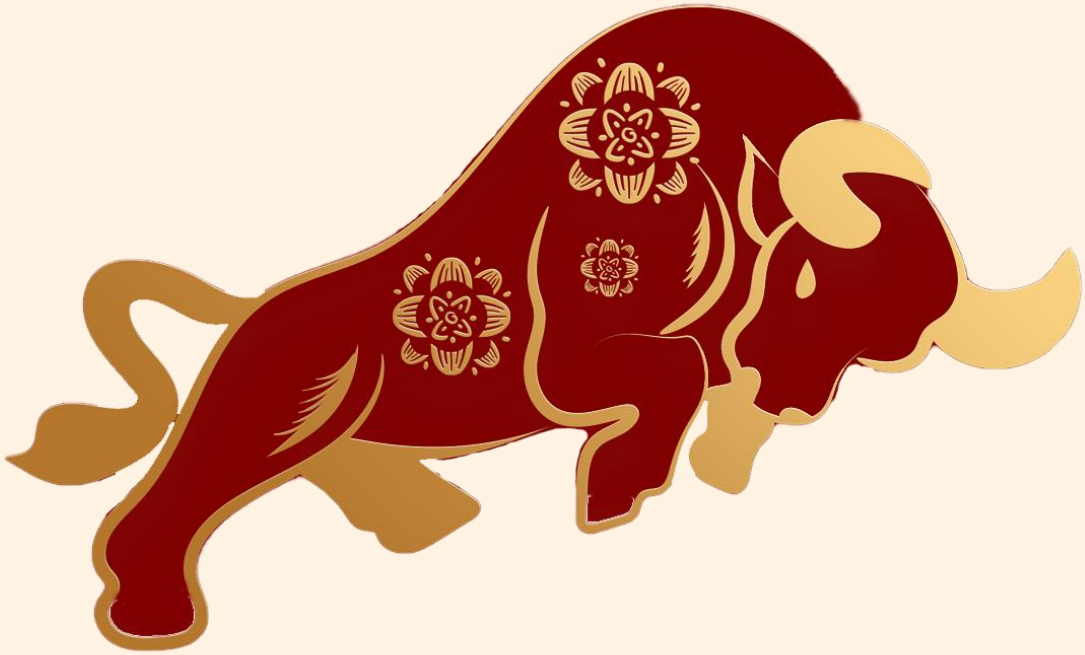
招銀国际
CMB INTERNATIONAL

2021 牛 新年快樂

年度策略报告



疫后产需齐复苏

牛年恒指闯三万

宏观与策略

行业分析

首选股份

目录

宏观与策略.....3
2021 年中国经济展望.....4
2020 年市场及策略回顾.....23
2021 年港股展望.....27
行业分析.....43
中国互联网板块 优于大市.....44
中国科技板块 优于大市.....53
中国软件及 IT 服务板块 优于大市.....61
中国必需消费板块 优于大市.....68
中国非必需消费板块 优于大市.....75
中国医药板块 优于大市.....88
中国教育板块 优于大市.....97
中国银行板块 优于大市.....103
中国保险板块 优于大市.....110
中国证券板块 优于大市.....115
中国房地产板块 优于大市.....121
中国工程机械 / 商用车板块 优于大市.....129
中国光伏设备板块 优于大市.....137
中国光伏板块 优于大市.....139
中国风电板块 优于大市.....144
中国城市燃气板块 优于大市.....148
中国快递板块 同步大市.....155
中国汽车板块 同步大市.....159
行业首选股份.....164
附录：招银国际覆盖股份.....202

*本报告内所有公司股价截至 2020 年 12 月 9 日。


宏观与策略

2021 年中国经济展望

经济学家：丁文捷，PhD – dingwenjie@cmbi.com.hk

供需双驱下的持续复苏

后疫情时代，需求端和供给端共同发力支撑经济复苏或是明年最重要的主题之一。但疫情对人们生活、工作方式的影响还在发酵，经济发展并不均衡，在刺激政策正常化进程中能否确保稳妥有序，中美关系长期竞合均是未来面临的挑战。2021 年是十四五的开局之年，国内政策加持，国际区域合作加强，都将为全面建成小康社会后中国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的元年增添新的色彩和机遇。

2021 宏观的主题：1）需求侧的追赶。疫情以来，需求端复苏滞后于供给端，但自三季度以来服务业和消费的追赶之势已形成，就业趋稳，相信明年需求端将持续改善。**2）不均衡的复苏。**在疫情冲击下，行业、企业经营和信用出现分化，大型企业和限额以上主体恢复显着快于中小微企业，后者需要持续的帮扶脱困措施；家庭财富亦出现分化，中低收入家庭受到疫情的负面冲击更为显着和持久，实现“共同富裕”任重道远。**3）中美关系的长期复杂性。**拜登就任后，中美经贸关系可能打开更多合作空间，但长期竞合的格局并未改变。新一届政府以美国利益为核心，注重修复与其他国家的关系，重塑美国的领导力，进而通过多边机制施加制衡。中美关系未来可能会更复杂，陷入更多的规则之争。

我们预计 2021 年中国 GDP 增长 8.6%。消费受到总需求回暖和低基数效应的提振，将成为明年经济增长最重要的动力。随着疫情对消费行为影响的弱化，以及就业情况和工资增速改善，2021 年可选消费品和餐饮、休闲、旅游等服务消费的增长潜力有望进一步释放。**投资**端，我们看好制造业投资的反弹空间，受到内外需提振、先进制造业和战略新兴产业持续发力、金融支持更趋完善的推动。基建投资料在今年疫情扰动、洪水灾害造成的低基数上平稳加速。房地产投资随着调控政策、房企融资新政的推进，预计新房销售、新开工和土地购置投资均温和降温。**进出口**预计在内外需复苏、贸易摩擦缓和的基础上低位反弹。

疫情后政策：平稳过渡，关注弱势群体，加强对企业引导力。货币和财政政策都将开启正常化进程，有序退出疫情期刺激政策，但收紧不宜过快过猛。考虑到疫情后经济复苏还存在结构性不平衡，财政政策需要维持扩张的时间更长，以支持弱势群体脱困。货币政策在“稳信用”基调下稳妥推进正常化，我们预测明年 M2、信贷和社融增速均自今年高位放缓。

2021 年主要经济数据预测摘要

同比增速（%）	2018A	2019A	2020E	2021E
实际 GDP	**6.6**	**6.2**	**2.3**	**8.8**
CPI	2.1	2.9	2.8	1.3
PPI	3.5	-0.3	-2.0	1.2
城镇固定资产投资	5.9	5.4	2.5	7.4
社会零售消费品总额	9	8.0	-3.0	13.0
M2	8.4	8.7	10.4	9.2
新口径社会融资规模	9.8	10.7	13.8	11.4
USDCNY（年底值）	6.88	6.98	6.60	6.50

资料来源：国家统计局，中国人民银行，彭博，招银国际证券预测

2021 年中国经济关注的主题

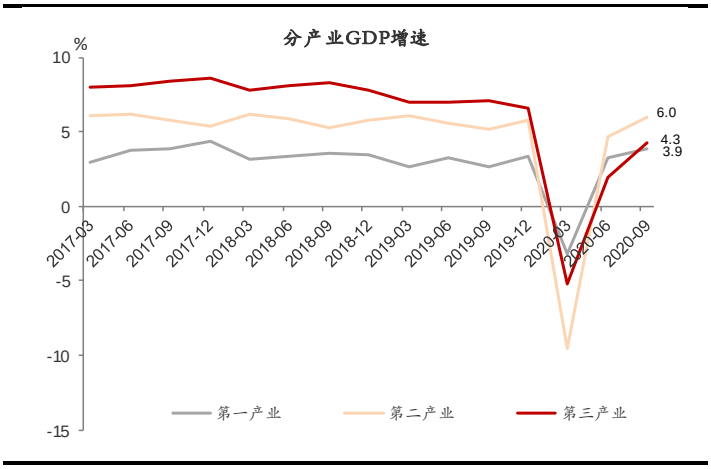
（一）需求的追赶

■ **今年疫情后总需求的复苏滞后**

自疫情以来，需求端复苏滞后于供给端，服务业的复苏滞后于工业生产。从分产业的增加值增速看，第一和第二产业今年三季度增速已恢复到接近疫情前的正常增速水平，但第三产业增加值同比增长 4.3%，较往年 6-7%的增速水平仍有至少 2 个百分点的差距。

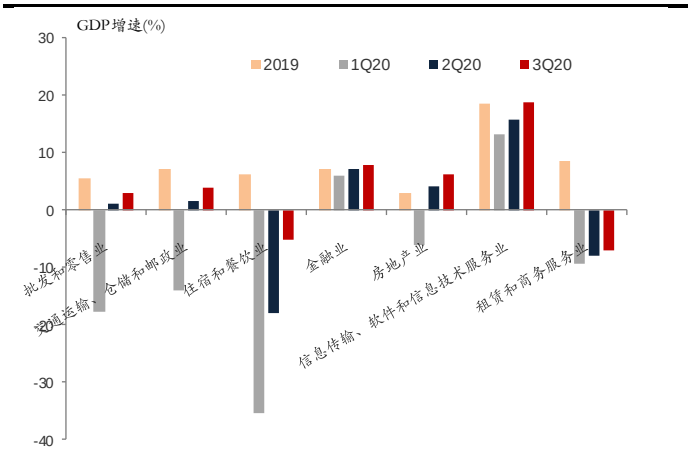
在第三产业内部，除了金融业、房地产业、信息传输、软件和信息技术服务业增速已经恢复至接近甚至超过疫情前的水平，剩下的主要行业，如批发零售、交运仓储、住宿餐饮、租赁和商务服务等，景气度与疫情前相比仍有差距。其中，住宿和餐饮业、租赁和商务服务业增加值三季度仍录得负增长。

图 1：第三产业增速仍显着慢于疫情前



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 2：第三产业 GDP 增速，分行业

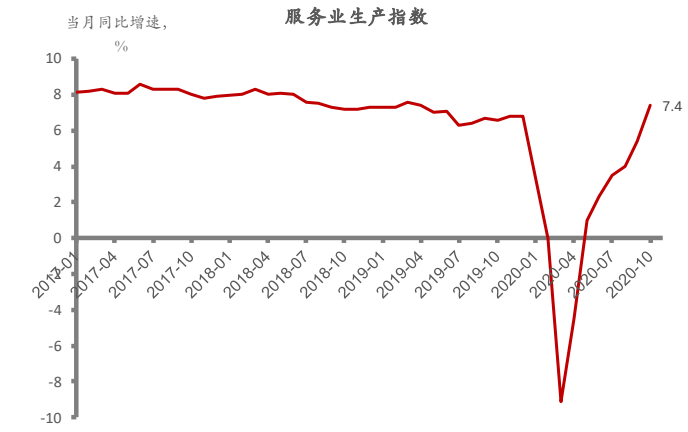


资料来源：国家统计局，招银国际证券

■ **但总需求的追赶之势已经形成**

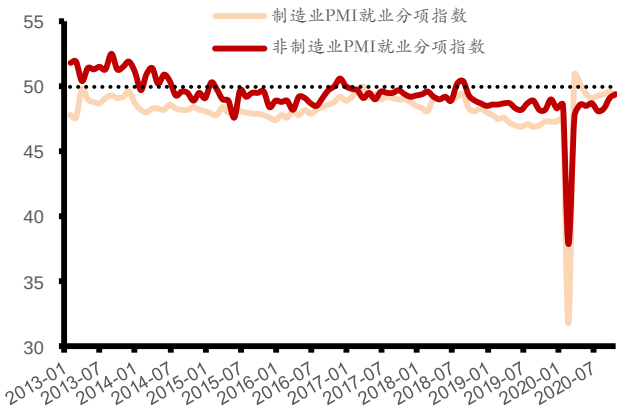
自三季度以来，疫情持续得到有效控制使得服务业经营状况和就业情况都有显着改善。十一和中秋长假重燃居民的旅游、休闲、餐饮需求，带动服务相关行业低位反弹。社零同比增速 8 月份恢复正增长，10 月当月录得同比增长 4.3%；餐饮业收入增速 10 月份首次回正，实现 0.8%同比增长。服务业生产指数加速改善，10 月当月同比增长 7.4%，略超疫情前的增速水平。随着就业和居民收入的稳步改善，和扩大内需、促消费促投资等打通内循环政策的逐步落地，我们认为明年总需求的反弹和改善将得以延续，并成为支撑经济增速的最主要动力之一。

图 3：服务业生产指数加速改善，10 月份同比增长 7.4%



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 4：服务业 PMI 就业指数亦加速改善



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

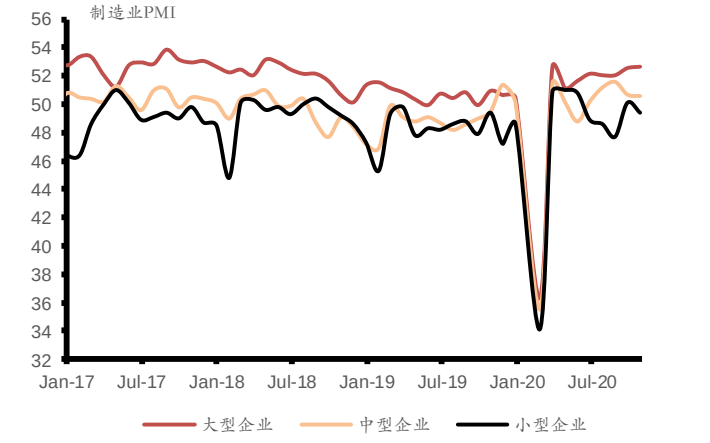
（二）不平衡的复苏

■ **大企业与中小企业分化持续，主要行业集中度上升**

在疫情的冲击下，优秀企业和大企业拥有更强的资源调动、组织管理能力，抵抗负面冲击，并承担起组织上下游产业链的重任。除了企业的内在原因之外，抗疫期间的货币宽松和结构性财政支持，落到中小微企业的过程往往欠通畅，在实际中可能造成大企业得到更多、更快的政策支持。

