2021年1月25日



每周股票策略

中信证券经纪（香港）
产品及投资方案部

中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

每周股票策略

海外宏观

拜登入主白宫的十大政策展望

内地宏观

降负债稳杠杆 十四五再出发

市场策略

港股: 战略性增配性价比更优；**A股:** 盈利驱动转向资金驱动

内地消费行业

消费修复趋势继续 配置龙头

内地生活用纸行业

今年上半年展望乐观

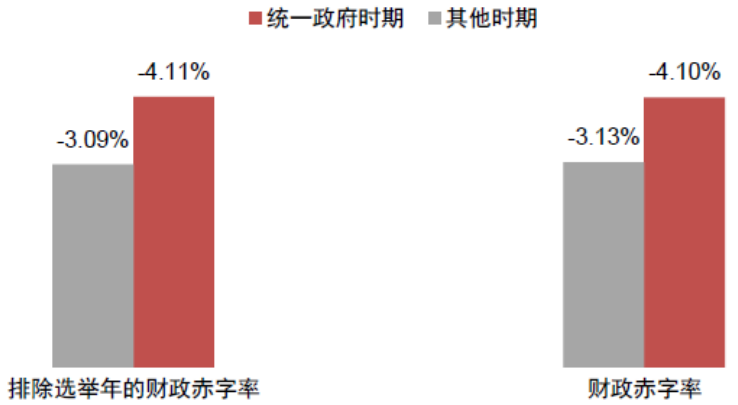
每周精选

短线交易建议

海外宏观：拜登入主白宫的十大政策展望

- 1月20日拜登正式宣誓就职第46届美国总统，美国大选正式落下帷幕。我们对未来拜登政府时期政策做了一个全面梳理和展望。
- 展望一：上台即确认内阁提名。目前拜登所提名的大多数内阁人员仍需参议院投票确认通过，流程上基本没有悬念。预计未来四年拜登政府的人事任命将更加“精英化+多元化”，政策制定的稳定性和延续性将明显提升。
- 展望二：强化抗疫措施。拜登正式就任后将进一步落地此前提出的“百日抗疫计划”，包括推行全国口罩令、加快疫苗接种，并优先讨论下一步封锁隔离措施。预计短期美国疫苗接种进度将显著加快，疫情拐点可能在今年一季度确认。
- 展望三：短期抗疫财政刺激继续加码。当前亟待落地的财政刺激规模为2.8万亿美元，主要针对给居民发放支票、失业补助、小企业支持、州政府补贴等，预计拜登上任后将推动该财政刺激计划尽快落地。
- 展望四：财政货币化的趋势进一步强化。整体来看，拜登上任将迎来“统一政府”，预计财政赤字率将明显更高。而耶伦作为财政部长上任可能在两党协调、财政货币政策配合方面起到关键作用，财政货币化的趋势将进一步强化。预计未来十年美国平均财政赤字率将高出过去50年的历史均值1-2个百分点以上。

统一政府时期的平均财政赤字率要比其他时期高出1个百分点



资料来源：彭博、中信证券

海外宏观：拜登入主白宫的十大政策展望

- 展望五：讨论加税的时点最早可能在2022年年初。在“统一政府”情形下，加税的概率有所上升，但加税显然并非拜登上任后的优先事项。考虑到美国当前的经济基本面受疫情影响仍大，拜登上台后2021 年实质性推进企业加税的概率低，预计未来民主党在加税的时点和规模上仍需做出部分妥协，两党最早讨论加税的时点可能是在2022年年初。

- 展望六：基建、新能源将成为中期的政策重点。拜登此前呼吁的基建、新能源相关产业政策也有望在其任期推出。在拜登的十年财政计划中，基建和新能源相关的投资是主要的组成部分，总规模在3 万亿美元左右，我们预计2021 年用于基建和新能源方面的政府投资资金将在5,000亿美元左右。

- 展望七：金融、科技监管有望加强，但推行有阻力。由于金融、科技相关的监管政策制定仍需参议院60票以上才能通过，预计推行的阻力较大。在金融监管方面，预计拜登不会将其作为优先事项，但仍会考虑在一些细节方面加强监管。而科技相关的垄断调查在国会两党内有一定的共识，不排除部分存在垄断竞争行为的企业会进一步遭到诉讼和调查的可能。

拜登的加税计划将在2021年至2030年期间增加联邦税收3.33万亿美元

(亿美元)	2021	2022	2023	2024	2025	2021-2030
个人所得税	983	1075	1117	1118	1120	9680
企业所得税	409	780	960	1063	1158	10508
其他	38	1505	1743	1859	1992	13142
加税产生财政总收入	1430	3360	3820	4040	4270	33330

