

今日聚焦

重点推荐

❖ A股策略—数据观天下系列月度跟踪报告（第3期）：周期品与周期股的联动交易策略

我们发现周期品现货价格的拐点少，趋势强，而周期股的拐点多，价格多呈现脉冲状且滞后，但最终周期股都会反映商品价格趋势带来的基本面变化。所以我们通过判断商品现货价格趋势方向来交易周期股。策略的构建逻辑简单：我们在周期品现货价格趋势拐点向上时做多相应的周期股，否则空仓（或者低配甚至不配周期股）。

❖ 房地产行业重大事项点评：上海限贷加码，意在引导预期

上海住建委发布，自11月29日起，居民家庭购买首套住房申请商业贷款的，首付款比例不低于35%。在本市已拥有1套住房的、或在本市无住房但有住房贷款记录的居民家庭申请商业贷款，购买普通自住房的，首付款比例不低于50%；购买非普通自住房的，首付款比例不低于70%。同时公积金贷款利率、贷款额度等也将根据情况进行调整。我们认为政策的短期调控不影响存量物业资产的长期价值，也不影响增量资金对高分红地产股的认可。我们继续看好地产股的反弹，推荐高存量价值、高分红可能性的个股，如招商蛇口、金融街、首开股份和金地集团。

❖ 农林牧渔行业重大事项点评：引种仍可控制，把握禽链超跌机会

经过7月以来的回调，目前白羽养殖股的股价普遍自高点回调了25%-30%，市值对应2017年的业绩仅15倍左右。而白羽鸡养殖行业在上一轮周期高点的平均PE为20倍，从估值上看具有较高的配置机会。考虑到第二阶段的涨价窗口临近，行业景气度有望因商品代白羽鸡的供给收缩而持续至最早2018年，我们建议，如果继续超调，可逢低布局肉鸡养殖股。重点关注益生股份、民和股份和圣农发展。

总量研究

❖ 2016年10月工业企业利润数据点评：工业企业效益继续改善，受益价格上涨

❖ 中信证券固定收益市场日评 20161129：资金面实质偏紧，非典型紧缩周期到来

公司研究

❖ 华宇软件（300271）事项点评：股权激励健全激励机制，智慧法院提升司法效率

公司公告2016年限制性股票激励计划预案，本次计划拟授予的限制性股票数量总计不超过2200万股，占2016年11月24日公司股本总额的3.42%，本计划授予限制性股票的授予价格为10.03元。

❖ 长方集团（300301）事项点评：战略投资金宝高端直营园，幼教布局速度超预期

维持公司2016-2018年EPS预测分别为0.12/0.15/0.20元，维持“买入”评级。

❖ 秀强股份（300160）重大事项点评：徐幼正式落地，幼教布局持续推进

维持公司2016-2018年EPS预测分别为0.20/0.28/0.37元，维持“买入”评级，建议积极配置以把握公司徐幼、培基等优质标的落地后业绩增长带来的投资机会。

❖ 捷成股份（300182）点评：员工持股+股权激励绑定核心团队，稳定成长等待板块复苏

公司相继发布了2016年股票期权激励计划与2016年员工持股计划。从两个方案的价格看，公司增持和授予价格均不低于现价显示公司长线发展信心。我们维持公司的盈利预测0.41/0.53/0.64元，目前股价对应2016-18的PE为29/22/18倍。维持目标价18.12元，维持“买入”评级。

宏观数据（%）

	2016M9	2016M10
工业	6.1	6.1
出口	-10.0	-7.3
进口	-1.9	-1.4
贸易顺差（亿美元）	420	491
投资（累计）	8.2	8.8
零售	10.7	10
CPI	1.9	2.1
PPI	0.1	1.2
新增贷款（万亿元）	1.2	0.6
M2	11.5	11.6

资料来源：Wind，中信证券研究部。

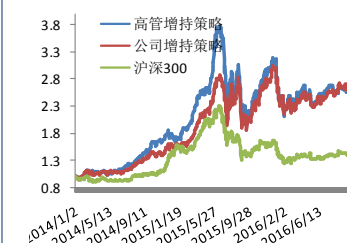
注：除贸易顺差和新增贷款外，各指标均为同比。

策略——亮马个股组合11月第4周表现

证券简称	周涨跌幅（%）	调入时间
西山煤电	7.15	2016/7/31
潞安环能	11.85	2016/10/31
大秦铁路	1.99	2016/11/13
喜临门	-1.28	2016/10/31
齐翔腾达	6.59	2016/10/31
中鼎股份	0.00	2016/10/31
台海核电	-2.36	2016/10/31
华通医药	-3.05	2016/10/31
铁龙物流	0.63	2016/11/13
唐人神	0.00	2016/10/31
组合	2.15	
沪深300	3.04	
相对收益	-0.89	

资料来源：中信证券研究部 注：最新调整日期2016.11.20

金融工程——增持类策略净值表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：2014.1.2为1元；数据截至2016.11.11，详见当日报告

金融工程——定向增发策略净值表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：2014.1.2为1元；数据截至2016.11.25，详见当日报告

特别提示：股票组合主要面向投资操作较为灵活的机构投资者。非专业的个人投资者若拟使用相关组合进行投资操作，还请在投资顾问的指导下进行。

特别提示：具体分析内容（包括相关风险提示等）请详见后文。

今日头条

- 国务院部署进一步扩大消费政策措施。(证券时报)
- 10月我国国际货物和服务贸易收入顺差1955亿元。(国家外汇管理局)
- 上海完善差别化住房信贷政策 首套房、二套房首付比例均有调整。(中国证券网)
- 特朗普涨幅消退 美股收跌 油价涨2%。(华尔街见闻)
- 多地外管机构召集银行开会：对外投资审核加码。(一财网)

评级调整

公司/行业	评级调整	日期	盈利预测与目标价
彩客化学 (1986.HK)	买入 (首次)	20161122	16/17/18EPS 4.98/7.96/6.95, TP159.25
皖维高新 (600063)	买入 (首次)	20161122	16/17/18EPS 0.09/0.13/0.15, TP5.07
道明光学 (002632)	买入 (首次)	20161122	16/17/18EPS 0.08/0.22/0.32, TP14.4
华海药业 (600521)	买入 (首次)	20161122	16/17/18EPS 0.55/0.72/0.94, TP28.8
建设银行 (601939)	买入 (上调)	20161122	16/17/18EPS 0.92/0.96/1.00, TP6.71
光迅科技 (002281)	买入 (首次)	20161122	16/17/18EPS 1.46/2.00/2.49, TP100
烽火通信 (600498)	买入 (首次)	20161122	16/17/18EPS 0.95/1.19/1.44, TP38
汉威电子 (300007)	增持 (首次)	20161122	16/17/18EPS 0.44/0.69/1.00
太极股份 (002368)	增持 (首次)	20161122	16/17/18EPS 0.79/1.07/1.40
北信源 (300352)	增持 (首次)	20161122	16/17/18EPS 0.14/0.19/0.25
常山股份 (000158)	买入 (首次)	20161122	16/17/18EPS 0.27/0.36/0.45, TP16.5
神州数码 (000034)	买入 (首次)	20161122	16/17/18EPS 0.67/0.78/0.90, TP40
卫宁健康 (300253)	买入 (首次)	20161122	16/17/18EPS 0.94/0.51/0.73, TP28
用友网络 (600588)	买入 (首次)	20161122	0.29/0.35/0.53, TP30
Fintech 行业	强于大市 (首次)	20161121	
东方财富 (300059)	增持 (首次)	20161121	16/17/18EPS 0.28/0.43/0.54
同花顺 (300003)	增持 (首次)	20161121	16/17/18EPS 2.10/2.59/3.08
跨境通 (002640)	买入 (首次)	20161121	16/17/18EPS 0.31/0.58/0.87
聚飞光电 (300303)	买入 (首次)	20161121	16/17/18EPS 0.21/0.29/0.40, TP12.76
三联商社 (600898)	增持 (首次)	20161121	16/17/18EPS 0.08/0.49/0.57, TP20.58

注：“评级调整”项下涉及的内容均节选自已经公开发布的证券研究报告（标示的日期为相关证券研究报告发布的时间），仅供汇总参考之用

客户好评

国际宏观事项点评—特朗普执政有利于美国经济复苏

特朗普政策主张有利于美国经济复苏和就业改善。特朗普当选不会直接影响未来美国货币政策走向，但有利于加息。我们认为美国之前的宏观政策还将会很大程度上延续，短期内不会发生突变。对国际影响：支持贸易保护，不利于国际贸易。特朗普当选对中国的影​​响预计主要体现在外贸方面。一方面，提高关税和贸易壁垒、制造业重振计划不利于中国出口，我国外贸环境将有所恶化；另一方面，特朗普主张退出 TPP，重新开展“北美自由贸易协定”谈判，在这样的背景下，现有的全球贸易体系和格局将有可能继续发挥作用，从这个角度讲有利于中国对外贸易。对中国影响正面还是负面，短期还难以评估。