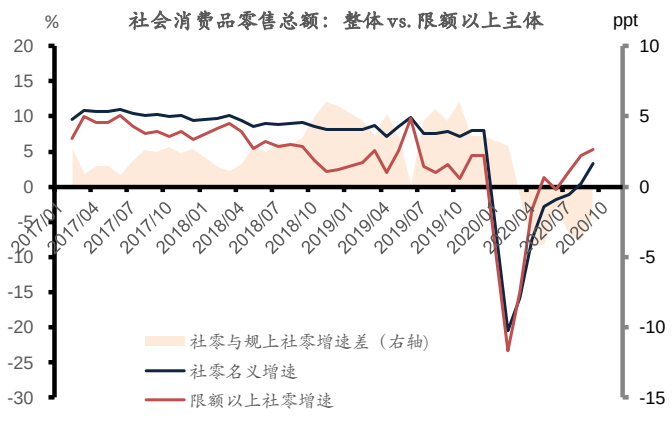
我们以两方面的数据作为佐证。首先，**从制造业看**，大企业的景气度自疫情后稳步上升；但中小企业的恢复在时间上滞后于大企业；尤其是小型企业，在 3-5 月份出现一阵报复性反弹后，又连续三个月出现景气度下行，至今仍徘徊在荣枯线附近。其次，**从服务业的角度，**我们比较全口径和限额以上主体的社零增速不难发现，自疫情之后，限额以上主体的增速（10 月份同比+7.1%）比全口径的增速（10 月份同比+4.3%）恢复更快，且超越了后者；而在疫情爆发前，全口径社零增速一直领先于限额以上主体。

图 5：中小型企业 PMI 恢复滞后



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 6：社零：限额以上主体增速恢复快于整体



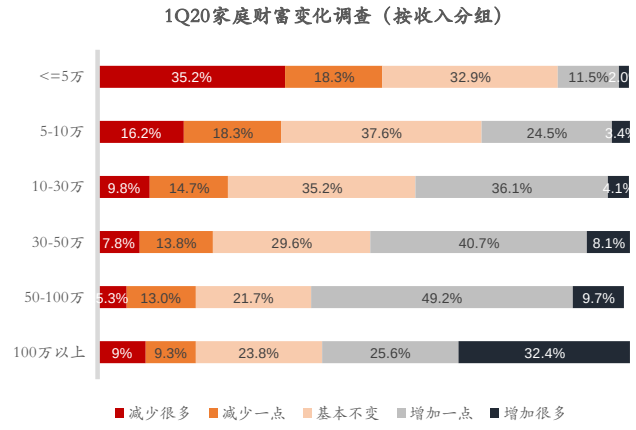
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

■ 贫富分化

疫情冲击下，家庭财富出现分化。由西南财大中国家庭金融调查与研究中心和蚂蚁集团研究院于今年一季度联合发布的《疫情下中国家庭的财富变动趋势》显示，**疫情造成的经济停摆对中低收入家庭的收入带来更多的负面影响**。在年收入少于 5 万的家庭中，超过 53%表示疫情使其家庭收入减少（35.2%表示“减少很多”）。随着二季度经济重启，该报告追踪发现，中低收入群体疫情后的财富预期指数仍远低于高收入群体：年收入小于 5 万的家庭在 2Q20 认为未来收入仍会缩水，其财富预期指数仅为 83.3。

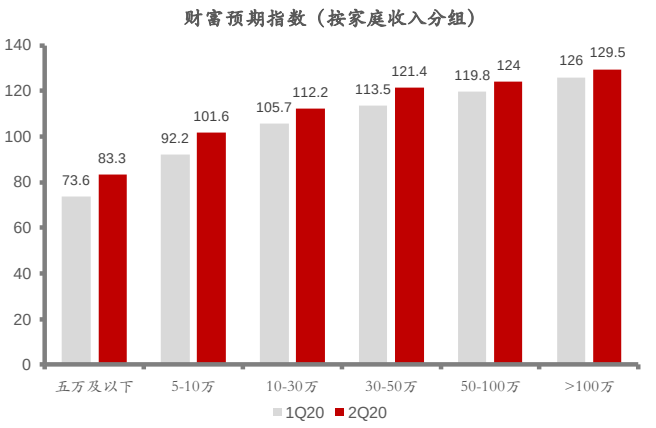
我们从细分品类的消费数据，亦可以得到验证。以汽车行业为例，豪华车销量于疫情后快速反弹，甚至超过疫情前的增速水平，远高于合资车和自主品牌车的低单位数增速。而在此消费升级的背后，可能彰显的是贫富差距的进一步拉开。

图 7：中低收入家庭由疫情导致的财富缩水更严重



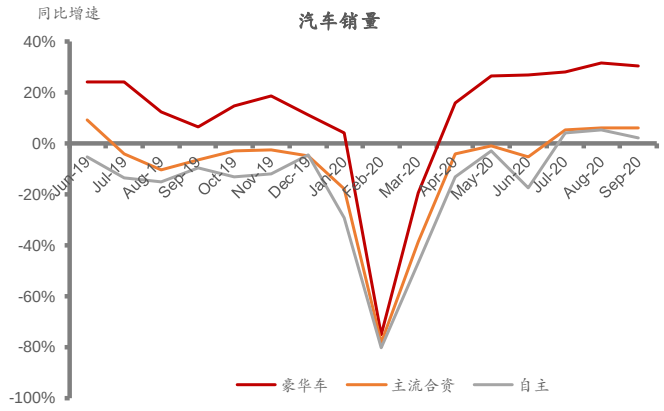
资料来源：中国家庭金融调查与研究中心，招银国际证券

图 8：疫情后对财富的预期与收入水平正相关



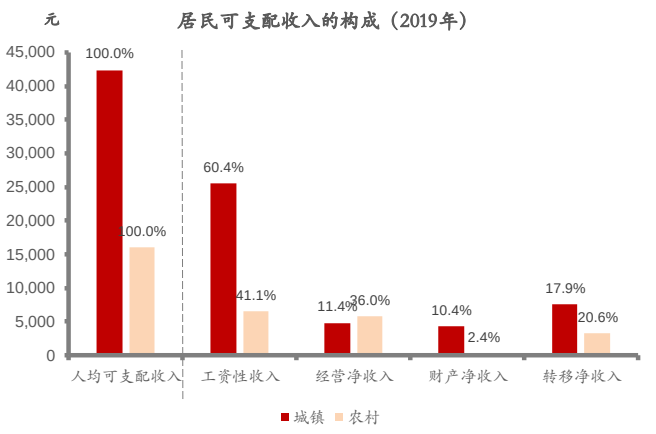
资料来源：中国家庭金融调查与研究中心，招银国际证券
*注：财富预期指数>100 表示认为未来的财富会增加

图 9：豪华车销量复苏先于且快于合资和自主品牌



资料来源：乘联会，招银国际证券

图 10：应加快探索多途径提升居民收入水平



资料来源：国家统计局，招银国际证券

实现“共同富裕”目标需要更多的努力。十四五规划建议稿在到 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标中提出“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”，并在改善人民生活品质部分突出强调“扎实推动共同富裕”，这在中央的全会上尚属首次。规划建议稿提及完善要素分配制度，探索通过土地、资本等要素使用权、收益权增加中低收入群体要素收入；多渠道增加城乡居民财产性收入；完善再分配机制，加大税收、社保、转移支付等调节力度和精准性，合理调节过高收入，取缔非法收入等措施。不难预见，随着经济逐步走出疫情笼罩，改善收入和财富分配格局会是十四五期间重要的政策目标。

（三）中美关系的长期之争

短期缓和，长期竞合。如若拜登顺利当选美国总统，中美经贸关系可能阶段性趋于缓和、正常化，并打开更多合作空间，拜登甚至有可能取消一部分先前对于中国出口商品加征的额外关税。然而中美战略竞争的格局将长期存在，拜登的对华态度预计仍然强硬、偏保护主义。相较于加征关税、行政制裁、威胁脱钩，拜登或许会偏向传统外交手段，降低两国战略误判、陷入冷战僵局的可能性。此外，拜登就任后，会积极修复与同盟国以及国际组织的关系，重塑美国在国际关系秩序上的领导力，从而利用多边机制来制约中国。所以不难判断，中美关系和经贸合作未来恐怕会更复杂，卷入更多的规则之争和领导力之争。

2021 年预测的基准假设

我们从疫情、国内政策、外部环境三个维度定义预测的基准情形如下：

1） 疫苗最快于 2020 年底问市，全球疫情在 2021 年上半年有望得到有效控制，不会再次爆发大规模感染，导致经济停摆；
2） 国内货币和财政政策正常化进程稳妥有序；
3） 中美经贸关系短期边际缓和，中长期基本维持现状，不会施加新的额外关税或进一步出台限制措施。全球经济稳步复苏，逐渐放开边境控制政策。

图 11：关于预测基准情形的假设

	基准情形	上行风险	下行风险
疫情	疫苗明年上半年上市，全球疫情得到有效控制，经济逐步重启；	疫苗提前上市，新冠疫情提前得到有效控制；	新冠疫情二次爆发，疫苗上市拖后；
国内政策	货币和财政政策逐步正常化；	货币较为宽松；财政刺激维持；	货币收紧过快；财政支持力度大幅减弱；
外部环境	中美关系稳定，边际缓和；	中美关系大幅缓和；	中美关系恶化；
	海外经济温和复苏；	海外经济和外需强劲复苏；	海外经济二次探底，外需萎靡；

资料来源：招银国际证券

2021 年中国主要经济指标预测

图 12：中国经济指标预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E
实际 GDP（同比增速，%）	**6.6**	**6.1**	**2.3**	**8.8**
名义 GDP（同比增速，%）	9.7	7.8	2.7	10.1
CPI（同比增速，%）	2.1	2.9	2.8	1.3
PPI（同比增速，%）	3.5	-0.3	-2.0	1.2
规模以上工业增加值（同比增速，%）	6.2	5.7	2.4	8.7
城镇固定资产投资（累计同比增速，%）	5.9	5.4	2.5	7.4
基建投资	3.8	3.8	1.5	7.0
制造业投资	9.5	3.1	-4.5	9.4
房地产开发投资	9.5	9.9	5.9	4.5
社会零售消费品总额（同比增速，%）	9.0	8.0	-3.0	13.0
出口（以美元计，同比增速，%）	9.9	0.5	2.0	8.0
进口（以美元计，同比增速，%）	15.8	-2.8	-1.1	10.0
广义货币供应量 M2（期末同比增速，%）	8.4	8.7	10.4	9.2
新增社融（万亿元）	22.5	25.6	35.8	32.5
新口径社会融资规模增速（%）	9.8	10.7	13.8	11.4
新增人民币贷款（万亿元）	16.2	16.8	19.7	19.1
人民币贷款增速（%）	13.5	12.5	12.9	11.2
利率(年末) 1 年期 LPR（期末值，%）	4.31	4.15	3.85	3.85
利率(年末) 5 年期 LPR（期末值，%）	n/a	4.80	4.65	4.65
利率(年末) 1 年期 MLF 操作利率（%）	3.30	3.25	2.95	2.95
USD/CNY 即期汇率（区间）	6.26-6.97	6.68-7.18	6.60-7.10	6.40 -6.70
USD/CNY 即期汇率（期末值）	6.88	6.96	6.60	6.50
一般公共财政预算赤字率（%）	2.6	2.8	3.7	>3.0
新增地方政府专项债（万亿元）	1.4	2.2	3.8	>3.0

资料来源：国家统计局，中国人民银行，海关总署，财政部，彭博，招银国际证券预测

对 2021 年实体经济的展望

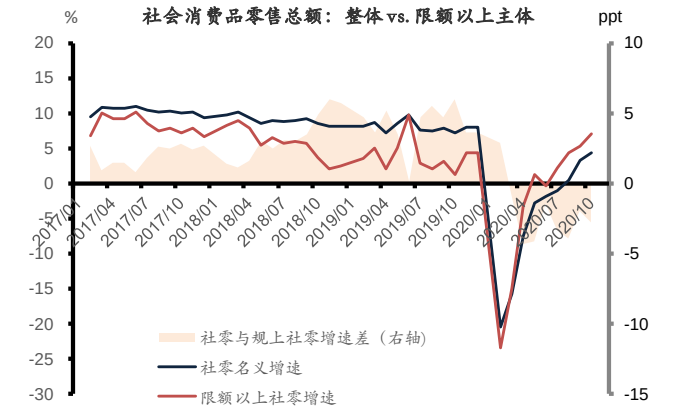
（一）消费：受到总需求回暖和低基数提振

■ **总需求指标陆续回暖**

今年三季度开始，经济指标指向总需求的持续回暖。社零于 8 月份首次恢复正增长（限额以上样本增速于 7 月率先回正）。作为受疫情防控、社交隔离影响最大的行业之一，餐饮行业的状况也在积极改善，限额以上餐饮企业于 9 月份录得收入正增长，全口径增速也于 10 月份录得 0.8%同比增速，为疫情以来首次回正。

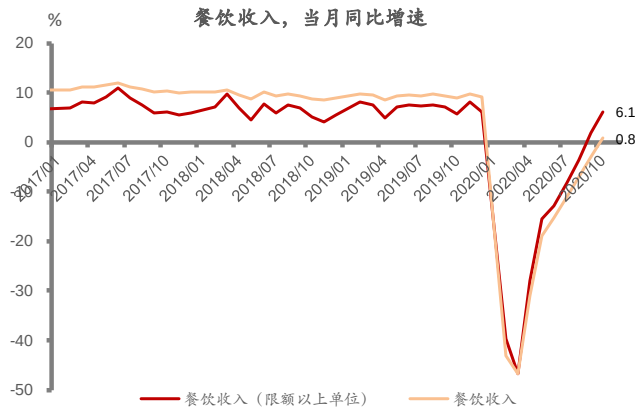
就业改善，带动消费需求复苏。随着经济回暖，城镇调查失业率、新增就业人数等就业衡量指标逐步改善。从先行指标看，PMI 就业分项指标逐步改善，尤其是非制造业就业，自 8 月份开始逐月提升。相信就业数据的改善，未来将带动收入提升，从而拉动消费。

图 13：自 8 月份起社零同比增速回正



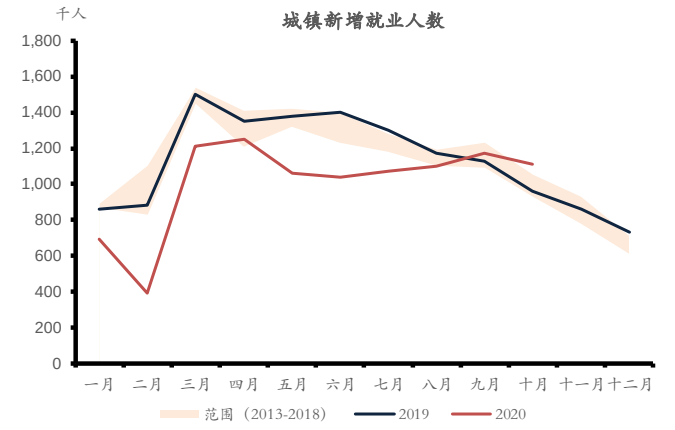
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 14：餐饮收入增速 10 月份首次回正



