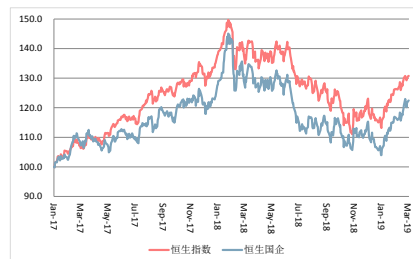


恒生指数与股价一年表现


**国内外主要市场指数**

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	28,961.6	0.01
上证指数	3,054.2	0.88
标准普尔指数500	2,789.7	(0.11)
道琼斯指数	25,806.6	(0.05)
纳斯达克指数	7,576.4	(0.02)
日经225指数	21,726.3	(0.44)
富时100指数	7,183.4	0.69
欧洲Stoxx50指数	3,327.2	0.30

**大宗商品及BDI**

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
WTI原油期货	56.6	(0.90)
COMEX黄金	1,288.0	(0.05)
LME铜	6,478.0	1.08
CBOT大豆	913.8	(0.25)
BDI	669.0	1.00

**债券市场资料**

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	2.5416	(0.21)
美国5年期国债	2.5235	(0.22)
美国10年期国债	2.7142	(0.18)
美国30年期国债	3.0806	(0.05)
德国10年期国债	0.1667	6.87

**外币汇率**

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.8497	0.01
美元/人民币	6.7076	0.00
欧元/人民币	7.5752	(0.20)
港币/人民币	0.8545	0.01
美元/日元	111.89	0.11
欧元/美元	1.1308	(0.06)

**主要活跃ETF**

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	14.68	(0.14)
安硕A50	14.58	(0.14)
德银X-trackers	28.67	0.84
恒生H股指数	116.90	(0.09)
中银报诚-沪深300	35.80	0.85
华夏沪深300	38.90	0.26
CBOX VIX	12.84	(1.15)

恐慌指数	收盘	涨跌(%)

资料来源: 彭博

**宏观要闻**

- ❖ 美联储多位官员警告美国经济风险, 继续强调在加息路径上保持耐心。美国本财年头四个月预算赤字扩大77%, 而ISM服务业指数创下一年来最大升幅, 推动美元五连涨。 [彭博]
- ❖ 港元贬值风波再起, 连续3个交易日, 逼近7.85关口。这也是6个月来, 港元兑美元再次出现大幅贬值。 [万得]
- ❖ 澳大利亚2018年第四季度GDP同比2.3%, 预期2.6%; 前值2.8%; 季环比0.2%, 预期0.4%, 前值0.3%。 [万得]
- ❖ 美国1月政府预算87亿美元, 预期120亿美元, 前值-135亿美元。 [万得]
- ❖ 美国去年12月新屋销售62.1万户, 预期60万户, 前值由65.7万户修正为59.9万户。 [万得]
- ❖ 今日公布宏观数据: 澳大利亚储备银行新任行长Philip Lowe发表讲话, 加拿大央行利率声明, 美国MBA抵押贷款申请(3月1)。 [彭博]

**公司及行业讯息**

- ❖ 戴姆勒CEO: 与吉利汽车的合作洽谈具有建设性; 正在进行成本审查; 现在公布成本削减计划的细节还太早 [万得]
- ❖ 特步国际(01368)丁水波: 与Wolverine的合作是双赢 中高端跑鞋细分市场空间巨大 [万得]
- ❖ 美的置业(03990.HK)前2月合同销售额达108亿元 [万得]
- ❖ 华置(00127.HK): 将继续持有恒大 若价钱适合倾向增持 [阿斯达克财经]
- ❖ 第一太平(00142.HK)菲附属METRO PACIFIC全年纯利升7.4% [阿斯达克财经]
- ❖ 中国恒大(03333.HK)2月合约销售金额按年跌55.3% [阿斯达克财经]
- ❖ 《两会专电》政府工作报告: 持续推动网络提速降费 [阿斯达克财经]
- ❖ 华置(00127.HK): 将继续持有恒大 若价钱适合倾向增持 [阿斯达克财经]