资料来源：Tax Foundation、中信证券

拜登的基建和新能源相关政策

基础设施与气候问题	基建	上任第一年，投入于修路、公路和桥梁	500 亿美元
		农村宽带基础设施	200 亿美元
		联邦新机构开展清洁能源研究和创新(10 年)	4000 亿美元
		电动汽车电池技术	50 亿美元
		贫困地区的运输项目	100 亿美元
	新能源	在司法部内设立一个新的环境和气候司法司	共 2 万亿美元
		计划在新的基础设施、公共交通、清洁电力、电动汽车工业、建筑和住房以及农业方面进行投资	
		将禁止在联邦土地和近海开采石油和天然气的新许可证	
		封堵废弃的石油和天然气井，恢复和收回以前的采矿场地	

资料来源：拜登竞选网站、中信证券

海外宏观：拜登入主白宫的十大政策展望

- 展望八：推行拜登医保法案。预计拜登上任将推行拜登医保法案，纠正特朗普时期的做法，并对奥巴马的《平价医保法案》进行改进，具体包括针对医保个体、医疗机构和药品三个方面的详细政策措施。预计将在10 年内投入7,500亿美元。

- 展望九：外交政策重大转向，从单边转向多边。预计拜登将推翻特朗普的大部分外交政策主张，重新带领美国回到多边主义的国际框架中，上任初期有望重新签署巴黎协定和伊核协定，并重返世界卫生组织、联合国人权理事会等重要国际机构。

- 展望十：对华关系可能短暂缓和。拜登在外交方式上会相对更加理性务实，预计上台后短期对华关系可能短暂缓和。结合此前拜登的政策表态，我们预计拜登上台后对华关系的短期变化体现在贸易与外交领域。特别是随着中美联合抗疫以及美国重新“入群”会带来国际合作与交流进一步强化，中美关系在贸易和外交领域的紧张关系短期有望得到缓和，而科技领域可能仍将保持竞争态势。

拜登对华政策班底的核心人物及其政策主张



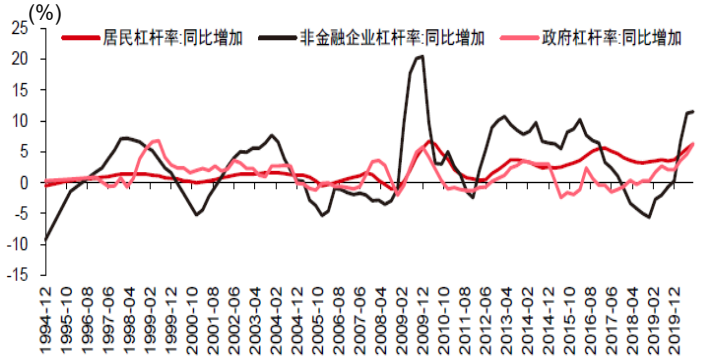
资料来源：拜登竞选网站、中信证券

内地宏观：降负债稳杠杆 十四五再出发

- 从分部门的视角看，预计2021年的债务压力将主要集中于非金融企业部门。从产业债和地方债到期压力看，产业债到期压力不大，但2020年末中国地方政府债务余额将达26万亿，债务率接近警戒区间下限，地方债问题值得关注。从违约风险的角度看，我们认为从中观维度的“紧信用”较难推导至具体行业的违约情况，深入研究发行主体的信用资质，对于信用风险的识别更为紧要。

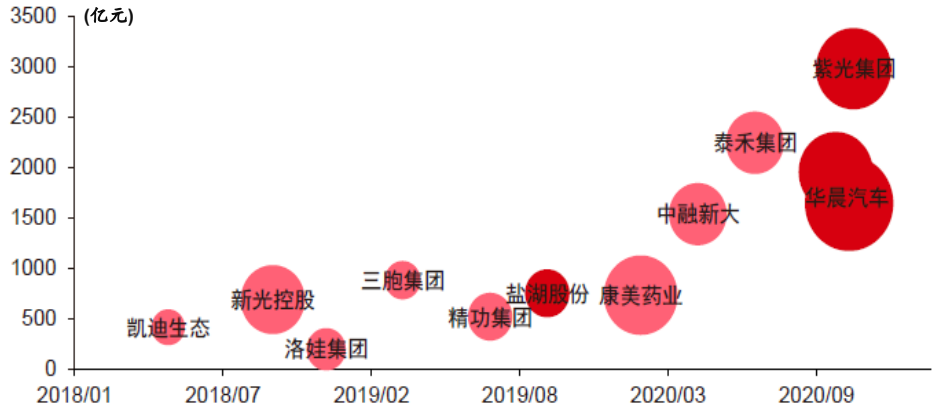
- 2017年以来，新增违约主体总资产规模整体上升、国企违约规模占比明显提升。特别是2020 年以来，国企、央企违约数量合计达54 只，占2020 年所有违约债券数的41.18%。过去民企风险是债市最大隐患，而当前僵尸国企风险显著加剧，其债务规模大、化解难度高，已成为当前市场信用风险的主要矛盾。

