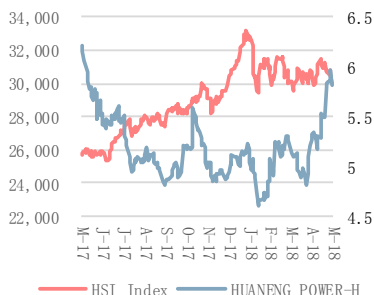


恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌 (%)
恒生指数	30,468.6	1.37
上证指数	3,095.5	1.78
标准普尔指数500	2,705.3	(0.69)
道琼斯指数	24,415.8	(1.02)
纳斯达克指数	7,442.1	(0.27)
日经225指数	22,201.8	0.83
富时100指数	7,678.2	(0.45)
欧洲Stoxx50指数	3,406.7	(1.00)

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	67.0	0.09
COMEX黄金	1,298.5	0.07
LME铜	6,852.0	0.8
CBOT大豆	10.85	(0.44)
BDI	1,042.0	(1.00)

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	2.4291	0.00
美国5年期国债	2.6969	(0.00)
美国10年期国债	2.8594	0.02
美国30年期国债	3.0257	(0.01)
德国10年期国债	0.3375	(8.53)

外币汇率

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.8431	(0.06)
美元/人民币	6.4106	(0.13)
欧元/人民币	7.4733	0.06
港币/人民币	0.8172	0.09
美元/日元	108.82	0.04
欧元/美元	1.1693	0.05

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	14.80	2.78
安硕A50	14.42	2.56
德银X-trackers	29.60	1.06
恒生H股指数	12.150	1.59
中银报诚-沪深300	37.45	2.04
华夏沪深300	38.60	1.98
CBOX VIX	15.43	3.28

资料来源: 彭博

每周一股: 华能国际 (902 HK)

- ❖ 华能国际一季度净利润同比大幅上升 87.0%，超出市场预期，反映去年一季度的低基数效应、上网电量增长 8.6%以及上网电价上升 4.3%。
- ❖ 我们预计公司盈利能力在二季度会继续改善，主要由于四月份煤炭指数及现货价格分别同比下降 9.0%和 12.9%。
- ❖ 行业方面，当前时点火电利用小时和上网电价边际恶化风险较低，存在缓慢回升的预期。动力煤价格下行趋势较为明显，有望成为火电业绩反转的重要推动力。
- ❖ 华能国际目前估值为预测市净率仅 0.7 倍，非常有吸引力。

宏观要闻

- ❖ 人民币在国际支付中的占比在 4 月份有所上升至 1.66%，但占比仍处于近 3 年来的低位。 [彭博]
- ❖ 中国商务部表示不希望看到中美贸易争端升级，将减少外资在能源、基础设施、运输、物流领域的投资限制。 [彭博]
- ❖ 中国 5 月份制造业 PMI 报 51.9，高于市场预期且是 8 个月高位。 [彭博]
- ❖ 美国消费者实际开支在 3 和 4 月份增速强劲，分别环比增长 0.5%和 0.4%，是自 2014 年底以来最强者显示美国 2 季度经济增速势头强劲。 [彭博]
- ❖ 特朗普宣布对欧盟、墨西哥和加拿大钢铁进口征收关税，触发起盟友国家将以牙还牙进行关税反击。 [彭博]
- ❖ 日本工业产值在 4 月份微弱反弹，同比增长 2.5%，但增幅不及市场预期。 [彭博]
- ❖ 澳大利亚 1 季度私人资本开支同比增长 0.4%，远低于于经济学家预测平均的 1.0%。 [彭博]
- ❖ 今日关注宏观经济数据：中国 5 月财新制造业 PMI，美国 5 月非农就业人数变化，美国 5 月失业率，美国 5 月平均时薪年率/月率，美国 ISM 制造业指数。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 中国平安於深圳前海设 1,500 亿人民币发展基金 [阿思达克财经]
- ❖ 腾讯音乐计划赴美上市 估值超过 300 亿美元 [阿思达克财经]
- ❖ 美国商务部激活拒绝令 中兴通讯(763 HK)A 股续停牌 [阿思达克财经]
- ❖ 李泽钜：担任长和主席後没有转变 料意大利局势对公司影响微 [阿思达克财经]

朝闻香江导读

【中信建投：宏观观察】

- ❖ 房价增速与货币化率的趋势相关性——国内宏观经济周报 (20180529)

【近期研究报告】

- ❖ **中国火电板块：盈利处于上行通道 (20180528)**
- ❖ **吉利 (175 HK)：1.5T 上市前领克 01 销量增速可能放缓 (买入/目标价：30.0 港币/20170518)**
- ❖ **马钢 (323 HK)：产品组合向好 (买入/目标价：4.5 港币/20180518)**
- ❖ **中国神华 (1088 HK)：发电量减少使得盈利承压 (持有/目标价：21.0 港币/20180518)**
- ❖ **中国电力煤炭板块月报：煤价处于上行通道 (20180516)**
- ❖ **瑞声科技 (2018 HK)：强劲增长前景不变 (买入/目标价：150 港币/20180515)**
- ❖ **信义玻璃 (868 HK)：为未来强劲增长铺平道路 (买入/目标价：13.0 港币/20180503)**
- ❖ **长城汽车 (2333 HK)：估值接近历史低位 (持有/目标价：9.0 港币/20180502)**
- ❖ **华润水泥 (1313 HK)：首季毛利率创新高 (买入/目标价：9.0 港币/20180424)**
- ❖ **中广核 (1816 HK)：A 股上市或为潜在催化剂 (买入/目标价：2.60 港币/20180423)**
- ❖ **鞍钢(347 HK)：一季度业绩强劲、重申稳健增长前景不变 (买入/目标价：9.0 港币/20180420)**
- ❖ **汽车：新补贴政策提振 2018 年下半年新能源车销售增速 (20180406)**
- ❖ **中电信 (728 HK)：估值处于历史低位 (买入/目标价：4.60 港币/20180328)**
- ❖ **瑞声科技 (2018 HK)：预计 2018 年业绩继续维持强劲 (买入/目标价：180 港币/20180328)**
- ❖ **中通服(552 HK)：价值股、长期增长稳健 (买入/目标价：5.80 港币/20180328)**
- ❖ **吉利 (175 HK)：增长势头依然强劲，价值显现 (买入/目标价：30.0 港币/20180328)**
- ❖ **中软国际 (354 HK)：引领中国 IT 服务产业发展 (买入/目标价：7.50 港币/20180327)**
- ❖ **中国移动 (941 HK)：价值股、增长平稳 (买入/目标价：95.0 港币/20180323)**



中信建投：宏观观察

❖ 房价增速与货币化率的趋势相关性——国内宏观经济周报（20180529）

本轮金融大周期以来（2008年三季度以后），经济货币化率的同比变动对房价同比增速变动趋势有一定的预测参考作用。我们的测算显示，在各滞后期水平下，70大中城市住宅价格指数同

比增速与滞后4到5个季度的货币化率变动量正相关性较高，说明货币化率的同比变动对未来4到5个季度的全国房价总体增速有较好的先行指示效果。其内在逻辑应该是货币总量相对于经济规模的更快扩张，容易导致更多资金流向房地产，从而推高房地产需求和价格。本轮金融大周期以来，中国经济货币化率的快速提升背后是广义信贷与负债杠杆的大幅扩张，在促进经济增长的同时也造成了高杠杆、高房价等潜在系统性风险。2016年下半年后，金融周期逐渐回落和收缩，叠加M2增长同经济增长相关性降低等结构性因素，中国货币化率出现企稳回落的倾向。2018年一季度经济货币化率同比回落2个百分点，连续5个季度同比下降，同M2增速、社融存量增速及金融周期的回落一致。从先行指标的表现来看，尽管部分“人才争夺战”城市的调控松动或导致房地产需求潜力逆周期释放，但2018年的货币金融环境尚不利于重现2016年全国房价水平普涨的牛市。