**朝闻香江导读**
**【近期研究报告】**

- ❖ 中国汽车板块: 燃油车19年1月零售销售大幅回升, 但一季度销售仍将维持平淡(20190228)
- ❖ 中国煤炭板块月报: 2019年展望——轻微供给过剩导致煤价温和下行(20190227)
- ❖ 中教控股(839 HK): 未来收购稳健(买入/目标价: 15.0港币/20190116)
- ❖ 雅迪(1585 HK): 市场领导地位稳固(买入/目标价: 3.6港币/20181213)
- ❖ 中国煤炭月报: 供给宽松需求疲弱下, 煤炭价格承压(20181119)
- ❖ 新高教(2001 HK): 强劲增长前景不变(买入/目标价: 6.8港币/20181108)
- ❖ 中国风电板块: 新增装机放缓表明风电发展减速(20180914)
- ❖ 广汽(2238 HK): 未来SUV市场将迎来更多逆风(买入/目标价: 10.8港币/20180912)
- ❖ 港股教育股“企业推介日”会议摘要(20180910)
- ❖ 华晨汽车(1114 HK): 估值承压(买入/目标价: 17.4港币/20180903)
- ❖ 中广核(1816 HK): 少数股东权益提升侵蚀归母净利润(买入/目标价: 2.60港币/20180830)

**近期研究报告****❖ 中国汽车板块：燃油车 19 年 1 月零售销售大幅回升，但一季度销售仍将维持平淡（20190228）**

**行业整体去库存导致 19 年 1 月零售增速大幅回升。**截至 2018 年底，经销商平均库存天数为 1.72 个月，主要由于 2018 年下半年零售销售疲弱。尽管 2019 年 1 月该数据减少至 1.4 个月，我们预计经销商的库存水平将最早在一季度结束时才能回到相对合理的水平，主要由于假期效应作用下 2-3 月零售销售预计仍将疲弱，而二季度起经销商可能将陆续开始补库存。

**经济下行预期仍是汽车零售市场的主要顾虑。**与个人收入增速相比，汽车销售与经济增长（GDP）的相关性更大，我们认为汽车销售仍会受中美贸易战下宏观经济不确定性所拖累，特别是中美贸易战谈判期限延迟更使得不确定性加剧。因此，我们对国内近期汽车消费的快速回暖仍然持谨慎态度。在我们看来，中国经济利益的顾虑消除后才会出现汽车板块需求的回暖。

**激励政策刺激下汽车消费可能在 2019 年出现成效。**2019 年 1 月，发改委颁布了一系列激励政策，旨在刺激国内汽车市场消费。2018 年，国内汽车消费市场经历了首次下跌，因此，发改委计划通过鼓励地方政府提高补贴来帮助车主对现有排放标准不达标的车型进行更新换代，以符合新的排放标准；此外，发改委计划对农村地区购买 1.6 升以下乘用车以及 3.5 吨以下卡车的消费者进行补贴。我们认为，与 2009 年相比，今年的刺激政策范围更广，2019 年其政策效果将逐渐显现，虽然地方政府财政状况堪忧但仍会推动汽车消费向更为健康的方向发展。

（田阳 TIAN Yang CE No. : BGL791）

**❖ 中国煤炭板块月报：2019 年展望——轻微供给过剩导致煤价温和下行（20190227）**

**用电量增长预期放缓。**我们预计，2019 年全年用电量将仅温和同比增长 5.8%，增速不及 2018 年的 8.4%，有鉴于我们的预测，中国 2019 年全年实际 GDP 增速将由 2018 年的 6.6%进一步放缓至 6.3%，名义 GDP 增速将由 8.8%放缓至 7.2%。

**清洁能源发电量占比逐渐提升。**我们预计，2019 年全年的发电量将仅同比增加 5.6%，不及 2018 年 8.2%的同比增速；其中，清洁能源发电占比由 2018 年的 26.7%提升至 27.9%，火电发电占比由 73.3%减少至 72.1%，反映出发改委对使用清洁能源的推广。不过，我们认为火电在用电调峰的角色越来越重要，特别是因季节因素影响自然资源受限导致可再生能源的发电增速的不稳定。

煤炭由 2018 年的供给紧平衡转为 2019 年的轻微过剩。我们预测 2019 年全年国内的煤炭供给总量将达到 39.451 亿吨，较 2018 年的 38.267 亿吨有 3.1%的同比增长。此外，我们预计 2019 年国内的煤炭需求将同比增长 0.9%至 37.67 亿吨，较 2018 年 2%的增速有明显放缓，主要由于国内的经济增速放缓。有鉴于此，2019 年秦皇岛 5,500 大卡煤价预计将由 2018 年的 591 元人民币/吨同比下降 3.6%至 570 元人民币/吨的平均水平。