——诸建芳，联系人：刘博阳（20161110）

A股市场策略快报 20161109—美国大选点评：灰天鹅

从英国脱欧到特朗普当选，民粹主义崛起，海外不确定性加大。市场波动主要基于投资者对特朗普竞选时过激政策表述的担忧；实际没有那么可怕。特朗普当选对 A 股短期影响有限，但对国际体系影响深远；全球化可能从停滞期进入倒退期，这对中国既有风险也有机会。中期来看对 A 股未必非是利空。主题方面可以关注“一带一路”。另外，比较依赖于出口美国的板块短期可能受到情绪压制。

——秦培景，陈乐天，杨灵修，联系人：裘翔（20161110）

会议提示

无

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌%		
		1日	5日	本年
沪深300	3535.08	0.39	2.7	-5
中标300	2915.62	-0.43	0.2	-8
中标50	2509.78	-0.18	0.3	-2
上证指数	3277.00	0.46	1.8	-7
香港恒生	22830.57	0.47	2.1	4
H股指数	9875.54	0.87	4.6	2
红筹股	3767.01	0.60	1.9	-7
日经225	18356.89	-0.13	2.2	-4
道琼斯	19097.90	-0.28	1.2	10
标普500	2201.72	-0.53	0.9	8
纳斯达克	5368.81	-0.56	0.9	7
德国DAX	10582.67	-1.09	-1.0	-1
法国CAC	4510.39	-0.88	-0.4	-3
富时100	6799.47	-0.60	0.3	9
波罗的海	1184.00	0.25	-4.5	148

主要商品期货

期货	收盘价 USD	涨跌%		
		1日	5日	本年
纽约期油	47.08	2.21	3.0	27
纽约期金	1190.80	1.05	-1.5	12
伦敦期铜	5868.00	2.38	8.1	25
伦敦期铝	1758.75	-1.11	3.8	17
伦敦期锌	2819.00	5.58	11.7	75
白银现货	16.65	0.68	0.3	20
玉米期货	358.25	0.00	1.3	-0
大豆期货	1056.00	0.96	6.3	22
小麦期货	416.50	-0.72	-2.1	-11
棉花期货	72.02	1.08	-0.4	14
糙米期货	9.59	-0.42	-0.5	-19
白糖期货	19.94	0.50	-1.0	31

主要外汇商品

外汇	收盘价	涨跌%		
		1日	5日	本年
美元指数	101.15	-0.34	-0.1	2
美元-人民币	6.92	-0.04	0.5	7
美元-日元	112.90	-0.28	-0.3	-6
欧元-美元	1.06	0.11	0.1	-3
英镑-美元	1.25	-0.08	-0.2	-16

国内股指期货

期货	涨幅%	基差	仓差	持仓
IF1612	1.03	-2.68	-612	34874
IF1701	1.12	-27.28	309	1191
IF1703	1.37	-68.48	108	4104
IF1706	1.39	-126.28	51	985

注：为最近交易日数据

研究快报

A 股策略—数据观天下系列月度跟踪报告（第 3 期）：周期品与周期股的联动交易策略

——秦培景，杨灵修，联系人：裘翔

- ❖ 本期要点：如何通过周期品与周期股的联动设计交易策略。鉴于近期周期股热度很高，我们本期的跟踪报告聚焦周期股交易策略。我们发现周期品现货价格的拐点少，趋势强，而周期股的拐点多，价格多呈现脉冲状且滞后，但最终周期股都会反映商品价格趋势带来的基本面变化。所以我们完全可以通过判断商品现货价格趋势方向来交易周期股。策略的构建逻辑非常简单：我们在周期品现货价格趋势拐点上时做多相应的周期股，否则空仓（或者低配甚至不配周期股）。我们测试了 15 种商品，得到的主要结论如下（周期品种的推荐逻辑完全基于现货价格数据，不代表行业组观点）：
- ❖ 1）利用现货价格趋势去交易周期股能够获得显著超越基准和相应周期股的收益率。例如螺纹钢价格，如果用 40 个交易日左右的窗口长度去判断趋势，拐头向上则做多宝钢股份，向下则空仓，那么基本上从 2009 到现在累计收益率都在 150% 以上，远超过同期宝钢股份自身的涨幅（38.6%）和沪深 300 的涨幅（50.0%）。另外一个典型的品种是铝，现货趋势交易策略在 2006 年以来的累计收益率基本都接近 20 倍，远超云铝股份和沪深 300。
- ❖ 2）15 个周期品种当前的交易信号有分化。按照我们的测算，目前最适合做多的周期品种包括云铝股份（铝）、罗平锌电（锌）、耀皮玻璃（浮法玻璃）、恒逸石化（PTA）、远兴能源（甲醇）、哈高科（豆粕）、南宁糖业（白糖）；目前不适合参与的周期品种包括宝钢股份（钢铁）、江西铜业（铜）、吉恩镍业（镍）、锡业股份（锡）、山西焦化（焦炭）、金路集团（PVC）、兖州煤业（动力煤）、海南橡胶（橡胶）。
- ❖ 盈利增强型成长组合：3 月 7 日以来相对沪深 300/中证 500 超额收益率为 13.3%/10.3%。截至 11 月 25 日收盘，盈利增强型成长组合的累计收益率为 26.6%，相对沪深 300 和中证 500 的累计超额收益率分别为 13.3%和 10.3%。由于风格切换的缘故，第四批组合在 10 月 24 日以来的一个月当中表现欠佳，累计收益率仅为-1.2%。组合当前持仓为 ST 生化、高盛控股、精工科技、德尔未来、豫金刚石、神雾环保、晶盛机电、旋极信息、杨杰科技、赢合科技、小商品城、文投控股、厦华电子。
- ❖ 大小盘择时：依旧偏好大市值股票。中长期大小盘择时指标自 9 月初骤降后一直维持低位，10 月 11 日收盘指标降至 0.0，这是 1 年多以来的最低值。虽然从 11 月 13 日开始跳出 0 附近并爬升至 0.29，但随后又出现回调，截至 11 月 25 日收盘仍然维持低位（0.11）。指标的 20 日移动平均目前为 0.11，已经开始企稳。因此我们目前仍然维持 9 月初以来的判断，认为市场风格依旧偏好大盘股，建议投资者耐心等待小票的反弹机会。
- ❖ 错杀和补涨组合：Alpha 出现的快消失的也快。错杀和补涨组合在 10 月 13 日以来的累计收益率分别为 5.0%和 1.7%，前半个月表现远超越基准指数，但随后“后劲不足”。我们猜测两个原因导致了这个结果：一是当前的波动率仍然处于较低水平（沪深 300 的 120 日滚动波动率目前仅有 0.83%，仍然远低于 1.59%的历史中位水平），在这种窄幅波动下，基金的调仓行为相对有计划有规律，不容易出现我们所定义的错杀或是补涨机会；二是我们的调整周期太长（接近 2 个月），组合个股在后期基本还是跟着自己所属的板块在运行。后续我们会以月度频率定期更新组合（见正文）。
- ❖ 风险提示：推荐组合的过往表现并不能保证未来确定性的收益。

房地产行业重大事项点评：上海限贷加码，意在引导预期

——陈聪，联系人：张全国

- ❖ 事项：上海住建委发布，自 11 月 29 日起，居民家庭购买首套住房申请商业贷款的，首付款比例不低于 35%。在本市已拥有 1 套住房的、或在本市无住房但有住房贷款记录的居民家庭申请商业贷款，购买普通自住房的，首付款比例不低于 50%；购买非普通自住房的，首付款比例不低于 70%。同时公积金贷款利率、贷款额度等也将根据情况进行调整。
- ❖ 评论：限贷政策加码，引导市场预期。上海是本轮房地产政策调控中最先开始的城市。3 月 25 日，上海市人民政府办公厅发布通知，提高限购限贷措施。其中对外地居民的限购措施由此前的前 3 年内累计缴纳 2 年社保/个税调整为连续缴纳满 5 年及以上。新的限贷措施对拥有 1 套住房的居民家庭，再次普通自住房首付比例不低于 50%；非普通自住房的首付比例不低于 70%。但是从 3 月至今，市场的上涨预期依然没有得到明显缓解。即使在 10 月初各个地方政府都出台限购限贷升级以来，上海的房价依然出现 0.5%的环比上涨。我们认为，本次调控政策有两个地方最为严格。首先首套首付比例由 30% 提高到 35%，与国内最为严格的城市保持一致，即使对于首次置业者来说，购房门槛也在提高；其次，首套认定标准由此

前的认房调整为认房认贷记录，尤其是贷款记录的认定标准，大幅提高了改善型购房者的首付比例，换房的链条被打断，市场预期降温，交易量下降甚至短期小幅度的价格调整都有可能出现。