不同部门杠杆率同比走势



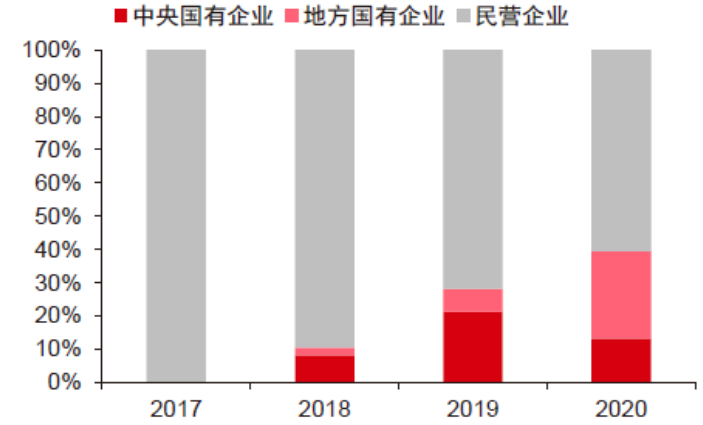
资料来源：社科院、Wind、中信证券
注：宏观杠杆率=居民杠杆率+非金融企业杠杆率+政府杠杆率

2018 年以来典型违约主体气泡图



资料来源：社科院、Wind、中信证券
注：Y 轴表示总资产，气泡大小表示违约规模，颜色区分国企/民企

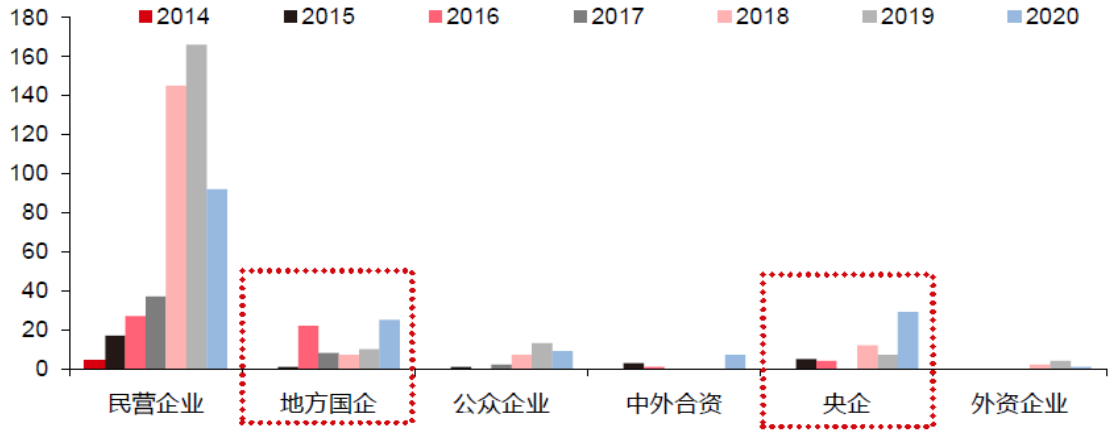
2017-20年新增违约主体按企业性质违约规模占比



资料来源：Wind、中信证券

内地宏观：降负债稳杠杆　十四五再出发

2014-20年违约主体企业属性分布

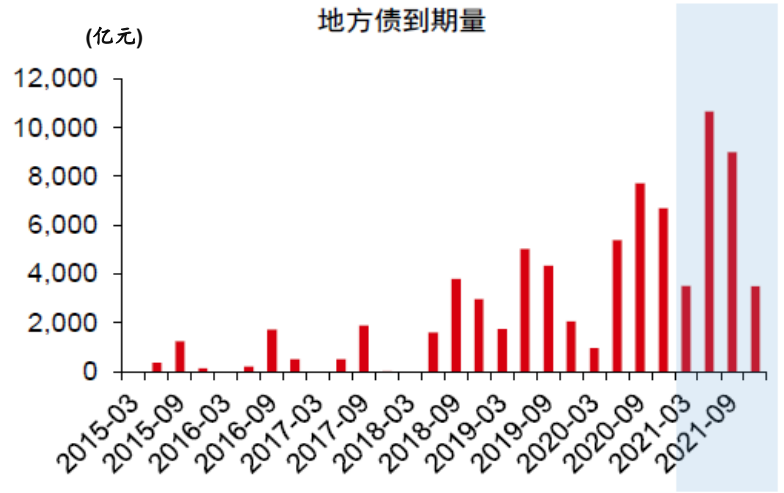


- 在过去的国企降杠杆工作中，市场化债转股、引入地方金控平台和社会资本是主要方案。今年以来，部分省市通过引入地方优质国有资产，通过资本市场实现债务化解成为债市一大看点。在市场化降杠杆减负债举措的帮扶下，有效化解企业债务问题值得期待。