（姚雪 Snowy YAO CE No. : AWK470）

**❖ 中教控股（839 HK）：未来收购稳健（买入/目标价：15.0 港币/20190116）**

- 中教控股公告计划收购山东省一家独立学院 50.91%的股权，预计收购标的经营和财务方面的改善空间巨大。
- 该收购计划证明了中教控股强劲的并购能力。我们认为，高等民办教育机构的外部扩展正在稳步推进，政策变化对行业的影响有限。
- 我们维持公司 2019/20 财年的盈利预测和 15.0 港币的目标价，相当于 2019/20 财年 20.8/17.9 倍的市盈率。重申“买入”。

**新收购如期开展。**中教公告计划收购济南大学泉城学院 50.91%的股权，该校提供本科和大专教育，交易对价 2.524 亿元人民币，其中包括 2,100 万人民币贷款。中教计划通过挂牌出价程序收购剩下的 49.09%股权。该收购标的 100%股权的交易对价预计为 4.545 亿元人民币。

**标的改善空间巨大。**2018/19 学年，泉城学院的总入学人数达 8,529 人次，我们认为未来改善空间巨大，有鉴于 1) 山东省人口红利，高等教育需求充沛；2) 学费和入学人数预期实现强劲增长：泉城学院的本科和专科学费与山东省的平均水平相比有约 50%/30% 的上升空间；标的目前的利用率为 86%，通过改建和新建校舍，可容纳学生数量可达到 23,400 人左右；3) 通过有效的成本控制和学费定价优化，毛利润率将就目前的 22% 有所改善；以及 4) 目前标的的管理费与收入占比达 20% 左右，公司计划在未来的 2-3 年转设为独立的民办大学，届时利润率将实现大幅改善。

**政策仍然利好国内民办高等教育板块。**我们认为，新公告的收购计划证明中教在收购方面的能力，同时表明政策改变对收购民办高等教育机构的影响有限。我们预计送审稿的最终版本将在近期出台，民办高等教育机构收购方面的相关规定与之前送审稿不会有太大变化。在我们看来，外部扩张仍然是国内民办高等教育的核心推动力，而政府加快独立学院转设也将利好龙头企业。

**估值吸引、维持“买入”。**我们维持盈利预测和目标价不变，有鉴于收购标的近期的盈利贡献有限（公司管理层指引，收购标的 2019 财年将实现略有盈利，并在 2019 年下半年并表）。中教 2019/20 财年 20.8/17.9 倍的市盈率，目标价与目前的股价相比有 43.1% 的上升空间。重申“买入”。

(许绮雯 XU Qiwen CE No.: BIC457)

#### ❖ **雅迪 (1585 HK): 市场领导地位稳固 (买入/目标价: 3.6 港币/20181213)**

- 我们与管理层最近的沟通坚定了我们对于雅迪在国内电动两轮车市场领导地位的积极观点。
- 公司研发费用的持续投入、产品的不断升级以及对高端市场的开拓，使得雅迪的市场地位继续得以稳固。
- 我们将 2018/19 财年的盈利预测分别下调 4.3%/1.4%，并预测 2020 年盈利达 6.61 亿元人民币。基于 DCF 模型，我们将 2019 年的目标价上调为 3.6 港币（2018 年底为 2.3 港币），与目前的股价相比有 33.8% 的上升空间。维持“买入”。

**近期产品组合优化可期。**通过对经销商加大折扣力度和对部分商品进行降价的措施，雅迪 2017 年按销量和收入的市场份额分别达 11.6% 和 11.5%。在市场份额提升、品牌形象得到认可后，雅迪已计划进行产品和技术的新一轮升级，以推高平均销售价格和利润率，但同时可能造成销量的放缓。由于公司 2017 年的整体毛利率已经触底（14.9%），我们认为其毛利率将在未来的两至三年超过 17%。

**规管趋严下，市场领导力将进一步得到稳固。**公司产能强劲（年产能超过 700 万台）、销售渠道布局广泛（截至 1H18，共 1,821 经销商和 10,080 销售点）以及产品性能卓越，已具备涉足高端产品的“蓝海”市场（包括单价 5,000 元人民币以上的高端电动助力自行车、几万元-几十万元级别的电动摩托车）。政策方面，电动自行车新国标将从 2019 年 4 月起正式实施，或将推动行业和技术全面升级，乃至全行业的整合。我们认为，雅迪将成为新国标的最大受益者。

