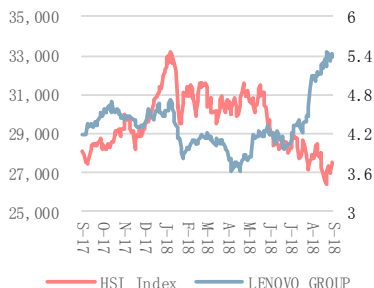


恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌 (%)
恒生指数	27,477.7	0.26
上证指数	2,729.2	(0.06)
标准普尔指数500	23,674.9	0.01
道琼斯指数	2,930.8	0.78
纳斯达克指数	26,657.0	0.95
日经225指数	12,326.5	0.88
富时100指数	7,367.3	0.49
欧洲Stoxx50指数	3,403.1	1.03

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌 (%)
WTI原油期货	70.3	(0.17)
COMEX黄金	1,207.2	0.04
LME铜	6,082.0	(0.64)
CBOT大豆	850.3	2.44
BDI	1,373.0	1.00

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌 (%)
美国2年期国债	2.8062	0.47
美国5年期国债	2.9545	0.25
美国10年期国债	3.0637	(0.01)
美国30年期国债	3.1960	(0.44)
德国10年期国债	0.4695	(3.39)

外汇汇率

名称	收盘	涨跌 (%)
美元/港币	7.8426	(0.03)
美元/人民币	6.8468	(0.02)
欧元/人民币	8.0454	0.62
港币/人民币	0.8730	0.00
美元/日元	112.49	0.02
欧元/美元	1.1777	0.03

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌 (%)
南方富时A50	12.92	0.16
安硕A50	12.64	0.32
德银X-trackers	24.81	0.32
恒生H股指数	109.30	0.55
中银报诚-沪深300	30.60	(0.49)
华夏沪深300	33.90	0.44
CBOX VIX	118	0.43

资料来源: 彭博

每周一股: 联想集团 (992 HK)

- ❖ 联想集团是全球最大的个人电脑生产企业, 全球 PC 市场份额在今年二季度达 21.9%。通过收购, 联想在智能手机和服务器市场也大力布局。
- ❖ 公司已经连续两个季度收入保持双位数百分比增长。服务器业务有望在未来 1-2 个季度实现盈利, 而只能手机业务亏损也大幅降低。在研发方面, 公司已经在 AI 领域投入大量研发, 这将有助于提升公司各业务领域的竞争力。
- ❖ 公司目前股价代表预测市净率 2.1 倍, 在收入和盈利强劲增长下, 估值有望持续提升。

宏观要闻

- ❖ 据悉特朗普政府对中国 2,000 亿美元关税措施没有豁免程序。 [彭博]
- ❖ 日本 8 月份消费者价格指数同比上升 1.3%, 超出市场预期且是 6 个月来最高水平。 [彭博]
- ❖ 阿根廷 2 季度失业率升至超过 10 年来最高水平, 对其经济增长的恶化情况可见一斑 (2 季度 GDP 同比下跌 4.2%, 但符合预期)。 [彭博]
- ❖ 新西兰 2 季度 GDP 同比增长 2.8%, 好于市场预期。 [彭博]
- ❖ 中国正面临减税、增加开支和减少赤字的“不可能任务”。 [彭博]
- ❖ 今日公布宏观数据: 日本核心消费者物价指数年率 (8 月)、日本消费者物价指数年率 (8 月)、加拿大零售销售月率 (7 月)、加拿大央行核心消费者物价指数年率 (8 月)。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 中电信(00728.HK)8月4G用户环比净增447万户 [阿斯达克财经]
- ❖ 商务部: 促销政策加快推进落实 汽车市场保持平稳增长 [阿斯达克财经]
- ❖ 中钢协官员: 内地钢产量转入峰值平台期 [阿斯达克财经]
- ❖ 中国移动(00941.HK)8月4G上客量按月放缓至642.8万户 [阿斯达克财经]
- ❖ 到2025年近90%中国钢铁产能将达到污染排放标准一淡水河谷高管 [阿斯达克财经]
- ❖ 新世界(00017.HK): 今年本港销售目标100亿元 700万以下物业刚需仍强 [阿斯达克财经]

朝闻香江导读

【中信建投: 宏观观察】

- ❖ 土耳其变局背后, 新兴经济体的宿命与反抗 (20180813)

【中信建投国际: 港股策略】

- ❖ 2018 年投资策略组合 - 优质成长股组合 (20180601)

【近期研究报告】

- ❖ 新高教 (2001 HK): 并购带来强劲增长 (买入/目标价: 7.31 港币/20180919)
- ❖ 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)
- ❖ 新高教 (2001 HK): 强劲增长势头继续 (买入/目标价: 7.1 港币/20180905)
- ❖ 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)
- ❖ 中通服 (552 HK): 估值提升空间充分 (买入/目标价: 6.60 港币/20180830)
- ❖ 中软国际(354 HK): 市场对“贸易战”可能过分担忧 (买入/目标价: 7.30 港币/20180829)
- ❖ 中电信 (728 HK): 网络覆盖仍是优势 (买入/目标价: 4.5 港币/20180828)
- ❖ 丘钛科技 (1478 HK): 行业逆风持续 (持有/目标价: 5.30 港币/20180828)
- ❖ 中教控股 (839 HK): 强劲增长势头持续 (买入/目标价: 15.7 港币/20180827)
- ❖ 中国汽车板块: 贸易战逆风将在下半年继续 (20180824)
- ❖ 瑞声科技 (2018 HK): 强势回升可见 (买入/目标价: 110 港币/20180823)
- ❖ 中国新高教集团 (2001 HK): 强势并购、驱动增长 (首次覆盖/目标价: 6.80 港币/买入/20180820)
- ❖ 中信国际电讯 (1883 HK): 区域性扩张见成效 (买入/目标价: 3.1 港币/20180817)

中信建投：宏观观察

❖ 土耳其变局背后，新兴经济体的宿命与反抗（20180813）

土耳其里拉近期的大幅贬值，引发市场对于新兴经济体出现危机的担忧。尽管市场喜欢将新兴经济体当作一类国家来讨论，但实际上，新兴经济体是一个非常宽泛的概念，不同国家的经济特征是千差万别的。我们通过——初级产品出口占总出口的比重、净债权占 GDP 的比重——两个维度，将新兴经济体分成四类。土耳其属于有债务的制造国，容易受到海外利率上升的冲击。但是某个新兴经济体发生危机，可能导致海外投资者对于新兴市场整体风险偏好的下降，某些与发生危机的国家类型不同、经济与金融联系都不大的经济体，也会受到资本流出的冲击，造成危机的传染。

从理论上讲，新兴市场国家不能以本币获得外部融资，是其经济脆弱性的根源。这种特点使得一旦外部环境出现了变化，就可能导致一国陷入资本外流、国内资产价格下降、货币贬值的恶性循环。而在面临外部冲击时，一国受到多大影响仍取决于国内经济的稳健性。长期来看，很多新兴经济体的经济史就是一部汇率贬值史，反映了经济政策的失当。贬值相当于通过降低居民的生活水平、降低居民对海外商品与服务的购买力，来保持一国的国际竞争力，相当于通过掠夺居民的储蓄，为政府前期不当的财政与货币政策买单。因此，新兴经济体的危机都是内外部因素共同作用的产物。美联储加息、美元升值，是衡量新兴经济体稳健性的试金石。从历史上看，80 年代以来出现的多次新兴经济体系统性的危机，如 80 年代的拉美债务危机，90 年代的龙舌兰危机和亚洲金融危机，都发生在美联储货币政策收紧的背景下，并且呈现出了从一个国家向多个国家蔓延的特征。