- ❖ 决策层短期稳定房价决心坚定。本轮房地产周期的不同之处在于地方政府承担了稳定本地房地产市场的责任，也就意味着各个城市可以因城施策，对症下药。从今年以来各个城市的政策看，房价涨幅较高的城市比如北京、上海、深圳、南京、苏州等整体政策更为严厉一些，涨幅较低的城市比如成都等政策相对更为温和。我们认为除了房价上涨过来的热点城市外，房地产调控基本不会出现。在严厉的政策背后，我们也应该关注到，地方政府的政策是渐进的和动态演变的。以武汉市为例，8月份开始加强商品房销售管理工作，10月出台限购限贷措施，11月限购限贷措施得到继续强化。我们认为武汉可以看作是本轮房地产调控中的典型城市，即用渐进的政策来逐渐稳定市场预期，而不是霹雳手段来打压市场情绪。但是如果市场预期得不到改善，则用更为严格的手段来引导预期。虽然地方政府手段温柔，但是稳定房地产市场，稳定房价的决心依然不容置疑。
- ❖ 风险因素。基准利率上升的风险。地产企业融资受到限制的风险。
- ❖ 继续看好地产股的反弹。我们认为政策的短期调控不影响存量物业资产的长期价值，也不影响增量资金对高分红地产股的认可。我们继续看好地产股的反弹，推荐高存量价值、高分红可能性的个股，如招商蛇口、金融街、首开股份和金地集团。

农林牧渔行业重大事项点评：引种仍可控，把握禽链超跌机会

——盛夏

- ❖ 事项：上周肉鸡养殖股跌幅较大，主要受到两个事件冲击：协会公布10月引种超预期达到9.74万套，以及益生股份与法国哈巴德签订了曾祖代购买合同，在国内建设曾祖代白羽肉鸡养殖产能。对此我们点评如下：
- ❖ 评论：10月协会数据存在口径误差，实际引种大致符合预期。草根调研显示，10月的协会数据在数量和引种国的统计上存在口径误差，误导了部分投资者对祖代鸡的未来引种量的判断。10月实际引种量约在8.2万套，其中包含超预期的波兰引种8000套，以及新西兰安伟捷从原供给亚洲其他国家的订单中调拨过来的1万多套。截至2016年10月，国内共引种祖代鸡约30万套。预计未来两个月的引种量将不超过20万套，即2016年全年引种量在50万套左右，大致符合预期，并且低于2015年的72万套，更低于国内正常生产所需要80-100万套水平。
- ❖ 禽流感疫情控制不易，无法稳定满足我国肉鸡种源安全。依赖祖代鸡进口的格局使得我国肉鸡产业链的生产被动受国外疫情影响。长期以来，由于肉鸡育种技术的落后，我国的白羽肉鸡产业依靠进口安伟捷、科宝和哈巴德等公司的祖代肉鸡进行扩繁。而自2015年以来，主要引种国美国、法国等先后爆发禽流感，使得我国对鸡类进口贸易采取封关，祖代鸡引种也相应的数度中断，影响了国内肉鸡生产的稳定性。
- ❖ 曾祖代种鸡的引进可提高我国肉鸡的种源安全性。一方面，由于禽流感容易随候鸟迁徙、天气变化而迅速传播复发，往往需要2-3年的时间才能得到较好的控制。直至今日国外的禽流感疫情仍未得到良好的控制，使得种源需求无法得到满足。另一方面，仅有的引种量中可能存在由疫情国转口至开关国的祖代鸡，具有传播疫情的质量风险。而曾祖代种鸡的引进将为国内提供稳定、安全的祖代种鸡产能，使得国内肉鸡生产不再被动剧烈波动。
- ❖ 祖代鸡短期供种量不受影响，协会仍将控制在60万套内。由于曾祖代的产能释放存在延时、仅益生可独家引进且规模较低，短期内国内的祖代鸡供种量不受影响。时间上，从曾祖代的引种到产生祖代种鸡需要8个月的时间，而多批曾祖代产能的累积才能产生实质性的祖代产能增长，因此预计曾祖代的引种要到2017年下半年才会对国内祖代供种量造成较为明显的增加。数量上，根据我们的草根调研，益生是唯一一家与哈巴德签订曾祖代引种协议的公司，即行业的曾祖代引种量增加有限。而益生引种的曾祖代产能，仅可供应公司自身的祖代鸡需求。另外，国内白羽鸡协会计划将祖代种鸡的引种量限制在60万套以内，其中益生的哈巴德祖代鸡产量将被视作引种，同样受协会的限制。
- ❖ 禽链投资主线明晰，涨价逻辑确定性仍高。此次曾祖代引种并不影响禽链投资的涨价逻辑。一方面，2016年的全年引种量预计约50万套，仍在低位。而新引进的曾祖代最早要在2017年下半年才会实际产出祖代种鸡，对短期祖代供种量无影响。另一方面，由于祖代引种到商品代的产能释放有1.5年左右的周期，加之不同批次的祖代鸡在商品代的产能释放具有叠加效应，因此连续两年的祖代鸡引种短缺将确定性导致商品代肉鸡自2016年下半年起进入下行通道并持续至2018年一季度，2017和2018两年商品代肉鸡将整体处于短缺状态。白羽鸡协会的监测数据也在不断验证我们的分析结果。从今年8月起，全国的父母代在产存栏已开始持续下滑。截至11月20日，全国父母代在产存栏为2774.16万套，较8月高点下降14.25%。因此我们认为，商品代鸡价在17、18年的上涨也将是高确定性事件。
- ❖ 参考2016年父母代受供给收缩影响下的价格表现（持续涨价并创下100元/套的历史新高），及上一轮周期高点时禽链上下游的价格表现（父母代种鸡价格高点为31.45元/套，商品代鸡苗价格高点为5.10元/羽，商品代毛鸡价格高点为5.59元/羽），我们预计本轮周期商品代鸡苗价格高点将达到8元/羽以上，毛鸡价格达到6元/斤以上。

- ❖ 旺季行情将至，建议把握鸡价反弹窗口。从近 8 年的历史数据来看，11 月、12 月为鸡价旺季，多伴随有毛鸡和鸡苗价格的上涨。供给面，根据我们的模型测算，商品代出栏量在今年 4 季度将会持续下行。同时，协会数据显示，先行指标父母代后备存栏和在产存栏都已经从今年 8 月起开始持续下降。而需求面，目前生猪价格已出现反弹且预计将持续至年底，这将带动鸡肉消费的替代需求。供给收缩和需求提振背景下，预计鸡价的旺季行情在今年也不会缺席。
- ❖ 风险因素：引种政策的变更；动物疫情的发生。
- ❖ 投资建议：经过 7 月以来的回调，目前白羽养殖股的股价普遍自高点回调了 25%-30%，市值对应 2017 年的业绩仅 15 倍左右。而白羽鸡养殖行业在上一轮周期高点的平均 PE 为 20 倍，从估值上看具有较高的配置机会。考虑到第二阶段的涨价窗口临近，行业景气度有望因商品代白羽鸡的供给收缩而持续至最早 2018 年，我们建议，如果继续超调，可逢低布局鸡肉养殖股。重点关注益生股份、民和股份和圣农发展。