信用债到期压力



地 方政府债到期压力较大



资料来源：Wind、中信证券

市场策略：港股: 战略性增配性价比更优
A股: 盈利驱动转向资金驱动

- **港股策略：**年初以来，前10大成交个股净买入占同期港股通净买入额的占比为83.5%，其中中移动 (941 HK)、中海油 (883 HK) 和中芯国际 (981 HK) 三只受美国禁投令影响的个股就占到34.4%，呈现高度理性流入的状态，并未出现过热特征。报道指标普道琼将在指数中剔除剔走小米 (1810 HK) 等股票，预期短线相关公司股价或有波动。市场憧憬美国新总统拜登上台后推大型新纾困措施，也预期中美博弈处于真空期，加上欧美疫情严峻，疫苗接种进度缓慢，政策依赖度高，政策宽松的预期将强化。在内外宏观流动性依然宽松下，将继续支撑市场情绪。考虑到南下年初至今净流入规模就已经达到1,931亿元，未来流入港股速度会有所放缓。国内一季度基本面预期持续向好，其中工业和消费板块拉动作用明显。建议关注可选消费板块中的互联网龙头、内地汽车及零部件、运动服等板块；顺周期工业板块建议继续关注有色金属、基本金属、能源金属和化工，如铜、铝和价格重回需求驱动的锂；最后，关注憧憬在拜登上台后中美关系缓和的贸易、出口等板块。

- **A股策略：**此轮散点疫情的爆发一定程度影响一季度经济恢复节奏，我们预计流动性政策边际收紧的时点进一步延后，直至疫情得到完全控制、或消费等指标出现明显改善。其次，A股增量市场流动性仍处于惯性上行的阶段，未来南下资金流入港股速度会有所放缓，不会对增量资金产生明显分流。最后，市场进入关键区域，个人投资者存量资金向机构增量资金的置换将加速，短暂强化原有市场结构，板块间的资金接力仍在持续，置换完成后市场将进入均衡状态。配置上，继续紧扣“顺周期”和“五大安全”两条主线，从行业景气层面出发把握海外工业品涨价补库存以及国内可选消费轮动，从“五大安全”战略层面出发重点关注当前仍具性价比的品种，包括半导体设备、信创、稀土、军工、饲料和种子等。

恒指走势图 (黄金比率)



资料来源：彭博、中信证券　截至22/1/2021

沪深300走势图 (黄金比率)



资料来源：彭博、中信证券　截至22/1/2021

内地消费行业：消费修复趋势继续 配置龙头

- 受入冬以来国内疫情局部散发的影响，2020年12月內地社零总额同比+4.6%，环比回落0.4個百分點，弱于预期(+5.4%)；4 季度社零总额同比+4.6%，已开始接近前几年的正常水平。消费升级类商品销售增速加快，四季度限额以上通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类商品零售额同比增长26.0%、21.2%、17.3%，环比分别上升16.0、7.1、5.0 个百分点，消费由前期以基本生活类增长支撑逐步恢复到以可选升级类带动为主。受疫情影响并考虑基数效应，预计2021年1月还将继续回落，但目前我们总体认为疫情扩大及严重范围可控，往后看消费修复趋势不变。

剔除石油汽车，12月限额以上商品零售额当月同比+9.1%

	2020 1-12 月	2019 1-12 月	同比 pcts	2020.12	2019.12	同比 pcts
社会消费品零售总额	391,981	411,649		40,566	38,777	
yoy	-3.9%	8.0%	-11.9	4.6%	8.0%	-3.4
限额以上企业商品零售总额	135,091	138,565		15,341	14,424	
yoy	-1.0%	3.7%	-4.7	6.6%	4.3%	+2.3
汽车	39,414	39,389		4,871	4,428	
yoy	-1.8%	-0.8%	-1.0	6.4%	1.8%	+4.6
石油	17,039	20,042		1,742	1,815	
yoy	-14.5%	1.2%	-15.7	-3.8%	4.0%	-7.8
剔除汽车石油限额以上企业商品零售总额	78,638	79,134		8,728	8,181	
yoy	2.9%	6.8%	-3.9	9.1%	5.8%	+3.3

资料来源：国家统计局、中信证券　　注：绝对值单位为亿元

限额以上分品类零售额增速一览

分品类（亿元）		12 月	同比 pcts	全年	同比 pcts
必选	粮油/食品	1,525		15,283	
	yoy	8.2%	-1.5	9.9%	-0.3
	日用品	661		6,504	
	yoy	8.0%	-5.9	7.5%	-6.4
可选	化妆品	324		3,400	
	yoy	9.0%	-2.9	9.5%	-3.1
	金银珠宝	289		2,376	
	yoy	11.6%	+7.9	-4.7%	-5.1
	服鞋针织	1,527		12,365	
	yoy	3.8%	+1.9	-6.6%	-9.5
地产相关	家电/音像	1,009		8,571	
	yoy	11.2%	+8.5	-3.8%	-9.4
	家具	194		1,598	
	yoy	0.4%	-1.4	-7.0%	-12.1
	建筑与装潢	227		1,749	
	yoy	12.9%	+12.3	-2.8%	-5.6
其它	通讯器材	565		5,567	
	yoy	21.0%	+12.2	12.9%	+4.4
	文化办公用品	381		3,485	
	yoy	9.6%	+21.1	5.8%	+2.5
	中西药品	553		5,355	
	yoy	12.1%	+3.9	7.8%	-1.2