由于美联储在金融危机后实行宽松的货币政策，新兴经济体对于美元融资的依赖度有所增加。而从 13 年美联储货币政策逐步收紧以来，新兴经济体至少受到了四轮大规模的冲击。而 4 月以来，以阿根廷为代表的新兴经济体遇到的问题已经是金融危机后的第五轮冲击。但通过正确应对，此前情势已有所缓和。而土耳其的情况有一定的特殊性。尽管土耳其实际上在 6 月以来也进行了多次加息，但是总统埃尔多安似乎仍然执著于非正规的货币政策，并且在 6 月的大选后有持续干预货币政策的倾向，这使投资者不安，而美土关系交恶，美国制裁土耳其的消息就成为了压死骆驼的最后一根稻草，导致了近期内里拉的大幅贬值，对于新兴经济体产生了一轮新的冲击，也使得市场对于欧洲银行业产生了担忧。

目前，土耳其财长表示未来将确保货币政策独立，将实施紧缩的货币和财政政策。但因该言论也缺乏足够的细节，未能挽回市场信心。我们认为，如果土耳其财长兑现自身承诺，回归正常路径，那么土耳其目前的危局有缓解的可能性。而从 2013 年以来，新兴经济体整体的稳健性是有所回升的，因此，基准情形下土耳其的困境引发新兴经济体系统性风险的概率不大。尽管如此，但是我们要警惕土耳其与美国关系进一步紧张，继续采取非正常手段应对外部冲击，使得土耳其丧失外部融资能力的可能性。如果外债违约等极端情况发生，可能导致风险向新兴经济体，甚至是欧元区蔓延，需要我们未来进行持续观察。

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

中信建投国际：港股策略

❖ 中信建投（国际）‘2018 优质增长股’组合（20180601）

中国贸易谈判结束后，市场更加关注中美两国在近期的一些列贸易举措，包括中国可能会陆续公布诸如降低进口关税及扩大开放，而美国仍然威胁在 6 月底可能公布对中国进口商品征加关税。5 月底，美国开始对其盟友国家如欧盟、墨西哥和加拿大进口钢铁征加关税，这意味美国在对华贸易问题上可能会比市场预期更加强硬。中国贸易争端仍将是美股和港股在短期的最大不确定因素。我们认为在 6 月底美国公布对中国进口关税清单前，港股仍有机会跌破 2 月份的低位。

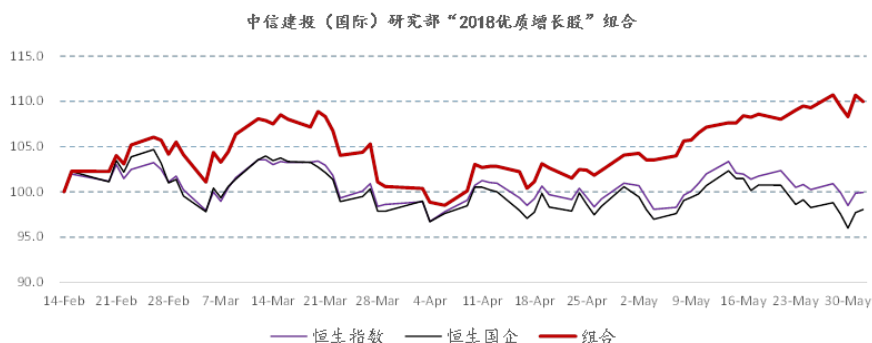
我们组合从 2 月份推出以来一直领先恒生和国企指数，截止 6 月 1 日上升 10.0%，而同期恒生及国企指数分别下跌 0.1%和 12.0%。在本次组合检讨中，我们剔除广汽（2238 HK）并加入石药集团（1093 HK）。我们当初加入广汽是基于对其估值偏低考虑，但中美贸易问题的发展对国内汽车行业会带来冲击。石药集团一季度业绩超出市场预期，收入和利润均保持高速增长；我们认为在短期获利回吐后股价有望再创新高，而且公司估值较 A 股和其它生物和仿制要类港股仍有吸引力。基于对股市短期审慎看法，我们组合仍偏重保守股。在过去几个月的股市震荡中，教育及医药板块表象强势；在市场缺乏板块替代情况下，我们认为该两个板块的估值仍有机会进一步提升。

图表 1：中信建投（国际）研究部“2018 优质增长股”组合

公司	加入日期	彭博代号	收市价	市值	盈利增长(%)		股本回报(%)		市盈率(x)		市净率(x)		股息率(%)		股价表现(%)		
				(USDbn)	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	2017	YTD	Inception
腾讯控股	15-Feb-18	700 HK	404.00	489.38	16.5	32.2	28.2	28.1	37.3	28.2	9.3	7.2	0.3	0.4	114.0	(0.5)	(6.8)
长和	18-Apr-18	1 HK	88.75	43.64	12	6.1	8.6	8.6	8.7	8.2	0.7	0.7	3.4	3.6	11.6	(9.5)	(1.8)
石药集团	4-Jun-18	1093 HK	24.75	19.69	29.7	26.6	22.0	23.9	41.9	33.1	8.8	7.8	0.8	1.0	90.6	56.8	-
华能国际	3-Apr-18	902 HK	5.89	14.93	194.0	37.4	5.7	7.3	16.4	11.9	0.9	0.8	4.0	5.5	(4.7)	20.2	11.8
中国通信服务	3-Apr-18	552 HK	5.12	4.52	10.5	12.5	10.2	10.7	9.7	8.6	1.0	0.9	3.7	4.1	6.1	(2.3)	9.2
招金矿业	3-Apr-18	1818 HK	6.43	2.64	6	8.5	5.4	5.5	24.7	22.8	1.2	1.1	1.3	1.4	(9.3)	6.3	4.2
新嘉坡集团	16-Mar-18	2001 HK	7.84	1.43	34.1	32.0	17.1	19.3	28.1	21.3	4.5	3.9	1.0	1.4	n.a.	94.1	34.7
平均					23.8	19.2	3.8	3.2	2.1	2.5	34.7	23.6	7.3				
香港恒生指数			30,493						11.8	11.8	1.3	1.3	3.5	3.5	36.0	1.9	
恒生中国企业指数			12,020						8.0	8.0	1.0	1.0	4.1	4.1	24.6	2.7	
剔除公司	剔除日期														2017	YTD	Removal
中国平安	3-Apr-18	2318 HK	77.35	177.49	9.9	18.9	19.4	20.1	11.5	9.7	2.1	1.8	2.7	3.2	109.7	(4.9)	(3.1)
招商银行	15-Mar-18	3968 HK	32.20	110.79	14.3	14.9	16.6	17.1	8.3	7.2	1.3	1.1	3.7	4.3	71.1	3.5	(7.2)
香港交易所	3-Apr-18	388 HK	253.80	40.11	28.4	14.0	25.2	27.5	32.8	28.8	8.0	7.6	2.8	3.2	30.9	5.8	(0.5)
比亚迪	3-Apr-18	1211 HK	50.55	20.28	21.1	29.6	8.4	10.1	22.9	17.7	1.9	1.7	0.7	0.9	66.7	(25.8)	(17.4)
广汽集团	4-Jun-18	2238 HK	9.31	18.38	9.9	13.6	18.3	17.9	5.8	5.1	1.0	0.9	5.3	6.1	97.4	(29.6)	-
华润啤酒	18-Apr-18	291 HK	37.75	15.61	83.3	23.2	10.6	12.4	46.8	38.0	5.0	4.6	0.8	1.0	82.1	34.6	7.2
玖龙纸业	23-Apr-18	2689 HK	12.44	7.41	67.6	(3.4)	22.0	18.2	6.5	6.7	1.3	1.2	4.9	4.8	78.1	(0.6)	6.0