从高频监测数据看，原材料价格回落，生产需求继续回升。生产方面，发电耗煤增速回升，高炉开工率回升、尿素企业开工率回升，浮法玻璃产能利用率回落。价格方面，上游原油价格、

煤炭价格、铁矿石价格回落，中游钢铁价格回落，有色金属价格分化，水泥价格回升，玻璃价格回落。库存方面，上游原油库存分化，煤炭库存和铁矿石库存回升，中游钢铁库存回落、有色库存分化。需求方面，汽车零售继续回升，商品房销售降幅继续收窄，三线城市销售节后首次旬度同比回升，值得进一步关注。

流动性方面，本周央行资金净回笼，市场资金利率期限分化；十年国债收益率回落，人民币对美元贬值；6月1日当周逆回购到期量为3700亿，MLF到期0亿。

重要新闻梳理：国务院印发了《关于改革国有企业工资决定机制的意见》，对国有企业工资分配管理办法进行重大改革，《意见》指出将坚持建立中国特色现代国有企业制度改革方向，建立健全与劳动力市场基本适应、与国有企业经济效益和劳动生产率挂钩的工资决定和正常增长机制。国家发展改革委25日宣布，自6月10日起理顺居民用气门站价格、完善天然气价格机制。

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

近期研究报告

❖ 中国火电板块：盈利处于上行通道（20180528）

- 由于 2017 年下半年开始各省上网电价的上调，我们预期 2018 年电力上市公司上网电价的同比增幅 1-5%，据此我们预计，中国火电板块 2018 年的盈利将同比大幅增加 40-386%，对比 2017 年同比大幅减少 49-87%。
- 在中央政府对煤价管控以及煤炭供需紧平衡这两个对立因素的作用下，我们预计 2018 年秦皇岛 5,500 卡煤炭的平均价格为 613 元人民币/吨，与 2017 年持平，因此电力公司 2018 年的单位燃料成本亦与 2017 年大致持平。
- 有鉴于电力公司 2018 年盈利增长强劲的预期，我们重申该板块的“增持”评级。基于公司盈利对电价和燃料成本变动的敏感度角度，我们推荐华能（902 HK，“买入”，目标价：6.80 港币），华电（1071 HK，“买入”，目标价：4.20 港币），华润电力（836 HK，“买入”，目标价：18.00 港币），大唐发电（991 HK，“买入”，目标价：3.00 港币）以及中国电力（2380 HK，“买入”，目标价：2.50 港币）。

火电上网电价自 2017 年起呈上涨趋势。由于各省火电上网电价已从 2017 年 7 月 1 日上调，我们认为火电价格联动机制可能不会在 2018 年启动。根据各电力公司的年报数据显示，与 2017 年上半年相比，下半年各公司的隐含电价环比增长 2-9%。由于 2018 年直供电折扣幅度预计与 2017 年持平，加上 2018 年一季度的盈利数据，我们认为火电板块的上网电价将维持在 2017 年下半年的水平。

2018 年的燃料成本预计与 2017 年持平。一方面，煤炭供需紧平衡将煤炭价格在旺季推高，另一方面，政府的调控抑制煤炭价格在旺季大幅上涨。两方面因素作用下，我们认为，2018 年秦皇岛 5,500 大卡煤炭价格将与 2017 年持平，维持在 613 元人民币/吨。因此，我们预计各电力公司的单位燃料成本增速也将维持 2017 年的水平。

电价上涨和燃料成本持平带来盈利能力回升。受去年同期的低效应影响，我们预计 2018 年中国火电板块盈利将同比大幅增加 40-386%。与此同时，我们认为该板块 2018 年的毛利润率和 ROE 将分别温和增加 1-3/1-4 个百分点。

燃料成本增加依然是我们预测的关键风险。煤价每上升 1%，2018 年火电板块盈利将减少 3-14%。考虑到上网电价在 2017 年的水平上再次上调的可能性较小，一旦煤价出现大幅上调将对我们板块的盈利预测造成重大影响。

(姚雪 Snowy YAO CE No.: AWK470)

❖ 吉利（175 HK）：1.5T 上市前领克 01 销量增速可能放缓（买入/目标价：30.0 港币/20170518）

- 吉利换代新车型或将在 2018 年下半年继续提振产品周期，我们认为公司全年 158 万台的销量目标稍显保守。
- 由于工厂通过延长工作时间实现产能扩张的空间有限，我们预计领克 01 每月销量达到 1 万台后将面临销量增速的放缓。
- 我们维持 30.0 港币的目标价不变，相当于吉利 2018 年 13.0 倍的市盈率以及合资品牌领克 2018 年 1.8 倍的市销率（基于领克 2019 年的盈利预期）。我们的目标价与目前的股价相比有 30% 的上升空间，因此维持“买入”评级。

新车型竞争力强，上市后将提振产品周期。全新的吉利博瑞 GE 在 5 月 15 日开始预售 1 小时内就接受超过 2000 台的订单，轻度混合动力（MHEV）和插电式混合动力（PHEV）的起售价分别为 159,800 元人民币和 198,800 元人民币。我们认为如此强劲的预售充分说明了换代车型极强的竞争力。由于博瑞 GE 的生产和现有的燃油车生产共享平台，产生的额外成本相对有限，我们预计博瑞的利润率将因此继续提升，尤其是高毛利润率车型 2019 年的销量逐步增加后。此外，吉利在传统淡季 4 月的销量约为 12.8 万台

(翻译及编辑: 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

(同比增加 49%)，前四个月已经完成了 2018 年销量计划的 32% (包括领克共 158 万台)；考虑到去年 1-8 月基数较低，我们预计吉利 5 月出货量将超过 50%，从而推动全年出货量大幅超过目标。

领克 2.0T 的出货量超过 1 万台后增速可能会开始放缓。领克 01 的引擎供给已由 2018 年 1 月的 6,000 台大幅增加至 4 月的 9,000 台。我们认为，领克 2.0T 引擎近期的出货量会开始放缓，特别是当月销量超过 10,000 台时，主要由于张家口动力总成工厂通过延长工作时间进行产能提升的空间已经相对有限。配备 1.5T 引擎的车型预计将在 2018 年下半年上市，我们预计在此之前领克 01 单月的出货量可能将维持在 10,000 台左右。此外，位于浙江的第三家 CMA 工厂 (预计产能 30 万台每年，专门用来生产领克 01 车型) 明年将会建成投产，我们预计 2019 年领克 01 的产能将大幅增加至 20,000 台/月以上，同时陆桥工厂可能会留给沃尔沃来生产旗下的 CMA 车型。

估值吸引。我们维持 30.0 港币的目标价不变，相当于吉利 2018 年 13.0 倍的市盈率以及合资品牌领克 2018 年 1.8 倍的市销率 (基于领克 2019 年的盈利预期)。我们的目标价与目前的股价相比有 30% 的上升空间，因此维持“买入”评级。

(田阳 TIAN Yang CE No.: BGL791)

❖ 中国神华 (1088 HK): 发电量减少使得盈利承压 (持有/目标价: 21.0 港币/20180518)

- 由于我们预计神华 2018 年的煤炭产量将有所减少，同时我们将 2019 年的煤价预测从 620 元人民币/吨减少 3.2% 至 600 元人民币/吨，因此，我们将神华 2018/19 财年的盈利预测由同比持平调整为同比分别下跌 5.8%/2.9%。
- 此外，我们将公司 2018/19 财年的 EPS 由 2.48/2.48 元人民币分别下调 8.9%/11.3% 至 2.26/2.2 元人民币，以反映我们对公司这两年盈利预测的调整。
- 有鉴于公司现金流强劲、以及我们对近期煤价维持在 2017 年水平的预期，我们重申对神华的“持有”评级，并基于 DCF 模型维持 21.0 港币的目标价。

煤炭产量或将在 2018 年略有减少。根据公司的指引和年初至今的产量 (2018 年前 4 个月合计 9,610 万吨，同比减少 6.2%)，我们将公司 2018 年煤炭产量的增速由之前的同比增长 2.9% 下调至同比降低 1.7%。由于哈尔乌素煤矿在 4 月开始贡献煤炭产量 64 万吨，我们预计该煤矿将在 2018 年下半年全面恢复生产。