资料来源：国家统计局、中信证券　　注：绝对值单位为亿元

内地消费行业：消费修复趋势继续 配置龙头

风险等级：2

- 目前我们总体认为疫情扩大及严重范围相对可控，往后看消费修复趋势不变。当前消费估值虽然较高，但长期视角下，由于其高明确性的持续业绩成长预期，在合理的收益率预期下，我们认为大部分消费个股估值仍然合理。我们认为消费复苏进程受影响有限，在这过程中市场表现预计随着各个消费领域的景气恢复节奏继续呈现轮动。当前时点，政府倡导“就地过年”，本地消费预计活跃，但出行相关消费领域的景气修复将有所延迟。建议沿着好赛道好公司保持头部配置，并关注疫情控制背景下，估值相对较低、前期受疫情冲击较大相关消费板块修复机会。

- 建议关注华住 (1179 HK)、欧派家居 (603833 CH)、申洲国际 (2313 HK)、宋城演艺 (300144 CH)、苏垦农发 (601952 CH)、五粮液 (000858 CH)、洋河股份 (002304 CH)、华熙生物 (688363 CH)、珀莱雅 (603605 CH)、安踏体育 (2020 HK)、李宁 (2331 HK)、拼多多 (PDD US)、京东 (9618 HK)、美团 (3690 HK)、华润啤酒 (291 HK)、中炬高新 (600872 CH)、蒙牛乳业 (2319 HK)、安井食品 (603345 CH)、思摩尔国际 (6969 HK)、中国中免 (601888 CH)。

消费产业公司盈利预测及估值

代码	简称	收盘价	EPS			PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
01179.HK	华住集团-S	355.80	5.52	-8.26	6.31	55	--	48
603833.SH	欧派家居	126.65	3.13	3.45	4.16	40	37	30
02313.HK	申洲国际	145.50	3.39	3.71	4.42	43	39	33
300144.SZ	宋城演艺	15.97	0.92	0.06	0.48	17	266	33
601952.SH	苏垦农发	12.89	0.43	0.57	0.73	30	23	18
000858.SZ	五粮液	287.70	4.48	5.15	5.86	64	56	49
002304.SZ	洋河股份	207.50	4.90	4.99	5.48	42	42	38
688363.SH	华熙生物	154.31	1.22	1.33	1.74	126	116	89
603605.SH	珀莱雅	189.26	1.96	2.36	2.91	97	80	65
02020.HK	安踏体育	129.50	1.99	1.94	2.92	56	57	38
02331.HK	李宁	50.80	0.60	0.70	0.95	73	62	46
PDD.O	拼多多	161.20	-3.69	-3.20	0.80	--	--	202
JD.O	京东	87.77	7.36	11.35	17.04	83	54	36
03690.HK	美团-W	307.60	0.38	4.71	1.13	696	56	234
00291.HK	华润啤酒	68.20	0.40	0.73	1.13	147	80	52
600872.SH	中炬高新	68.33	0.90	1.12	1.35	65	52	44
02319.HK	蒙牛乳业	47.80	1.04	0.84	1.27	40	49	32
603345.SH	安井食品	186.98	1.67	2.23	2.92	112	84	64
06969.HK	思摩尔国际	73.00	0.39	0.63	0.90	161	100	70
601888.SH	中国中免	280.01	2.37	2.91	5.13	118	96	55

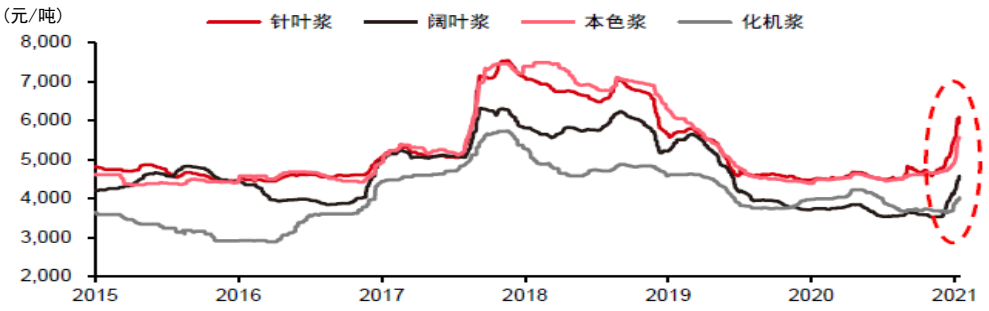
资料来源：Wind、中信证券
注：股价为2021 年1 月15 日收盘价；A 股股价及EPS 单位为CNY，港股股价单位为HKD，EPS单位为CNY；港币汇率0.86。