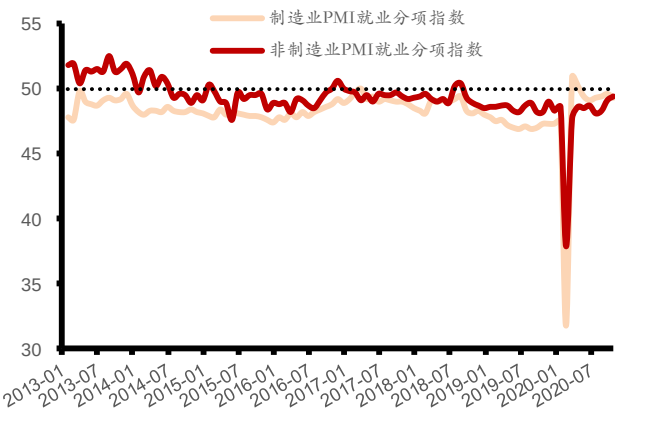
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 15：城镇新增就业稳步提升



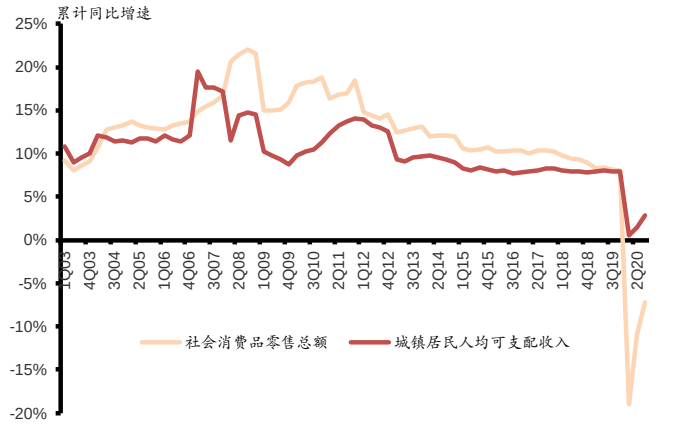
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 16：服务业 PMI 就业指数三季度明显回暖



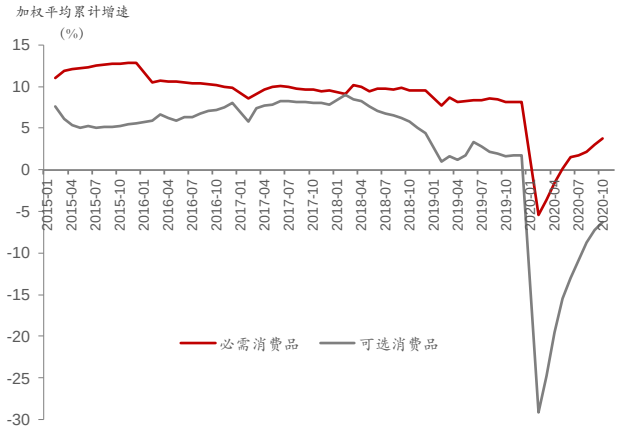
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 17：居民可支配收入将带动社零增速反弹



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 18：消费的复苏有赖于可选消费反弹



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券预测
*加权平均累计增速以销售额为权重进行计算

■ **低基数为明年反弹创造空间，可选消费、服务消费弹性大**

今年前三季度，社零同比下滑 7.2%，居民消费在疫情后的反弹始终滞后于总供给，这也为明年的消费复苏创造了广阔空间。分品类看，可选消费品相较于必需品，离疫情前的增速水平仍有较大差距。明年随着疫情影响消退、就业和工资增长趋稳、旅游休闲等活动恢复以及消费刺激政策加持，可选消费商品和服务的消费需求将得到进一步释放。

图 19：限额以上企业按品类零售额增速：自疫情后逐月回升，但离正常增速水平（以 2019 年为基准）仍有差距

	同比增速（%）				限额以上零售额	同比增速变化（百分点）	
限额以上商品零售	2019 年	1Q20	1H20	10M20	（10M20，亿元）	10M20 vs. 2019	10M20 vs. 1Q20
汽车	-0.8	-30.3	-15.2	-4.5	30,473	-3.7	25.8
石油及制品	1.2	-23.5	-18.4	-16.1	13,781	-17.3	7.4
粮油、食品	10.2	12.6	12.9	10.4	12,422	0.2	-2.2
服装鞋帽针纺织品	2.9	-32.2	-19.6	-9.7	9,339	-12.6	22.5
家用电器和音像器材	5.6	-29.9	-12.2	-7.0	6,519	-12.6	22.9
日用品	13.9	-4.2	5.2	7.4	5,146	-6.5	11.6
中西药品	9.0	2.9	5.8	6.7	4,285	-2.3	3.8
通讯器材	8.5	-3.6	5.8	7.3	4,181	-1.2	10.9
烟酒	7.4	-14.0	-3.1	2.6	3,075	-4.8	16.6
文化办公用品	3.3	-3.4	1.6	4.5	2,678	1.2	7.9
化妆品	12.6	-13.2	-0.2	5.9	2,569	-6.7	19.1
饮料	10.4	4.1	10.5	12.8	1,844	2.4	8.7
金银珠宝	0.4	-37.7	-23.6	-9.8	1,834	-10.2	27.9
建筑及装潢材料	2.8	-23.9	-11.0	-6.2	1,329	-9.0	17.7
家具	5.1	-29.3	-14.1	-8.7	1,244	-13.8	20.6

资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券
*图表按 2020 年前十个月（10M20）零售额降序排列；

■ **后疫情时代消费复苏仍面临诸多挑战**

我们预计消费复苏将是明年支撑经济增长的重要因素，伴随低基数、扩内需政策等因素的推动，预计全年社零同比增长 13%。然而疫情后，消费的全面恢复仍面临一些挑战，主要是因为接触式、聚集式的消费行为在疫苗上市普及、疫情结束之前，恐怕难以完全放开。因此线下服务型消费，如餐饮、旅游、休闲等，抛开低基数效应外，仍需要一段时间才能恢复到疫情前的正常水平。此外，尽管今年三季度我们观测到就业先行指标趋势向好，疫情对于居民就业和收入的冲击余波可能会持续一段时间，且伴随着贫富差距拉大、消费不均衡等迹象。这些都将是十四五规划强调的"全面促进消费"所面临的挑战。

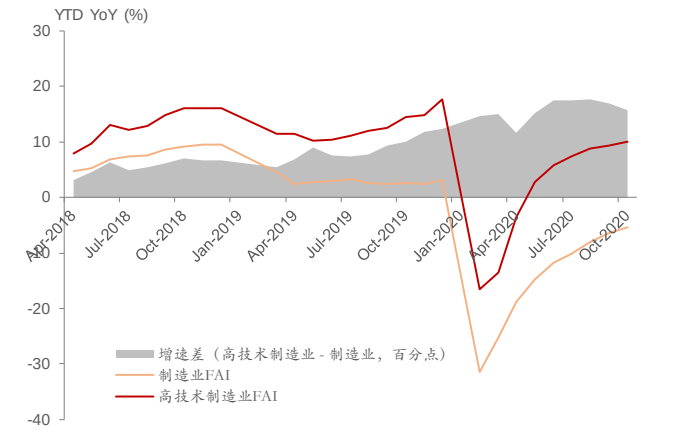
（二）消费：投资：制造业反弹空间较大，基建边际改善，房地产平稳回落

■ **制造业投资：预计低位反弹**

相较于基建和房地产，制造业投资在今年疫情后的复苏相对滞后。2020 年前十个月，制造业投资同比下降 5.3%。疫情后的反弹主要依靠高技术制造业（前十个月同比增长 10%），以医药制造业和受益于疫情期间线上办公需求井喷的计算机、通信、电子设备等行业为引领。分投资主体看，政府、国企主导的制造业投资反弹要显着快于民间制造业投资，这一方面可能也折射出中小型的制造业民企受到的疫情冲击更为持久。

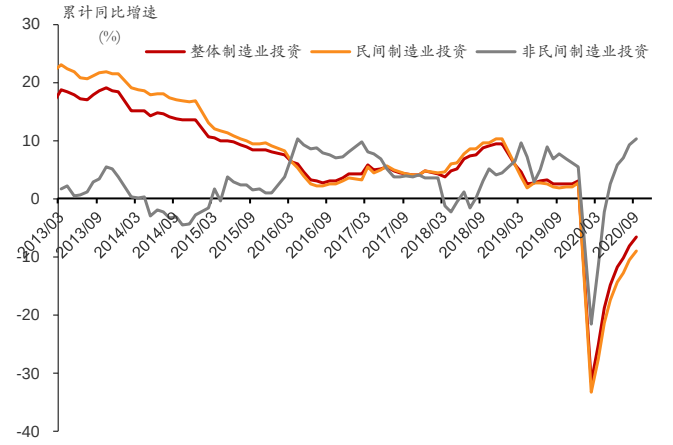
明年制造业投资料低位反弹，支撑因素包括，**1）**制造业利润的持续改善，需求端持续追赶和复苏，刺激企业新增投资；**2）**全球经济和外需回暖，带动出口需求增长；**3）**十四五规划引领下，先进制造业和战略性新兴产业持续发力；**4）**金融支持更趋完善。今年前三季度制造业新增的中长期贷款为 9675 亿元，同比多增了 6362 亿元。9 月末，制造业中长期贷款的余额增长 30.5%，比去年末提升 15.7 个百分点。

图 20：高技术制造业投资领跑，传统制造业投资在追赶



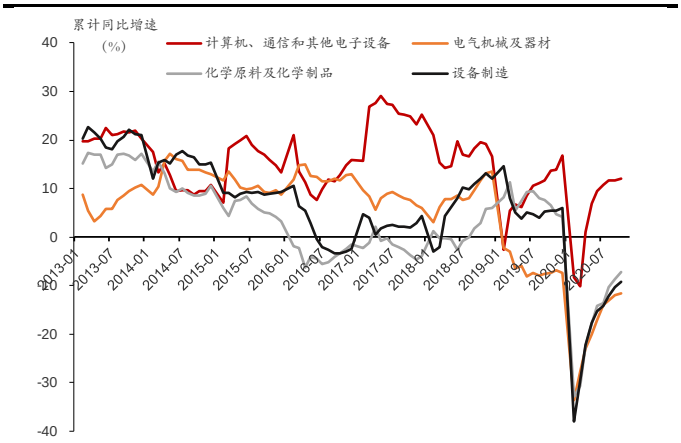
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 21：疫情后制造业投资可能主要靠政府和国企拉动



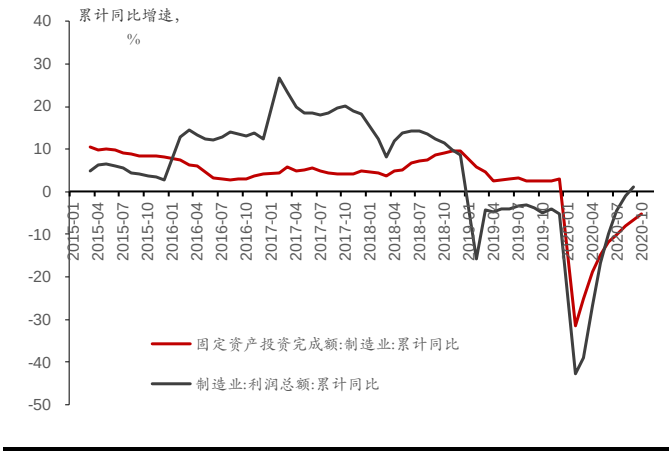
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券预测

图 22：机械、设备、化学原料等行业制造业投资增速存在反弹空间



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 23：疫情后制造业利润强势改善，将持续拉动投资



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券测算

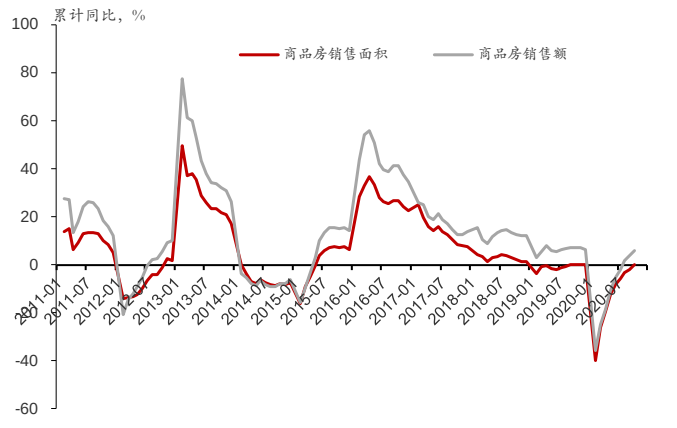
■ **房地产投资：温和降温**

楼市调控力度不减，房企融资监管趋紧。十四五规划建议再次重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展”的表述，提出“金融、房地产同实体经济均衡发展”的目标。回顾 2020 年，即便疫情对房地产市场和整体经济短期冲击较大，但楼市调控政策仍然保持着相当强的定力，通过完善因城施策，限购、限贷、限价、限售等长效机制 ，抑制热点城市房价升温。8 月底提出房地产企业的资金监测和融资管理新规（包括“三道红线”），约束房企过速发展，稳预期。“三道红线”公布后，土地市场迅速转冷，观望气氛占主导。

我们预计明年房地产投资增速下滑至 4.5%左右。其中，我们判断土地购置费支出放缓，由于房地产企业受到更严格的资金和融资约束，拍地行为趋于理性。而建安及设备支出也较今年略有放缓，归因于房屋销售和新开工面积增速趋缓。

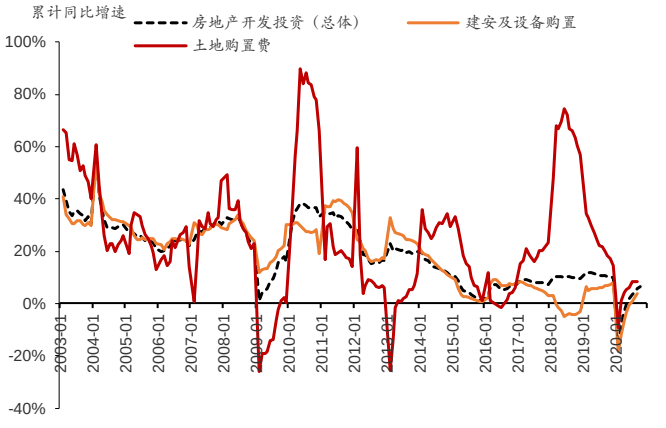
边际提振的因素包括，1）户籍制度改革，加快农业转移人口市民化的过程中，创造的新住房需求；2）老旧小区改造和城市空间布局调整蕴含的投资增量。