资料来源：彭博，中信建投（国际）研究部

图表 2：中信建投（国际）研究部“2018 优质增长股”组合



资料来源：彭博

(柳太胜 Steven LIU CE No.: AM0971)

近期研究报告

❖ 新高教 (2001 HK): 并购带来强劲增长 (买入/目标价: 7.31 港币/20180919)

- 新高教公告计划在广西收购三间新学校，总代价为 1.467 亿元人民币，相当于 2017 年 15.7 倍市盈率。
- 该收购证明最新的政策对民办高等教育上市公司收购的负面影响有限。我们重申之前的积极观点，认为行业仍可通过内生和外延增长实现稳健发展。
- 我们将 2018/19 财年的 EPS 预测分别下调 0.3%/上调 2.6%，并基于 DCF 模型将目标价调整为 7.31 港币，与目前的股价相比有 43.9% 的上升空间。维持“买入”评级。

新收购标的估值便宜。新高教公告收购广西学校 51% 的股权，其中包括一所学院、一所职业学校和一所高中，总代价达 1.467 亿元人民币，相当于 2017 年 15.7 倍的市盈率。考虑到未来增长前景良好，我们认为该收购标的估值便宜。

收购标的营运改善空间大。2018/19 学年，三所学校总的入学人数预计将达到 10,000 人次，高于 2017/18 年的 8,434 人次，其中约有 1,600 名为高中生。被收购的学校营运改善空间大，包括 1) 学院非常有可能在“十三五计划”结束前升级为本科制大学；2) 学生入学人数增速预计将达到 10-15% 左右/年；3) 学费上涨幅度将预计将达到 5-10%/年。学院已经将学费由 2017/18 学年的 6,000-7,500 元人民币上调至 2018/19 年的 7,000/8,500 元人民币/年，学费仍然偏低，上涨空间充足；4) 利润率改善，被收购公司目前的利润率低于新高教（毛利润率为 32%，新高教为 56%），主要由于招生成本高（4,000 元人民币左右/学生）、人才队伍不够以及品牌影响力低。我们预计新高教完成收购后，目标公司的营运能力将有大幅改善。

负债率提升，但仍处于健康范围内。截止 2018 年上半年，新高教的净负债率上升至 54.7%，净负债总额达 10 亿元人民币。我们认为，新高教未来的收购将加强与产业基金等第三方的合作，以减少初始投资规模。由于公司并表的学校数量将有所增加、新高教将从下半年开始收取学费，其净负债率或将在 2018 年年底有所下降。

送审稿影响有限。本次收购证明最新的政策对民办高等教育上市公司收购的负面影响有限。我们重申之前的积极观点，认为行业仍可通过内生和外延增长实现稳健发展。新高教本次收购获得了当地政府的大力支持。过渡期后，公司将选择营利性。就广西学校，其目前的土地（约 250 亩）属于划拨土地，平均价格为 50,000 元人民币/亩。公司选择营利性学校后，可能需要支付 1,250 万元人民币的土地出让金。

维持“买入”、上调目标价至 7.31 港币。我们将 2018/19 财年的收入/盈利预测分别上调 0.0%/9.2% 和下调 0.3%/上调 2.6%，以反映最新的收购（假设在 2019 年并表）。我们基于 DCF 模型将目标价由 7.1 港币上调为 7.31 港币，与目前的股价相比有 43.9% 的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率为 20.6 倍/14.6 倍。我们认为，公司收入和盈利的强劲增长未来可见性高，目前估值吸引。维持“买入”评级。

(许绮雯 XU Qiwen CE No.: BIC457)

❖ 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）

❖ 港股教育股“企业推介日”会议摘要（20180910）

我们于 2018 年 9 月 3 日-4 日开展了港股教育股“企业推介日”。大多数公司的管理层对教育行业的增长前景仍持积极态度，并认为政策层面的影响有限。投资者对政策仍有担忧。

- **投资者反馈表明，大多数的投资者对民促法送审稿的影响仍有担忧。**对于民办高等教育公司，送审稿对其盈利的负面影响主要来自于税率的上调、划拨土地补交土地出让金以及政府补贴减少。对于涉及义务教育的 K12 公司而言，主要的担忧可能是未来的外延扩张。
- **管理层对送审稿仍持积极看法。**民办高等教育公司的管理层对于送审稿仍持有积极的看法，主要由于送审稿的目的在于推动民办教育，而不是限制其扩张。总体来说，民办高等学校选择营利性后税收将上升至 15% 左右；而土地出让金增加的影响有限，主要由于该金额不大及可作 50 年摊销、公司的收购计划也在稳步推进。另外，尽管义务教育仅可选择非营利性质，K12 公司能够享受的福利比营利学校多，并且主要通过自建形式拓展业务。
- **我们重申对民办高等教育产业的积极看法，**有鉴于学生需求增加以及公办高等教育投放资源有限。由于民办高等教育公司可选择营利性，学费调整将更为灵活，从而抵御税率上调带来的负面影响。在近期的市场回调之后，纯民办高等教育公司 2018/19 财年的平均市盈率为 19.3/15.0 倍。有鉴于盈利强劲增长的可见性（假设没有进一步的新收购，盈利同比增长通常超过 30%），我们认为该估值水平吸引。我们首推中教控股（839 HK，“买入”，目标价：15.7 港币）。

就 K12 方面，若属于集体化办学的公司，其接下来的收购可能受限。不过，由于我们看到 K12 学校主要通过自建扩张，因此收购对未来增长的影响有限。此外，我们并不认为送审稿将对 K12 目前的 VIE 结构产生影响。然而，最近的政策反映了教育行业，尤其是 K12 教育的政策风险，近期将造成市场的不确定性、影响投资者的情绪。