2016 年 10 月工业企业利润数据点评：工业企业效益继续改善，受益价格上涨

——联系人：明明；陈乐天；联系人：余经纬

- ❖ 事项：国家统计局 11 月 27 日发布数据显示，1-10 月份，规模以上工业企业利润同比增长 8.6%，增速较 1-9 月份加快 0.2 个百分点，创 2014 年 9 月以来新高。其中，10 月份利润同比增长 9.8%，增速比 9 月份加快 2.1 个百分点，连续九个月正增长。
- ❖ 评论：工业企业效益稳中向好。从累计增速看，工业效益改善呈现稳步向好态势。1-10 月规模以上工业企业利润同比增长 8.6%，增速较 1-9 月份加快 0.2 个百分点，而此前 1-7 月增速回升 0.7 个百分点、1-8 月增速大幅加快 1.5 个百分点，1-9 月增速与前值持平，而当前 1-10 月增速再次加快。
- ❖ 从单月增速看，10 月工业企业利润增速回升。10 月份利润同比增长 9.8%，增速比 9 月份回落 2.1 个百分点。此前 7 月增速大幅增长，8 月高增速创 2013 年 9 月以来新高，继 9 月增速在基数效应下大幅回落 11.8 个百分点后，10 月增速逐步回升。
- ❖ 10 月工业企业利润增速扩大，原因主要有如下几点。其一，收入端持续改善，销售增长加快，同时受益于价格上涨明显。其二，10 月份传统原材料制造业利润增长较快，化工、煤炭和通用设备等行业拉动明显。整体来看，10 月数据表明工业企业利润稳步好转，工业企业经营持续改善的良好态势在延续。
- ❖ 收入端加快增长，成本端持续改善，盈利空间扩大可期。收入端平稳，价格增长加快，单位成本继续下降。收入端来看，收入增速加快，价格增幅加大。累计来看，1-10 月份，规模以上工业企业实现主营业务收入同比增长 3.9%，较前值 3.7% 扩大 0.2 个百分点，再创去年 2 月份以来新高，且保持自 4 月以来持续上升的态势。单月来看，10 月工业企业主营业务收入同比增长 5.7%，增速比 9 月份加快 1.6 个百分点。10 月份工业品价格明显回升，工业生产者出厂价格同比上涨 1.2%，涨幅比 9 月份上升 1.1 个百分点，显示国内工业领域供需矛盾日趋缓解。成本端方面，10 月每百元主营业务收入中的成本为 85.73 元，同比下降 0.13 元，继续保持下降态势。
- ❖ 10 月供给侧改革下产能、库存持续减少带来工业品销售价格回升，单位成本继续降低。预计未来在财政加码和供给侧效果持续发挥下，工业企业利润将继续保持增长。
- ❖ 采矿业利润大幅改善，传统原材料制造业效益较好。三大行业来看，采矿业利润继续大幅改善。1-10 月份采矿业利润总额同比下降 48.5%，前值为下降 62.1%，降幅继续收窄，且 10 月单月来看，采矿业利润同比增长 86.6%，前值为增长 30.3%，在继 9 月扭转 2013 年 10 月份以来同比持续下降走势后，10 月采矿业利润增幅加快 56.3 个百分点，效益改善亮眼；制造业同比增长 13.5%，前值 13.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比下降 6.2%，前值为下降 3.2%。
- ❖ 细分分行业来看，化工、煤炭和通用设备等行业拉动作用明显，合计拉升整体利润增速 2.7 个百分点。当月表现来看，10 月份化学原料和化学制品制造业同比新增利润比 9 月份多增 55.2 亿元；煤炭开采和洗选业同比新增利润比 9 月份多增 56.1 亿元；通用设备制造业同比新增利润 19.4 亿元，而 9 月份则同比减少 28.6 亿元。以上三个行业合计拉升规模以上工业企业利润增速 2.7 个百分点。而累计增速上，石油加工、炼焦和核燃料加工业，黑色金属冶炼和压延加工业，煤炭开采与洗选业，有色金属冶炼和压延加工业贡献较大，累计增速继续保持高位。利润增长结构中传统原材料制造业利润增长较快，但高技术制造业和装备制造业利润增速有所放缓。
- ❖ 总体上，10 月份工业企业效益增长显示出平稳增长态势，当前价格增长、成本改善、收入平稳等向好态势仍在延续，结合此前 10 月 PPI 由负转正后加快增长来看，工业稳步复苏逻辑不变。随基本面稳健回暖，货币政策重心也由稳增长转向“主动调结构、主动去杠杆、主动防泡沫”，近期货币政策再次开启净回笼操作，长端收益率仍面临美联储加息、通胀预期回升、货币政策实质稳健等内外压力的挑战，因此投资者还须谨慎关注风险。

中信证券固定收益市场日评 20161129：资金面实质偏紧，非典型紧缩周期到来**——联系人：明明；刘斌；联系人：余经纬**

- ❖ 11月28日，央行早间公开市场操作净回笼资金200亿元，是继上周四、周五两天净回笼后的连续第三日资金净回笼。近期随着央行结束此前连续9天的资金净投放转向净回笼，以及月末等因素叠加影响下，资金面紧张情绪再度升温。昨日SHIBOR隔夜利率上涨0.90BP至2.30%，重又逼近9月末跨季时达到的高点2.33%，其余期限SHIBOR利率也纷纷上涨，银质押1日、7日、1个月、3个月加权平均利率均上涨。央行此前强调坚持中性稳健货币政策态度不变，而近日市场资金面重归平衡偏紧状态。当前货币政策实质是否已发生变化？其对资金需求方产生的影响如何？针对此我们点评如下：
- ❖ 一、货币政策已由实质稳健转入“非典型紧缩周期”。进入10月后央行货币政策在内外因素共同作用下陷入两难境地，对内需压缩资产价格泡沫、降低市场资金杠杆、防范金融系统风险，对外面临人民币持续贬值的汇率约束压力，因此央行始终坚持中性稳健的货币政策态度。整个10月央行累计净投放5969亿元，进入11月后的连续9日公开市场净投放也表明央行着意呵护市场流动性，9日累计净投放8270亿元，其中包括在11月19日进行的3020亿超额MLF续作。
- ❖ 然而，我国当前经济政策重心已明确转向“去杠杆、防风险”，央行在三季度货币政策执行报告中也明确指出下一步政策重心将转向“主动调结构、主动去杠杆、主动防风险”三个主动。结合我们此前的报告，从价上看，虽然央行没有加息，公开市场各类工具各种期限的操作利率也维持稳定，但实际上央行通过“缩短放长”的策略已经悄然提高了向市场投放流动性的综合资金成本。目前，逆回购的加权操作利率自8月和9月的14天、28天重启后明显抬升，目前已达2.35%，超出7天期2.25%水平0.1个百分点。而MLF的加权操作利率也升至2.91%，超出3月期2.75%水平0.16个百分点。从量上看，央行通过控制信贷，银监会通过表外业务风险管理新政策限制表外业务、放缓理财增速，本质上都会起到收紧信贷扩张，放缓货币派生速度，从而降低货币乘数，控制货币供应量的效果。因此，即便央行没有上调法定存款准备金率，但通过以上举措同样起到了紧缩货币供给的功效。
- ❖ 目前国内经济基本面回暖步调较为平稳，央行尚未动用加息等措施，但近3日央行持续净回笼资金，“量缩价涨”趋势已经出现，资金面紧张情绪随之升温，当前货币政策属性可被称为“非典型紧缩周期”。紧缩周期下将出现信贷增速下降，长端利率上升，当前市场的反应也印证了货币环境正处在非典型紧缩周期下。
- ❖ 二、近期资金利率持续攀升资产荒转向负债荒迹象显现。近期资金面紧张情绪升温，资金利率重归攀升。11月9日以来SHIBOR全面上行，银行间质押式回购利率震荡上行。近日SHIBOR各期限利率纷纷逼近9月末高点。SHIBOR隔夜、7天、一个月分别累计上行11.60BP、7.70BP、9.86BP。央行于上周四开始结束此前净投放周期，加之月末及跨年等因素影响下，市场资金面紧张情绪升温，资金利率不断上行逼近半年内高点，印证了当前货币环境已转向偏紧。随着年节将至，跨年资金配置需求等因素影响下，资金面仍易出现波动。
- ❖ 除此之外，同业存单利率在今年8月以来一路震荡上行，近期已达年内高点。目前1个月、3个月、6个月同业存单发行利率分别为3.17%、3.51%、3.52%，已明显超过国债收益率。作为债市的重要配置资金来源之一，同业存单利率反超国债收益率造成银行主动负债压力增加，使得其未来配置需求减弱。国内市场尚未完全走出资产荒局面，在当前资金成本不断上升压力下或又面临“负债荒”问题。
- ❖ 三、央行结束净投放周期近期资金面易现波动。综合近期央行公开市场操作来看，前期连续操作使得逆回购存量较多，近期仍面临较大资金到期压力。上周四至本周一，央行连续净回笼1200亿元，昨日小幅净回笼使得处在月初月末下的市场格外紧张。本周预计自然净回笼9400亿元，其中包含4900亿7天逆回购到期，3700亿元14天逆回购到期，800亿元28天逆回购到期，资金到期压力仍然较大。考虑到月末因素叠加，近期资金面仍易出现波动。
- ❖ 对债市而言，预计在非典型紧缩政策的作用下，国内债市利率水平仍有上升空间。近期债市杠杆水平已有所下降，央行的政策目标正在温和实现。因此在央行目前为应对去杠杆、防风险及汇率贬值压力的货币政策取向，资金面偏紧是对债市的主要制约因素之一。在当前经济和缓回暖的背景下，房地产调控措施的效果还在陆续显现，国内市场面临的资产荒压力也尚未得到完全缓解，央行采取加息等措施的可能性较小。因此我们预期未来利率的攀升会是一个动态和缓的过程，缓慢看空看波动。除此之外，随年节将近跨年资金配置需求也可能对债券收益率造成影响。
- ❖ 信用债市场。11月28日，信用债收益率基本呈现全面上行的形态。其中AAA中票1Y上行10BP、3Y走平、5Y上行3BP；AA中票1Y上行10BP、3Y走平、5Y上行3BP；AA-中票1Y上行10BP、3Y走平、5Y上行3BP。
- ❖ 新闻关注。（1）【房企负债率攀升，超三成盈利大降】据中国房地产报11月28日报道，2016年房地产市场再度上演楼市地销售火爆的盛世行情，但财务报表数字却并没有光鲜的业绩那么好看。在规模效应及拿地成本增加背景下，房地产企业的利润率持续走低。房地产行业平均资产负债率达77.59%。127家上市房企中，有29家资产负债率超过80%红线。（2）【亚开行官员：中国PPP履约监管措施正在酝酿中】中国证券网讯，11月27日，亚开行高级PPP官员肖光睿在2016首