图 24：预计 2021 年商品房销售面积增速 -1%



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 25：预计明年土地购置和建安投资均边际放缓



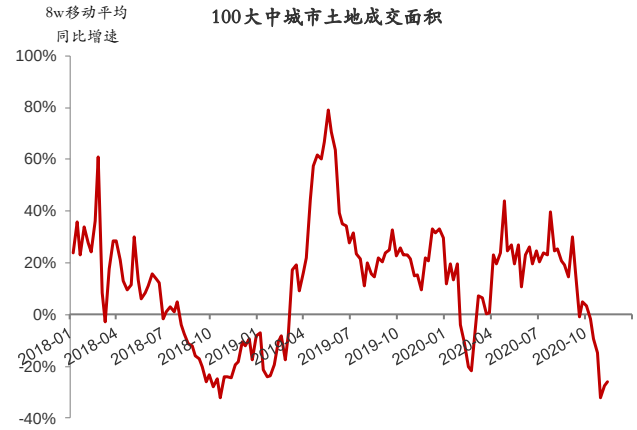
资料来源：万得，招银国际证券预测

图 26：新开工面积增长趋缓，建安投资料受制约



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 27：房企融资新规公布后，土地市场观望转冷



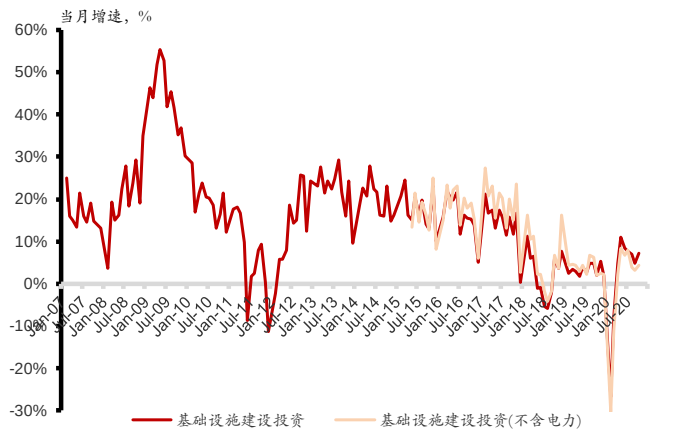
资料来源：万得，招银国际证券

■ **基建投资：温和加速**

我们预计基建投资温和加速至 6-8%，部分考虑到今年因疫情和灾害天气停工造成的低基数效应。作为补短板和政府撬动投资的抓手，基建在畅通内循环中将持续发挥引领作用。十四五规划建议再次强调“两新一重”，即“推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设”。未来几年，城乡区域协调发展、推动绿色低碳发展等长期战略的推进也将给基建投资带来新的增量机会。

地方政府专项债发行料有所回落，提高使用效率是关键。2020 年为应对突发疫情，中央安排新增 3.75 万亿地方政府专项债作为对冲工具。2021 年，专项债发行将逐渐回归常态。但考虑到政府投资的撬动作用，以及疫情后政策的连贯性，我们预计 2021 年地方政府专项债新增发行的额度仍会维持在 3 万亿左右。

图 28：基建投资增速企稳



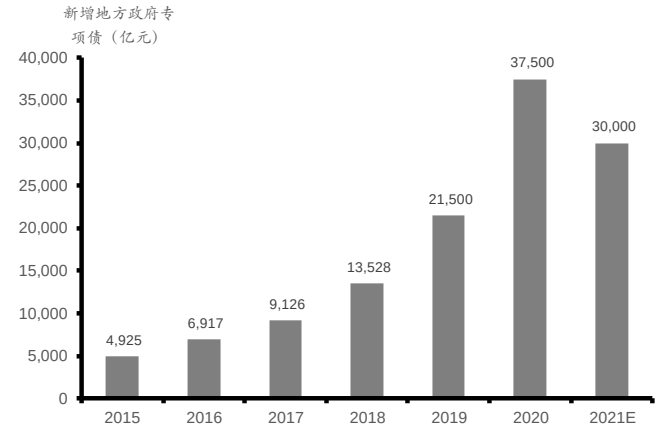
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券预测

图 29：今年电力热力投资增长势头迅猛



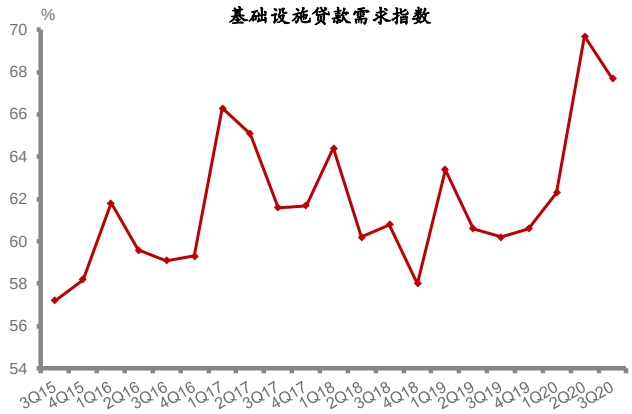
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 30：预计 2021 年地方政府专项债新增发行 3 万亿



资料来源：财政部，万得，招银国际证券预测

图 31：银行家问卷调查显示基础设施贷款需求处于高位



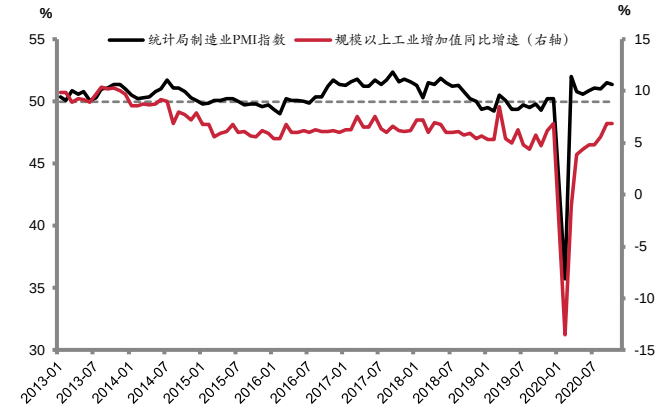
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

（三）总供给：生产持续复苏

自疫情后，工业生产稳步复苏。随着疫情后生产的重启，制造业产出增速逐月攀升，至三季度末已基本回到疫情前的增速水平（9、10 月份均录得 6.9%同比增速）。医药制造业以及计算机、通信和电子设备行业产出较有韧性，得益于疫情期间对于医疗医药用品和网上办公设备需求的爆发。以这两个行业为代表的高技术产业率先引领制造业恢复。进入二、三季度后，随着需求端逐步恢复，中下游和传统制造业的生产也得到提振，产出规模逐月加速。其中，汽车制造业表现亮眼，累计增速由一季度的同比下滑 26%反弹至前十个月同比增长 5.6%。

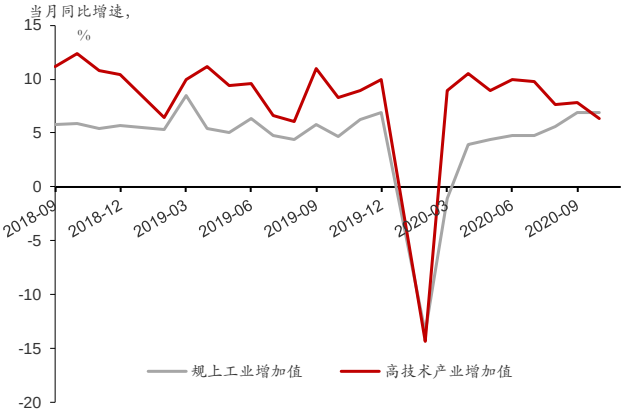
预计 2021 年工业生产将持续复苏态势，得益于 1）总需求反弹的带动；2）制造业利润和经营状况的持续改善；3）打造新兴产业，推动产业链优化升级的政策支持；4）全球经济复苏，出口需求重振。

图 32：工业生产料持续恢复



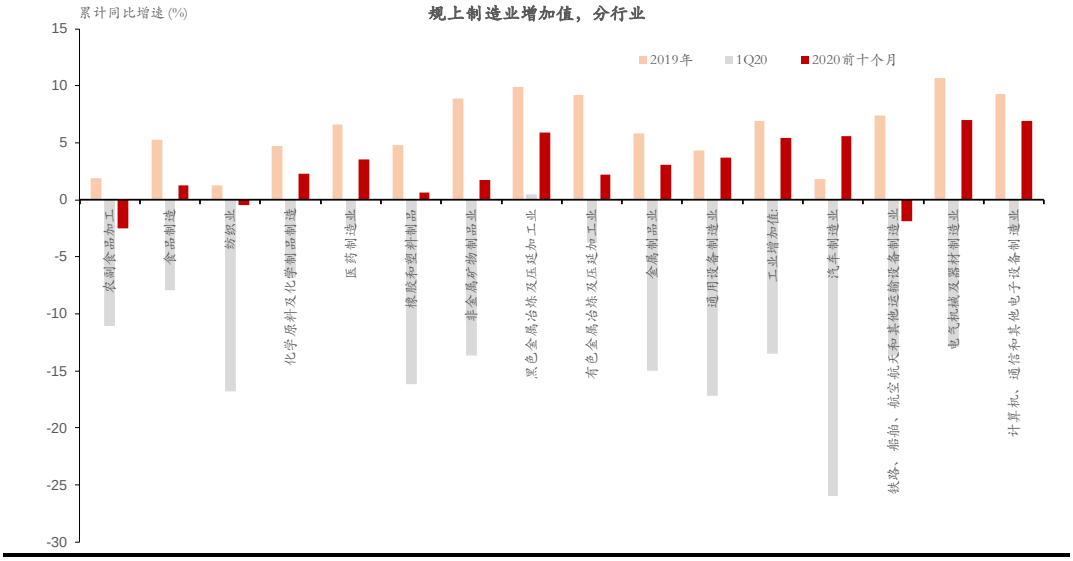
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 33：高技术产业率先引领制造业复苏



资料来源：国家统计局，招银国际证券

图 34：分行业规模以上制造业累计同比增速



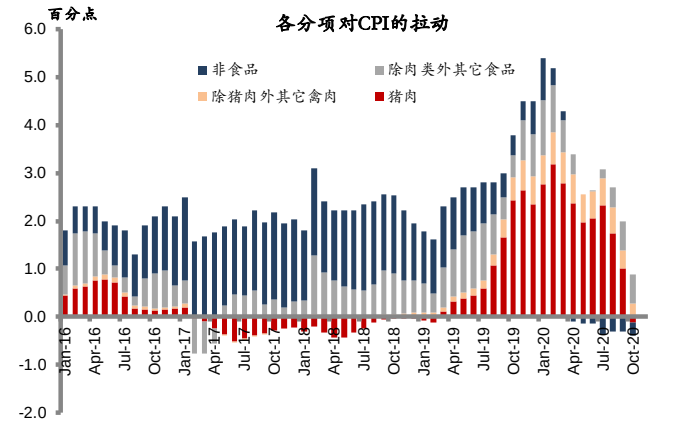
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

（四）通胀：CPI 回落，PPI 转正

■ **CPI：食品价格回落，非食品温和上行**

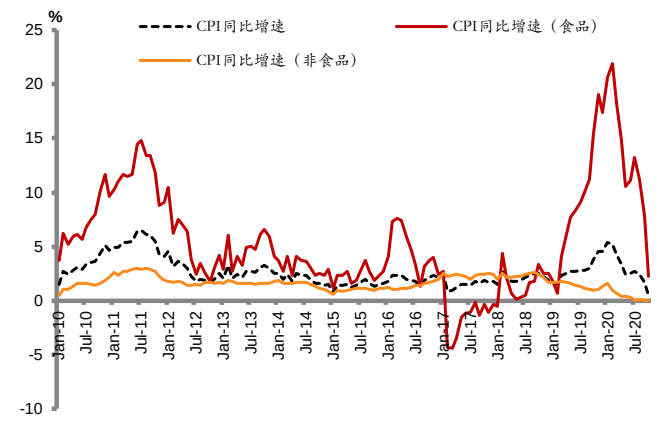
我们预计全年 CPI 增长 1.3%，较 2020E 的 2.8%显着回落。主要归因于供需平衡后猪肉价格的回归，带动食品价格增速回到 1.5%左右的温和区间（2020 年预计食品价格平均涨幅超过 11%）。非食品价格在内需逐步提振、石油价格温和复苏的带动下，预计能实现 1%以上的增速（今年非食品价格预计仅增长 0.5%）。从全年的走势看，由于基数效应的扰动，预计明年 CPI 先高后低。

图 35：猪肉对 CPI 的扰动随着供需改善逐渐消退



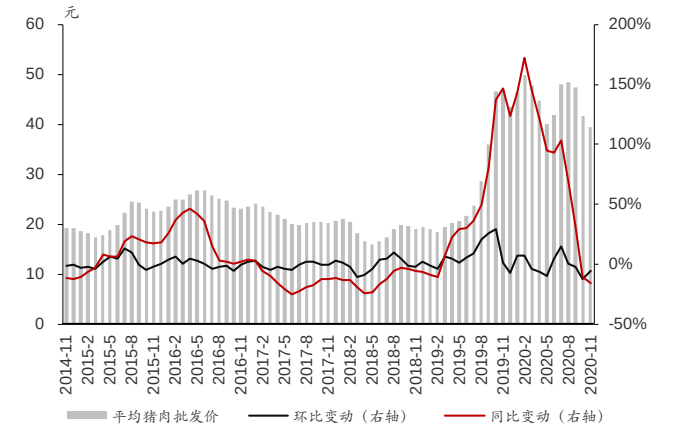
资料来源：农业农村部，万得，招银国际证券

图 36：食品价格下行，非食品价格料得到提振



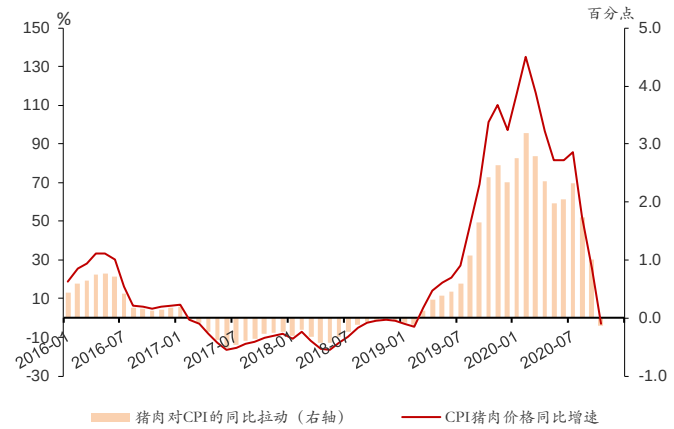
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 37：猪肉价格高位回落，2020 年 10 月始录得负增长