同业估值

			Close Px	Mkt Cap	Fiscal	EPS Growth (%)		Gross margin (%)		ROE (%)		ROA (%)		PER (x)		PBR (x)		Yield (%)		
Company	Ticker	Ccy	(Local\$)	(Local\$bn)	Y/E	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	18E	19E	18E	19E
Hong Kong listed																				
CHINA EDU	839 HK	HKD	9.75	19.7	Dec	54.9	30.9	59.0	56.5	56.7	10.5	11.2	12.9	8.1	8.9	10.1	25.6	19.1	16.4	2.7
HOPE EDU	1765 HK	HKD	1.36	9.1	Dec	30.1	99.6	47.8	n.a.	n.a.	38.1	n.a.	n.a.	4.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.2	1.9
CHINA NEW HIGHER EDU	2001 HK	HKD	5.15	7.4	Dec	31.0	33.8	54.9	54.1	53.2	17.9	16.0	18.3	10.2	9.9	10.4	20.9	15.6	12.2	3.2
MINSHENG EDU	1569 HK	HKD	1.70	6.8	Dec	29.3	23.4	58.3	56.3	57.7	11.3	10.4	11.5	8.1	7.8	8.6	17.2	14.0	13.0	1.7
XINHUA EDU	2779 HK	HKD	2.50	4.0	Dec	40.5	20.8	57.0	57.9	59.4	n.a.	12.6	12.0	n.a.	11.9	10.7	14.3	12.3	10.1	1.6
TOP EDU	1752 HK	HKD	0.38	1.0	Jun	n.a.	n.a.	52.8	n.a.	n.a.	32.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CHINA YUHUA EDU	6169 HK	HKD	3.86	12.6	Aug	63.2	31.8	51.5	53.6	56.2	18.5	16.7	18.8	11.6	11.2	12.3	21.1	16.3	14.2	3.4
MAPLELEAF EDU	1317 HK	HKD	4.04	12.0	Aug	29.5	26.3	49.8	50.2	50.9	18.4	18.8	20.3	10.7	11.3	12.1	17.9	14.6	12.3	3.1
VIRSCEND EDU	1565 HK	HKD	4.65	14.4	Dec	26.3	30.2	47.7	46.6	49.0	11.8	14.1	17.5	7.1	9.3	11.7	31.1	24.1	19.1	4.3
WISDOM EDU	6068 HK	HKD	4.42	9.0	Aug	53.8	31.9	45.9	45.8	46.2	15.5	16.2	18.9	6.9	8.6	9.8	24.8	18.9	14.9	4.0
TIANLI EDU	1773 HK	HKD	1.94	4.0	Dec	36.2	40.7	42.3	42.8	43.4	20.2	16.0	16.4	7.7	7.6	7.5	18.0	12.7	8.9	1.4
ZICE EDU	1598 HK	HKD	0.97	1.2	Dec	60.8	18.2	45.0	n.a.	n.a.	33.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Average						41.4	35.2	51.0	51.5	52.5	20.8	14.7	16.3	8.3	9.6	10.3	21.2	16.4	13.5	2.7
US listed																				
TAL EDUCATIO-ADR	TAL US	USD	29.26	16.6	Feb	95.3	50.1	48.6	48.0	50.5	21.6	24.5	17.8	8.1	9.3	7.7	75.8	53.7	34.1	14.9
NEW ORIENTAL-ADR	EDU US	USD	75.53	11.9	May	26.5	36.0	56.5	56.4	57.1	17.8	17.1	19.4	10.4	8.8	9.4	34.5	25.9	19.5	6.0
HARTFORD FINL SV	HIG US	USD	50.44	18.1	Dec	(156.4)	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	-20.6	12.7	13.3	-1.4	11.1	11.5	10.7	10.1	9.3	1.4
TARENA INTER-ADR	TEDU US	USD	8.62	0.5	Dec	(205.0)	(206.5)	69.6	63.9	65.8	11.4	-17.7	1.9	8.5	-11.9	1.5	n.a.	19.9	9.9	2.3
CHINA DISTAN-ADR	DL US	USD	9.21	0.3	Sep	n.a.	n.a.	56.2	n.a.	n.a.	31.8	n.a.	n.a.	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CHINA ONLINE-ADR	COE US	USD	9.15	0.2	Dec	n.a.	n.a.	63.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-74.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
BRIGHT SCHOL-ADR	BEDU US	USD	11.89	1.5	Aug	58.9	50.5	35.2	n.a.	n.a.	22.4	12.9	13.3	8.8	n.a.	n.a.	34.3	23.2	19.5	n.a.
RISE EDUCAT-ADR	REDU US	USD	10.25	0.6	Dec	(488.2)	37.7	53.3	n.a.	n.a.	n.a.	45.1	40.7	n.a.	n.a.	n.a.	21.7	15.9	12.3	8.0
RYB EDUCATION-AD	RYB US	USD	19.90	0.6	Dec	37.1	160.8	21.0	n.a.	n.a.	13.3	7.8	20.3	4.3	n.a.	n.a.	82.9	27.4	20.7	4.8
Average						(90.3)	18.8	50.4	56.1	57.8	14.0	14.6	18.1	-3.5	4.3	7.5	43.3	25.2	17.9	6.4

来源: 彭博, 中信建投(国际)研究部, 股价截止 2018 年 9 月 7 日

睿见教育 (6068 HK, 未评级)

学生入学人数最新情况: 2018/19 学年, 公司的学生入学总人数达到 51,000 人次。其中, 光明学校接受的申请超过 20,000 人次, 惠州学校的学生人数超过 8,000 人次。即使公司没有新学校, 现有学校的可容纳学生人数可扩张至 76,000 人以上。

学费上涨的可见性高: 东莞学校每两年上调一次学费; 其 2018/19 学年的学费上涨可观。

未来发展策略: 考虑到粤港澳大湾区的潜在增长, 公司未来将专注于广东省内的业务。扩张策略包括扩张现有学校的可容纳学生人数、设立新学校、收购以及轻资产战略。

对送审稿的看法: 管理层认为, 最近的政策对公司的影响有限。公司已经在业内建立了强大的品牌和名声, 计划在未来专注于建立新学校。送审稿第 12 条对目前 VIE 结构没有影响。此外, 与营利性学校相比, 非营利性学校可以更多的享受税收、土地和政府补贴方面的优惠。

21 世纪教育 (1598 HK, 未评级)

受益于京津冀一体化的发展: 21 世纪教育的业务主要位于京津冀地区, 公司已经将总部由河北迁往北京。

未来发展策略: 考虑到自建的回收期比并购长, 21 世纪将主要专注于京津冀地区幼儿园的并购。

对送审稿的看法: 管理层认为, 由于 21 世纪教育涉及幼儿园、课外培训以及民办高等教育业务, 因此最新的政策对公司没有影响。公司选择营利性之后, 更可能被征收 15% 的税率, 但对土地和政府补贴的影响很小, 主要由于大学的土地属于出让土地, 之前的政府补贴金额就很少。

中教控股 (839 HK, “买入”, 目标价: 15.7 港币)

现有学校最新情况: 郑州和西安的学生入学人数未来会有显著增长。广东白云大学的新校区预计将于 2019 年 9 月投入运营。此外, 松田学院将在未来升级成为大学。

中国教育基金: 该基金仍处于募资阶段, 进展好于预期。

未来发展策略: 中教已经对超过 110 家标的学校进行了调研, 其中大多数为本科学校。地区、估值和增长潜力将成为并购的重要因素。

对送审稿的看法: 管理层认为最新的政策对中教的影响很小。独立学院(全国范围内约 260 所)的加速剥离将利好中教。未来的并购标的主要是营利性学校。管理层认为, 税收对盈利的影响为 5-10%, 公司将就划拨土地支付 1.2 亿元人民币左右。学费的调整可抵消税率上涨的负面影响。

民生教育 (1569 HK, 未评级)