内地生活用纸行业：今年上半年展望乐观

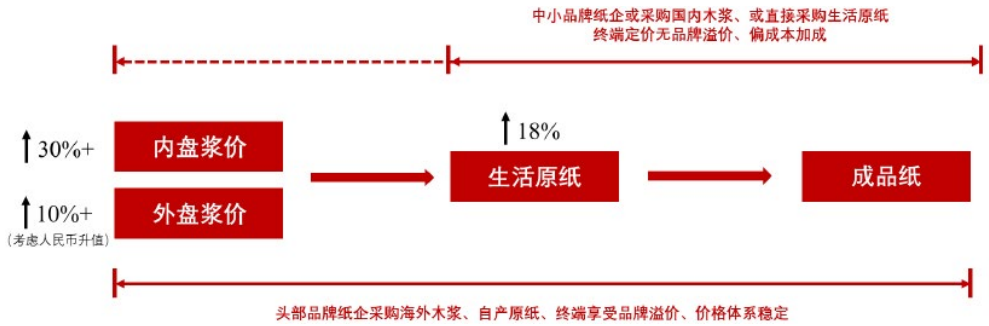
- 随主要地区及港口纸浆库存窄幅去化，受纸浆期货及外盘报涨催化，浆价从低位启动急涨。截至2021年1月15日，内盘针/阔叶浆现货较2020年11月低点上涨约32%/30%，外盘针/阔叶浆现货较2020年11月低点上涨约24%/15%。河北地区是内地最大的生活用纸生产聚集地 (产能占比约15%-20%)，疫情反复、防控升级导致产能难以完全释放，并引发行业对于未来停机担忧。成本支撑叠加区域供需失衡，生活原纸出厂价持续走强，截至2021年1月15日生活原纸出厂价已超6,000元/吨，较2020年12月低点上涨约18%。

- 我们测算成本定价的中小品牌距头部品牌价差已缩减至近2,000元/吨左右水平，中小品牌利润空间受损，头部品牌行业竞争环境显著改善、高端纸品动销有望向好，且有望填补河北产能受限所留出市场空白。判断头部品牌收入端有望提速。盈利端方面，头部纸企均通过木浆备库、期货、长协等锁定较低成本达6-12个月，在终端零售价格维持稳定情况下，有望依靠促销投放减少及产品结构调整带动平均销售价格小幅上行，盈利能力料稳中有升。

木浆内盘价格



生活用纸产业链示意图



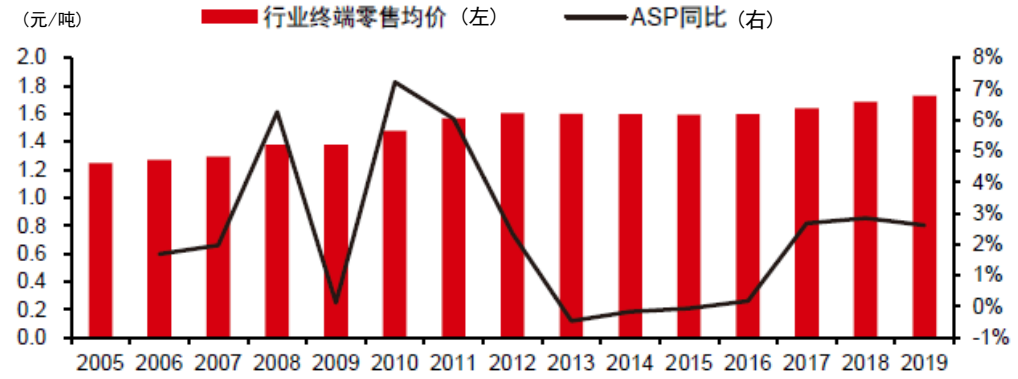
资料来源：卓创资讯、中信证券　注：涨价幅度为2021年1月15日较2020年11-12月低点上涨幅度

内地生活用纸行业：今年上半年展望乐观

- 生活用纸高频刚需，新冠疫情优化国民卫生习惯提升用纸需求；原料价格上涨、产品结构升级和消费需求高端化共同推升平均销售价格，预计2021-22年行业稳定向好。不确定性因素来自于：一) 2021年下半年行业产能料集中释放 (约384万吨)，压制终端零售价格提升；二) 浆价持续上涨，头部纸企库存去化完毕后同样面临高成本调整。产品高端化升级与新兴渠道布局将是头部品牌穿越周期的必经之路。

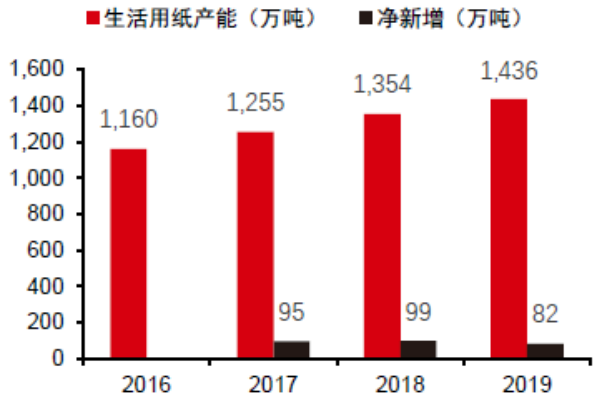
- 头部品牌锁定较低成本且竞争环境显著改善，展望2021年上半年经营乐观，下半年及2022年谨慎看好，我们维持行业表现将强于大市的看法。建议把握产品高端化升级与新兴渠道布局的行业主逻辑，关注线上经营能力强、高端产品占比高的中顺洁柔 (002511 CH)，关注线上渠道占比最高，且持续推进品牌高端化的维达国际 (3331 HK)。