资料来源：农业农村部，万得，招银国际证券

图 38：猪肉价格对 CPI 同比增速的拉动已转负

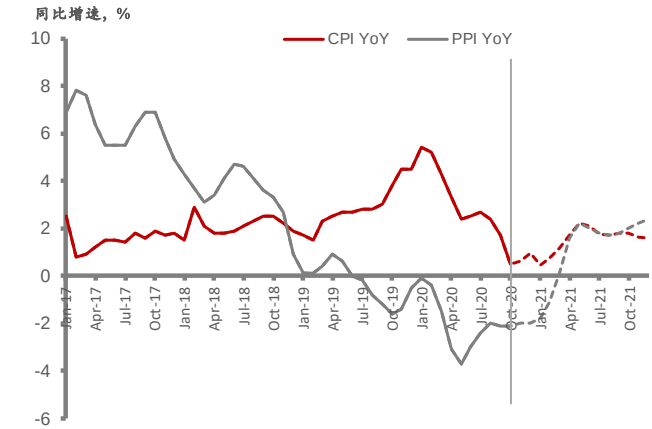


资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

■ **PPI 预计最快于明年一季度末同比增速转正**

我们预计明年 PPI 增速将上行至 1.2%左右，从时点上判断，预计最快于 3 月份同比增速转正。主要归因于 1）需求和供给同步复苏的提振效应；2）油价温和复苏，带动石油相关行业及工业品价格上行（IMF 预计 2021 年油价在 40-50 美元/桶，在疫情后对石油的需求缓慢复苏，但不会大幅反弹）；3）低基数的影响（预计 2020 年 PPI 增速为-2.0%）。

图 39：2021 年 CPI 和 PPI 趋势预测

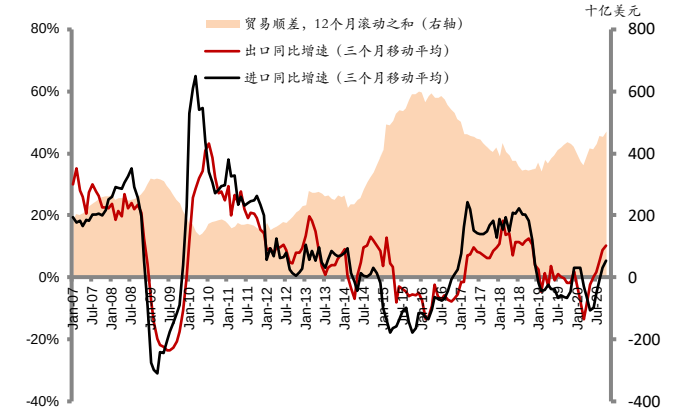


资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券预测

（五）进出口：自低位反弹

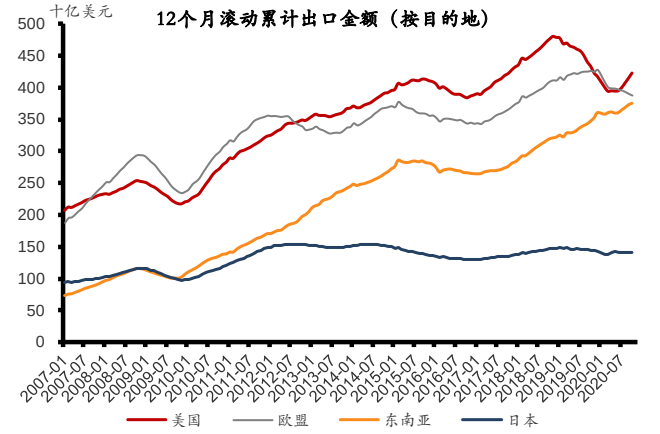
我们预计明年进出口增速分别由今年的-1.1%/2.0%反弹至 10%/8%。出口的提振因素包括：全球经济共同复苏、外需反弹，中美贸易关系的阶段性缓和，包括美国在内的主要经济体消费需求回暖等。进口扩张则受益于油价温和回升，中国扩大进口的各项政策以及中美第一阶段经贸协议持续推进。**RCEP 协议签署将提振进出口。**中美关税摩擦、全球贸易保护盛行，叠加今年疫情导致世界各主要经济体的停摆，使得 RCEP 国家在中国进出口中扮演了更为重要的角色。2020 年前十个月，RCEP 成员国在中国出口和进口中的占比达到 27.1%和 37.8%。RCEP 协议的签订，将巩固中国与 RCEP 成员国的经贸往来，提振进出口增速。

图 40：进出口自疫情后稳步反弹



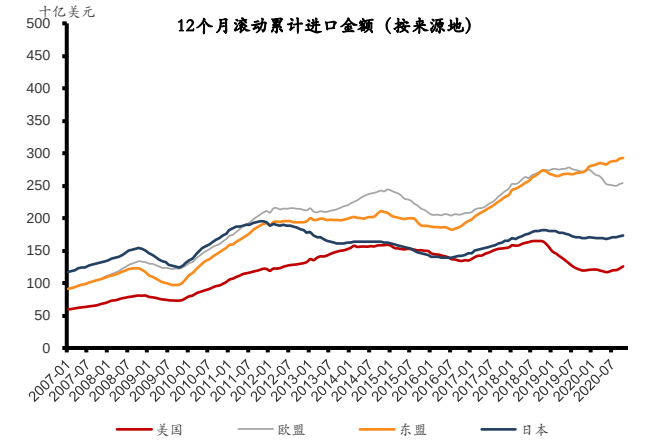
资料来源：海关总署，万得，招银国际证券

图 41：对美出口反弹快于欧盟；对东盟出口有韧性



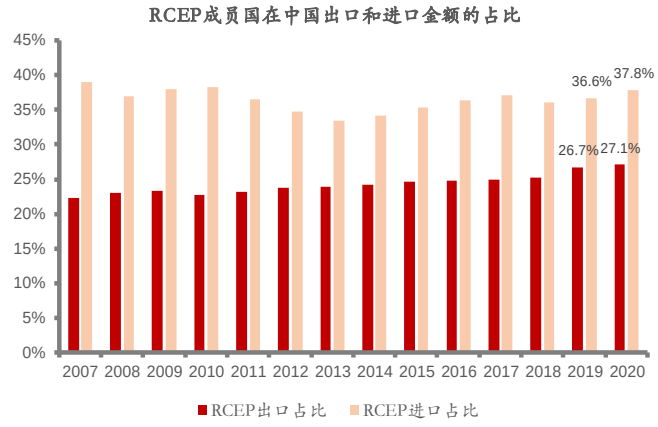
资料来源：海关总署，万得，招银国际证券

图 42：自欧盟进口恢复亦滞后



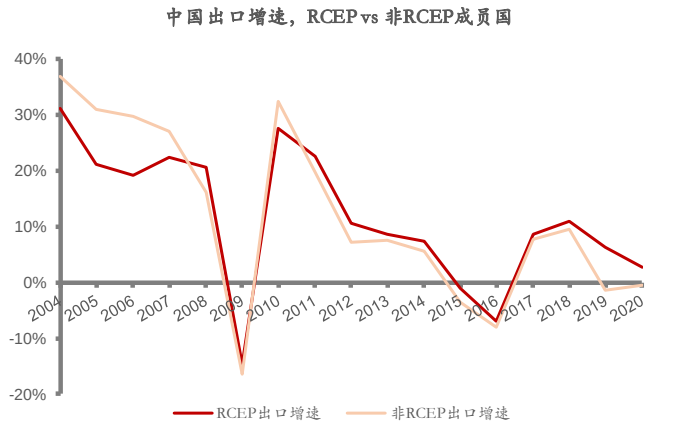
资料来源：海关总署，万得，招银国际证券

图 43：RCEP 成员国在中国出口和进口中的占比



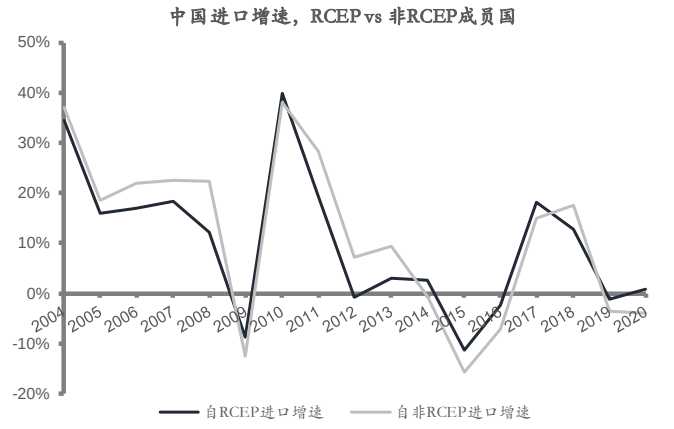
资料来源：海关总署，万得，招银国际证券
*2020 年数据截至前十个月

图 44：自 2019 年起，中国至 RCEP 成员国的出口增速跑赢非 RCEP 成员国



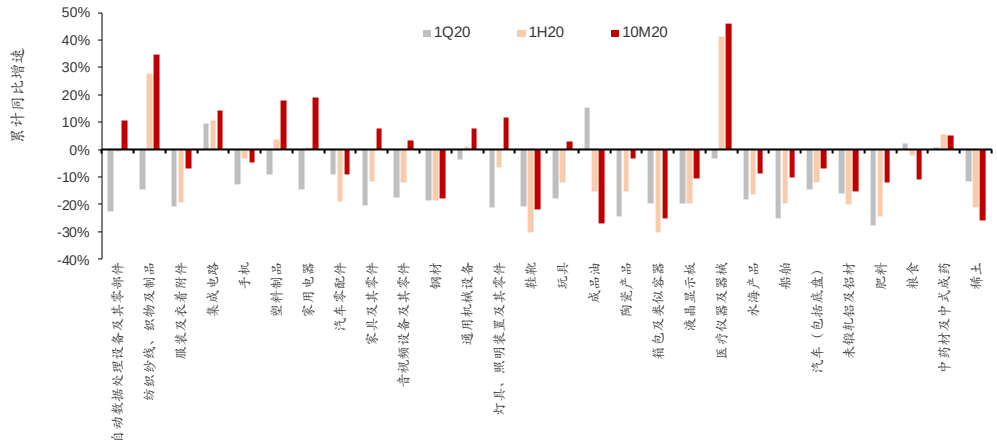
资料来源：海关总署，万得，招银国际证券
*2020 年数据截至前十个月

图 45：自疫情以来，中国自 RCEP 成员国的进口增速领先非 RCEP 成员国



资料来源：海关总署，万得，招银国际证券
*2020 年数据截至前十个月

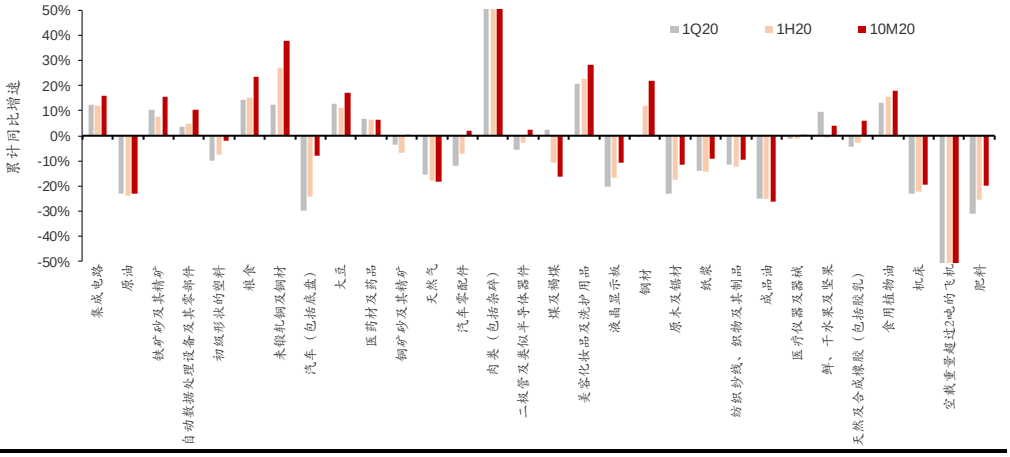
图 46：中国出口商品增速于疫情后稳步改善



资料来源：海关总署，万得，招银国际证券

*商品按 2020 年前十个月出口金额排序

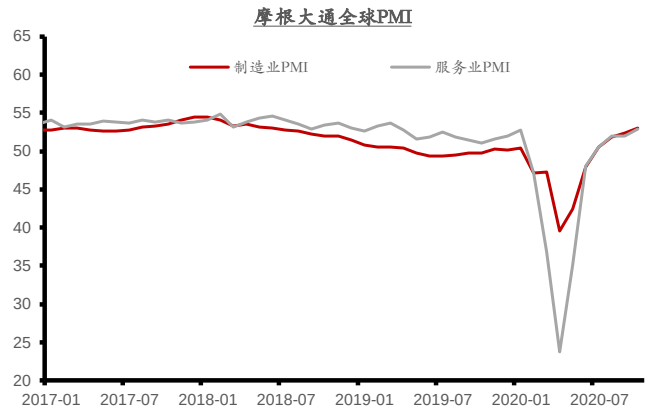
图 47：随着内需改善和海外供给恢复，中国进口商品增速亦逐渐回暖



资料来源：海关总署，万得，招银国际证券

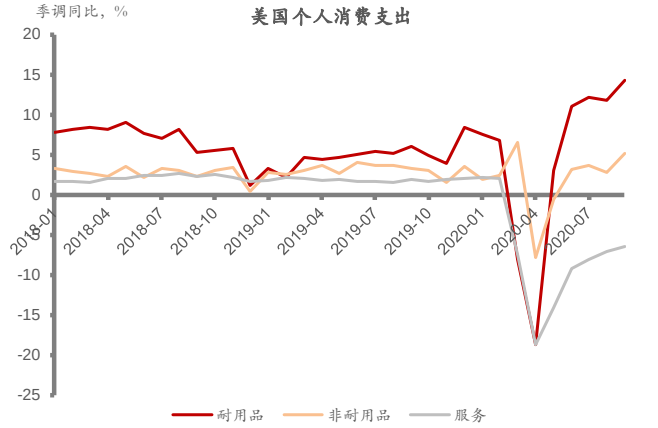
*肉类进口增速超过 50%，空载重量超过 2 吨的飞机进口降幅高于 50%

图 48：中国进出口增长将受益于全球供需回暖



资料来源：万得，招银国际证券

图 49：…以及美国个人消费支出的反弹



资料来源：BEA，招银国际证券

（六）人民币：总体偏强

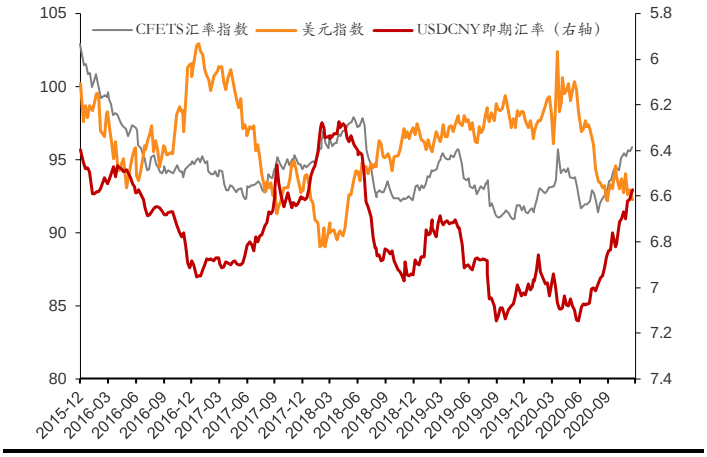
■ **基本面支撑偏强的汇率**

基本面因素决定人民币相对于美元偏强的走势。得益于疫情的有效控制，中国经济的复苏先于美国和主要欧洲国家；而从货币政策层面，相较于美联储开启新一轮宽松，中国当前的货币政策操作逐渐趋于正常化，进一步拉大中美利差。当前，中美十年期国债利差接近240bp，处于历史高位，未来随着美国经济复苏，利差有可能缩窄，但预计 2021 年仍处于较阔的范围（100-200bp）。