产量减少可能拖累盈利。根据我们的测算，目前公司自产煤产量的毛利润率比贸易煤高 50 个百分点左右，占公司煤炭总销量的 65% 左右。因此，销量减少的预期或将拖累煤炭业务毛利润率由 2017 年的 26.8% 减少 1.6 个百分点至 25.2%。根据我们的测算，公司煤炭产量每变动 1%，将导致 2018 年的 EPS 同向变动 0.7%。

我们预计煤价将在 2018 年同比持平。我们认为，尽管煤炭强劲的需求增长和供给的缓慢增长将在近期继续支撑煤价维持在 2017 年的水平，但是国家严控煤价在旺季过高过快上涨的政策仍然是公司未来煤价的不确定因素。因此，我们预计，2018 年秦皇岛 5,500 大卡煤炭的平均价格将为 613 元人民币/吨，较 2017 年持平。根据我们的测算，公司煤价每变动 1%，将导致 2018 年的 EPS 同向变动 1.1%。

电价上涨推动发电业务盈利回升。根据公司 2018 年第一季度业绩，由于 2017 年下半年开始各地上网电价上调，公司火电的上网电价同比增加 3.7% 至 310 元人民币/兆瓦时，高于去年同期的 299 元人民币/兆瓦时。由于直供电折扣预计将大致与 2017 年持平，我们预计 2018 年上网电价将在目前 310 元人民币的水平波动。因此，有鉴于上网电价上涨和燃料成本持平，公司 2018 年电力业务的毛利润率预计将提升 1.5 个百分点至 15.5%。根据我们的测算，公司的上网电价每变动 1%，将导致 2018 年的 EPS 同向变动 1.2%。



(翻译及编辑: 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

维持“持有”评级和 21.0 港币的目标价。考虑到公司煤炭产量的减少和火电业务上网电价的上涨，我们预计公司 2018 年的盈利将同比减少 5.8%。不过，由于公司的自由现金流预计将在未来维持稳定，我们维持目标价为 21.0 港币不变，相当于 2018/19 年 1.0/0.9 倍的市帐率。

(姚雪 Snowy YAO CE No.: AWK470)

❖ **马钢 (323 HK): 产品组合向好 (买入/目标价: 4.5 港币/20180518)**

- 受单位吨毛利提升所推动，马钢一季度实现正面盈利增长，从而重申了我们认为行业盈利上行趋势维持不变的观点。
- 我们认为，行业供给侧结构性改革下，国内钢铁产业的前景将维持稳定。
- 有鉴于钢铁产品价格上涨超过成本压力的预期，我们将 2018 年的收入和净利润预测分别上调 3.2%/1.0%。我们维持目标价为 4.5 港币不变，相当于 2018 年 1.0 倍的每股账面价值。维持“买入”评级。

供给侧结构性改革深化下，今年将再次实现强劲增长。由于政府已经计划关停 3,000 万吨的淘汰产能，钢铁消耗总量预计将在 2018-20 年保持稳定。就生产方面，全国百家中小钢铁企业最新的高炉开工率已经回升到了冬季关停期之前的水平。3 月中以来，国内钢铁库存持续减少，而下游消费不断增加，表明钢铁价格获得支撑。此外，东盟热轧进口价格和中东钢筋现货价格企稳表明美国关税对钢材的影响正逐渐减少。在国内供给不足的大背景下，由于更高品位材料需求增加以及炼焦煤价格上涨导致铁矿石进口价格的反弹，钢铁产品和原材料之间的价差已扩大至 1 月来的高位。

发展计划稳健，已初见成效。管理层指引，公司今年的生产目标于去年持平，其中粗钢和钢铁产量分别维持在 1,985 万吨和 1,882 万吨的水平。自 2016 年第四季度以来，马钢大部分商品的出厂前价格实现大幅回升，从而推动了 2017 年公司的利润率提升。我们认为，公司的利润率将在今年继续维持上行趋势。有鉴于马钢管理层在较高端钢铁产品组合优化方面的努力，我们认为马钢将继续受益于钢铁价格的上涨，从而将单位吨毛利由去年 330 元的水平继续上涨。

自由现金流的持续改善。我们认为，马钢今年主要的资本开支有所减少，其中大部分开支用于生产升级以及环保政策的投资。因此，我们预计马钢将在年底回到净现金的状态，而 2017 年年底的净负债/权益比率为 27.7%。

估值有进一步提升空间。马钢 2018 年的市盈率为 5.2 倍。有鉴于公司增长前景改善，我们认为其目前估值具有吸引力。就市帐率和 ROE 方面，我们的目标价对应 2018 年 1.0 倍的市帐率，我们预计 ROE 将在 2018 年回升至 16.8% 左右的水平，与 2003-05 年期间的 ROE 水平一致，我们认为目前估值偏低。因此，维持“买入”。

(陈家扬 Duncan CHAN CE No.: ALH659)

❖ **中国电力煤炭板块月报：煤价处于上行通道 (20180516)**

- 过去两个月，由于煤价下跌以及盈利强劲回升，火电板块的上市公司股价实现了 15-28% 的反弹。
- 在我们看来，煤价在 4 月经历了一轮下跌后，目前电力需求在夏季上升以及煤炭供给仍然缓慢增加都继续支撑煤价在 5 月上涨。从中期来看，我们认为中美贸易战仍将持续，或将对中国的经济（最终电力需求）带来潜在风险。
- 从未来盈利恢复的可持续性方面考虑，我们推荐华能 (902 HK, 买入, 目标价: 6.00 港币)。鉴于 2017 年下半年开始当地上网电价的上调、2018 年的燃料成本增速预计持平、加上去年相对的低基数效应，我们预计华能 2018 年上半年及全年的盈利可能分别实现 7 倍/+100% 的同比增长。尽管煤价预计在 5 月维持上行趋势，有鉴于公司 2018 年产量减少的预期，我们维持对神华 (1088 HK, 持有, 目标价: 21.0 港币) 的“持有”评级。

(翻译及编辑: 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

4月用电量增速提升。今年4月,全社会用电量同比增加7.8%,较3月3.6%的同比增速提速,主要由于第二产业的用电量增速从3月的-1.6%大幅回升至4月的7.2%。2018年前四个月,全社会用电量合计同比增加9.3%,尽管与前三个月9.8%的同比增速相比略有收窄,但仍好于去年同期的6.7%。由于国内大部分地区天气变热,我们预计5月用电量增速将维持强劲。

火电增速回升。受用电量强劲回升所推动,火电和核电4月的发电量分别同比增加7.3%/6.5%,高于3月的1.4%/1.7%。与此同时,4月风电和光伏发电量的同比增速分别为22.6%/26.4%,仍然维持在双位数的水平,但低于3月的36.8%/27.9%。考虑到今年前四个月的限电率维持在7.5%左右的水平,我们认为发电量增速的放缓与去年的高基数效应有关。4月水电发电量同比减少2.6%,较3月-5.3%的同比增速有所改善。由于夏季来水量将有所增加,我们认为水电用电量增速将在5月继续回升。

4月煤炭供给受进口限制影响而有所减少。今年4月初,政府先后暂停了浙江、福建、广东等部分地区一类二类港口的煤炭进口。随着进口限制政策的实施,国内4月煤炭进口量大幅减少至2,230万吨,同比减少10.1%,环比减少16.5%。尽管4月国内煤炭产量同比增加4.1%(环比增加1.1%)至2.933亿吨,我们估算国内4月煤炭供给较3月减少了130万吨至3.156亿吨。因此,考虑到政府不会在短期内取消进口限制,加上国内煤炭产量维持缓慢增长,我们预计5月国内煤炭总供给仍将维持在低单位数的增长水平。

(姚雪 Snowy YAO CE No.: AWK470)

❖ 瑞声科技 (2018 HK): 强劲增长前景不变 (买入/目标价: 150 港币/20180515)