生活用纸行业终端零售均价及同比



资料来源：Euromonitor、中信证券

中国生活用纸产能情况



资料来源：卓创资讯、中信证券

资料来源：Euromonitor、卓创资讯、中信证券　风险等级：由低至高分1至5级

每周精选：短线交易建议

风险等级：1

短线交易建议^													
公司	推荐日期	行业	流通市值 (亿港元)	收盘价 (港元)	目标价 (港元)	潜在涨幅 (%)	市盈率 (倍) 20E	21E	PEG (倍) 19-21E	市净率 (倍) 20E	息率 (%) 20E	一周涨跌 (%)	推荐后涨跌 (%)
信义玻璃 (868 HK)	09/06/20	玻璃	347	20.15	26.50	31.5	16.1	12.5	0.9	3.5	3.1	2.9	122.9
碧桂园服务 (6098 HK)	17/02/20	物管	1,003	68.30	87.12#	27.6	62.8	44.5	2.0	17.9	0.4	11.4	118.2
福莱特玻璃 (6865 HK)	30/11/20	光伏	138	33.60	46.30	37.8	37.7	21.9	0.9	8.5	0.5	12.0	63.5
赣锋锂业 (1772 HK)	04/01/21	有色金属	250	130.00	154.00#	18.5	-	91.4	4.0	14.0	0.1	14.6	40.4
比亚迪 (1211 HK)	04/01/21	汽车	1,753	254.60	411.00	61.4	-	-	4.3	9.5	0.1	3.6	25.3
江西铜业 (358 HK)	04/01/21	有色金属	155	14.32	18.50#	29.2	17.7	10.7	0.6	0.8	1.2	(0.7)	17.6
永利澳门 (1128 HK)	08/06/20	澳门博彩	178	12.26	14.61	19.2	NA	-	NA	NA	0.0	0.5	(15.7)
维达国际 (3331 HK)	25/01/21	生活用纸	76	24.90	28.60	14.9	16.2	15.4	0.9	2.7	1.8	1.6	NA

资料来源：彭博、中信证券　截至22/1/2021　@彭博综合预测　#彭博预测上限

短线交易组合调整: 年初以来，内地出现多个零星个案，甚至局部聚集性疫情，因此全国各地鼓励“就地过节”以减少跨省流动，预计对长线出行场景负面冲击较大，因此在短线不确定增加之下，我们把南方航空 (1055 HK) 从短线交易建议中剔除。与此同时，因居民居家时间预期显着上升，而疫情反复下将激发居家的消费行业需求，特别是生活用纸需求，因此我们在建议中加入维达国际 (3331 HK)。

资料来源：中信证券　^短线交易建议为30天内　风险等级：由低至高分1至5级

每周精选：短线交易建议

风险等级：1

- **信义玻璃 (868 HK)** – 公司于12月3日宣布收购内地另一家领先的浮法玻璃制造商中国玻璃 (3300 HK)，可望使信义玻璃进一步巩固其龙头地位。在内地增加新产能变得越来越困难的情况下，预期这笔交易将有助推信义玻璃中期增长。在新冠疫情之后，物业竣工和汽车生产的复苏将为2021年浮法玻璃需求带来支撑，而太阳能电池组件玻璃背板将带动短期需求。由于内地政府对产能的限制 (例如“产能置换计划”) 已经实施多年，我们仍然预计浮法玻璃供应增长有限。玻璃生产商只能靠积极地收购生产线配额以提升产能，因此在行业整合过程中，像信义玻璃这样的龙头很可能会成为赢家。

- **碧桂园服务 (6098 HK)** – 内地住建部等十部门早前联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，相信政府态度支持有利改善市场气氛。文件反映政府支持成立业主组织及由市场主导收费，对物管服务收费有正面影响，不过新的住宅项目及未有业主组织的物业则仍需要按指引定价。维持对行业正面看法，随着华润万象生活 (1209 HK) 于12月9日上市后，大型物管IPO上市浪潮已见顶，行业表现应会改善。我们对2021年物管行业保持乐观，重点关注具有可持续增长性的公司，当中碧桂园服务为我们行业首选之一。

- **福莱特玻璃 (6865 HK)** – 继12月与晶科能源 (JKS US) 签订逾百亿合同后，公司1月21日收盘后宣布与东方日升 (300118 CH) 签订新的89亿元人民币太阳能玻璃销售合同，东方日升是截至2019年出货量第七大太阳能模块生产商。加上之前与隆基 (601012 CH) 的合同，我们估计这三份合同的销量将占公司在2021-23年总发货量的40-50%，这将有助于确保公司未来的销售表现。我们维持2021年太阳能玻璃的供应相对紧张的预测，长期需求则仍然强劲。虽然价格方面可能会正常化，而长期有更多的新供应，但我们预计公司2019-22年每股盈利年均复合增长率为69.5%，有效产能年均复合增长率为37.4%，仍建议关注。