现有学校最新情况: 文达学校 2018/19 学年本科阶段的学费已经从 11,000 元人民币上调至 14,000-16,000 元人民币, 主要由于安徽省放开了学费控制。滇池学校 2018/19 学年的入学人数超过 19,000 人次。此外, 重庆学校的学费也实现稳步增长。由于本科教育具有学生需求充沛、学费及入学率均高于大专等特点, 民生主要专注于本科教育。

对送审稿的看法: 民生倾向于学校注册为营利性。管理层预计营利性学校的税率为 15%左右, 预计在过渡期后才有确切需要补交的土地出让金数目。管理层指引, 每年至少完成两家并购。

(许绮雯 XU Qiwen CE No.: BIC457)

❖ 新高教 (2001 HK): 强劲增长势头继续 (买入/目标价: 7.1 港币/20180905)

- 新高教 2018 年上半年业绩符合我们和市场的预期, 净利润同比增长 36.0%, 主要由于稳健的内生增长及来自新收购的学校的管理服务费。
- 考虑到公司收购学校未来的并表及学生人数的提升, 我们认为公司未来三年的净利润复合增长率将超过 30%。
- 我们将公司 2018/19 财年的 EPS 分别下调 0.9%/上调 1.7%, 并基于 DCF 模型将目标价调整为 7.1 港币, 与目前的股价相比有 37.9%的上升空间。维持“买入”。

2018 年上半年盈利符合预期。新高教的收入和盈利分别同比增长 17.1%/36.0%。剔除上市费用后, 公司的经调整盈利同比增加 17.3%, 与我们的预期相符。尽管东北学校的并表进度不及预期, 但新高教上半年的管理服务收入同比大幅增加 85.2%至 6,250 万元人民币, 我们认为, 该反映了东北和华中学校的贡献, 以及新疆和河南学校的首次并表。此外, 公司的毛利率同比减少 0.8 个百分点至 56.2%, 主要由于员工成本增加。

收购和自有学校建设推升负债水平和财务成本。截止 2018 年上半年, 公司的净负债和杠杆水平分别达到 10 亿元人民币和 54.7% (2017 年年底为 13.5%)。负债水平增加主要由于收购和建造云南和贵州学校的资本开支增加。考虑到公司自 2018 年下半年会收取学费, 其净负债率可能在今年年底有所减少。

对送审稿维持乐观。管理层对民办高等教育行业的政策前景依然乐观, 未来非常有可能将学校登记为营利性。考虑到政府在高等教育方面的资金限制, 我们认为该行业可持续的发展将在未来推升民间投资。此外, 我们认为未来会有越来越多的独立学院等待收购, 从而利好新高教。

未来增长稳健。除云南和贵州学校稳定的内生增长之外, 我们预计东北和河南学校将于今年下半年完成并表, 华中学校将在 2019 年上半年完成, 而新疆学校将在 2019 年下半年完成, 从而保障新高教强劲的盈利增长(我们预计 2017-20 年复合增长率达 33.7%)。

维持“买入”评级，提升目标价至 7.1 港币。我们将公司 2018/19 财年的收入和盈利预测分别下调 12.0%/下调 0.4%和下调 0.9%/上调 1.7%，主要反映更新后的并表速度及财务成本。我们基于 DCF 模型将目标价由 6.8 港币上调为 7.1 港币，与目前股价相比有 37.9%的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率为 20.8/15.2 倍。考虑到公司收入和盈利前景增长可见性高，我们认为目前的估值吸引。

(许绮雯 XU Qiwen CE No.: BIC457)

❖ 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）

❖ 中通服（552 HK）：估值提升空间充分（买入/目标价：6.60 港币/20180830）

- 尽管电信运营商全面减少资本开支，中通服 2018 年上半年再创靓丽业绩，其中收入/盈利同比分别增加 13.2%/8.6%。
- 尽管电信运营商暂未大幅提高 5G 的资本开支预算，我们认为中通服将成为 5G 投资周期中的早期受益者。
- 我们将公司 2018/19 财年的收入/盈利预期分别上调 3.7%/6.1% 和 0.5%/1.7%，并基于 DCF 模型将目标价上调至 6.60 港币。维持“买入”。

2018 年上半年业绩稳健、抵御行业逆风。尽管国内电信运营商的资本开支持续下滑（2018 年上半年同比减少 8.5%），中通服 2018 年上半年收入/盈利同比增加 13.2%/8.6%。收入增长稳健主要受电信基建业务（同比增加 17.7%）以及应用、内容和其他服务（同比增加 18.2%）的增长所推动。尽管公司努力维持低利润率分销业务的增长，由于成本继续承压，导致上半年毛利润率减少至 12.2%（去年同期为 12.7%）。公司自由现金流继续为正数，表明公司财务状况更加强劲，预示全年股息向好。

5G 投资周期的早期受益者。国内的电信运营商已经在上半年开始了室外 5G 的试运营，并发布了 5G 发展路线图：2019 年试商用，2020 年实现规模商用。有鉴于更高的频谱（因此基站覆盖区域更小）以及 3G/4G/5G 长期共存，我们认为国内电信运营商 5G 投资的周期将延长。在大型商用之前，国内电信运营商通常需要提前设计和计划工作。中通服凭借其行业领先的专业技术和 2G/3G/4G 的过渡经验，将因此成为 5G 投资早期的受益者。

服务范围比铁塔公司更为全面。我们认为，与铁塔公司相比，中通服提供电信基础设施服务和解决方案更加全面。中通服的服务包含对运营商网络深刻的理解，而铁塔公司（至少从最开始）则更侧重于铁塔的运营。

铁塔公司上市为中通服估值提升提供充分空间。我们将公司 2018/19 财年的收入/盈利预期分别上调 3.7%/6.1%和 0.5%/1.7%，并基于 DCF 模型将目标价由 2018 年年底的 5.80 港币上调至 2019 年年底的 6.60 港币。公司目前的估值为 2019 年 10.7 倍市盈率，4.5 倍 EV/EBITDA，1.1 倍市帐率，3.3%股息率，公司目前的估值较铁塔仍有很大的折让，因此未来估值有充分的上升空间。维持“买入”。

(柳太胜 Steven LIU CE No.:AM0971)

❖ 中软国际(354 HK)：市场对“贸易战”可能过分担忧（买入/目标价：7.30 港币/20180829）

- 中软国际 2018 年上半年业绩强劲，表明公司在国内 IT 服务行业持续取得成功。
- 尽管中美“贸易战”在近期形成威胁，我们认为中软国际的长期发展前景仍然强劲。另一方面，我们认为中美贸易解决后将增加美国 IT 服务对中国的出口，从而为中软带来潜在利好。
- 我们将 2018/19 财年的收入/盈利分别减少 5.2%/6.9%和 5.1%/6.7%，并基于 DCF 模型将目标价调低至 7.30 港币。

行业龙头地位稳固、保障长期可持续发展。截至 2018 年年底，中软国际拥有在职员工人数 54,663 人。2018 年上半年，公司业绩强劲（收入同比增加 16.1%，盈利同比增加 46.2%），持续巩固期行业的龙头地位。尽管增长可能有所放缓，公司似乎已经为其长期可持续发展奠定基础，来自于 1)对前五大客户的依赖减少（收入占比由 2017 年上半年的 73.3%减少至 2018 年上半年的 67.7%），2)新业务（包括解放号平台、云和大数据业务）占比由 2017 年上半年的 9.2%提升至 2018 年上半年的 15.4%。我们认为，未来的三年，公司的新业务贡献占比将超过 1/3。