- 瑞声科技2018年第一季度业绩稍逊于我们和市场的预期。管理层将公司2018财年的收入增速指引从25%下调至十位数。
- 2018年第一季度,瑞声科技继续广泛深入国内安卓客户,主要产品包括超线性结构平台(SLS)音箱、晶圆级玻璃(WLG)混合镜头、触控马达以及3D后盖板玻璃。
- 我们将2018/19财年的收入和盈利预测分别下调8.2%/12.4%和12.4%/20.4%,并基于DCF模型将目标价下调至150港币。维持“买入”。

2018年第一季度业绩稳健。正如市场所预期,受智能手机产业发展不景气以及人民币升值的影响,公司2018年第一季度的业绩遭遇逆风。其中,收入同比增加10.0%,主要由于音响模组增长强劲(收入同比增加48.2%)、受触控马达业务拖累(触控马达/无线射频结构件收入同比减少11.0%)。受人民币升值影响,公司一季度的毛利率为38.0%,同比减少3.6个百分点(其中人民币升值的影响达3.2个百分点)。

核心业务具体进程。一季度,用于安卓机型(2018年第一季度推出的安卓新机型)的SLS音响模组实现量价齐升,推动公司模组声学业务收入同比增加27%。由于拥有自有专利的MEMS dies设计及数码式ASIC芯片占比提升,我们测算出MEMS麦克风业务收入同比增速达65%,毛利率也有所改善。尽管触控马达及无线射频结构件收入同比减少11.0%,公司已通过X轴执行器和3D后盖板玻璃等产品深入布局主流安卓客户;两类产品已于一季度开始量产。

新兴业务将初见成效。公司最新的光学业务拓展迅速,5月塑料镜头出货量达1,500-1,700万组,预计将在第三季度增加至2,500-3,000万组。与此同时,WLG产能的中期目标为500万件/月(截至2018年年底实现1,000万件/月)。公司计划于今年第三、第四季度开始实现3D感应和成像应用混合镜头的量产。考虑到WLG技术的混合镜头拥有光学表现好、具备成本优势,我们认为看好该产品未来的发展前景。

强劲增长前景不变。有鉴于公司在安卓客户中的渗透率深度和广度的拓展、以及在苹果产业链稳固的行业地位,我们仍然看好瑞声科技2018年的表现。考虑到触控马达业务表现不及预期,我们将2018/19财年的收入和盈利预测分别下调8.2%/12.4%和12.4%/20.4%,并基于DCF模型将目标价下调至150港币。维持“买入”。

(柳太胜 Steven LIU CE No.: AM0971 沈翔飞 Thomas SHEN CE No.: BHV664)

❖ **信义玻璃 (868 HK): 为未来强劲增长铺平道路 (买入/目标价: 13.0 港币/20180503)**

- 随着行业供求关系的改善和马六甲项目贡献的提升, 我们认为信义玻璃将在 2018 年年底之前实现利润率的不改善。
- 有鉴于国内结构性供给侧改革的不断深化, 我们对国内浮法玻璃产业前景持乐观态度。
- 根据我们与管理层最近的沟通, 我们认为公司 2018 年仍将实现盈利增长。此外, 考虑到公司已在国内外布局产能扩张计划, 我们认为信义玻璃将从 2019 年开始维持强劲的产量增速。因此, 我们维持“买入”评级。

2018 年盈利强劲。行业数据显示, 年初至今, 广州 5 毫米浮法玻璃价格同比上涨 12.0%, 而华南的苏打灰价格同比下跌 7.0%, 我们因此预计信义浮法玻璃产品的利润率将在未来的几年不断改善。冬季结束后气温回暖, 天然气价格企稳, 因此公司整体的生产成本将维持稳定。根据我们的测算, 马六甲浮法玻璃生产线 (1x1, 200tpd) 的一期全年贡献以及即将投入生产的二期 (1x800tpd 和 1x1, 200tpd) 将提振公司未来两年的产能增速。依赖其低辐射玻璃的销售增长以及汽车玻璃的产能扩张, 我们认为信义玻璃的行业地位将在未来不断稳固。

关注 2020 年前浮法玻璃市场份额的大幅提升。根据公司最新的发展计划, 信义已经获得许可在广西壮族自治区建设玻璃生产线, 设计产能为 4x800tpd。该项目计划最早于 2019 年年中投入生产。考虑到公司在加拿大等北美地区的产能扩建计划, 我们认为信义玻璃将正在未来实现市场份额的大幅提升。

环保要求趋严、行业集中度提升的受益者。过去的几年内, 政府不断提升对建造新浮法玻璃生产线和淘汰老旧落后产能的政策要求。行业数据显示, 截至 2018 年 4 月, 包括信义玻璃在内的中国前五大玻璃制造商的日融化能力占全行业的 32%。我们认为, 行业集中度将在今年进一步提升。

估值提升仍有空间。根据管理层指引, 我们将 2018 年的收入/盈利预测分别上调 4.9%/12.3%。基于我们对公司今年浮法玻璃盈利能力维持强劲的假设、以及公司的独特市场定位为长期发展带来的利好, 我们将目标价上调至 13.0 港币, 对应公司剔除信义光伏贡献后过去 5 年 1 个标准差的市盈率为 12.0 倍, 之前为 9.0 倍。我们维持“买入”评级。

(陈家扬 Duncan CHAN CE No.: ALH659)

❖ **长城汽车 (2333 HK): 估值接近历史低位 (持有/目标价: 9.0 港币/20180502)**

- 由于高价车型的上市以及促销活动的结束, 长城汽车的毛利润率自 2017 年第三季度以来开始进入上行通道。但是, 有鉴于近期中端车型竞争加剧, 我们预计毛利润率的改善将在未来逐渐放缓。
- 公司将 2018 年第一季度的研发费用资本化, 这个会计调整可能会减轻今年市场对于公司利润率表现的担忧, 同时也可能会为 2018 财年带来额外利润。
- 为了反映研发费用资本化和中端车型竞争加剧, 我们下调 2018 年的管理费用和毛利润率预测, 同时将 2018/19 年的盈利预测分别下调 2.8%/7.6%。我们将目标价由 9.1 港币下调至 9.0 港币, 调整后的目标价与目前股价相比有 9% 的上升空间, 因此重申“持有”评级。

由于产品结构调整以及促销活动减少, 2017 年三季度以来毛利润率持续改善。长城 2018 年一季度的毛利润率为 21.2%, 高于 2017 年四季度的 19.4% 但低于 2017 年一季度的 22.1%, 主要由于公司推出了价格较高的 WEY 和新 H6 车型以及期间促销活动的减少。2018 年一季度哈弗的销量达 18.1 万台左右, 较 2017 年一季度的 22.1 万台同比减少 18.6%; 哈弗 H6 (主要由利润率高于平均的 H6 运动版和新版 H6 组成) 的出货量同比增加 6.7%, 有效抵御了市场的下行趋势。不过, 我们对 WEY 车型的销售下滑有所担忧。2018

(翻译及编辑: 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

年3月, WEY车型的销量由1月份的1万台减少至7,000台左右, 管理层认为增速减缓与同业合资公司促销增加有关。我们认为, WEY的销量增速减缓表明近期中端车型的竞争加剧, 因此将拖累公司未来的利润率回升。

研发资本化增加将贡献2018年盈利。2018年一季度, 公司的行政费用与收入占比由2017年一季度的5.4%减少至2.4%, 主要由于公司将8.2亿元人民币的研发费用的50%进行了资本化(往年均为全部费用化)。公司计划在今年年底前继续将研发费资本化的会计处理。2017年, 公司全年的研发费用达34亿元人民币, 假设2018年研发费用与上年持平, 我们认为资本化将至少贡献10亿元人民币的盈利。

渠道调研表明一季度补贴同比增加但出货量同比减少。我们最近的渠道调研表明, 2018年4月的经销商的销量同比、环比均出现下跌, 当月平均库存维持在45天左右的相对平稳水平。目前, 经销商销售哈弗车型的平均现金补贴为5,000-6,000人民币/台左右, 高于2017年第一季度的平均水平。