**主要风险。**我们认为主要风险包括：1) 国内经济增速疲弱；2) 监管风险；以及 3) 市场对高端产品的接受度。

**行业领导地位稳固、估值便宜。**由于平均价格上涨和毛利润率提升，我们将 2018/19 财年的收入预测分别上调 11.4%/12.2%；同时由于研发成本增加，将利润预测分别下调 4.3%/1.4%。我们预测 2020 年公司将实现收入 111.57 亿元人民币，利润 6.61 亿元人民币。因此，基于 DCF 模型，我们将 2019 年的目标价上调为 3.6 港币（2018 年底为 2.3 港币），与目前的股价相比有 33.8% 的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率分别为 14.4 倍/12.6 倍，市帐率为 2.5 倍/2.2 倍，行业领导地位稳固、估值吸引。维持“买入”。

(田阳 TIAN Yang CE No.: BGL791 周珂晖 Karen ZHOU CE No.: BHR437)

**❖ 新高教 (2001 HK): 强劲增长前景不变 (买入/目标价: 6.8 港币/20181108)**

- 新高教公告终止新疆财经大学商学院 (新疆学校) 的收购事项。我们认为, 公司此举与行业政策变动无关, 并不会对其自身盈利造成重大影响。
- 公司 2018/19 学年营运数据强劲。考虑到公司新收购的学校, 我们认为新高教在未来三年的盈利年复合增长率可达到 33.0%。
- 我们将公司 2018/19 财年的 EPS 预测分别下调 1.0%/2.1%, 并基于 DCF 模型将目标价调整为 6.8 港币, 与目前的股价有 49.8% 的上涨空间。维持“买入”。

**终止收购新疆学校与行业政策变化无关。**新高教公告终止新疆学校的收购计划, 主要由于该等股权转让协议项下的若干完成条件尚未达成。该收购计划终止后, 新高教将撤回先前用于收购的 5,600 万元人民币, 计划于未来的其他收购。在我们看来, 终止收购与行业政策变化无关。相反, 新高教已于 2018 年 10 月完成了广西学校的收购。

**终止收购不会对盈利造成重大影响, 并购计划仍然强劲。**我们预计, 新疆学校将从 2018 年开始贡献管理服务费用收入, 并于 2019 年下半年并表。根据我们的预测, 终止收购将导致 2018/19 财年的归属上市公司股东净利润分别减少 3%/4.5% 左右。我们预计河南及东北学校将于 2018 年下半年开始并表, 广西及华中学校将于 2019 年初开始并表。受新收购学校的利润贡献影响, 我们估计新高教 2017-20 财年的盈利年复合增长率可达到 33.0%。

**最新的营运数据符合预期。**新高教公布的最新营运数据显示, 2018/19 学年, 云南、贵州、华中和东北地区学校的学生入学总人数达 62,428 人, 同比增加 15%, 增加的学生主要来自于云南学校。加上广西及河南学校, 6 所学校的学生总数达 93,548 人, 平均学费达 9,947 元人民币/人, 分别同比增加 72%/5%, 与我们的预期相符。

**估值吸引。**考虑到终止收购的影响和学生人数的轻微变化, 我们将 2018/19 财年的盈利预测分别下调 1.0%/2.1% 至 3.075 亿元人民币/4.359 亿元人民币。基于 DCF 模型, 我们将目标价由 7.31 港币下调至 6.8 港币, 与目前的股价相比有 49.8% 的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率分别为 18.6/13.1 倍。有鉴于公司未来收入和盈利增长强劲可见性高, 我们认为公司目前估值吸引。

(许绮雯 XU Qiwen CE No.: BIC457)

**❖ 中国煤电月报: 旺季后用电量增速减缓 (20181029)**

**用电量增速可能在 10 月进一步放缓。**今年 9 月, 全国用电量的同比/环比增速放缓至 8%/-11.9%, 均不及 8 月的 8.8%/0.6%。我们预计, 由于全国气温下降, 10 月的用电量增速将进一步放缓; 但 11 月开始冬季供暖后, 增速可能有所提升。此外, 全国制造业 PMI 由 8 月的 51.3 意外降至 9 月的 50.8, 引起市场恐慌, 从而加剧了投资者对中国经济进一步放缓、用电量继续下滑的顾虑。