过快升值不可期。中央在十四五规划建议中明确"稳慎推进人民币国际化"的基调，其中"稳慎"两字体现出监管层在推进金融双向开放过程中或将采用的节奏和对于市场波动（尤其是人民币单边升值）的忍耐度。结合央行在 10 月长假后为应对人民币短期迅速升值下调风险准备金率的举措，我们认为央行有一系列政策工具，用市场化的方式引导预期，对外汇市场波动进行逆周期调节，从而"保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定"。

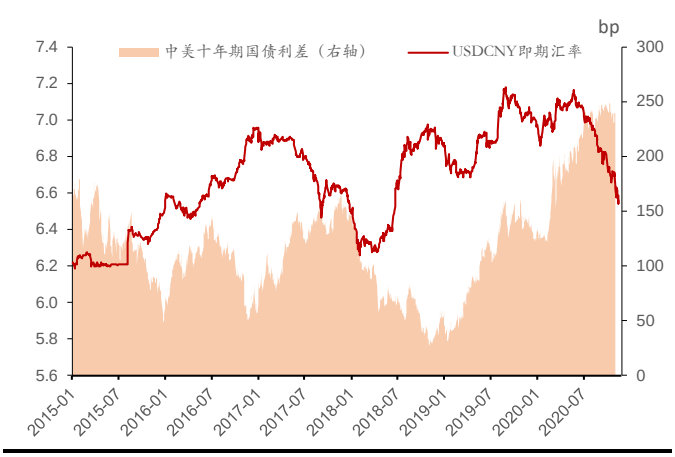
我们预计 2021 年人民币总体呈稳步升值态势，弹性波动范围或增大，2021 年底 USDCNY 预测值为 6.50。

图 50：伴随美元下行，人民币自今年 6 月开启上行周期



资料来源：彭博，万得，招银国际证券

图 51：中美十年期国债利差处于历史高位



资料来源：彭博，招银国际证券

■ **中美关系仍是最大扰动因素**

拜登获选短期提振人民币，但中美长期竞合关系并未改变。拜登当选美国总统，中美经贸关系尤其是在关税问题上预计得到阶段性缓和，短期内提振人民币走势。但是据此判断人民币相对美元开启上行周期或许尚早。拜登上任后，或通过重新团结美国同盟，以外交化和正常化的方式施压中国，使得中美之间长期的竞合关系复杂化，扰动人民币走势。

此外，拜登就任后，若能充分贯彻其在竞选阶段许诺的经济政策，如增加政府支出、扩大就业等，将使美国经济驶入更快的复苏通道，提振美元。

后疫情时代政策展望

（一）货币政策：稳妥推进正常化

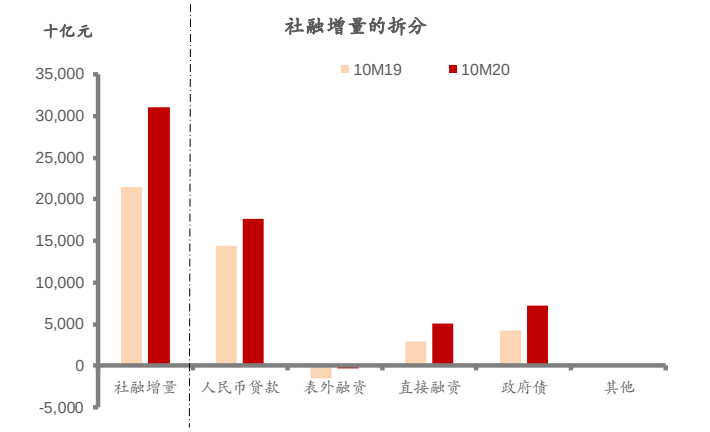
■ **货币政策正常化稳妥推进**

考虑到经济复苏仍面临根基不够稳固、结构不平衡、中小企业和银行经营压力较大等挑战，货币政策收紧应逐步稳妥推进。我们认为明年“稳信用”是货币政策的重要基调之一。政策工具方面，更多将依托结构性工具，促进金融与实体经济的协调发展。

■ **预计 M2、信贷、社融增速自高位放缓**

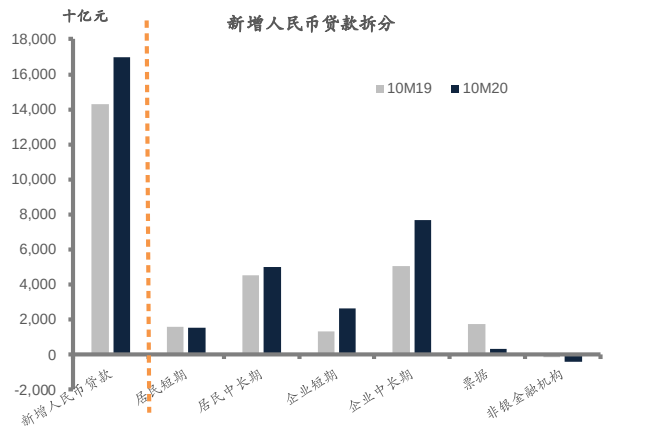
当前实体经济融资需求较强，我们预计企业中长期贷款明年上半年仍将维持较强增长。基于房地产销售难见起色，居民贷款预计大致保持平稳。社融增量今年受到表内信贷、直接融资和政府债三大助推，明年预计随着疫情期间特别财政工具退坡，政府债势头料减弱。我们预测 2021 年 M2、信贷和社融增速分别为 9.2%，11.2%和 11.4%，较今年高位放缓。

图 52：2020 年社融增长主要由表内信贷、直接融资和政府债券拉动



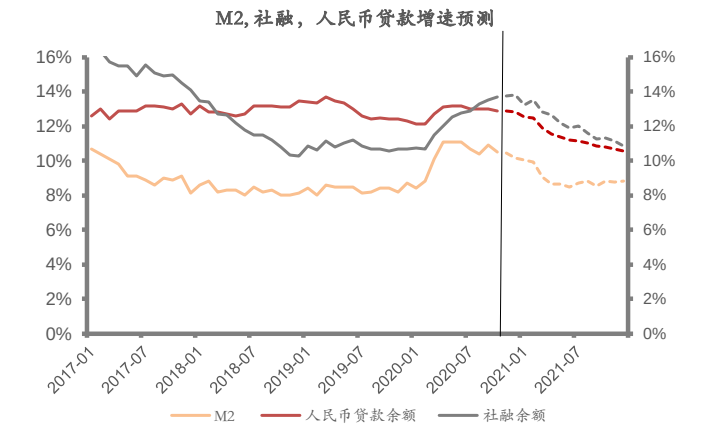
资料来源：中国人民银行，招银国际证券

图 53：2020 年信贷投放增量主要来自对实体经济的中长期贷款显着增加



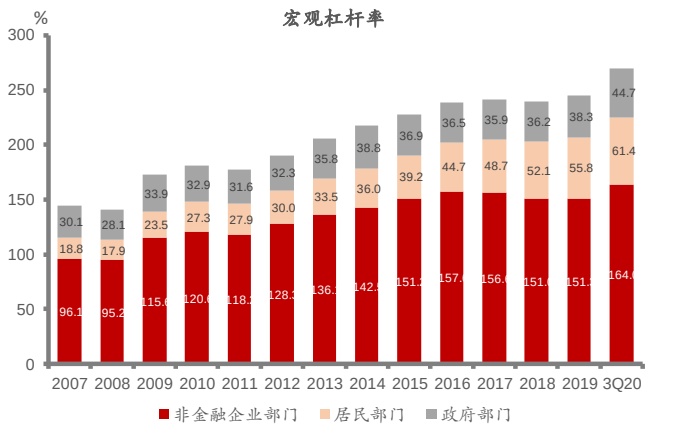
资料来源：中国人民银行，招银国际证券

图 54：2021 年货币、信贷、社融增速预测



资料来源：中国人民银行，招银国际证券预测

图 55：宏观杠杆率明年料趋于平稳



资料来源：CNBS，招银国际证券

（二）财政政策：趋于正常化，支持力度边际减弱

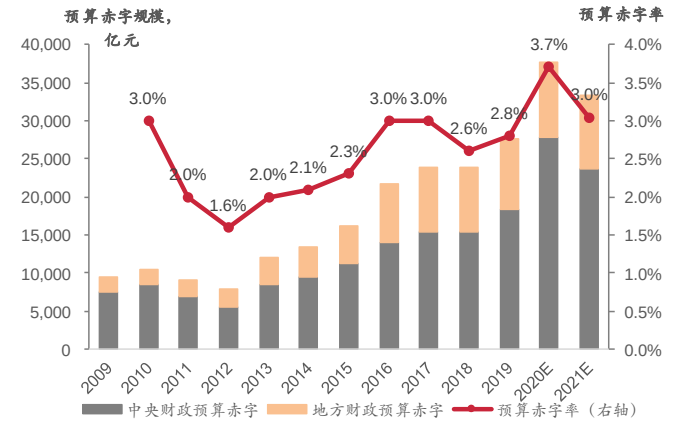
■ **我们认为预算内安排赤字率仍维持在 3.0%甚至以上**

今年由于加大抗疫专项支出和“六保”转移支付，赤字率预计达到 3.7%（年初政府工作报告指出“赤字率按 3.6%以上安排”）。随着疫情得到有效控制，经济稳步复苏，我们预计明年的财政刺激会边际减退，但退坡力度不会太大，以保证对实体经济的支持。我们预计预算内安排赤字率仍维持在 3%以上，实际广义赤字率由今年的 8.7%左右降至 6.8%。减税降费规模预计边际减弱，平稳过渡（今年前三季度全国新增减税降费超过 2 万亿元），但是结构性减税降费的延续对于实体经济特别是中小微企业脱困仍非常重要。

■ **地方政府专项债新增发行减少；强化管理，提升市场化水平**

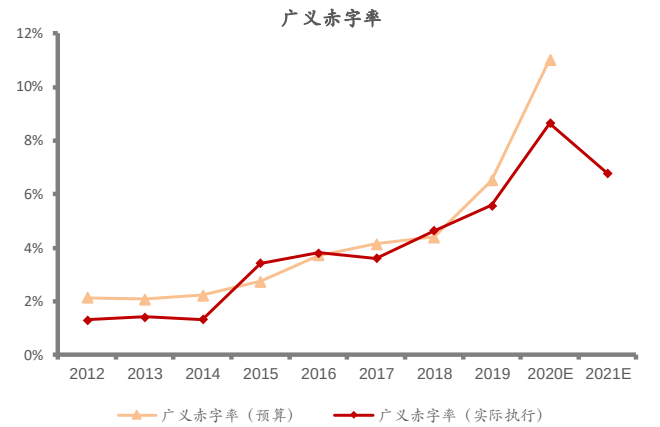
作为应对疫情冲击的主要工具，2020 年安排发行 1 万亿抗疫特别国债，新增 3.75 万亿地方政府专项债。随着疫情后经济逐步企稳，专项债规模难以维持高增长，我们预计 2021 年地方政府专项债新增规模在 3 万亿左右。财政部今年 11 月发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，就专项债发行期限、对接项目落地情况、监控资金使用情况等作出常态化安排，提升地方政府专项债的市场化程度。

图 56：2021 年预算内安排赤字率预计降至 3.0%



资料来源：财政部，招银国际证券预测

图 57：预计广义赤字率明年下降至 6.8%左右



资料来源：财政部，招银国际证券预测

主要下行风险

1） 国内政策收紧过快，或市场感知出现偏差；
2） 信用风险持续发酵，波及实体经济；
3） 海外第二波疫情显着拖累全球经济增速；
4） 中美关系恶化。

2020 年市场及策略回顾

策略师：苏沛丰, CFA – danielso@cmbi.com.hk

疫情爆发经济重挫，央行印钞股市 V 弹

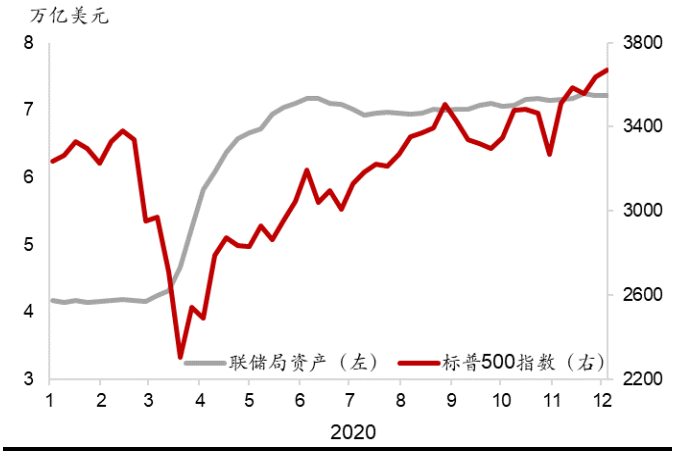
2020 年全球经济及金融市场一直受新形冠状病毒（COVID-19）影响。疫情于第一季爆发，各国的封城、封关、社交区隔等防疫政策，令经济重创，环球股市于 3 月份暴跌。各大中央银行急推货币宽松措施，主要包括减息和购买资产（量化宽松），成功稳住市场。环球经济于上半年深度衰退后，第三季开始反弹，虽然部份国家出现疫情第二／三／四波，但疫苗研发有进展，股市普遍继续反复向上。

环球股市：全线 V 形反弹，美股再创新高

年初至今，环球主要股市大多收复首季之失地，录得正回报，美股更再创历史新高，标普 500 指数由 3 月份低位反弹近 70%，年初至今升逾 10%。内地 A 股表现亦强劲，沪深 300 指数年初至今升逾 30%。香港股市表现较逊色，恒生指数和国企指数均微跌。