估值接近历史低位。我们下调2018年的管理费用和毛利润率预测, 同时将2018/19年的盈利预测分别下调2.8%/7.6%。我们将目标价由9.1港币下调至9.0港币, 调整后的目标价与目前股价相比有9%的上升空间, 因此重申“持有”评级。

(田阳 TIAN Yang CE No.: BGL791)

❖ 华润水泥 (1313 HK): 首季毛利润率创新高 (买入/目标价: 9.0 港币/20180424)

- 受售价上涨和利润率改善所推动, 华润水泥2018年第一季度的业绩强劲, 好于市场预期。
- 我们预计公司将在2018财年维持强劲增长, 主要驱动力包括1) 水泥价格或将维持稳定; 2) 区域性的发展政策使得东南地区和海南当地市场的供求关系有所改善, 以及3) 持续的产能效率提升。
- 我们将2018财年的收入和净利润预测分别上调1.1%/18.4%, 并将目标价由7.2港币上调至9.0港币, 相当于2018财年11.0倍的市盈率。我们认为公司估值偏低, 因此重申“买入”评级。

2018年第一季度毛利润率创历史新高, 业绩强劲。2018年第一季度, 公司的净利润同比大幅增加196%, 主要由于水泥价格涨幅超过煤炭价格涨幅, 从而导致当期毛利润率恢复到历史高位。公司整体经营效率改善, 因此销售、一般和行政开支继续下降, 表明管理层在经营效率改善方面的努力。

供给侧合作对水泥价格上涨依然有支撑作用。我们认为, 国内水泥产能扩张将在2018年面临严格限制, 而南方地区需求预计将维持稳定增长。从而继续利好公司的盈利增长前景。

大湾区和海南自由港发展的长期受益者。中央计划将海南发展成为国际旅游岛和自由港, 促进与大湾区更为紧密的合作, 并成为“一带一路”下连接印度洋和亚洲其他经济体的门户。有鉴于基础设施投资以及未来房地产开发需求的加快, 我们认为中央本次的战略性政策将利好水泥消费。行业数据显示, 两广地区的水泥项目数量有限, 表明产业整体前景将利好公司发展。

盈利前景乐观。我们预计公司的水泥销量将在2018年全年同比增加2.5%, 主要由于位于合浦村年产量200万吨的产线在去年年底才投入生产。考虑到水泥价格逐渐进入旺季, 我们将2018财年的单位毛利润假设由2017年的94港币/吨上调至148港币/吨。

估值吸引。公司2018财年的市盈率为9.6倍, 股息率为4.7%, 估值偏低。我们基于DCF模型, 将目标价上调至9.0港币, 对应2018财年8.5倍的市盈率, 与公司过去5年的历史平均水平一致。调整后的目标价与目前的股价相比有23.9%的上升空间, 我们因此维持“买入”。

(陈家扬 Duncan CHAN CE No.: ALH659)



❖ **中广核 (1816 HK): A 股上市或为潜在催化剂 (买入/目标价: 2.60 港币/20180423)**

- 中广核将于 2018 年 4 月 25 日召开特别股东大会以商讨 A 股上市事宜。考虑到公司的央企性质, 我们认为, 公司的 A 股上市计划极有可能获得股东通过; , 预计将在未来的 6-12 个月获得证监会批准上市。
- 我们重申, 中广核将在 2018 年迎来“V 型”增长; 由于去年同期的高基数效应、2018 年上半年没有新增产能, 我们预计公司的盈利增长或将在 2018 年上半年触及 V 型底部。尽管如此, 我们预计在阳江 5 号机组和台山 1 号机组投入商用后, 公司盈利将在 2018 年下半年重回稳定增长的轨道。
- 与此同时, 我们认为中广核的 A 股上市计划仍然是公司未来一年的估值催化剂。与 A 股上市的同业核能公司中国核电 (601985 CH, 未评级) (2018/19 财年的市帐率分别为 2.0 倍/1.8 倍) 相比, 中广核的估值 (2018/19 财年的市帐率分别为 1.1 倍/1.0 倍) 有明显的折让。我们重申“买入”评级, 目标价为 2.60 港币, 相当于 2018/19 财年 1.5 倍/1.5 倍的市帐率。

2018 年第一季度上网电量同比增加 15.5%。我们预计中广核 2018 年第一季度的产能利用率达 73.3%, 低于 2017 年第四季度的 76.8%, 主要受季节性因素和节假日的影响; 但仍高于 2017 年第一季度的 66.8%, 主要由于直供电增加。此外, 根据我们的测算, 防城港和红沿河的上网电量分别同比增加 83%/41.3%, 利用率分别改善至 85.9%/54.1% (2017 年第一季度分别为 47%/38.3%)。就防城港而言, 2018 年第一季度直供电占上网电量比重达 100%。我们预计, 由于阳江 4 号机组自 2017 年 3 月底开始投入商运导致基数较高, 2018 年上网电量的同比增速将放缓至 10%左右。

直供电电价折扣: 2018 年第一季度毛利增长放缓的导火索。2018 年第一季度, 中广核收入同比增加 9%, 不及同期内的电量增速, 我们认为这主要与直供电电价折扣有关。根据我们的测算, 2018 年第一季度含蓄电价为 379 元人民币/兆瓦时, 与 2017 年第一季度相比下降 2.3%, 主要由于直供电占比提升。此外, 公司的经营性成本同比增加 17%; 由于 2018 年开始广东省 20%的核电按市场电结算导致含蓄单位成本同比增加 4.9%至 200 元人民币/兆瓦时。总体而言, 公司的毛利润率由 2017 年第一季度的 49.5%下跌至 45.8%, 毛利同比仅增长 0.9%。

利润前景: 上半年触及低位、下半年回升在望。由于 2018 年上半年并没有新增产能、直供电占比提升的因素影响, 我们认为公司的盈利增速将在 2018 年上半年触及低位 (利润同比单位数字下降或者持平)。不过, 由于台山 1 号机组以及阳江 5 号机组预计将在 2018 年下半年 (可能在 10 月) 投入商运, 我们认为公司将届时恢复稳定增长。

我们重申“买入”, 并维持 2.60 港币的目标价。尽管公司的盈利增速将在 2018 年上半年触及低位, 我们认为 A 股上市的计划仍然是公司未来一年的估值催化剂。公司 2018/19 财年的市帐率分别为 1.1 倍/1.0 倍, 我们的目标价分别对应 1.5 倍/1.5 倍的市帐率。

(姚雪 Snowy YAO CE No.: AWK470)

❖ **鞍钢 (347 HK): 一季度业绩强劲、重申稳健增长前景不变 (买入/目标价: 9.0 港币/20180420)**

- 鞍钢第一季度盈利实现正增长, 主要受钢铁价格上涨和毛利润率改善所推动, 我们因此重申对行业盈利上行趋势保持不变的观点。
- 我们认为, 美国征收钢铁关税对板块影响有限。因此, 在目前行业的供给侧改革背景下, 我们认为中国钢铁产业前景将维持相对稳定。
- 根据管理层指引, 船舶建造订单以及铁路钢材产品需求将在第二季度继续维持强劲, 我们因此将 2018 年全年收入和净利润预测分别上调 14.0%/3.5%。基于 2018 财年 1.0 倍的 BVPS, 我们将目标价由 8.5 港币上调至 9.0 港币。维持“买入”。

(翻译及编辑: 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

2018年一季度业绩强劲重申行业盈利上行趋势不变的预期。净利润同比增加 48.8%，主要受钢铁价格上涨和毛利润率改善所推动。尽管一季度为传统淡季，公司今年一季度的盈利增长为 2008 年第一季度来新高。根据我们的测算，业绩期间，公司的单位吨毛利达 666 元人民币，主要由于单位产品售价同比增加 10%，而生产成本同比增加仅 6%。