**10 月煤炭供给预计会出现环比下跌。**今年 8-9 月, 煤炭供给经历了连续两个月的温和增长 (8 月同比增长 2.9%/环比增长 4.8%, 9 月同比增长 1.8%/环比增长 1.8%)。在煤炭进口减少、消费旺季结束后国内煤炭产出放缓的背景下, 我们认为煤炭的环比增速将在 10 月进一步下滑。

**煤价或已在 9 月中-10 月末达到最高点, 或在 11 月中前持续下跌。**9 月末开始, 火电厂开始为冬储煤炭。在此影响下, 尽管 10 月是传统煤炭消耗的淡季, 秦皇岛 5,500 大卡煤炭价格由 9 月 18 日的 624 元人民币/吨上涨至 10 月 18 日的 670 元人民币/吨。有鉴于主要火电厂的库存天数上升到历史新高的 31 天以上, 另煤炭价格由 670 元/吨的高位开始回落, 我们认为目前的煤价水平已经完全反映了冬储因素的影响。华北地区将从 11 月初起逐步开始供暖; 但是由于库存充足, 我们预计煤价将在未来的一个月保持下跌趋势。

**个股:** 我们重申华能 (902 HK, 买入, 目标价: 6.80 港币) 以及华电 (1071 HK, 买入, 目标价: 4.20 港币)。尽管华能第三季度的业绩不及市场一致预期, 受煤价下跌影响, 国内的火电板块仍处于盈利回升的轨道之中。

(姚雪 Snowy YAO CE No.: AWK470)

#### ❖ 中国风电板块：新增装机放缓表明风电发展减速（20180914）

- 我们认为，目前困扰中国风电行业的主要问题是由于 2017 年以来限电率大幅下降、以及装机量持续增加而导致的新能源电价补贴缺口的不断扩大。
- 2018 年上半年，国家能源局出台两项重要文件：“关于 2018 年度风电建设管理有关要求的通知”、“可再生能源电力配额及考核办法（征求意见稿）”。我们认为，该两项文件其最终目的均旨在解决日益增加的新能源发电补贴缺口。
- 在此背景之下，有鉴于风电发电量的温和增长以及上网平均电价的持续摊薄，我们认为风电场的盈利增速在 2018 年达到顶峰后，将于 2019-20 年开始放缓。

**限电率下降导致上网电价补贴增加。**由于政府不遗余力的提升清洁能源消耗占比，风电的限电率由 2016 年的 17.7% 下降至 2018 年第二季度的 8.8%，期间的风电发电量增速提升至同比 20-30%，高于 2016 年之前的 10-20%。由于风电的上网电量上升，用于风电发电的补贴也相应增加。根据财政部数据显示，可再生能源电价补贴缺口总额已经由 2016 年年底的 700 亿元人民币扩大至 2017 年年底的 1,000 亿元人民币。

**两项文件旨在解决补贴缺口问题。**2018 年上半年，能源局出台了两项重要文件：“关于 2018 年度风电建设管理有关要求的通知”、“可再生能源电力配额及考核办法（征求意见稿）”。我们认为，前者旨在通过竞价的方式降低 2019 年后新风电项目的上网电价补贴，后者则通过新绿证交易方式为 2019 年前现有风电项目的上网电价补贴提供资金支持。（尽管新绿证交易机制的最终方案尚未出台，我们认为能源局减少现有风电项目补贴的初衷不会改变）。

**新增装机量停滞表明风电发电增速放缓。**2018 年 5 月，国家能源局宣布新风电项目的上网电价将采取竞价机制，自 2019 年起生效。与此同时，自 2017 年以来，对于新风电项目相关环保和电网连接评估更为严格。因此，我们预计风电年新增装机量将在 2019-20 年呈下滑趋势，从而我们认为“十三五”规划中 210 吉瓦风电装机量的目标可能无法在 2020 年底实现。此外，由于风电厂的限电率已经下跌至 2017 年来的最低水平，可比基数相应大幅上升，预计将拖累风电的发电量增速。