“贸易战”风险持续，但市场可能过分担忧。从我们中期业绩后与管理层的 NDR 反馈，市场对于中美“贸易战”的担忧持，主要对中软最大的客户——华为的不确定性增加。不过，我们认为中美贸易解决后将增加美国 IT 服务对中国的出口，从而为中软带来潜在利好。即使中美“贸易战”全面开始，我们认为对中软的影响不会很大，主要由于公司对美国市场的直接业务占比非常小、华为可能就成本效率考虑加大对公司的依赖。

目前估值吸引，是一个很好的买入点。我们将 2018/19 财年的收入/盈利分别减少 5.6%/6.9%和 5.1%/6.7%，以反映我们对华为收入贡献更为保守的假设。基于 DCF 模型，我们将目标价由 2018 年年底前的 7.50 港币调低至 2019 年年底前至 7.30 港币。公司 2019 年的市盈率为 12.9 倍，市帐率为 1.8 倍，目前估值吸引。有鉴于公司长期增长前景强劲，2017-20 年的 CAGR 预计达 25.5%，我们认为目前是一个很好的买入点。维持“买入”。

(柳太胜 Steven LIU CE No.:AM0971)

❖ 中电信(728 HK)：网络覆盖仍是优势（买入/目标价：4.5 港币/20180828）

- 中电信多年累积的网络覆盖（尤其是承载网）优势仍然是公司服务质量和客户满意度的一大保障。
- 公司 5G 网络战略谨慎稳健，以精准投放、培育多方面应用及 4G 和 5G 共存为发展策略，可避免 3G 到 4G 网络过渡时期盈利过于波动。
- 我们将公司 2018/19 财年的服务收入和盈利分别下调 1.1%/0.4%和 3.4%/3.0%，并基于 DCF 模型将目标价下调至 4.5 港币。维持“买入”。

多年累积网络覆盖优势依然存在。国内三家电信运营商中，中电信经营历史最长，在网络覆盖方面（尤其是承载网）保持优势，我们认为有利于其移动网络覆盖的发展。截至 2018 年 6 月，中电信的手机网络基站达 120 万个，网络利用率达 36%。因此，公司

有能力通过竞争定价策略支持数据流量发展。就承载网方面，公司的城镇家庭光纤宽带（FTTH）在城镇的覆盖率达 96%，IP 城域网、骨干网（带宽分别为 500Tbps 和 170Tbps），我们认为公司的服务和企业客户（IDC，云和大数据等）方面拥有强大优势。

5G 战略谨慎稳健。中电信的 5G 商用时间不会晚于其他电信运营商，但其 5G 的策略更加稳健。管理层认为，4G 和 5G 预计将长时间共存，期间将积极推进 5G 应用（例如 VR、IoT、汽车和工业互联网等）。公司计划采取回报导向性的 5G 精准投资，可避免 3G 到 4G 网络过渡时期中盈利波动过于剧烈的情况。中电信过去盈利增长稳健、可见性高，我们认为公司将在 5G 投资周期中保持稳定的盈利增长。

5G 投资周期开始前的安全标的。考虑到漫游费用取消的影响，我们将公司 2018/19 财年的服务收入和盈利分别下调 1.1%/0.4%和 3.4%/3.0%，并基于 DCF 模型将目标价由 2018 年年底的 4.6 港币下调至 4.5 港币。公司 2019 财年的市盈率为 12.3 倍，EV/EBITDA 为 2.5 倍，市帐率为 0.75 倍，股息率为 3.2%。从长期角度来看，公司目前的估值是一个很好的买入点。维持“买入”。

（柳太胜 Steven LIU CE No.: AM0971）

❖ 丘钛科技（1478 HK）：行业逆风持续（持有/目标价：5.30 港币/20180828）

- 2018 年上半年，丘钛科技业绩不及我们和市场预期，收入同比减少 11.0%。此外，2018 年上半年意外亏损 5,130 万元人民币，而 2017 年上半年为 2.018 亿元人民币的盈利。
- 尽管摄像头模组（CCM）、指纹模组（FPM）的出货量分别同比增加 23.6%/31.9%，由于市场竞争激烈，丘钛科技的毛利率由去年同期的 12.1%大幅下滑至 1.2%。
- 我们将 2018/19 财年的收入/盈利预测分别下调 22.0%/28.8%和 110.6%/89.6%，并基于 DCF 模型将目标价下调至 5.30 港币。维持“持有”。

2018 年上半年业绩令人担忧。公司之前曾盈警告其上半年业绩将面临重大逆风，有鉴于 1) CCM 和 FPM 市场的“价格战”，2) 下游客户和上游供应商的行业集中度提升，3) 人民币升值。业绩期内，公司的收入同比下滑 11.0%，主要受到 CCM/FPM 平均售价拖累（分别同比下跌 18.9%/54.4%）。毛利率仅为 1.2%，受累于 1) 产品组合降级（5MP 以下的 CCM 占 CCM 出货总量的 46.5%，高于去年同期的 27.7%），2) 原材料价格上涨（镜头组、CMOS 传感器和马达（VCM）），以及 3) 模组制造商竞争加剧。

“决战”在即。我们认为，由于手机供应商和上游供应商（镜头组、VCM、用于 CCM 的 CMOS 传感器以及用于 FPM 的指纹集成电路）处于整固期，CCM/FPM 市场似乎已经进入“决战”阶段。行业龙头企业目前已经面临产能过剩的问题，但仍然在不断进行产能扩张，以应对“价格战”。由于行业逆风持续，我们预计模组制造商的平均售价和毛利率将在未来的两年承压。

打入华为中端产品市场。公司的产品组合降级，主要由于华为有一大批超低端（不到 3MP）的订单；公司为了获得华为的高端产品订单而不得不牺牲眼前利益。由于公司已经开始打入华为中端产品市场，我们认为其产品组合可能将在 2018 年下半年至 2019 年有所改善。

新产品提振利润率。2018 年 7 月，公司公告其 3D 结构光模组（主要用于 OPPO Find X 机型）以及屏下指纹模组（主要用于 vivo 的 NEX 机型）已经开始量产。尽管 2018 年下半年的贡献非常小，此类高利润率的产品将从 2019 年开始提振公司的平均售价以及毛利率。此外，公司还在不断探索有三镜头、双镜头结构光和 ToF 等前沿技术。

还不是抄底的时候。有鉴于平均售价和毛利率的压力，我们将 2018/19 财年的收入/盈利预测分别下调 22.0%/28.8%和 110.6%/89.6%，并基于 DCF 模型将目标价由 11.0 港币下调至 5.30 港币。维持“持有”。

（沈翔飞 Thomas SHEN CE No.: BHV664

柳太胜 Steven LIU CE No.: AM0971）

❖ **中教控股 (839 HK): 强劲增长势头持续 (买入/目标价: 15.7 港币/20180827)**

- 中教控股 2018 年上半年业绩好于预期, 收入/净利润分别同比增加 65.1%/72.4%, 主要由于并表和利润率改善快于预期。
- 未来的两至三年, 我们预计中教的内生增长和外延并购都将维持增长势头。
- 我们将公司 2018/19 财年的 EPS 分别上调 13.1%/3.4%, 并基于 DCF 模型将目标价调整为 15.7 港币, 与目前的股价相比有 43.7% 的上升空间。维持“买入”。