市场对美国向中国征收钢铁关税仍有顾虑。钢铁产品和原材料的价差已从 1 月的高位有所收窄，但年初至今平均水平仍高于 2017 年全年；不过由于美国占中国钢铁进口的比重有限，我们认为市场对于美国向中国征收钢铁关税的潜在影响担心过度。根据中国海关数据，今年前三个月，中国钢铁产品净出口比率有所下跌。基于第二季度下游消耗继续增加的假设，我们认为关税的影响相对有限。此外，由于中国政府已经计划关停 3,000 万吨落后产能，我们认为在国内钢铁产业集中度提升的背景下，全行业的供给关系将进一步改善。官方数据显示，2018 年一季度，中国的粗钢生产有所上升，但中国社会钢材库存总量已从 3 月中以来回到下行通道，我们认为释放出市场改善的积极信号。

盈利改善吸引。根据管理层最新的指引，我们上调 2018 财年的盈利预测。我们预计鞍钢的 ROE 将在 2018 年回升至 11.7% 左右的水平，远高于 2008 年的 5.5%；基于 2018 财年 1.0 倍的 BVPS，我们将目标价由 8.5 港币上调至 9.0 港币，相当于 2018 财年 1.0 倍的市帐率。我们认为公司目前估值便宜，维持“买入”。

(陈家扬 Duncan CHAN CE No.: ALH659)

❖ 汽车：新补贴政策提振 2018 年下半年新能源车销售增速（20180406）

- 我们认为，2018 年 2 月燃油车出货量疲弱以及经销商补库存放缓可能表明投资者对 2018 年燃油车市场表现持谨慎态度。
- 2018 年 1-2 月，新能源车销售增速强劲，主要由于 2017 年上半年的低基数效应以及插电混动车（PHEV）的出货量强健。由于纯电动汽车（BEV）可以获得更高补贴，我们认为电池续航能力更强的 BEV 车型将在下半年实现出货量提升。
- 尽管行业利润率普遍下跌，锂电池的上游的部分原材料供应商在 2017 年仍然实现了盈利能力的持续改善。
- 我们依然看好估值吸引的吉利（175 HK，“买入”），自主和合营品牌产品处于上升周期的广汽（2238 HK，“买入”），以及 2017 年 PHEV 出货量强劲、2018 年下半年计划推出新车型的比亚迪（1211 HK，“买入”）。

2018 年 2 月燃油车出货量疲弱以及经销商补库存情况可能表明投资者对 2018 年燃油车市场表现持谨慎态度。2018 年前两个月，燃油车的合计销售同比仅增加 1.5%，大幅低于 2016/17 年同时期水平，主要由于（1）2015-17 年提前消耗了市场的真实需求；以及（2）主机厂对于未来增长的顾虑导致补库存放缓，以避免未来通过促销降库存。

2018 年 1-2 月，新能源车销售增长强劲，主要由于 2017 年上半年的低基数效应以及 PHEV 的出货量强健。今年前两个月，新能源车的出货量合计同比增加 213% 至 72,000 台左右，主要由于（1）2017 年 1-2 月新能源补贴减少 20% 以及绿色能源车获补贴名单特定，导致新能源车出货量较少，从而产生低基数效应；以及（2）2018 年 1-2 月 PHEV 出货量占比为 33.8%，高于去年同期的 18.9%。我们认为新能源乘用车出货量将在 2018 年下半年新的补贴政策正式生效后大幅提升，其中里程在 300 公里及以上的车型将受益最多。

尽管行业利润率普遍下跌，锂和钴供应商的盈利能力持续改善。国内新能源车主机厂 2017 年的业绩快报显示，补贴减少导致各主机厂的盈利能力同比普遍下跌。此外，尽管行业利润率普遍下跌，正极材料供应商（特别是锂和钴的供应商）在 2017 财年普遍实现了净利润率的提升。我们预计，新能源汽车出货量增速将持续提升，从而提振 2018 年动力电池的市场需求；与其他零部件和电池组供应商相比，我们认为正极材料供应商将更为受益。

(田阳 TIAN Yang CE No.: BGL791)



❖ **中电信 (728 HK): 估值处于历史低位 (买入/目标价: 4.60 港币/20180328)**

- 中电信 2017 财年收入增长强劲 (服务收入同比增加 6.9%)、盈利增长平缓 (净利润同比增长 3.4%)，反应出行业竞争激烈。
- 在 4G 网络和有线宽带竞争加剧、数据漫游费用取消的背景下，2018 年对于公司来说可能是艰难的一年。
- 我们将公司 2018/19 财年的净利润预测分别下调 11.9%/14.1%，并基于 DCF 模型将我们的目标价由 5.20 港币下调至 4.60 港币，与目前的股价相比有 36.5% 的上升空间。维持“买入”。

2017 财年业绩指标好坏参半。中电信 2017 财年全年服务收入同比增加 6.9%，主要受移动数据 (同比增加 22.4%) 和信息应用 (同比增加 17.3%) 的推动，完全抵消了语音业务收入下跌的影响 (固话语音收入同比减少 14.3%、移动语音同比减少 10.8%)。由于竞争加剧，公司全年有线宽带收入同比减少 0.1%，为历史首次出现同比减少。2017 年，公司继续大力投资 4G 传输网络 (2017 财年资本开支为 887 亿元人民币，2018 年资本开支指引为 750 亿元)，从而推升营运成本 (营运利润仅同比增长 0.1%)。

竞争加剧、格局改变，催生挑战。与其他电信运营商相比，国内数据漫游费用取消计划对中电信的影响可能最小 (中电信仅 34.5% 的服务收入来自于移动数据)；但中移动和中联通的威胁将进一步加剧。在国内三大运营商中，中移动的客户数量目前位列第二，我们预计 2018 年可能超过中电信成为国内最大的有线宽带运营商。此外，中国联通在与 OTT 公司的战略合作关系建立方面越来越激进，从而对中电信在企业客户市场中领导力地位的威胁增加。

期待“混改”提升长期竞争力。公司企业治理和执行力优秀，将很好的适应近期的竞争格局改变。不过，我们认为公司需要通过“混改”来提升其长期的竞争力。

下行风险有限。我们将公司 2018/19 财年的服务收入预测分别上调 0.6%/1.2%，但将两年的净利润预测分别下调 11.9%/14.1%。基于 DCF 模型，我们将目标价由 5.20 港币下调至 4.60 港币。公司目前的估值为 11.2 倍的市盈率，2.6 倍的 EV/EBITDA，0.7 倍的市帐率，股息率达 3.4%。调整后的目标价与目前的股价相比有 36.5% 的上升空间，因此维持“买入”。

(柳太胜 Steven LIU CE No.: AM0971)

❖ **瑞声科技 (2018 HK): 预计 2018 年业绩继续维持强劲 (买入/目标价: 180 港币/20180328)**

- 瑞声科技 2017 财年业绩强劲，收入和盈利与我们和市场的预期一致。公司拟派发末期股息 1.70 港币/股，2016 财年为 1.17 港币/股。
- 2017 年，公司继续巩固其行业领导能力，各项业务均实现稳健增长。公司进一步拓展在安卓手机市场的应用，产品包括扬声器模组 (SLS) 和中低端触控马达。
- 我们将公司 2018/19 财年的收入预测分别上调 1.7%/4.9%，并将 2019 财年的利润预测上调 3.3%。基于 DCF 模型，我们将目标价上调至 180 港币，将评级由“持有”上调至“买入”。

2017 财年业绩稳健。公司 2017 财年全年业绩强劲，与预期相符。其中，收入同比增加 36.2%，主要受触控马达及无线射频结构件 (同比增加 51.2%，收入占比 49.7%) 及声学 (同比增加 22.8%，收入占比 49.4%) 的强劲增长所推动。此外，动圈器件 (扬声器模组、受话器) 的毛利率下跌抵消了触控马达及无线射频结构件、微机电系统 (MEMS) 麦克风的毛利润改善。公司拟派发末期股息 1.70 港币/股，2016 年为 1.17 港币/股。

技术领先推动核心业务增长。公司已推出用于安卓的 1.0 代超线性结构平台技术 (SLS)，SLS 体积更小、音质更好。我们估计 2018 年 SLS 的平均售价将上涨 30%，出货量达 1.5 亿。此外，我们认为，受益于安卓手机线性马达的生产提速，国内智能手机供应商