**直供电和竞价机制进一步摊薄上网电价。**一方面风电公司 2018 年发电量的直供电占比预计将从 2016 年的 10% 左右提升至 20-30%，目前直供电上网电价较平均风电电价折让平均为 15% 左右。此外，新项目的竞价上网电价将参照当地火电项目的上网电价而定，其与风电的平均上网电价相比有 30% 的折让。总体而言，我们预计风电场的平均上网电价将在 2019-20 年进入下行通道。

**个股推荐。**我们推荐龙源电力（916 HK，“买入”，目标价：7.00 港币），公司应收账款增速企稳、自由现金流不断改善。此外，我们重申华能（958 HK，“买入”，目标价：3.00 港币）的“买入”评级：鉴于其盈利能力稳步改善、风电和光伏发电项目限电率不断下跌，尽管公司由于上网电价补贴延迟导致应收账款快速增长，压低 DCF 模型的估值。

（姚雪 Snowy YAO CE No. : AWK470）

#### ❖ 广汽(2238 HK)：未来 SUV 市场将迎来更多逆风（买入/目标价：10.8 港币/20180912）

- 由于 GS4 的产品组合占比接近 50%，GS4 换代车型出货量疲弱将使得传祺下半年的销售大幅承压。
- 我们认为，国内 SUV 销量增速放缓可能导致传祺成本上升，特别是在同业进行降价促销之后。
- 考虑到 SUV 未来销售增速放缓、毛利率随着同业降价促销而进一步下降，我们将广汽 2018/19 财年的盈利预期分别下调 6.7%/3%。此外，我们将目标价下调至 10.8 港币，与目前的股价相比有 54% 的上升空间。因此，维持“买入”。

**GS4 改款销售疲弱，传祺下半年出货量承压。** 广汽传祺的平均库销比已经从今年二季度的超过 3 个月水平降至 8 月的 2 个月，主要原因是 GS4 旧车型去库存，从 6 月的 3 万台左右库存（大多数是 GS4 旧车型）降到 8 月 2 万多台（大多数是 GS4 升级版），其中 GS4 的换代新车在 2018 年 6 月推出后，销量表现却非常低迷。由于改款 GS4 的配置和设计提升比较有限，我们认为 GS4 升级版的出货量很难回到之前每月超过 3 万辆的水平。鉴于 GS4 上半年在产品组合中的占比超过 45%，我们认为传祺下半年的出货量将进一步承压。

**传祺下半年的平均售价有可能下跌。** 一般来看每年下半年传祺的平均售价都会低于上半年，主要由于销售费用和经销商返点的增加会递减收入，从而导致收入增速不及出货量增速。与此同时，针对 9-10 月的销售旺季，公司管理层正在考虑制定新的经销商商务政策，我们认为这可能会导致公司的激励金额增加，以应对最近的同行降价。此外，我们预计下半年紧凑型车的销量占比会依靠 GS3 和 GS4 改款进一步提升，相反，尽管下半年 GM8 MPV 的产能将提升至每月 4,000 台，同时 GS5 的改款也会在下半年推出，但我们认为大尺寸的车型销量占比可能会保持下滑，从而对下半年的平均售价进一步形成下行压力。

**广汽丰田再一次提高 2018 年全年的销售目标。** 广汽丰田将 2018 年全年的销售目标由 55 万台提升至 58 万台，有鉴于新凯美瑞轿车的出货量强劲（该车型的销售目标由 12 万台上调至 17 万台）。由于新凯美瑞和 CH-R 是 TNGA 平台最先推出的两款车型，与旧产能相比，对新平台的额外投资将使得 2018 年的固定成本增加，我们预计 2018 年广丰出货量的强劲增长可能最终会带来利润的温和提升。

**SUV 增长顾虑导致估值承压。** 基于 SUV 市场未来销售放缓、毛利润率随着同业降价促销而进一步下降的预期，我们将广汽 2018/19 财年的盈利预期分别下调 6.7%/3%。此外，我们将目标价下调至 10.8 港币，相当于 2019 年 7.0 倍的市盈率。调整后的股价与目前的股价相比有 54% 的上升空间，因此维持“买入”。

(田阳 TIAN Yang CE No. : BGL791)

#### ❖ 华晨汽车 (1114 HK): 估值承压 (买入/目标价: 17.4 港币/20180903)

- 有鉴于 2017 年华晨的减值损失核销，我们认为雷诺金杯未来的损失将有所收窄。
- 华晨宝马的价格折扣可能在 2018 年第三季度结束，主要由于主机厂已经采取更多措施改善经销商的供需关系。
- 由于 2018 年下半年经济环境较差，我们将 2018/19 财年的盈利预测分别下调 15.5%/19.4%，并将目标价调整为 17.4 港币，相当于 2019 年 9.0 倍的市盈率（之前相当于 2018 年 13 倍的市盈率），低于历史平均水平。