- **赣锋锂业 (1772 HK)** – 2021年新能源汽车补贴政策平稳落地，特斯拉国产Model Y定价好于预期，新能源汽车产业链高景气行情预计持续。在下游采购需求持续走强拉动下，锂相关原材料价格预计继续上行。近期伴随国内锂价的持续上涨，全球锂市场均出现积极信号。企业资本支出和扩张计划重启验证行业拐点位置，锂优质供应产能进一步得到下游客户的重视。国内锂盐企业开始谋求原料供应的多元化验证了澳矿供应趋紧和不确定性增加的局势。我们判断在下游需求持续走强的拉动下，锂价有望继续上涨。当前锂行业拐点已至，赣锋锂业凭借产能优势和完善的资源端布局有望成为锂价上涨行情中最受益的标的，业绩改善预计加速。

资料来源：中信证券　　^短线交易建议为30天内　　风险等级：由低至高分1至5级

每周精选：短线交易建议

风险等级：1

- **比亚迪 (1211 HK)** – 1月11日，公司发布第四代DM-i插混平台及三款DM-i车型 (秦PLUS、宋PLUS、唐)，新车型凭借多项核心动力技术实现超低油耗、超长续航、更低成本，在公司PHEV车型连续2年下滑后有望迎来高增长，推动公司电动销量迈向新台阶。公司1月21日上午发布H股发行配售完成公告，H股增发4.88%总股本净募资298亿港币，全球众多顶级长线、主权基金参与，为中国新能源汽车行业目前最大股权融资项目。预计募资投入电动、智能化方向，将继续加强公司电动化领先地位。公司2020年起供应链中性化战略稳步推进，比亚迪半导体、动力电池等先进电动零部件业务有望逐步兑现内在价值，资本持续赋能。当前“汉”月销量持续超预期，品牌力明显提升，电动乘用车业务迎价值重估，持续建议关注。

- **江西铜业 (358 HK)** – 全球铜显性库存处于较低水平，对于铜价格构成一定支撑。中国经济结构转型叠加外部环境变化，国内制造业投资有望复兴，为铜、铝等基本金属价格提供支撑。美国地产销售向好、全球经济缓慢复苏，推升基本金属边际需求。因此我们认为基本金属仍有配置价值。江西铜业作为内地铜行业龙头，规模优势保障风险抵御能力，随着产量持续增长叠加铜价突破近八年新高，公司盈利能力改善可期。

- **永利澳门 (1128 HK)** – 不利澳门博彩的因素仍在继续，因此博彩总收入和税息折旧及摊销前利润 (EBITDA) 正常化尚有很长的路要走，贵宾厅仍面临监管挑战，现时的旅游限制也压制澳门访客数量。但是跟据我们的实地调查，91%的客户希望再来澳门。支撑澳门博彩需求的原因包括人民币升值、房地产价格上涨和流动性充裕。我们认为下降周期已接近尾声，澳门博彩业务复苏的预期将再重新调整。其中，永利澳门去年三季度业绩乎合预期，物业EBITDA亏损收窄至1.12亿美元，少于次季的1.94亿美元亏损。虽然贵宾厅业务仍受挑战性，情况未见好转，但高端中场的势头支撑了10月博彩总收入强劲反弹至2019年四季度水平的33%。我们有信心永利可以将重心转移到高端中场上，仍建议关注。

- **维达国际 (3331 HK)** – 内地疫情散点频发，各地鼓励“就地过节”。居民居家时长不可避免将显著上升，这将激发受益于居家环境下的消费行业需求提升，疫情反复同时刺激生活用纸需求。浆价走强叠加河北疫情导致生活原纸出厂价持续上行，但头部品牌木浆备库锁定低成本，2021年上半年经营有望超预期，展望下半年 及2022 谨慎看好。行业需求稳定、量价齐升，虽有产能持续投放及浆价持续上涨压力，但头部纸企有望以产品高端化升级与新兴渠道布局穿越产能周期及浆价周期。因此，建议关注线上渠道占比最高，且持续推进品牌高端化的维达国际。

资料来源：中信证券　　^短线交易建议为30天内　　风险等级：由低至高分1至5级

免责声明：

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

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；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。

	评级	说明
股票评级	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；
行业评级	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，统称为“中信证券”。

法律主体声明

香港特区：本研究报告在香港由中信证券经纪 (香港) 有限公司 (下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879) 分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited (下称“CLSA Singapore”) 分发，并仅向新加坡《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。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意, CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第33条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第25条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第34条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第27条关于推荐建议的规定；以及 (3) 适用《财务顾问规例》第35条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第36条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区：对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 有需要披露的财务权益；(ii) 在过去的12个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 有雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

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/。该等披露内容仅涵盖 CLSA group，CLSA Americas及 CA Taiwan的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。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》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2020版权所有。保留一切权利。