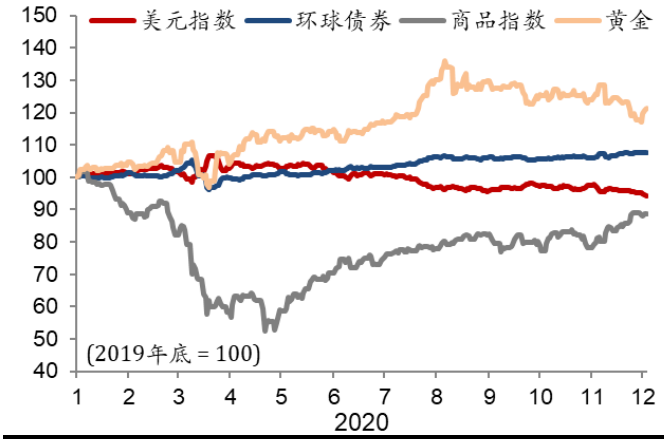
其他主要资产类别之表现亦随市场避险情绪变化：环球投资评级债券于 3 月份受惠避险资金流入，其后表现相对稳定；美元汇价先升后跌，3 月份因市场避险而升值，其后因联储局重推量宽，加上避险需求回落，美元指数跌至逾四年新低；金价于 3 月份受惠避险资金流入，其后避险需求虽回落，但环球主要央行大举印钞，供应有限的黄金发挥保值功能而创历史新高，高见 2,089 美元；油价暴跌，史无前例地跌至负数，纽约期油低见 -37 美元一桶，因市场忧虑过剩的供应缺乏足够储存空间。

图 58: 联储局 3 月宣布无限量宽，美股随即见底回升



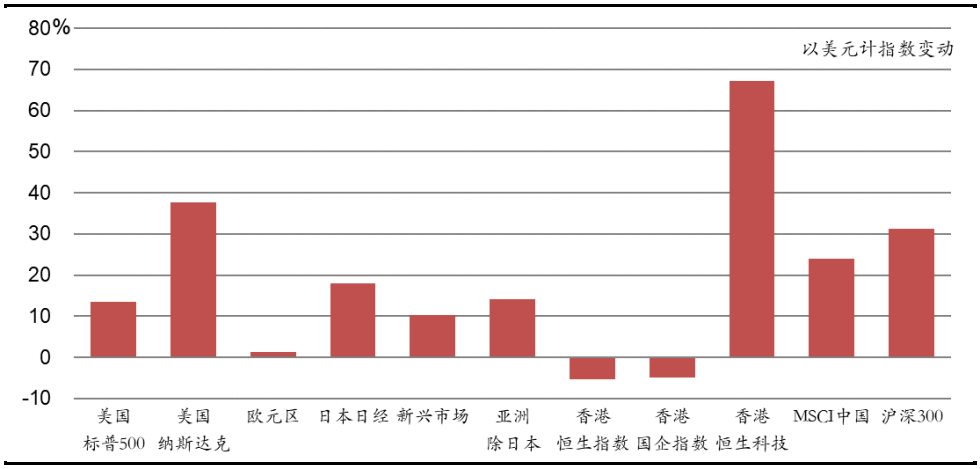
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 59: 各大资产类别随避险需求大幅波动



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 60: 2020 年环球主要股市指数表现



资料来源：彭博、招银国际证券研究

中国股市：A 股再次跑赢 H 股

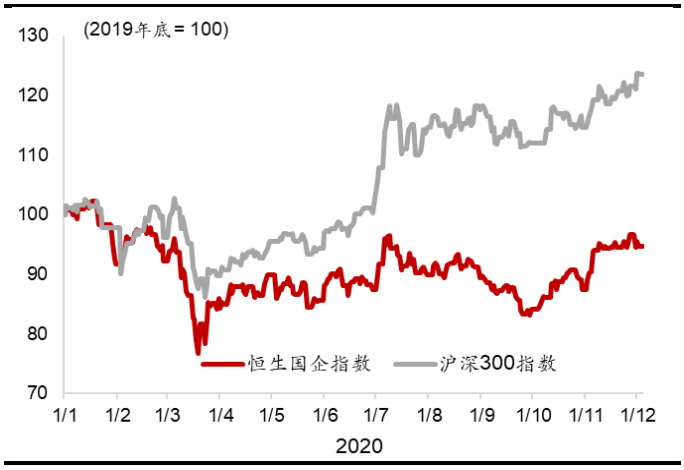
■ **内地疫情较早受控，A 股表现相对稳定**

疫情于 1 月份已在中国内地爆发，但内地采取严厉的封城防疫措施，疫情较早受控，经济于第二季已开始回稳，A 股之表现亦相对稳定，于 3 月份全球股灾时之跌幅较小，其后反弹力度亦胜 H 股。

■ **新经济股独领风骚**

按板块／行业分类，科技股为首之“新经济股”独领风骚，大幅跑赢周期性的旧经济股，因互联网企业某程度受惠“留家消费”／“在家办工”等疫情衍生的转变，反观旧经济股深受疫情和衰退所影响。今年面世、由 30 只成份股组成的恒生科技指数，年初至今大涨逾 6 成，表现远胜恒生指数。

图 61: A 股跑赢 H 股



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 62: 恒生科技指数大幅跑赢恒指



资料来源：彭博、招银国际证券研究

2020 年策略回顾

恒指和国指估值区间符合预期

招银国际证券研究于 2019 年 12 月 13 日发表的《2020 年策略报告》，于<港股展望>的部份对恒生指数和国企指数给予目标区间，其中指数因疫情的“黑天鹅”事件影响而偏离目标，但估值区间大致符合预期。

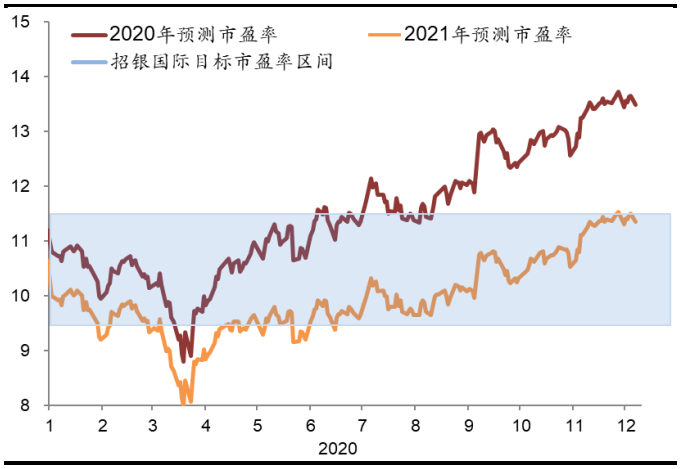
另外，我们于 2020 年 3 月 18 日发表的策略报告，指出“恒指估值已反映金融危机，再跌空间有限”，建议“长线投资者累积香港上市的股票”，结果恒指于翌日 3 月 19 日见底。

图 63：回顾 2020 年之恒指及国指预测

	《2020 年策略报告》预测	结果
恒指估值区间	**“2020 年预测市盈率 9.5 倍–11.4 倍”**	恒指于 3 月中在环球股灾中见底，2020 年预测市盈率**仅有 6 个交易日低于目标下限 9.5 倍**，其后市场渐将目光投放至 2021 年预测盈利，于年底之升浪中，**2021 年预测市盈率高见 11.5 倍，与目标上限 11.4 倍相若**。
恒指目标区间	**“恒指目标区间为 25,100–30,200”**	恒指于 **1 月底高见 29,175**，但因疫情爆发而见顶，在盈利预测被大幅削减下，恒指 **3 月中低见 21,139**。
国指估值区间	**“2020 年预测市盈率 7.8 倍–9.9 倍”**	国指于 3 月中在环球股灾中见底，2020 年预测市盈率**有 11 个交易日低于目标下限 7.8 倍**，其后于年底之升浪中，**2020 年预测市盈率高见 10.1 倍，与目标上限 9.9 倍相若**。
国指目标区间	**“国指目标区间为 10,200–13,100”**	国指于 **1 月底高见 11,502**，但因疫情爆发而见顶，在盈利预测被大幅削减下，国指 **3 月中低见 8,209**

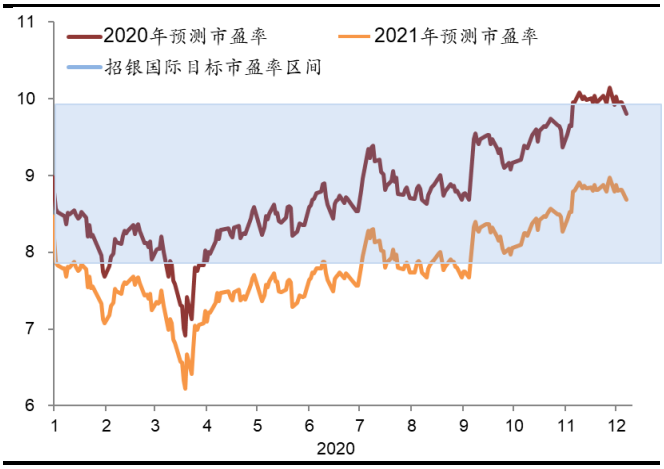
资料来源：招银国际证券研究

图 64: 恒指于 2020 年之预测市盈率波幅



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 65: 国指于 2020 年之预测市盈率波幅



资料来源：彭博、招银国际证券研究

2020 年首选股份一平均上涨 39.7%

招银国际于 2019 年 12 月 13 日发表的<2020 年策略报告>，首选了 14 只股份，自推介至今，股价平均上涨 39.7%，大幅跑赢主要指数。同期恒生指数跌 1.8%，国企指数跌 1.2%，MSCI 中国指数升 29.8%。

图 66：招银国际 2020 年首选股份表现回顾

股份	代码	推介时股价(当地货币)	最新收市价(当地货币)	股价变动(%)	期内最高价(当地货币)	期内最高升幅(%)
舜宇光学	2382 HK	144.00	157.50	9.4	167.00	16.0
拼多多	PDD US	38.60	161.50	318.4	161.50	318.4
平安银行	000001 CH	15.67	19.05	21.6	20.88	33.2
中国太保	2601 HK	29.70	30.45	2.5	32.50	9.4
中信证券	6030 HK	15.52	17.36	11.9	21.45	38.2
三一重工	600031 CH	15.92	31.59	98.4	32.84	106.3
美的集团	000333 CH	57.67	86.62	50.2	95.32	65.3
希望教育	1765 HK	1.46	2.06	41.1	2.93	100.7
中国奥园	3883 HK	11.86	7.46	-37.1	13.12	10.6
弘阳地产	1996 HK	2.57	2.65	3.1	3.04	18.3
雅生活服务	3319 HK	25.95	31.30	20.6	48.55	87.1
蒙牛乳业	2319 HK	31.10	43.20	38.9	43.40	39.5
东方航空	670 HK	4.07	3.60	-11.5	4.50	10.6
吉祥航空	603885 CH	13.32	11.75	-11.8	15.70	17.9
平均				39.7		62.2
恒生指数		26,994	26,503	-1.8	29,175	8.1
国企指数		10,615	10,488	-1.2	11,502	8.4
MSCI 中国		81.8	106.2	29.8	110.6	35.2

资料来源：彭博、招银国际证券研究，截至 2020 年 12 月 9 日

2021 年港股展望

策略师：苏沛丰, CFA – danielso@cmbi.com.hk

价值股中期补涨，增长股长线领涨

摘要:

■ **新冠疫苗频传好消息，环球经济复苏预期增**

新冠病毒之疫苗研发于今年 11 月频传好消息，一般相信，2021 上半年可以在全球较广泛地应用，为环球经济复苏注下强心针。市场已对 2021 年复苏有相当憧憬，这从几个周期性指标可见一斑，通胀预期亦随经济复苏的预期回升，尤其是在环球主要央行之积极货币宽松政策支持下。企业盈利亦料随经济复苏，市场估计 2021 年美股、A 股和港股盈利皆增长近 20%。

■ **人民币偏强，利好港股盈利和估值**

2021 年人民币汇率料总体偏强，呈稳步升值态势，这一般有利港股／H 股之盈利，亦通常有助推升港股／H 股估值。往绩显示，人民币强弱与港股／H 股之估值多数呈正向关系。

■ **AH 股差价扩阔，港股具估值优势**

A 股相对 H 股之溢价升至逾 40%，创十年新高。当 A 股溢价偏高（约于 25%以上），经港股通南下净买入资金倾向增加，有助 H 股表现。另外，A 股溢价较高时，其后 3 个月 H 股跑赢 A 股的机会亦稍为增加。

■ **指数目标：恒指 23,600 – 30,000，国指 9,200 – 12,000**

我们以市盈率作为恒生指数和国企指数之估值方法，采用 2021 和 2022 年度预测盈利之平均数作基准，以反映市场将聚焦于疫情过后盈利正常化的预期。恒指之目标市盈率为 10 倍–12.7 倍，得出之目标区间约为 23,600–30,000，相当于较现水平有最多 13%潜在升幅。国企指数目标市盈率为 7.7 倍–10.0 倍，国指目标区间为 9,200–12,000，相当于较现水平有最多 14%潜在升幅。

■ **板块轮动：上半年价值股料回升**

估计 2021 上半年价值股较大机会跑赢，因在经济衰退过后、复苏的初期，周期性的价值股之反弹幅度通常大于增长股。唯须注意股市之反弹倾向于经济复苏之第四季左右失去动力，意味 2021 年第二季或有较大回调压力。当经济增长回复较正常水平，相信投资者仍会偏好增长潜力较高的股份，尤其是具长线结构性增长概念的行业，例如互联网和消费品龙头企业，可把握阶段性回调的机会重新布局增长股。

新冠疫苗频传好消息，环球经济复苏预期增

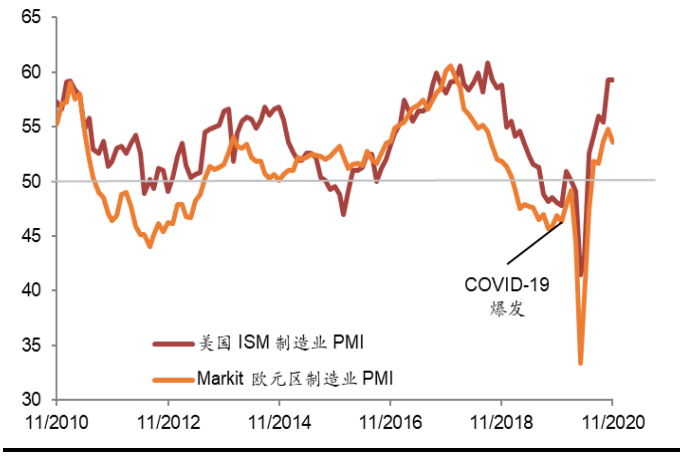
新冠病毒（COVID-19）在 2020 年首季于全球爆发，截至 11 月底，全球有逾 6,350 万宗新冠病毒确诊，累计死亡逾 147 万人。疫情于多国仍未受控，包括部份主要经济体如美国和英国，因此疫苗何时能获广泛应用将是控制疫情和经济复苏的关键。