(翻译及编辑: 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

出货量将迎来 10 倍增长。与此同时, MEMS 麦克风的销量和毛利润率都有所反弹, 主要由于内部 MEMS ASIC 的供应量增加。我们维持对公司核心业务和行业领导地位的积极看法。

进军光学领域、成果将在未来兑现。公司的塑料镜头/晶圆级玻璃技术(WLG)的每月设计产能已达到 2,000 万/500 万, 我们认为 WLG 的批量生产/100%利用率将分别在 2018 年的上/下半年实现。随着产能的持续攀升和利润率的不断改善, 公司计划向混合镜头在 3D 感应和影像产品的应用方面转型。我们认为, 2018 年下半年华为和小米将在其 3D 感应瞄准仪中使用 WLG 镜头, 而公司非常有可能在 2019 年前获得 Vivo 前置摄像头和华为后置摄像头的订单。

行业整体疲弱、但公司各项业务稳定增长。由于公司在安卓手机采购的渗透率提升、应用更广泛, 在苹果产业链的地位稳固, 我们看好公司 2018 财年的发展, 多重驱动力推动估值提升。我们将公司 2018/19 财年的收入预测分别上调 1.7%/4.9%, 并将 2019 财年的利润预测上调 3.3%。基于 DCF 模型, 我们将目标价上调至 180 港币, 将评级由“持有”上调至“买入”。

(柳太胜 Steven LIU CE No.: AM0971 沈翔飞 Thomas SHEN CE No.: BHV664)

❖ 中通服(552 HK): 价值股、长期增长稳健 (买入/目标价: 5.80 港币/20180328)

- 尽管国内电信运营商已连续第三年减少资本开支费用, 中通服 2017 财年收入和盈利继续维持稳健增长。
- 由于盈利增长稳健、自由现金流增加 40%, 中通服公告拟派发特殊股息, 末期股息达 0.141 港币。
- 我们将 2019 财年的收入和盈利预测分别下调 0.5%/2.4%, 并基于 DCF 模型将目标价由 6.00 港币下调至 5.80 港币, 与目前的股价相比由 27.5% 的上升空间。维持“买入”。

国内运营商资本开支减少、但公司收入和盈利增长稳健。尽管国内电信运营商已连续第三年减少资本开支, 中通服 2017 财年的收入和净利润依然实现稳健增长。公司全年收入同比增加 6.9%, 主要受国内非运营商的收入推动(同比增加 12.4%)以及中移动和中联通的市场份额提升(总收入同比增加 15.9%)。在非运营商市场, 收入增长主要来自于电信基建服务(TIS)和应用、内容及其他服务(ACO)业务, 分别同比增加 30.3%/22.5%。剔除产品分销(低毛利润率), 公司全年非运营商收入同比增加 12.4%。此外, 海外市场收入同比减少 26.3%, 帮助公司改善现金流, 我们认为管理层未来将重点发展盈利能力更强的国内市场。

向 ICT 行业专家逐步转型。中通服拥有几十年的经营历史, 具备丰富的电信行业知识和服务能力。依赖其核心能力, 中通服正不断向信息通信技术(ICT)服务供应商转型, 以满足政府和大型企业日益复杂的需求。公司已经做好准备应对新一轮的 5G 开支(最早将在 2019 年开始), ICT 的转型之路将利好公司的长远增长。

价值股、长期增长稳健。我们将公司 2018 财年的收入/净利润预测分别上调 1.1%/0.4%, 但将 2019 财年分别下调 0.5%/2.4%, 主要由于我们预计电信运营商将在 2019 年 5G 投资开始前(我们预计在 2020 年)进一步减少资本开支。基于 DCF 模型, 我们将目标价由 6.00 港币下调至 5.80 港币。公司目前的估值为 8.7 倍市盈率、0.8 倍市帐率, 股息率达 4.0%。有鉴于公司长期增长稳定、现金流强劲支撑未来股息率稳中有升, 我们认为公司目前估值吸引。维持“买入”。

(柳太胜 Steven LIU CE No.: AM0971)

❖ 吉利(175 HK): 增长势头依然强劲, 价值显现 (买入/目标价: 30.0 港币/20180328)

- 尽管吉利的研发费用和产能扩张推升了公司的资本开支, 但出货量超过 100 万台使得整体规模效应提升, 因此我们认为公司的利润率可能将在 2018 年继续改善。
- 领克 01 2.0T 发动机从 3 月开始已经在张家口的动力总成工厂提高生产, 因此我们认为产能将在近期爬坡。根据我们的预测, 领克 01 的销量将于第二季度(在配备 1.5T 动力总成的版本推出之前)温和改善。

(翻译及编辑: 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

- 我们重申“买入”评级和 30.0 港币的目标价，对应 2018 年 13 倍的市盈率（包括领克的溢价）。有鉴于中美贸易战新闻引起市场跟风卖出，我们认为 25 港币以下是较好的买入机会。

2018 财年资本开支增加，但毛利率稳步改善。2017 财年，受益于出货量增加带来的规模效应提升，公司的毛利率同比提升 1.03 个百分点，SG&A 费用占比同比下跌 1.07 个百分点，从而推升经营性收入同比增加 107%，超过收入的同比增速（73%）。不过，公司整体的资本开支同比增加了 2 倍至 78 亿元人民币，其中 2/3 来自研发费用，其余来自产能扩张。由于公司的产能预计将在 2018 财年年底之前达到 200 万台左右，我们预计公司今年整体的资本开支可能进一步增加到 110 亿元，但不会对全年的利润率改善带来太大压力。

领克 01 产能限制将从 4 月开始改善。我们预计随着产能在 2018 年年底前的爬坡，路桥工厂（目前由沃尔沃经营）全年可能下线 7-10 万的领克 01，路桥工厂剩余的产能将用于沃尔沃 CMA 汽车（XC40）在下半年的生产。与此同时，张家口工厂（设计产能 20 万台）将从 2018 年下半年开始专门用于生产领克 02 和 03 车型，2018 年全年产量可能达到 7-10 万台左右。有鉴于路桥和张家口工厂产能限制造成的 2.0T 发动机供给短缺，同时也是制约领克 01 出货量的主要因素，公司已经通过增加张家口动力总成工厂班次的方法加快生产。因此，我们预计领克 01 的出货量将在 2018 年 3 月之后出现温和改善。

预计 2018 财年新能源车的收入占比显著提升。尽管公司 2017 财年新能源车的总出货量达 25,000 台，大部分为帝豪 EV，并且其中有接近一半的销量是来自吉利旗下曹操专车的批量销售，但是我们仍然认为公司的新能源汽车销售贡献将在 2018 财年显著提升，有鉴于：1) 由于充电续航里程超过 450 公里的车型可享受 5 万人民币的最高补贴，新帝豪 EV450 将受益于购置税补贴的调整；以及 2) 包括 BEV、PHEV 和 HEV（48 伏轻度混合动力汽车）等新领克和吉利新能源车型计划于今年 4 月的北京车展之后亮相并随后推出。

股价下调、估值更加吸引。我们重申吉利的“买入”评级和 30.0 港币的目标价，对应 2018 财年 13 倍的市盈率（包括领克的溢价）。有鉴于中美贸易战新闻引起市场跟风卖出，我们认为 25 港币以下是较好的买入机会。

(田阳 TIAN Yang CE No.: BGL791)

❖ 中软国际 (354 HK): 引领中国 IT 服务产业发展 (买入/目标价: 7.50 港币/20180327)

- 中软国际 2017 财年业绩强劲，收入和核心净利润均超过我们和市场的预期。公司拟派发末期股息 0.018 港币/股（2016 财年为 0.012 港币/股）。
- 2017 年，中软国际继续稳步推进新客户开发、全球市场的拓展以及“解放号”在线 IT 服务平台的升级，为公司长期的可持续发展增长铺平道路。
- 我们将公司 2018/19 财年的收入和净利润预测分别上调 10.4%/9.1% 和 0.1%/4.6%，并基于 DCF 模型将目标价由 6.20 港币上调至 7.50 港币，与目前股价相比有 20.4% 的上升空间。维持“买入”。

