光伏行业的投资在流向下游光伏电站运营。

有利的政策环境

目前，光伏发电只占中国总发电量的1%（与此同时，水利发电接近20%，核能和风能都超过2%）。中国计划实现太阳能发电到2020年达到100GW，代表20%的年复合增长。相对于其它清洁能源（比如核能，风能及水能），光伏发电的投资回报率一般较高（主要受惠于国家对光伏发电上网电价0.9-1元/kWh的补贴）。2015年3月份，国家能源局把2015年光伏装机目标由15GW提高到17.8GW，意味着中国有可能提前2-3年达到光伏总装机100GW的目标。

中国光伏产业展望

随着国家对光伏产业（尤其下游光伏发电）的支持，下游企业的投资有望在2015年下半年出现明显增长。随着“突击审批”的多晶硅进口合同即将到期，进口量将会逐步减少同时减轻国内多晶硅企业的价格压力。另外，光伏安装也会在下半年启动，因此有望在2015年下半年看到国内多晶硅行业的复苏迹象。另外，我们注意到光伏电站与农业养殖的广阔合作空间（比如光伏与养殖场）。

中国光伏行业仍然有很强的投资吸引力

光伏发电是中长期的全球大趋势，我们相信国家会持续给予优惠的产业支持政策。作为一个能源消耗大国，中国有巨大的市场空间发展光伏能源。虽然由于产能过剩，国内光伏中上游企业会继续经营艰难，我们认为这给行业龙头及下游光伏企业提供了相对有利的发展机遇。估值方面，国内光伏企业的预测市盈率差别很大（从低于10倍到30-40倍）。从部分光伏企业的高估值（主要是行业龙头及下游企业），我们看到中国光伏产业对投资者仍然具有很强的吸引力。

（柳太胜 CE No. : AM0971 朱可馨 CE No. : BEZ998）

近期研究报告

❖ 中国电信板块：板块价值重估空间充足（20150512）

监管环境利好 2014年年底，中国政府颁布新政策，着重强调包括 MNP，MVNO，VAT 改革，TDD 和 FDD LTE 牌照在内的监管事项，并成立铁塔公司。向前看，我们预期政府在监管方面的努力将向加深行业改革以及推动中国电信业海外扩张等方面倾斜。这将为国内电信市场创造良好的监管和竞争环境。

提升盈利和派息能力预期 电信板块的整体资本支出于 2014/2015 年或已见顶，我们预计 2016/2017 年资本支出将大规模削减。伴随 2014 年政府削减开支的呼声，未来两年电信业将继续收紧销售开支补贴，转而增加流量补贴。同时，随着 15 年 3 季度/4 季度电信业 ARPU 的扩张，移动数据的强增长将开始更多地抵消语音收入的下降。

主要风险 在我们的收入和盈利预测中，并未发现太大的下行风险。但整个板块范围内进一步地价值重估将基于行业改革进程以及 4G 用户数量的增长。

估值和股票挑选 我们首次覆盖中国电信板块，看好电信业的中期盈利预期。我们预期中期板块范围内的价值重估将显现。我们首次覆盖 4 家公司，包括，中国电信，中国联通，中信国际电讯，以及中国通信服务，给予它们优于大市评级。尽管我们看好所有 4 家公司，但我们的股票首选为中国电信和中信国际电讯。
(柳太胜 CE No. :AM0971)

❖ 石药集团(1093.HK)：2015 年创新药业绩增长预期强烈（评级：优于大市\目标价：9.86 港元\20150528）

15 年 1 季度业绩摘要：石药集团发布 15 年 1 季度业绩，营业收入同比增长 7.7%至 27.82 亿港元，净利润同比增长 53.3%至 4 亿港元。高利润药品如恩必普等的强劲销量推动了公司毛利率和营业利率分别同比增长 6.8 和 4.7 个百分点至 44.5%和 18.6%。

创新药营业收入同比增长 36.7%至 8.57 亿港元，占总收入的 30.8%。恩必普收入录得同比 43%的增长，其中胶囊收入同比增 30.9%，注射剂收入同比增长 67.6%。管理层预计 2015 年恩必普销量将增长 40%。