2018 年上半年业绩好于预期。中教控股 2018 年上半年业绩强劲, 收入/净利润分别同比增加 65.1%/72.4%。剔除一次性收入/费用, 经调整后的净利润同比增加 54.5%。增速强劲主要由于新收购的学校并表进程以及利润率改善快于预期。其中, 新收购的三所学校提振收入 52.7%, 原来的两所大学收入实现 12.4% 的同比增长。

协同性加强, 推动利润率改善。中教控股 2018 年上半年的毛利润率为 60.8%, 同比上升 1.5 个百分点。经营效率的改善及成本控制使得大学及职业学校的毛利润率分别达 62.6% 及 56.9%。值得一提的是, 新收购学校的利润率改善显著好于我们的预期。

内生增长、外延并购带来强劲增长。在未来, 我们预计公司在未来 2-3 年将继续实现强劲增长, 有鉴于 1) 稳健的内生增长。根据 2018/19 学年学生入学计划, 我们认为公司广东白云学院和江西科技学院的学费将分别上调 6-10% 左右; 2) 西安和郑州学校以及持续收购的并表。截至 2018 年 6 月 30 日, 中教在手现金为 13 亿元人民币, 没有银行借贷。公司的目标负债率为 40-50%, 我们认为在手现金足够支持后续收购。此外, 我们认为民促法修订草案送审稿将加快民办高校的收购进程。

维持“买入”和 15.7 港币的目标价。我们将 2018/19 财年的盈利预测分别上调 13.1%/3.4%, 以体现并表进程、利润率改善以及由于新收购学校带来的财务成本。基于 DCF 模型将目标价调整为 15.7 港币, 与目前的股价相比有 43.7% 的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率分别为 26.8/21.1 倍。有鉴于公司的行业龙头地位以及强势增长的可见性, 我们认为从长期而言公司目前的估值吸引, 因此维持“买入”。

(许绮雯 XU Qiwen CE No.: BIC457)

❖ **中国汽车板块: 贸易战逆风将在下半年继续 (20180824)**

乘用车出货量受 SUV 承压, 7 月燃油汽车出货量增速放缓。由于 7 月乘用车出货量同比减少 5.3%, 燃油汽车出货量增速放缓未实现反转。相反, 当月商用车出货量同比增加 3.3%。乘用车方面, 7 月轿车和 SUV 增速有所放缓, 其中 SUV 出货量降幅由 6 月的 0.52% 拓展为 7 月的 8.2% (SUV 与乘用车出货量占比达 40% 左右)。因此, 我们认为国内 SUV 的 10 年高速增长周期可能快要结束。

对国内消费市场的担忧仍然存在。5-7 月, 国内社零销量的同比增速均不到 9%, 不及预期。因此, 考虑到社零销量在过去几年的双位数增速, 我们担心国内消费市场疲弱会在未来进一步加剧。汽车消费品占国内零售消费的 10% 左右, 我们预计经济增速的持续放缓将使得国内消费承压, 特别是非必需品消费。

直接影响国内零部件供应商。在中美贸易战下汽车及汽车零部件方面, 乘用车是美国对中国主要的出口类别 (估计占比超过 70%), 中国对美国主要的出口类别为汽车零部件。汽车零部件制造商 2017 年全年平均超过 25% 的收入来自于出口, 而整车制造商仅为 4%。因此, 如果中美贸易战在今年下半年继续升温, 我们认为国内汽车零部件供应商与整车制造商相比会受到更直接的冲击。

(田阳 TIAN Yang CE No.: BGL791)

❖ 瑞声科技 (2018 HK): 强势回升可见 (买入/目标价: 110 港币/20180823)

- 受主要客户需求疲弱所拖累, 瑞声科技 2018 年第二季度的业绩低于我们/市场的预期, 收入和盈利分别同比减少 14.5%/38.7%。
- 2018 年下半年, 公司的收入和毛利润率均有所反弹, 主要由于季节性因素、iPhone 出货量增加、安卓手机渗透率提升, 使得 2018 年下半年收入成为主要贡献来源。
- 我们将公司 2018/19 财年的收入/盈利预期分别下调 10.0%/12.0%以及 16.1%/16.3%, 并基于 DCF 模型将目标价下调至 110 港币。维持“买入”。

2018 年二季度业绩疲弱。2018 年第二季度, 由于苹果手机需求疲弱和人民币升值, 瑞声科技当季业绩遭遇逆风。受触控马达 (触控马达/射频收入同比减少 24.0%) 和声学业务 (同比减少 15.9%) 所拖累, 公司二季度总收入同比减少 14.5%。毛利润率同比减少 5.2 个百分点至 35.2%, 主要由于人民币升值 (2018 年上半年毛利润率同比减少 4.3 个百分点, 其中 3.0 个百分点由人民币升值所致)。令人欣喜的是, 尽管下游需求疲弱, 扬声器模组收入同比增长 16%。

回到收入上行通道。尽管公司的触控马达和声学业务的竞争不断加剧, 我们认为公司在“价格战”中占有优势, 有鉴于 1) 触控马达和声学的规模领先, 2) 成本收益率控制改善, 3) 自动化程度提升, 以及 4) 电磁技术专业领先。在手机行业即将迎来的旺季前, 公司已做好准备回到高速增长通道, 由于 1) iPhone 销售增加, 2) 超线性结构 (SLS) 在三星等安卓手机的渗透率提升, 以及 3) 公司在屏幕发声设计、步进马达和激励器等触控马达技术的广泛应用。

新兴业务将取得成效。公司新兴的光学业务增长迅速, 塑料镜头出货量和产能预计将在第三季度底达到 2,500-3,000 万。此外, 公司正在逐步实现在今年第四季度前晶圆级玻璃产能拓展至 500-1,000 万的中期目标。未来, 销量增长和产品规格提升预计将推动光学业务强劲增长。

长期价值显现。2018 年下半年, 公司在安卓产业链广度和深度的渗透率都将有所提升, 在苹果产业链的地位稳固。有鉴于平均售价和毛利润率的压力加剧, 我们将公司 2018/19 财年的收入/盈利预期分别下调 10.0%/12.0%以及 16.1%/16.3%, 并基于 DCF 模型将目标价下调至 110 港币。维持“买入”。

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

❖ 中国新高教集团 (2001 HK): 强势并购、驱动增长 (首次覆盖/目标价: 6.80 港币/买入/20180820)

- 有鉴于需求增加和现有公立高校的可容纳学生人数有限, 我们认为国内民办高教产业将在未来三至五年迎来繁荣增长。
- 由于公司过往的内生增长及外延并购均较为稳健, 我们预计公司的盈利将在 2017-20 财年实现 31%年复合增长率。
- 我们首次覆盖新高教, 并给予“买入”评级。基于 DCF 模型, 我们给定 6.80 港币的目标价, 与目前的股价相比有 35.2% 的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率为 27.2 倍/20.4 倍, 市盈率相对盈利增长倍数为 0.78 倍。