2017 财年业绩强劲。中软国际 2017 财年全年业绩超过我们和市场的预期，其中收入同比增加 36.3%，主要受华为（同比增加 34.1%，收入占比 52.7%）、HSBC（同比增加 61%，收入占比 6.5%）、腾讯（收入占比 2% 左右）、平安（收入占比 2% 左右）和“解放号”平台（两倍增速，收入占比 3%）的推动。尽管收入增长强劲，公司成功将毛利率提升至 29.8%（2016 财年为 29.7%）。剔除股权开支，核心净利润同比增加 46.8%。公司拟派发末期股息 0.018 港币（2016 年为 0.012 港币）。

拓展大客户基础。截至 2017 年年底，公司的活跃客户数量达 1,590 人（截至 2016 年年底为 1,456 人），其中包括 112 家大客户（截至 2016 年年底为 79 家），收入贡献超过 600 万港币。此外，公司继续在全球市场拓展，业务涉及罗马尼亚、印度、肯尼亚、新加坡、美国和墨西哥，我们认为将成为公司长期发展的驱动力。

(翻译及编辑: 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

引领中国 IT 服务发展。公司目前员工人数达 50,823 人次,引领中国 IT 产业的发展,例如向云计算、高端化和全球化的方向发展。自 2014 年推出以来,公司的“解放号”在线 IT 服务在中小型开发商和客户中的普及率提升。2017 财年,“解放号”的成交金额 (GMV) 达 13.5 亿港元,相当于实现 6 倍增长,推动收入实现 3 倍增长。

估值提升仍有空间。有鉴于大客户和海外市场的乐观前景,我们将 2018/19 财年的收入和净利润预测分别上调 10.4%/9.1% 和 0.1%/4.6% (包括股权开支),并基于 DCF 模型将目标价由 6.20 港币上调至 7.50 港币。中软目前的估值为 17.0 倍的市盈率和 2.3 倍的市帐率。由于公司的增长势头强劲、国内 IT 服务产业领导力持续巩固以及全球市场拓展逐步增加,我们认为公司的估值仍有充足的提升空间。维持“买入”。

(柳太胜 Steven LIU CE No.: AM0971 沈翔飞 Thomas SHEN CE No.: BHV664)

❖ 中移动 (941 HK): 价值股、增长平稳 (买入/目标价: 95.0 港币/20180323)

- 中移动 2017 财年业绩超过我们和市场的预期,主要由于 4G 推动数据增长以及有线宽带增长。
- 公司拟派发末期股息 1.582 港币/股,全年普通股派息率为 48%,并指引未来派息率将稳中有升。
- 我们将 2018/19 财年的服务收入和盈利预测分别减少 0.3%/0.7% 和 1.8%/4.2%,并基于 DCF 模型将目标价由 110.0 港币下调至 95.0 港币。维持“买入”。

2017 财年业绩稳健。中移动 2017 财年全年业绩稳健,服务收入同比增长 7.2%,核心利润同比增长 14.9% (剔除 2G 资产减值 104.58 亿元人民币),领先于行业的平均增速。非语音收入占服务收入的比重由 2016 财年的 66.3% 提升至 76.5%,主要由于手机数据业务同比增加 26.6%、有线宽带业务同比增加 53.9%,完全抵消了语音业务 25.3% 的同比降幅。从客户角度来说,中移动成功开拓家庭和企业客户市场,相关收入分别同比增长 56.6%/32.1%。

2018 年可能是艰难的一年。尽管管理层对公司维持行业领先的收入增长充满信心,我们认为 2018 年对中移动来说可能是艰难的一年。一方面,国内数据漫游费用取消对中移动的影响大于其他运营商;另一方面,由于移动网络覆盖的差异化正在缩小,中移动或将在 4G 时代面临小型同业公司带来的激烈竞争。

5G 商用或尚需时日。管理层预计,5G 生态系统将最早在 2019 年年底成熟,但公司将在 2019 年小规模展开 5G 的试运营。此外,公司 2018 财年的资本开支指引为 1,661 亿元人民币,为连续第四年减少。我们预计,在 5G 网络部署最快将于 2020 年开始,此前公司的资本开支将会进一步减少。

价值股,增长平稳。我们将 2018/19 财年的服务收入和盈利预测分别减少 0.3%/0.7% 和 1.8%/4.2%,并基于 DCF 模型将目标价由 110.0 港币下调至 95.0 港币,以部分反映我们对中移动未来竞争局面不算乐观的预期。公司目前的市盈率为 10.1 倍, EV/EBITDA 为 2.9 倍,股息率为 4.6%,我们认为公司价值优良、盈利可见性高。维持“买入”。

(柳太胜 Steven LIU 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
01757. HK	俊裕地基集团有限公司	建筑及装修	0.30-0.34	2018/05/23-2018/05/28	7/6/2018
06119. HK	天源集团控股有限公司	航运及港务	0.84-1.00	2018/05/18-2018/05/24	1/6/2018
01451. HK	万成集团股份有限公司	家具及家居用品	1.20-1.36	2018/05/21-2018/05/25	1/6/2018
08545. HK	佰悦集团控股有限公司	玩具	0.25-0.35	2018/05/18-2018/05/24	31/5/2018
08490. HK	骏码科技集团有限公司	半导体	0.42-0.58	2018/05/17-2018/05/23	30/5/2018
01978. HK	叙福楼集团有限公司	餐饮	1.00-1.30	2018/05/15-2018/05/18	30/5/2018
03613. HK	北京同仁堂国药有限公司	药品	N/A	N/A	29/5/2018
01598. HK	中国 21 世纪教育集团有限公司	其他支援服务	0.79-1.13	2018/05/15-2018/05/18	29/5/2018

(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)
23/5/2018	994	恒诚建筑	HKD 0.840	HKD 84.000M	普通股份	19.531	配售/发行 (扩大资本基础; 收购项目)
23/5/2018	8089	华人策略控股	--	HKD 93.000M	可换股债券	0	代价发行 (收购项目 购人工智能技术业务)
21/5/2018	139	中国软实力	HKD 0.100	HKD 200.000M	普通股份	15.727	配售/发行 (偿还债务)
18/5/2018	712	卡姆丹克太阳能	--	USD 10.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
17/5/2018	1400	宏太控股	HKD 0.100	HKD 31.000M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)



(翻译及编辑: 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

17/5/2018	2623	爱德新能源	RMB 0.093	RMB 42.780M	普通股份	10.021	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展 发行价相等 于0.115港元;所得款项净额相等于 5072万港元)
23/5/2018	994	恒诚建筑	HKD 0.840	HKD 84.000M	普通股份	19.531	配售/发行 (扩大资本基础;收购项目)
23/5/2018	8089	华人策略控股	--	HKD 93.000M	可换股债券	0	代价发行 (收购项目 购人工智能技术业务)
21/5/2018	139	中国软实力	HKD 0.100	HKD 200.000M	普通股份	15.727	配售/发行 (偿还债务)
18/5/2018	712	卡姆丹克太阳能	--	USD 10.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
17/5/2018	1400	宏太控股	HKD 0.100	HKD 31.000M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
17/5/2018	2623	爱德新能源	RMB 0.093	RMB 42.780M	普通股份	10.021	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展 发行价相等 于0.115港元;所得款项净额相等于 5072万港元)

(来源: 经济通)



Research

LIU Taisheng, Steven
TMT
(852) 3465 5652
stevenliu@csci.hk

CHAN Ka Yeung, Duncan
Commodity
(852) 3465 5654
duncanchan@csci.hk

TIAN Yang
Automotive
(852) 3465 5775
tianyang@csci.hk

YAO Xue, Snowy
Power & 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

CHAU Man Ying, Angel
(852) 34655781
angelchau@csci.hk

LIU Honglin, Charlene
(852) 34658686
charleneliu@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