届中国 PPP 投资论坛上透露称，目前中国 PPP 增信担保基金、信息公开和绩效评价等履约监管措施正在酝酿当中。著名经济学家厉以宁指出，除了市场和政府调节，PPP 项目同样需要道德力量的调节。央行办公厅原副主任肖乾珠表示，政府在做 PPP 时要考虑风险，不能只报项目不落实。(3)【中债登：12 中城建 MTN1 未能及时付息】中债登 11 月 28 日发布公告：“中国城市建设控股集团有限公司 2012 年度第一期中期票据（债券简称：12 中城建 MTN1，债券代码：1282504）应于 2016 年 11 月 28 日付息。截止营业日终，我公司仍未收到发行人的应付付息资金，因此无法办理向持有人的付息等全部拨付手续。请持有人注意风险。”

- ❖ 周一的交投情况看，交投平台债券、公共事业、采掘、房地产行业交投活跃，城投债多在估值附近或高于估值价格成交。
- ❖ 可转债市场点评。11 月 28 日转债市场。转债指数收于 121.56 点，上涨 0.24%；平价指数收于 91.79 点，上涨 0.60%。23 支上市可交易转债除电气、汽模和九州停牌外，2 支横盘，15 支上涨，3 支下跌，其中蓝标、海印横盘，皖新 EB（1.11%）、宝钢 EB（0.81%）、三一（0.79%）领涨，格力（-0.62%）、以岭 EB（-0.48%）、清控 EB（-0.38%）下跌。23 支可转债正股除电气、汽模和九州停牌外，1 支横盘，9 支上涨，10 支下跌，其中海印横盘，国盛 EB（3.29%）、皖新 EB（2.85%）、三一（2.27%）领涨，国资 EB（-1.32%）、清控 EB（-1.18%）、顺昌（-1.09%）领跌。
- ❖ 周二沪深两市成交量上涨，指数震荡上行，转债成交量持续减少，指数上行。转债指数进入连续上涨的第五周，继续创出新高。我们认为无论权益类市场短期压力几何，转债难以受到过大冲击，调整也许正是增加仓位的好机会。前述我们分析到连续上行后沪深两市在外部因素冲击下压力较大，但是转债市场的逻辑存有一定差别，从目前情况看，市场核心矛盾除了我们在下半年一直强调的正股矛盾外，供需矛盾同样十分重要。年内转债市场的几轮上涨速度均较快，导致部分投资者并没有抓住相关机会，即使参与可能也受制于仓位问题没有分享到足够的红利，市场机构欠配的问题不可忽视，因此我们判断不少投资者等待调整的机会介入。所以从上述逻辑出发，虽然连续上涨多日，上方的压力增大空间缩小，但是并不意味着终点的到来，调整的背后也许隐藏着机会。从个券配置来看，我们建议投资者关注容易被投资者加仓的品种，例如长期被忽视的三一、格力、蓝标等，溢价较为合理的海印、以岭、皖新、歌尔、国贸等。
- ❖ 风险提示：个券业绩不及预期。

华宇软件（300271）重大事项点评：股权激励健全激励机制，智慧法院提升司法效率——买入（维持）

——阳嘉嘉，联系人：刘雯蜀

- ❖ 事项：公司公告 2016 年限制性股票激励计划预案，本次计划拟授予的限制性股票数量总计不超过 2200 万股，占 2016 年 11 月 24 日公司股本总额的 3.42%，本计划授予限制性股票的授予价格为 10.03 元。
- ❖ 公司公告溯源云（北京）科技服务有限公司完成工商注册登记，公司出资 1350 万元，占股权比例的 45%。
- ❖ 本次第三届世界互联网大会开设智慧法院暨网络法治论坛，周强院长发表讲话，来自全球 9 个国家的代表就法院信息化建设、网络法治等议题进行深入探讨。
- ❖ 评论：股权激励计划进一步优化薪资结构，增强员工凝聚力。1) 原有激励即将实施完毕，在股价相对低点开启新一轮激励。在 2012 年启动的股权激励首次授予期权已进入最后一期行权，本次计划是公司股权激励的延续，公司在此时启动股权激励，也表明目前股价在相对低点。2) 本次业绩考核指标是以 2016 年净利润为基数，2016、2017、2018 年净利润增长率分别不低于 20%、45%、75%。从考核条件增长相对保守也可以看出，公司进行股权激励计划的主要目的是形成短期和中长期相结合的激励机制，提供员工多层次薪资结构。3) 本次激励对象将在召开董事会时确认，从占股本总额的比例看出，本次员工激励面积较大，本年度新成立的子公司华宇元典和溯源云，以及 2015 年新并购的万户网络符合条件的员工都可能纳入股权激励计划激励对象名单。
- ❖ “溯源云”正式成立，食品企业端市场和监管数据运营维护业务有望加速。全国性食品追溯信息平台的建设工作由促进会牵头，华宇软件负责服务和运营保障，推动食品追溯行业标准编制，落实全国食品追溯平台建设，采用市场化方式引导企业建设追溯体系，形成行业性示范品牌，为食品生产经营企业建设追溯体系提供专业化服务。溯源云将运用大数据技术，配合促进会对政府监管部门、食品生产经营企业以及社会公众提供食品药品质量安全专业化信息服务；与全国食药监部门提供数据对接服务；并对公众提供质量分级信息服务。
- ❖ 法院信息化建设重要性提到新高度，建设投入有望维持长期景气。周强院长在世界互联网大会中提到中国法院正在努力建设人民法院信息化 3.0 版，并探索开展运用大数据、云计算、神经网络和机器学习等技术开展“智慧法院人工智能系统”研究计划，加快建设“智慧法院”。继阿里巴巴云栖大会后，法院信息化主题再一次登上大型科技会议，显示了司法领域信息化的建设迫切程度和关注度。华宇元典依据我国成文法系的法律制度特征，充分整合法律法规、案例及各类司法信息资源，运用自然语言处理、机器学习、数据挖掘、知识工程等技术，分析裁判规律，构建深度加工、高度关联的法律业务分析模型与知识图谱，面向不同用户需求和应用场景，提供法律法规与案例智能检索、裁判规律知识管理、司法大数据分析、

涉诉信息等相关服务。

❖ 风险因素：业务拓展不达预期的风险；并购整合的风险。

❖ 盈利预测、估值及投资评级。初步估算新一轮大规模的股权激励会直接提高费用，我们略下调公司 2016-18 年 EPS 预测 0.44/0.60/0.79 元（原 0.48/0.64/0.80 元），对应 PE 为 44/32/24 倍，维持目标价 30.25 元，维持“买入”评级。

长方集团（300301）重大事项点评：战略投资金宝高端直营园，幼教布局速度超预期——买入（维持）

——姜娅

- ❖ 事项：公司于 11 月 28 日晚间公告《关于公司参与设立教育产业投资并购基金签订投资框架协议的公告》，长方易德拟以 1.2 亿元取得贝壳育德教育科技有限公司 60% 股权（以 6000 万元收购取得 34% 股权，再以 6000 万元增资，5479 万元计入贝壳金宝资本公积），对此我们点评如下：
- ❖ 评价：金宝幼儿园是声誉卓著的高端幼儿园品牌。金宝教育集团成立于 2010 年，目前在北京、上海、广州、潍坊、鞍山、贵阳、包头等城市拥有 8 所高端直营幼儿园，曾荣获最具投资价值的中国幼儿教育品牌十强、年度十大幼儿教育机构。金宝拥有完整的课程体系和强大的师资团队，北京、上海等核心城市幼儿园园长均是来自于台湾的幼教专家。
- ❖ 金宝幼儿园拥有图书馆、儿童剧场、儿童厨房、美劳教室等教学设施，“自主研发课程+学习区+方案教学”的模式受到家长的认可，从硬件到软件均达到国内顶尖的水准。
- ❖ 金宝幼儿园收费 6 万-10 万元/年，且收费仍有较大提升空间。金宝北京校（位于通州新城的月亮河城堡）在册学生约 500 人，收费逐年提高，2016 年新生收费标准达到双语班 75,000 元/年，国际班 103,000 元/年。2016 年 9 月新开学的上海金宝校（位于上海长风公园附近），以北京金宝的教育沉淀为基础，在装修成本大幅度降低的情况下，按照双语班 70,000 元/年，国际班 90,000 元/年的收费，实现了三周招生近 200 人，当年即可实现盈利。金宝广州校 2016 年新生收费标准也已超过 60,000 元/年。
- ❖ 金宝幼儿园团队实力强劲。吴慧美、张禹玫等老师是来自台湾的幼教专家；李淼、佟爱蕊均为清华大学幼教高级管理 EDP，拥有多年高端园管理经验；许君曾任金色摇篮副总裁；杜玉华是清华大学美术学院学士，柚子创意美术教育中心创始人，在金宝的教育体系内开创具有特色的教育品牌。唐梅是韩国淑明女子大学学前教育博士，任金宝紫荆伙伴计划教务长。
- ❖ 业绩承诺：2017 年-2019 年分别为 1000 万元，2000 万元，3600 万元，三年内直营园数量不低于 30 家。100% 股权对应投前估值 1.76 亿元，该业绩承诺对应 2018 年 PE 分别为 17.6 倍、8.8 倍和 4.88 倍，估值水平处于合理偏低的区间。
- ❖ 拥有子品牌金宝紫荆伙伴计划，具备强大的高端幼教人才培养和输出能力。金宝紫荆伙伴计划是针对幼儿园的提升计划，幼儿园可以通过参加金宝紫荆伙伴计划来获得品质上的提升，目前已有数十家合作伙伴。金宝还和清华大学 EDP 合作针对园长、老师推出教学和教育管理的培训服务，拥有丰富的教育人才储备。
- ❖ **风险因素**。教育行业战略投资速度不达预期，LED 业务大幅下滑等。
- ❖ 盈利预测与估值评级。此次收购以长方易德基金作为主体操作，目前为框架协议阶段，盈利预测暂未考虑，因此暂时仍仅考虑公司现有 LED 业务，并假设照明应用和封装配套业务继续增长，贴片式 LED、直插式 LED 维持下滑趋势，维持公司 2016-2018 年 EPS 预测分别为 0.12/0.15/0.20 元。如考虑公司账面现金用于并购幼教资产，未来仍可收购较多优质标的，有望大幅拉低公司动态 PE。综上，我们给予公司短期 100 亿元目标市值（考虑潜在并购，预期 2017 年教育业务 7000 万利润，净利润合计 1.7 亿，给予 60 倍 PE）、12.65 元目标价，公司目前已落地两单优质并购项目，特蕾新和金宝在未来将互相协同，助力长方成长为国内顶尖的幼教集团，维持“买入”评级，继续推荐配置。