**我们预计雷诺金杯的亏损将在未来收窄。** 2018 年上半年，由于轻型客车出货量同比减少 32.4% 导致销售成本同比减少 21.7%，公司的毛利润同比大幅增长 34%。我们认为，雷诺金杯的轻型客车业务正在逐步实现在 2020 年前扭亏为盈。公司已经计划未来两年时间将引进雷诺的 Master 品牌，同时发布新的雷诺金杯轻型客车品牌，该品牌将利用雷诺的底盘技术以及华晨的品牌及外观设计，从而推动销售。与此同时，由于过去几年华晨金杯的轻型客车车型市场竞争力相对较差，雷诺金杯计划通过对现有产品的升级改造，以维持市场地位和销售的增长。鉴于 2015 年以来亏损严重的华晨品牌已经在 2017 年确认减值亏损，我们认为雷诺金杯未来的亏损将会收窄。

**华晨宝马售价折扣将于 2018 年第三季度结束。** 由于主机厂已经采取了各种措施去改善经销商的供需平衡，我们预计华晨宝马的平均售价将会从 3 季度开始逐步恢复，特别是在 2 季度经销商库存高企和产品竞争力较弱的影响下价格出现大幅下滑之后，其中 3 系和 5 系轿车受影响最大。但是随着 7 月份订单的恢复并超过过去 3 个月的平均水平多达 1 万台，经销商库存情况开始有所缓解。根据我们的渠道调研，宝马 3 系轿车在 2 季度出现了最大的折扣力度达到 25%，主要是因为相对竞品相对过时的配置和设计，而全新换代的宝马 3 系将会在 2019 年上市，因此我们预计下半年 3 系的销量和价格可能仍会保持在一个相对较弱的水平。此外由于降低经销商的批发供应，宝马 5 系的综合折扣也已经缩窄到 14% 左右（相比 2 季度为 17%-18%）。

**长期不确定性下，公司短期估值承压。**中国政府于今年4月宣布将取消外资车企在中国合资公司的投资比例限制的消息后，宝马已经开始与其合资方华晨宝马商讨中国市场的未来发展战略。因此，尽管该公告暂无执行的细节披露，但是我们不排除宝马将在2022年现有政策退出后，提升其在现有合资公司和其他形式合资公司的持股比例。在经济环境疲弱和行业长期不确定性笼罩下，我们预期未来市场增长将受到贸易战和宏观经济增速放缓的影响，将盈利预测分别下调15.5%/19.4%，并将目标价调整为17.4港币，相当于2019年9.0倍的市盈率（之前相当于2018年13倍的市盈率），低于历史平均水平。

（田阳 TIAN Yang CE No. : BGL791）

#### ❖ 中广核（1816 HK）：少数股东权益提升侵蚀归母盈利（买入/目标价：2.60港币/20180830）

- 我们将公司2018/19财年的核心EPS预测分别从0.20/0.22元人民币下调6.3%/12.6%至0.18/0.20元人民币，以反映公司少数股东权益的增加。
- 公司上半年的经常性利润同比减少10.8%。随着阳江5号和台山1号机组开始商运，以及2017年下半年的低基数效应，我们预计公司的盈利同比增速将在2018年下半年回升，同比增长17.4%。
- 我们重申“买入”评级和2.60港币的目标价。有鉴于经营性现金流的增加，以及2018年下半年至2020年期间相对稳定的资本开支，我们认为公司的自由现金流将持续改善。因此，我们维持目标价不变。

**少数股东权益提升，侵蚀归母盈利。**2018年上半年，中广核的经常性盈利同比大幅减少10.8%至43亿元人民币，低于市场一致预期。我们认为，由于阳江核电站17%的股权转让给中电、与深圳国同共同设立防城港核电投资公司，令公司少数股东权益在税后利润的占比由去年同期的22%增加至35.9%，从而导致其中期业绩逊于预期。未来由于新建的核电站中少数股东权益占比相对较大，我们预计少数股东权益占比可能在2018年下半年小幅提升至37.4%左右，2019年37.5%左右，2020年38%左右。