肿瘤药品销量基本与预期一直，录得 60%以上的同比增长至 0.86 亿港元（多美素/津友利/艾利能销量分别为 0.48 亿/0.16 亿/0.09 亿港元，同比分别增长 69%/178%/34%）。管理层仍对肿瘤药达到 2015 年 5 亿港元的营业收入目标充满信心，并相信在各省医药招标政策的推动下，新产品的销量将上涨，同时，15 年 2 季度肿瘤药业务也将加速发展。

普药的销量录得同比增长 9.8%至 10.07 亿港元，由于 7-ACA 的价格复苏，原料药的营业利润同比增长 310%至 0.62 亿。维他命 C 业绩表现仍然疲软，录得亏损 0.24 亿港元，但管理层相信 15 年全年该部分业务的亏损不会多于 1 季度的亏损。

中信建投（国际）观点：基于恩必普的显著疗效和旺盛需求，我们预期恩必普将于 15 年至 16 年间保持强劲的增长率。我们认为，玄宁销量的强增长也将抵消其于药品招标过程中药价削减以及二次议价的负面影响。

尽管维他命 C 业务于 2015 年盈亏平衡的几率甚微，但我们预期由于其供应下降将导致价格趋稳。

石药集团的毛利率于 1 季度扩张 6.8 个百分点至 44.5%。我们预计产品组合变换利好，利率扩张全年持续。

(李伟 CE No. :BEJ394)

近期研究报告

❖ 北京汽车(1958.HK): 优良品牌组合促增长 (评级: 优于大市\目标价: 13.50 港元\20150505)

品牌组合高度多元化且互补 北京汽车股份有限公司是中国最大的乘用车制造商之一，提供的乘用车品牌组合覆盖国外品牌及自主品牌包括“北京奔驰”，“北京现代”，以及自主品牌“北京品牌”。公司的乘用车新车型阵容强大（特别是 SUV 和自主品牌），这使得公司在未来 2-3 年中的发展速度将超越乘用车行业的平均增长态势，公司有机会于 2016 年之前成为中国按收入划分的第二大乘用车制造商。

行业动态利好 尽管近期中国的汽车销量下滑（受经济增长减弱影响），但鉴于以下几方面的良好发展态势，预计中国将于未来 5-10 年进入汽车销量高速增长时期：1) 中国持续城市化和大量资金投放于运输设施；2) 中国经济改革引导消费促经济，以及 3) 2013 年 R 比率跌至 3 以下。

主要投资风险 我们的收入和盈利预测基于以下假设：1) 中国未来经济的稳增长，以及 2) 公司的新车型如期发布。

首次覆盖给予其“优于大市”评级 我们首次覆盖北京汽车给予其“优于大市”评级。我们的目标价 13.50 港元，为 11 倍 2016 年预测市盈率（过去四年香港上市汽车制造商的平均水平，这一估值对比同类 A 股上市公司更具吸引力），预示 18.2% 的上涨空间。

(柳太胜 CE No. : AM0971 段晓鑫 CE No. : BEJ250)

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
03839.HK	正大企业国际有限公司	化工产品	N/A	N/A	2015/07/03
02193.HK	万景控股有限公司	基建	0.5-0.8	2015/06/19-2015/06/24	2015/07/03
03882.HK	天彩控股有限公司	电子消费品	2.68-3.38	2015/06/19-2015/06/24	2015/07/02
03396.HK	联想控股股份有限公司-H 股	综合企业	39.8-43	2015/06/16-2015/06/19	2015/06/29
06133.HK	维太移动控股有限公司	电子消费品	2.22-3.06	2015/06/16-2015/06/19	2015/06/26
01528.HK	红星美凯龙家居集团股份有限公司-H 股	家具及家居用品	11.18-13.28	2015/06/16-2015/06/19	2015/06/26
02686.HK	亚美能源控股有限公司	石油及天然气	3.00-3.70	2015/06/11-2015/06/16	2015/06/23

(来源: 经济通)