新政策下, 我们看好国内民办高校产业。我们认为, 最近颁布的民促法实施条例送审稿对民办教育产业并无重大负面影响。相反, 新政策下可能会加速公立学校剥离旗下的独立学院。因此, 我们认为民办高教市场将出现更多的潜在并购机会。与 K12 相比, 我们更看好民办高教, 鉴于民办高校可以选择营利模式, 灵活性更好、政策风险更低。

民办高校龙头, 过往强劲的并购势头将在未来继续。新高教是国内民办教育的龙头公司, 通过积极参与并购, 公司 2017/18 学年的入学总人数达 76,279 人次。自 2015 年来, 公司通过 5 次收购成功进军我国西部、中部和东北的民办高等教育市场。虽然这几

个地区教育水平相对欠发达，但增长潜力大。我们认为，虽然国内的民办教育行业门槛较高，公司凭借自身的品牌影响力和市场稀缺性，完全有实力在未来几年继续收购独立学院等高质量标的，从而进一步巩固市场龙头地位。

内生和外延拓展改善盈利增长可见性。我们预计，公司 2018/19 财年的净利润将分别达到 3.15 亿/4.19 亿元人民币，同比增速超过 30%，主要驱动力包括 1) 云南和贵州两间学校 2018/19 学年的学生入学人数增速将达到 10% 左右；2) 学费上涨；以及 3) 我们估算四所新收购的学校并表后将带来经营效率的改善。

估值。基于 DCF 模型，我们给定 6.80 港币的目标价，与目前的股价相比有 35.2% 的上升空间。公司 2018/19 财年的市盈率为 20.1 倍/15.1 倍。有鉴于公司长期增长强劲，我们认为公司最近的股价回调是很好的买入机会。

主要投资风险。主要风险在于新收购学校并购进程不及预期、政策环境改善对公司不利。

(许绮雯 XU Qiwen CE No.: BIC457)

❖ 中信国际电讯 (1883 HK): 区域性扩张见成效 (买入/目标价: 3.1 港币/20180817)

- 2018 年上半年，中信国际电讯业绩稳健，服务收入同比增加 11.5%、净利润同比增加 7.5%。其中，国际电信收入同比大幅增加 39.6%，企业方案业务同比增加 10.1%，表明公司区域性的业务扩张初见成效。
- 公司的净负债率由 2017 年年底的 73.4% 减少至 2018 年上半年的 62.6%。公司宣派中期每股股息 0.04 港币，同比增加 33.3%。
- 我们将 2018/19 财年的服务收入同比增加 11.0%/11.3%，盈利同比张等 4.8%/6.1%。基于 DCF 模型，我们将目标价上调至 3.10 港币。维持“买入”。

区域性业务扩张带来收入强劲增长。受益于公司的区域性业务扩张政策，国际电信业务收入同比大幅增加 39.6%、企业方案业务同比增加 10.1%，从而推升上半年服务收入总体同比增加 1.15%。澳门业务方面服务收入保持平稳，手机销售收入增长超过两倍。国际电信业务收入在经历了连续四年的急速下跌之后，于 2018 年上半年实现强劲增长；其中语音收入同比增加 41.3%、SMS 同比增加 20.6%，主要由于高资费地区语音流量大幅增加，以及企业用户用于认证和交易确认的 SMS 业务强劲增长。创新型手机应用程序方面，公司上半年的“DataMall 自由行”收入达 5,460 万港币，同比增长超过一倍。

净负债率降低确保派息以及区域性扩张的可持续性。截至 2018 年 6 月底，公司的净负债率由 2017 年年底的 73.4% 下降至 62.6%，不仅确保了派息的稳定增长（50% 的派息率或每股股息，按较高值计算），也为持续的内生外延性区域化拓展提供了财务支持。

增长稳健、估值吸引。有鉴于数据中心收入的大幅增长，我们将 2018/19 财年的服务收入同比增加 11.0%/11.3%，盈利同比张等 4.8%/6.1%。基于 DCF 模型，我们将目标价由 3.00 港币上调至 3.10 港币。公司 2019 年的市盈率为 7.8 倍，EV/EBITDA 为 5.9 倍（随着负债率下降，EV/EBITDA 将大幅下滑），市帐率为 0.9 倍，股息率为 8.2%。公司长期增长稳定，因此目前估值吸引。我们维持“买入”评级。

(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
01787. HK	山东黄金矿业股份有限公司- H 股	贵金属	14. 70-18. 38	2018/09/14-2018/09/20	28/9/2018
01911. HK	华兴资本控股有限公司	证券	31. 80-34. 80	2018/09/14-2018/09/19	27/9/2018
01723. HK	港亚控股有限公司	电讯服务	1. 00-1. 30	2018/09/11-2018/09/14	27/9/2018
06862. HK	海底捞国际控股有限公司	餐饮	14. 80-17. 80	2018/09/12-2018/09/17	26/9/2018
01748. HK	信源企业集团有限公司	航运及港务	1. 29-1. 76	2018/09/11-2018/09/17	26/9/2018
03690. HK	美团点评	电子商贸及互联网服务	60. 00-72. 00	2018/09/07-2018/09/12	20/9/2018
08619. HK	WAC Holdings Limited	建筑及装修	0. 20-0. 28	2018/08/31-2018/09/05	17/9/2018

(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)
12/9/2018	202	润中国际控股	HKD 0. 143	HKD 173. 800M	普通股份	19. 999	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
12/9/2018	997	普汇中金国际	HKD 0. 800	HKD 109. 000M	普通股份	10. 321	配售/发行 (偿还债务)
12/9/2018	8073	兴业新材料	HKD 1. 440	RMB 50. 250M	普通股份	8. 333	代价发行 (收购项目 购 ITO 导电膜及盖板产销业 务)
11/9/2018	8007	环球战略集团	HKD 0. 100	HKD 30. 000M	普通股份	4. 825	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
11/9/2018	471	中播控股	HKD 0. 128	HKD 58. 770M	普通股份	17. 484	配售/发行 (扩大资本基础)
11/9/2018	2012	阳光油砂	HKD 0. 159	HKD 1. 887M	普通股份	0. 198	代价发行

(偿还债务 代价相等于约 31.64 万加元)

11/9/2018	673	中国卫生集团	HKD 0.100	HKD 10.000M	普通股份	2.747	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展)
11/9/2018	7	香港金融集团	--	HKD 2.050B	可换股债券	0	代价发行 (收购项目 购马达加斯加天然气及加油站业务)
10/9/2018	364	区块链集团	--	HKD 23.300M	可换股债券	0	配售/发行 (偿还债务)
10/9/2018	381	侨雄国际	HKD 0.100	HKD 62.000M	普通股份	7.645	代价发行 (收购项目 购四川省物业发展项目)
9/9/2018	729	五龙电动车	HKD 0.090	HKD 630.000M	普通股份	29.898	配售/发行 (扩大资本基础;业务发展;偿还债务)
7/9/2018	612	中国投资基金公司	HKD 10.525	HKD 199.975M	普通股份	1.56	配售/发行 (业务发展)
7/9/2018	1908	建发国际集团	--	HKD 3.000B	可换股债券	0	配售/发行 (偿还债务)
6/9/2018	6196	郑州银行	RMB 4.590	RMB 2.754B	A 股	11.274	配售/发行 (扩大资本基础)

(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

Technology hardware

(852) 3465 8689

thomasshen@csci.hk

XU Qiwen

Consumer Discretionary

(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

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

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>