**我们预计下半年上网电量增速稳定、但增速放缓。**主要受阳江5号和台山1号机组商运推动我们预计公司的上网电量将在下半年同比增加11.6%。值得注意的是，由于可比基数增加，未来上网电量增速将继续放缓。因此，我们认为2018年公司的上网电量将同比增加12%左右，较去年19.2%的增速有所放缓。由于国内用电量增速快于预期，新的增速预期稍高于我们年初给定的10%的同比增速预期。

**上半年上网电价环比趋于稳定。**由于直供电占比由2017年的10%左右提升至2018年上半年的35%左右，上网电价（税后）由2017年上半年的367元人民币/兆瓦时下跌至353元人民币/兆瓦时。根据公司目标，我们预计公司直供电占比将在2018年年底收缩至20%，因此，我们预计2018年全年上网电价达到352元人民币/兆瓦时，较上半年企稳，但仍低于2017年全年359元人民币/兆瓦时的水平。

**2018年下半年新机组投运导致折旧加速。**由于阳江5号和台山1号机组的投入商运，我们估算折旧费用将在2018年同比大幅增加19.3%左右，高于上半年的5.5%。由于台山1号属于第三代核电技术，资本开支预计是二代的三倍，因此我们在折旧时采用40年使用寿命进行计算。

**估值吸引。**鉴于公司2018年的ROE为12.2%，市帐率为1.0倍，自由现金流增加，因此我们认为中广核已经超卖。因此，我们重申“买入”评级和2.60港币的目标价，相当于2018/19财年1.4倍/1.2倍的市帐率。

（姚雪 Snowy YAO CE No. : AWK470）

**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
01897. HK	美亨实业控股有限公司	建筑及装修	N/A	N/A	19/3/2019
03662. HK	奥园健康生活集团有限公司	物业管理及代理	3.48-4.30	2019/02/28-2019/03/05	18/3/2019
03316. HK	滨江服务集团有限公司	物业管理及代理	5.40-7.00	2019/02/28-2019/03/08	15/3/2019
08096. HK	赏之味控股有限公司	餐饮	0.40-0.70	2019/02/27-2019/03/04	15/3/2019
01907. HK	中国旭阳集团有限公司	煤炭	2.76-3.18	2019/02/28-2019/03/05	15/3/2019
01563. HK	国际友联融资租赁有限公司	其他金融	0.84-1.67	2019/02/28-2019/03/05	15/3/2019
01891. HK	兴合控股有限公司	有色金属	0.50-0.62	2019/02/27-2019/03/04	15/3/2019
01917. HK	豆盟科技有限公司	广告	0.40-0.50	2019/02/28-2019/03/05	14/3/2019
01158. HK	浙江开元酒店管理股份有限公司-H 股	酒店及度假村	13.37-20.05	2019/02/26-2019/03/01	11/3/2019
00150. HK	Hypebeast Limited	广告	N/A	N/A	8/3/2019
02108. HK	K2 F&B Holdings Limited	餐饮	0.65-0.75	2019/02/21-2019/02/26	6/3/2019
01902. HK	银城国际控股有限公司	地产发展	2.00-2.48	2019/02/22-2019/02/27	6/3/2019

(来源: 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)
27/2/2019	153	中国赛特	HKD 0.500	HKD 130.000M	普通股份	11.155	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
27/2/2019	572	未来世界金融	HKD 0.064	HKD 57.600M	普通股份	7.772	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
27/2/2019	1656	亿仕登控股	SGD 0.200	SGD 5.400M	普通股份	6.838	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展 发行价相等)





于 1.16 港元)

27/2/2019	123	越秀地产	HKD 2.000	HKD 6.162B	普通股份	24.844
-----------	-----	------	-----------	------------	------	--------

配售/发行

(扩大资本基础)

21/2/2019	8132	中油港燃	HKD 0.257	HKD 17.390M	普通股份	18.949
-----------	------	------	-----------	-------------	------	--------

配售/发行

(扩大资本基础; 偿还债务)

(来源: 经济通)

## 评级说明

以恒生指数涨跌幅为基准。

买入 未来 12 个月绝对总回报不小于 10%

持有 未来 12 个月绝对总 回报大于-10%但小于 10%

卖出 未来 12 个月绝对总回报不大于-10%

## 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，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 Bloomberg: CSCR <Go>