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)
17/06/2015	95	绿景中国地产	HKD 2.060	HKD 3.390B	普通股份	118.881	配售/发行 (收购项目)
17/06/2015	377	华君控股	HKD 1.400	HKD 100.000M	普通股份	2.233	代价发行 (收购项目 购国内林地业务; 代价相等于 8000 万人民币)
17/06/2015	39	中国北大荒	HKD 2.430	HKD 96.700M	普通股份	2.058	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务)
17/06/2015	1041	中国新能源动力	HKD 0.201	HKD 78.519M	普通股份	13.442	配售/发行 (扩大资本基础)
17/06/2015	8017	百龄国际	HKD 0.430	HKD 105.200M - 105.500M	普通股份	16.717	供股/公开发售 (扩大资本基础; 收购项目; 偿还债务 合并后三供五)
17/06/2015	8103	泰盛国际控股	HKD 0.050	HKD 28.520M - 40.920M	普通股份	71.76	供股/公开发售 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还债务 二供一)
17/06/2015	482	圣马丁国际	--	HKD 75.000M	可换股债券	0	配售/发行

							(扩大资本基础; 偿还债务)
16/06/2015	413	南华中国	HKD 0.800	HKD 861.250M	优先股	36.021	代价发行 (收购项目 购沈阳及天津物业 发展项目)
15/06/2015	702	中国油气控股	--	HKD 100.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础)
15/06/2015	698	通达集团	--	HKD 880.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
15/06/2015	8045	南大苏富特	HKD 0.450	HKD 37.890M	H 股	6.79	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
15/06/2015	6030	中信证券	HKD 24.600	HKD 27.060B	H 股	9.985	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
15/06/2015	718	百威国际	HKD 0.880	HKD 180.400M	普通股份	19.6	配售/发行 (扩大资本基础)
15/06/2015	1091	中信大锰	HKD 1.300	HKD 393.200M	普通股份	10	配售/发行 (扩大资本基础)
15/06/2015	8166	中国农业生态	HKD 0.200	HKD 125.800M	普通股份	19.08	配售/发行 (扩大资本基础)
13/06/2015	217	中国诚通发展集团	HKD 1.010	HKD 978.000M	普通股份	19.997	先旧后新 (扩大资本基础)
12/6/2015	8081	中国手游文化	HKD 0.190	HKD 304.100M	普通股份	50	供股/公开发售 (收购项目; 业务发展; 偿还债务 二供一)
12/6/2015	370	国华	HKD 0.250	HKD 219.000M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
12/6/2015	1094	中国公共采购	HKD 0.260	HKD 682.410M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
12/6/2015	1236	国农控股	HKD 4.250	HKD 247.000M	普通股份	2.881	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目)
12/6/2015	2608	阳光100中国	HKD 3.400	HKD 1.275B	普通股份	18.75	先旧后新 (扩大资本基础; 业务发展; 偿还 债务)
11/6/2015	938	民生国际	HKD 1.090	HKD 279.100M	普通股份	19.228	配售/发行 (扩大资本基础)
11/6/2015	1080	胜利管道	HKD 0.460	HKD 58.907M	普通股份	4.693	配售/发行 (扩大资本基础)
11/6/2015	8037	锐康药业	HKD 0.290	HKD 293.100M -	普通股份	415.683	供股/公开发售

304.600M

(扩大资本基础;收购项目;业务发展 一供四)

11/6/2015	981	中芯国际	HKD 0.659	HKD 634.148M	普通股份	2.361	配售/发行 (扩大资本基础;偿还债务)
11/6/2015	981	中芯国际	HKD 0.659	HKD 213.296M	普通股份	0.794	配售/发行 (扩大资本基础;偿还债务)

(来源: 经济通)

利益披露声明

截至本报告日期，

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价值的 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，并向本报告提及的北京汽车及中信国际电讯在过去 12 个月内就投资银行服务收取任何补偿或委托。
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评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，并没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）（根据**利益披露声明**）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数据为基础，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，而且也不适合所以的投资者。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，并在有需要时就财物、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