秀强股份（300160）重大事项点评：徐幼正式落地，幼教布局持续推进——买入（维持）

——姜娅

- ❖ 事项：公司于 11 月 28 日早间公告，公司现金收购江苏童梦幼儿教育信息咨询有限公司 65.27% 股权，交易对价 1.785 亿元，对此我们点评如下：
- ❖ 评价：交易完成后，公司成为徐幼集团实际控制人，间接持股比例达 51%。2016 年 6 月-8 月，徐幼集团实施股权变更，变更完成后徐幼集团出资人变更为江苏童梦与徐幼高校，持股比例分别为 78.14% 和 21.86%。公司本次 1.785 亿元收购江苏童梦 65.27% 股权，收购完成后间接持有徐幼集团 51% 股权，是徐幼集团的实际控制人，从持股比例的角度达到并表要求。

- ❖ 江苏童梦 2016 年 1-10 月营收 4092 万元，在园学生 3412 人，生均收费约 1200 元左右。江苏童梦旗下共 49 所幼儿园，其中直营幼儿园 19 所、托管幼儿园 2 所、加盟幼儿园 28 所。江苏童梦 2016 年 1-10 月营收 4092 万元，考虑到幼儿园收费的季节性，预计全年业绩与 1-10 月业绩差异不大，与 2015 年 4070 万元基本持平。按当前在园人数计算，生均收费约 1200 元/月。旗下直营幼儿园共有 132 个班级，388 名全职教职工，师生比 1: 8.8。从师生比、教师学历层次、园所面积等角度来看，保育质量在同档次幼儿园中品质较高，多所幼儿园获省级或市级优质幼儿园荣誉，在徐州及江苏地区已经形成较好的口碑。
- ❖ 江苏童梦估值 2.73 亿元，新余祥翼承诺江苏童梦 2017 年-2019 年净利润分别为 1800 万、2400 万和 3000 万元，对应 PE 分别为 15.2/11.4/9.1 倍，估值水平合理。按照业绩承诺，公司 2017 年净利润较 2016 年需实现大幅增长，2018 年、2019 年分别需实现 33%和 25%的业绩增速。我们认为，秀强及标的公司有以下优势和举措支撑该业绩承诺的实现：
- ❖ （一）实现业绩承诺的前提：秀强股份与徐州同梦将按持股比例向江苏童梦借款 8638 万元，支持徐幼投资并购及开设新园。按 65.27%的出资比例，上市公司需提供借款 5638 万元，这是徐幼发展并实现业绩承诺的一个重要前提。
- ❖ （二）学生人数增长：按照业绩承诺，2017-2019 年直营园所数量将达到 60 家、100 家、150 家。我们认为，园所数量的增长将是徐幼业绩增长的最主要动力。徐州市场容量有限，徐幼已经在苏州等地开始布局，可以期待徐幼发展为全省乃至华东地区知名的幼教集团。公司发展新幼儿园可以通过新设立幼儿园和投资并购等两种方式。如以收购的方式取得新园，当前江苏童梦账面现金可收购合计约 1500 万净利润幼儿园
- ❖ （三）学生人数增长：现有直营园所仍有 26%的人数增长空间。公司现有直营园规划学生数 4304 人，目前仅 3412 人，仍有 26%增长空间。目前，翰城幼儿园、上山幼儿园和英伦城堡幼稚园等新开园所在园人数较少，将成为存量园所人数增长的主要来源。我们判断，未来两年内，存量园所人数可以增长 500 人左右，增长幅度约 15%。
- ❖ （四）学费增长：探索提升幼儿园品质和定价。交易对方同时承诺新园所办学人数、场地面积、装修水平徐州市泉山区御景湾幼师幼儿园及徐州市新城区幼师幼儿园办学标准。徐幼已经走出苏州，合资成立苏州工业园区幼师童梦幼儿园。未来在其他城市新设的高品质幼儿园有望以更高的收费定价。
- ❖ （五）徐幼强大的师资和园长培训能力，是快速发展的有力后盾。我们认为，徐幼想实现快速发展的关键因素是拥有充分的师资和管理人才培训能力。徐州幼师每年毕业生 11%左右进入到江苏童梦工作，江苏童梦旗下 90%以上老师毕业于徐州幼师、累计培训园长 100 名。高校和幼教集团互相促进，为徐幼及秀强的幼教业务提供强大的人才后盾。
- ❖ 风险因素：战略投资进度不达预期、玻璃业务大幅下滑等风险。
- ❖ 盈利预测与估值评级。假设 1) 徐幼集团 2017 年全年并表，2) 徐幼集团的承诺和全人教育的战略规划圆满实现，3) 玻璃深加工业务继续稳健增长并维持现有毛利率水平，暂不考虑投资培基教育的影响。维持公司 2016-2018 年 EPS 预测分别为 0.20/0.28/0.37 元。结合教育板块现状，我们给予公司 2017 年 60 倍 PE 估值，对应目标价 16.8 元，维持“买入”评级，建议积极配置以把握公司徐幼、培基等优质标的落地后业绩增长带来的投资机会。

捷成股份（300182）重大事项点评：员工持股+股权激励绑定核心团队，稳定成长等待板块复苏——买入（维持）——阳嘉嘉，张若海

- ❖ 事项：公司公告：2016 年 11 月 28 日，公司相继发布了 2016 年股票期权激励计划与 2016 年员工持股计划。其中，激励计划涉及 1,615 万份股票期权，对应目前总股本 0.63%；员工持股计划规模上限不超过 2.5 亿元，对应目前总股本 0.897%。对此我们点评如下：
- ❖ 评论：双激励方案绑定核心团队，稳定成长静待板块复苏。自公司 2015 年收购华视网聚与相关影视制作公司后，公司目前核心主业逐步向影视制作转型，人才储备与稳定对于新业务发展十分关键。从绑定对象看，本次激励计划于持股计划均定位于公司核心高管与骨干人员，整体近 70 名。从激励时点看，激励计划分三年按照 3:3:4 授予，行权价格 11.23 元；而员工持股存续期 3 年，解锁期为 1 年，拟定价格 10.88 元。从两个方案的价格看，公司增持和授予价格均不低于现价显示公司长线发展信心；而从激励实现条件看，公司 16-18 扣非前净利润不低于 8.8/11.46/15.19 亿，CAGR 31%，增速依旧保持高位。综合来看，激励方案彰显公司对于公司长期投资价值修复的信心。
- ❖ 影视内容业务推广顺利，音视频领域技术布局持续深化。2016 年全年来看，公司影视内容领域发展顺利，在中央电视台或省级卫视频道、各大院线播均推出了多款影视作品包括《好想好想爱上你》、《三八线》、《那年青春我们正好》、《六扇门》、《女怕嫁错郎》、《所以·和黑粉结婚了》、《陆垚知马俐》、《谎言西西里》、《我们的十年》等。而在音视频技术领域，2016 年公司继续加强音视频领域的投入，相继完成了音频与视频的前沿技术布局，外延收购了 AURO TECHNOLOGIES NV 公司的部分股权，并搭建了公司的虚拟现实与增强现实工厂。同时，公司加大在云技术平台、虚拟现实、增强现实的技术研发与市场推广，特别在与央视的合作方面，在体育频道与相关短视频频道均推出了 AR 产品，且获得了很好的体验反馈。

- ❖ 乐视风波影响有限。受乐视资金链问题传闻影响，公司与乐视的版权结算近期引起市场关注。从公司回应看，目前华视网聚对乐视网应收账款余额为 2000 万左右，占华视网聚应收比例约为 3%，占公司应收比为 1%。我们认为，即便出现极端情况，对于公司整体业绩影响也十分有限。
- ❖ 风险因素：广电行业全媒体融合转型不达预期风险；监管政策变革风险；并购整合风险；新媒体发展不及预期。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。我们看好公司的长线成长与业务转型，考虑到影视行业整体的消费增速放缓影响，我们维持公司的盈利预测 0.41/0.53/0.64 元，目前股价对应 2016-18 的 PE 为 29/22/18 倍。维持目标价 18.12 元，维持“买入”评级。

市场动态

✧ 香港市场

港股周一震荡上涨，收盘恒指报 22,830 点，升 0.5%；国企指数跑赢大市，报 9,875 点，升 0.9%。大市成交回升至 706 亿港元。中资板块普遍上涨，耐用品及科技板块涨幅居前，涨 1.3%；其中，维太移动 (06133.HK) 涨 10.6%；能源板块跑输大市，跌 0.3%。深港通落实将于下周一开通，深港上市的部分 AH 股造好，晨鸣纸业 (01812.HK) 涨 7.9%。个股方面，中国中车 (01766.HK) 子公司中标澳大利亚地铁列车订单，股价涨 4.8%。

✧ A 股市场

周一 A 股市场小幅上涨。上证指数收报 3,277.00 点，涨幅 0.46%；深证成指收报 11,068.87 点，涨幅 0.29%沪深两市全日共成交 5,369.55 亿元，较前一交易日放大 20.85%。中小板指报 6,934.94 点，涨幅 0.19%，创业板指报 2,166.05 点，跌幅 0.07%。盘面上，29 个中信一级行业指数涨跌不一，涨幅居前的板块为建筑、有色金属、家电和煤炭等。

✧ 海外市场

纽约原油期货上涨。NYMEX 原油期货收盘报 46.06 美元，下跌 1.90 美元，跌幅 3.96 %。伦敦 ICE 欧洲期货交易所北海布伦特原油期货报 47.24 美元，下跌 1.76 美元，跌幅 3.59%。

美国股市下跌，道琼斯工业指数下跌 54.24 点，收盘报 19097.90 点，跌幅 0.28%；标准普尔 500 指数下跌 11.63 点，报 2201.72 点，跌幅 0.53 %；纳斯达克指数下跌 30.11 点，报 5368.81 点，跌幅 0.56%。亚太主要股指涨多跌少，欧洲主要股指涨跌不一。

新股信息

新股询价

公司名称	代码	行业/主营业务	拟发行量 (万股)	拟募金额 (亿元)	询价 截止日期
亚振家居	603389.SH	制家具制造业	5,474.95	4.26	11 月 30 日
裕同科技	002831.SZ	造纸及纸制品业	4,001.00	1.03	11 月 30 日
武进不锈	603878.SH	钢压延加工业	5,050.00	8.91	

新股发行

公司名称	代码	发行数量 (万股)	发行价 (元)	网上发行日	网下发行日	上市日
通灵珠宝	603900.SH	6,079.89	14.25	11 月 11 日	11 月 11 日	11 月 23 日
宏辉果蔬	603336.SH	3,335.00	9.31	11 月 14 日	11 月 14 日	11 月 24 日
凯中精密	002823.SZ	3,600.00	13.73	11 月 15 日	11 月 15 日	11 月 24 日
神力股份	603819.SH	3,000.00	8.77	11 月 15 日	11 月 15 日	11 月 25 日
天能重工	300569.SZ	2,084.00	41.57	11 月 16 日	11 月 16 日	11 月 25 日
吴江银行	603323.SH	11,150.00	6.83	11 月 16 日	11 月 16 日	11 月 29 日
苏州科达	603660.SH	6,250.00	8.03	11 月 17 日	11 月 17 日	
中装建设	002822.SZ	7,500.00	10.23	11 月 17 日	11 月 17 日	11 月 29 日
纳尔股份	002825.SZ	2,500.00	10.17	11 月 18 日	11 月 18 日	11 月 29 日
中通国脉	603559.SH	2,200.00	10.34	11 月 18 日	11 月 18 日	
星源材质	300568.SZ	3,000.00	21.65	11 月 21 日	11 月 21 日	
湘油泵	603319.SH	2,023.00	10.46	11 月 21 日	11 月 21 日	
易明医药	002826.SZ	4,743.00	6.06	11 月 22 日	11 月 22 日	
天马科技	603668.SH	5,300.00	22.97	11 月 22 日	11 月 22 日	
华安证券	600909.SH	80,000.00	6.41	11 月 23 日	11 月 23 日	
高争民爆	002827.SZ	4,600.00	8.23	11 月 25 日	11 月 25 日	
安车检测	300572.SZ	1,667.00	13.79	11 月 23 日	-	
太辰光	300570.SZ	3,194.40	20.59	11 月 24 日	11 月 24 日	
三维股份	603033.SH	2,270.00	17.55	11 月 24 日	11 月 24 日	
贝肯能源	002828.SZ	2,930.00	12.02	11 月 28 日	11 月 28 日	
麦迪科技	603990.SH	2,000.00	9.69	11 月 25 日	-	
如通股份	603036.SH	5,084.00	6.84	11 月 28 日	11 月 28 日	
兴业股份	603928.SH	5,040.00	10.12	11 月 29 日	11 月 29 日	
家家悦	603708.SH	9,000.00		11 月 30 日	11 月 30 日	
浙江仙通	603239.SH	2,256.00		11 月 30 日	11 月 30 日	
森特股份	603098.SH	6,251.00		12 月 1 日	12 月 1 日	
兴齐眼药	300573.SZ	2,000.00	5.16	11 月 29 日	-	
平治信息	300571.SZ	1,000.00	12.04	11 月 30 日	-	

资料来源：新股信息均来自 Wind

中信行业指数涨跌幅前五位

行业板块	涨跌%		
	1 日	5 日	本年
建筑	3.40	5.5	7
有色金属	2.22	2.5	3
家电	1.91	7.3	11
煤炭	1.12	2.2	14
农林牧渔	1.04	1.5	-12

中信行业指数涨跌幅末五位

行业板块	涨跌%		
	1 日	5 日	本年
房地产	-0.65	2.0	-11
非银行金融	-0.57	1.3	-4
纺织服装	-0.53	0.1	-9
基础化工	-0.38	-0.5	-7
传媒	-0.34	0.5	-31

A 股市场概览

类别	总市值 亿元	流通 市值 亿元	市盈率 PE	市净率 PB
沪深 A	519931	366900	25	2.5
沪深 300	241120	188244	15	1.6

中信行业指数概览

石油石化	18662	15970	40	1.2
煤炭	9738	7275	50	1.3
有色金属	14497	11561	134	3.3
电力公用	20771	13986	21	2.1
钢铁	7584	6122	226	1.7
基础化工	22774	15551	63	4.3
建筑	18519	14707	21	1.9
建材	7880	5611	51	3.3
轻工制造	6342	4509	64	4.5
机械	23981	16788	73	3.9
电力设备	14668	10924	58	4.2
国防军工	8426	7279	118	4.2
汽车	21976	15728	27	2.9
商贸零售	10660	7604	57	3.7
餐饮旅游	2575	1781	83	5.1
家电	10104	8206	24	3.4
纺织服装	5805	4019	37	4.2
医药	30173	22434	59	6
食品饮料	15809	13188	31	4.7
农林牧渔	7998	5968	72	4.6
银行	57075	44649	7	1
非银行金融	36137	24678	15	2.1
房地产	25700	20736	28	2.5
交通运输	18403	13734	28	2.2
电子元器件	20758	14392	103	5.1
通信	10331	7683	68	5.5
计算机	19001	11768	87	7.8
传媒	15697	9065	70	6.3
综合	3472	2795	63	3.1

注：PE、PB 的计算采用 15 年报数据。市
值为最近一个交易日的数据。

资料来源：中信量化投资分析系统

近期研报

2016 年 11 月 27-28 日

- ❖ **策略**：A 股市场策略周报 20161127—投资者的关注和我们的思考
- ❖ **债券**：2016 年 10 月工业企业利润数据点评—工业企业效益继续改善，受益价格上涨
- ❖ **汽车**：汽车行业专题研究报告—寻找股价底部、边际变化的弹性标的
- ❖ **房地产**：房地产行业重大事项点评—稳固市场基石，有恒产方有恒心
- ❖ **农林牧渔**：农林牧渔行业重大事项点评—引种仍可控，把握禽链超跌机会
- ❖ **常山股份（000158）**跟踪报告—短期受益数据中心投资预期，长期看好地方产融政策支持
- ❖ **迪安诊断（300244）**重大事项点评—筹划员工持股计划，实现利益充分绑定

2016 年 11 月 25 日

- ❖ **长方集团（300301）**重大事项点评—牵手特蕾新，幼教征途正式启航
- ❖ **黄山旅游（600054）**重大事项点评—宏村合作意向达成，业务升级再下一城

2016 年 11 月 24 日

- ❖ **金融产品**：银行理财产品 2016 年 11 月跟踪报告—发行下降，表外理财纳入 MPA 或推升委外
- ❖ **银行**：表外理财影响最大，而执行效果因“行”而异
- ❖ **道明光学（002632）**投资价值分析报告—投资新领域，收获新未来
- ❖ **青岛金王（002094）**重大事项点评—三层次整合七渠道，版图扩张快马加鞭
- ❖ **盛通股份（002599）**重大事项点评—顺利过会，联袂乐博向素质教育集团进发

2016 年 11 月 23 日

- ❖ **顾地科技（002694）**重大事项点评—激励出台，越野 e 族利益进一步绑定

2016 年 11 月 22 日

- ❖ **宏观**：2017 年中国宏观经济展望—经济见底，一步之遥
- ❖ **策略**：A 股市场 2017 年投资策略—泡沫大迁移
- ❖ **策略**：港股市场 2017 年投资策略—走上“定价权”之路
- ❖ **债券**：固定收益 2017 年投资策略—预期已被透支，利率下行有底
- ❖ **债券**：可转债 2017 年投资策略—尴尬的价格与难以舍弃的收益
- ❖ **债券**：信用债 2017 年投资策略—降格以求
- ❖ **专题**：2017 年 PPP 主题投资策略—PPP 引领保增长攻坚战，聚焦基建、服务投资机会
- ❖ **银行**：银行业 2017 年投资策略—于无声处，听有声
- ❖ **教育**：A 股教育行业 2017 年投资策略—板块分化，遴选个股，长线配置，坚定持有
- ❖ **医药**：医药行业 2017 年投资策略—健康中国之路，相伴成长
- ❖ **旅游**：餐饮旅游行业 2017 年投资策略—关注旅游投资爆发下的整合机会
- ❖ **传媒**：传媒行业 2017 年投资策略—“娱未央”，只待春意盎然时
- ❖ **军工**：航天军工行业 2017 年投资策略—基本面持续向好 改制注入即将破局
- ❖ **化工**：基础化工行业 2017 年投资策略—领先供需新常态，把握改革新机遇，关注转型新领域
- ❖ **科技**：科技行业 2017 年投资策略—内生承压，主题升温，求新求变等风来
- ❖ **商业零售**：商业零售行业 2017 年投资策略—龙头整合，商业变革
- ❖ **纺织服饰**：纺织服饰行业 2017 年投资策略—消费时代，产业升级
- ❖ **公用事业**：公用事业行业 2017 年投资策略——火电探底叠加电改提速，产业资本整合暗流涌动
- ❖ **保税科技（600794）**重大事项点评—切入汽车供应链，转型扩张大幕开启

2016 年 11 月 21 日

- ❖ **电子**：电子行业 2017 年投资策略：守望价值，追寻成长
- ❖ **石油石化**：石油石化行业 2017 年投资策略：油价低位回升、景气改善驱动盈利向好
- ❖ **轻工制造**：轻工制造行业 2017 年投资策略—轻工景气龙头孕育，造纸回暖弹性可期
- ❖ **前瞻研究**：前瞻研究 2017 年投资策略—2018-2020 科技领域投资机会前瞻
- ❖ **计算机**：计算机行业专题研究报告—Fintech 系列报告（一）：人工智能+金融的机遇与变革
- ❖ **新三板**：新三板市场 2016 年 11 月跟踪报告--计算机软件业融资总额保持领先

注：标注日期为相关报告发布日期

中信覆盖公司盈利预测概览

行业	15 年 PE	16 年 PE	17 年 PE
石油石化	39.9	100.5	38.2
煤炭	50.9	28.6	21.8
有色金属	134.9	50.4	51.1
电力公用	20.2	15.4	14.1
钢铁	212.2	15.8	9.9
基础化工	57.8	27.4	26.6
建筑	20.4	14.4	18.2
建材	44.9	21.8	18.1
轻工制造	59.6	33.5	24
机械	64.9	30.7	26.8
电力设备	53.9	27.9	21.8
国防军工	115.3	59.3	48.2
汽车	24.8	17.2	14.8
商贸零售	50.3	43.7	43.5
餐饮旅游	45.1	34.4	26.2
家电	23.7	16.4	14.3
纺织服装	34.7	26.5	25.1
医药	50.3	25.3	30
食品饮料	30.9	21.9	20.4
农林牧渔	71.1	24.3	20
银行	6.6	6.7	6.5
非银行金融	14.4	24.6	22.9
房地产	26.2	13.1	11.6
交通运输	23.2	18.8	17.5
电子元器件	79.4	46.8	35.4
通信	60.8	36	27.4
计算机	76.2	43.5	38.7
传媒	53.9	35.1	29.4
综合	63.4	23.1	20.8

注：1. 15PE 的计算采用 15 年报数据。

2. 16、17 年 PE 的计算采用中信证券研究部分析师提供的盈利预测数据。

3. 市值为最近一个交易日的数据。未考虑未来增发配股等变动。

香港市场概览

类别	总市值 亿港元	成交额 亿港元	市盈率 PE	市净率 PB
恒生指数	144116	264.9	13	1.2
H 股指数	43677	177.7	8	1.0
行业				
耐用消费品	24948	56.6	18	1.7
医药	3689	10.8	24	2.2
投资品	10971	26.6	15	1.5
公用事业	5109	9.8	14	1.5
消费品	11840	24.4	18	1.7
交通运输	3706	9.6	14	1.1
房地产	11751	18.3	13	1.0
金融	40808	141.1	11	1.1
汽车	4095	20.5	18	1.5
电讯	20159	18.8	17	1.1
原材料	5711	18.5	19	1.8
消费服务	2068	3.6	24	1.6
能源	8414	23.7	17	0.9

注：PE、PB 的计算采用 15 年报数据。

中信证券研究部

吴非 执业证书编号: S1010510120066	李鑫 执业证书编号: S1010510120016	秦培景 执业证书编号: S1010512050004	诸建芳 执业证书编号: S1010510120003
陈聪 执业证书编号: S1010510120047	朱琰 执业证书编号: S1010510120023	黄莉莉 执业证书编号: S1010510120048	刘斌 执业证书编号: S1010512090004
陈俊斌 执业证书编号: S1010512070001	肖斐斐 执业证书编号: S1010510120057	崔霖 执业证书编号: S1010513080002	向启 执业证书编号: S1010512090006
姜娅 执业证书编号: S1010510120056	刘方 执业证书编号: S1010513080004	邵子钦 执业证书编号: S1010513110004	祖国鹏 执业证书编号: S1010512080004
赵文荣 执业证书编号: S1010512070002	高嵩 执业证书编号: S1010512020002	阳嘉嘉 执业证书编号: S1010514050003	张樾樾 执业证书编号: S1010512080002
厉海强 执业证书编号: S1010512010001	胡雅丽 执业证书编号: S1010510120019	郭毅 执业证书编号: S1010514070005	许英博 执业证书编号: S1010510120041
王喆 执业证书编号: S1010513110001	田良 执业证书编号: S1010513110005	王兆宇 执业证书编号: S1010514080008	刘海博 执业证书编号: S1010512080011
陈乐天 执业证书编号: S1010514030002	鄢鹏 执业证书编号: S1010514080001	李祖苑 执业证书编号: S1010514070002	周羽 执业证书编号: S1010513070005
薛缘 执业证书编号: S1010514080007	陈梦瑶 执业证书编号: S1010514080005	刘芷冰 执业证书编号: S1010514070001	刘正 执业证书编号: S1010511080004
叶倩瑜 执业证书编号: S1010515040001	杨灵修 执业证书编号: S1010515110003	徐晓芳 执业证书编号: S1010515010003	金星 执业证书编号: S1010512100002
殷睿 执业证书编号: S1010515080003	刘凯 执业证书编号: S1010516050001	曹阳 执业证书编号: S1010515110001	彭甘霖 执业证书编号: S1010512040002
杨帆 执业证书编号: S1010515100001	甘骏 执业证书编号: S1010516070002	敖翀 执业证书编号: S1010515020001	曹琴 执业证书编号: S1010513060002
姜鹏 执业证书编号: S1010515090001	戴佳娴 执业证书编号: S1010516080004	朱必远 执业证书编号: S1010515070004	童成墩 执业证书编号: S1010513110006
周晨俊 执业证书编号: S1010516080001	李想 执业证书编号: S1010515080002	左腾飞 执业证书编号: S1010516100002	田加强 执业证书编号: S1010515070002
凌润东 执业证书编号: S1010516080002	冉宇航 执业证书编号: S1010516100001	陈竹 执业证书编号: S1010516100003	罗鼎 执业证书编号: S1010516030001
张若海 执业证书编号: S1010516090001	吴彦丰 执业证书编号: S1010515110005	盛夏 执业证书编号: S1010516110001	

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该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地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。