多国自疫情爆发后便赶紧研发疫苗，并于 11 月传来多个令人鼓舞的消息，主要包括：美国药厂 Pfizer 和德国 BioNTech 研制成的新冠疫苗有效率高达 90%；美国药厂 Moderna 研发之疫苗有效率达 94%；英国药厂 AstraZeneca 和牛津大学合作研发的疫苗有效率约 90%（另一测试指有效率 62%，现有待更多测试）；中国国药集团已向国家药监局提交了新冠疫苗上市申请，明年产能预计达到 10 亿剂以上。一般相信，2020 年底前将有首批疫苗可获注射，2021 上半年可获较广泛应用。

领先指标预示经济和通胀回升

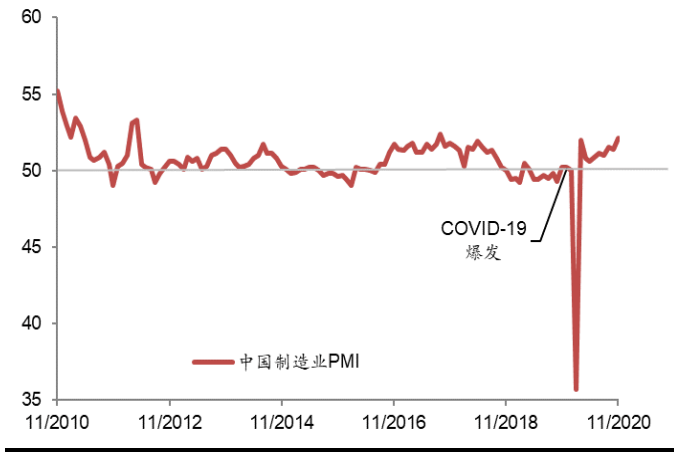
疫苗好消息无疑为环球经济复苏注下强心针，而就算未有疫苗，市场已对 2021 年复苏有相当憧憬，这从几个周期性指标可见一斑，例如主要的经济领先指针 - 制造业采购经理指数（PMI）- 在欧美于 6-7 月已重上 50 以上扩张区；疫情较早出现亦较早受控的中国之制造业 PMI 更早于 3 月已回升至 50 以上；对经济周期甚敏感的“铜博士”铜价已较 3 月份底位反弹逾 5 成，远超疫情前水平，并创逾 6 年新高；对环球贸易敏感的中国出口集装箱运价指数同样反弹至逾 6 年新高。

图 67: 欧美制造业 PMI 于 4 月份见底



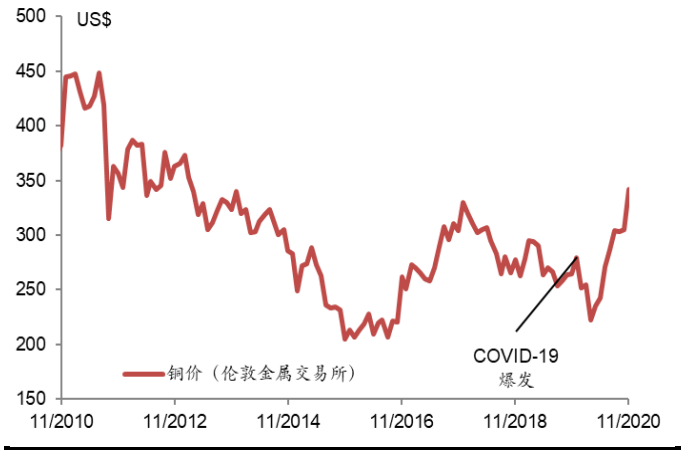
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 68: 中国官方制造业 PMI 仅曾于 2 月份跌穿 50



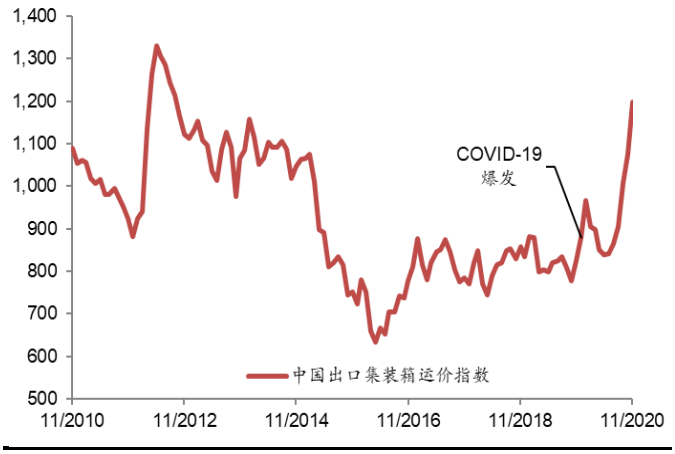
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 69: 铜价低位反弹逾半，创逾 6 年新高



资料来源：彭博、招银国际证券研究

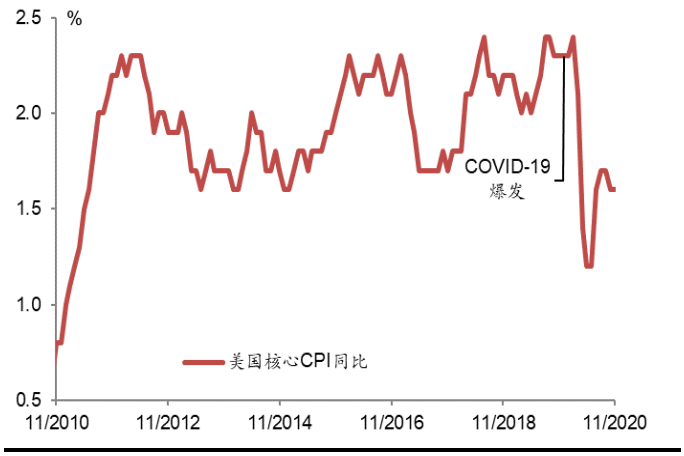
图 70: 中国出口集装箱运价指数创逾 6 年新高



资料来源：彭博、招银国际证券研究

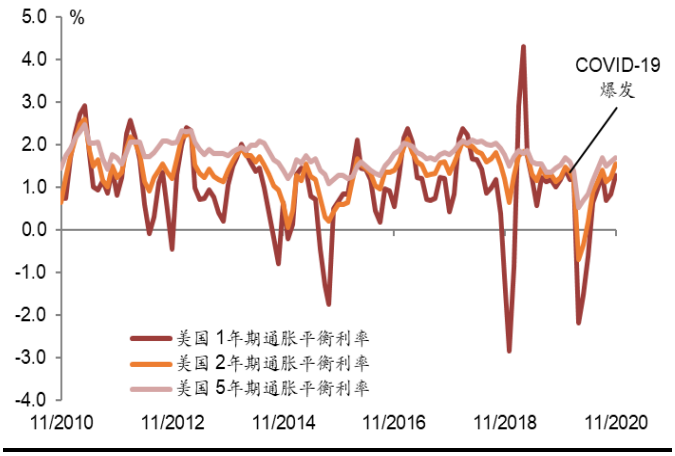
通胀预期亦随经济复苏的预期回升，尤其是在环球主要央行之积极货币宽松政策支持下。美国核心 CPI 通胀于疫情后急跌至 1.2%，最新反弹至 1.6%，仍低于联储局的 2%目标（联储局偏好的通胀指标 — 核心个人消费开支指数同比 — 更仅得 1.4%。）不过，联储局、欧洲央行、英伦银行、日本央行均于 2020 年 3 月重启或加大量化宽松（购买资产计划），不单有助经济回稳、股市急弹，亦令通胀预期回升（例如美国通胀平衡利率（breakeven rates）所反映）。

图 71: 美国核心通胀被疫情拖低至目标 2%以下，但...



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 72: 通胀预期已回升至疫情前水平



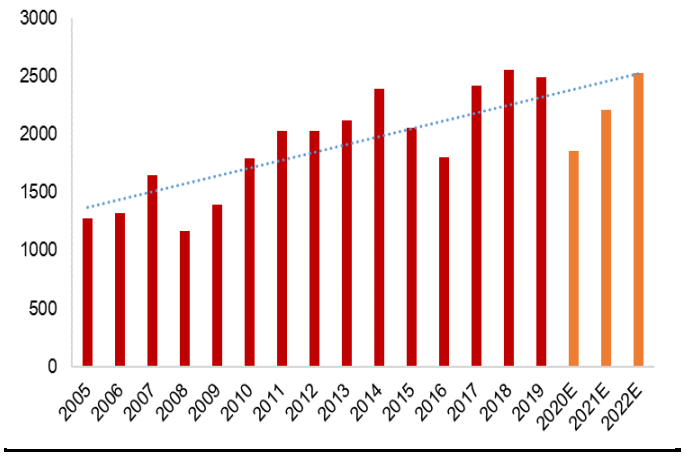
资料来源：彭博、招银国际证券研究

企业盈利复苏

港股盈利落后，2021 年料仍低于趋势水平

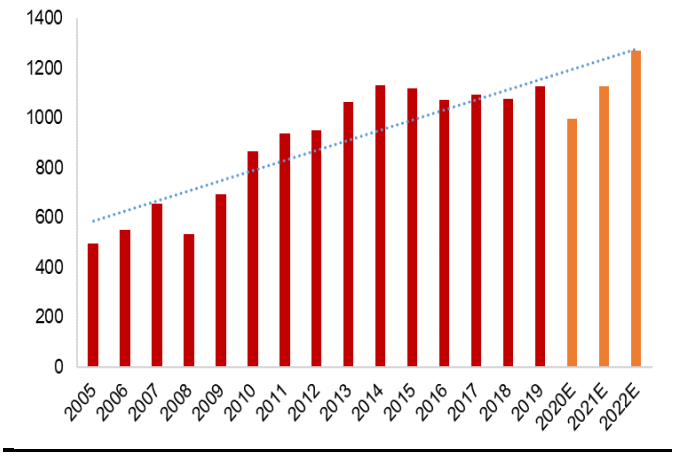
相对于 A 股及美股，港股／H 股盈利于 2020 年跌幅料更大（综合市场预测，恒指盈利料跌 21%），部份原因是恒生指数和国企指数成份股仍以周期性旧经济股为主，较受疫情影响，这亦是恒指于 2020 年表现远逊标普 500 指数、沪深 300 指数和 MSCI 中国指数的主要原因之一。市场估计恒指盈利于 2021 年反弹幅度（19%）与 A 股和美股相若，但仍未重上疫情前水平及长期趋势水平。

图 73: 恒生指数盈利



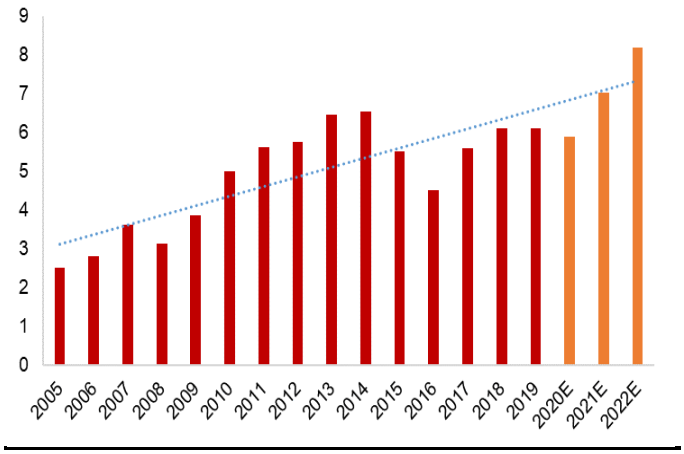
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 74: 恒生国企指数盈利



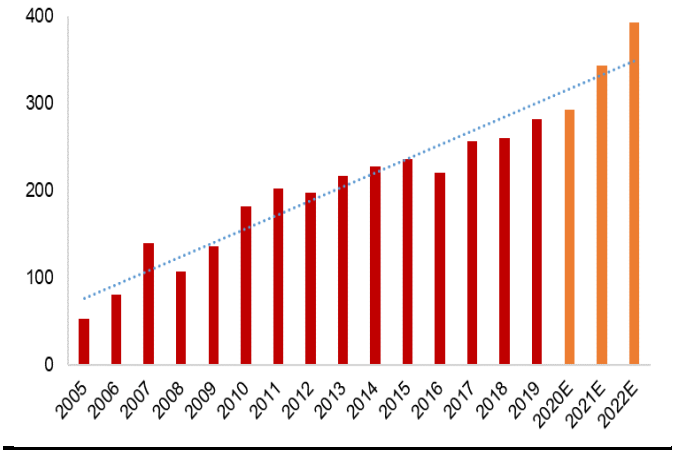
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 75: MSCI 中国指数盈利



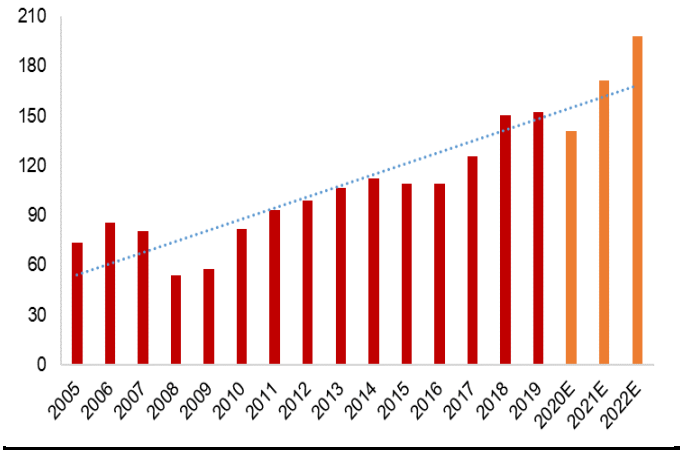
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 76: 沪深 300 指数盈利



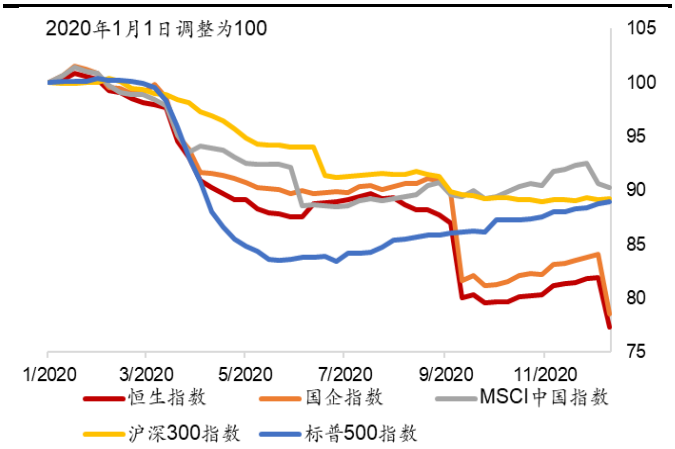
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 77: 标普 500 指数盈利



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 78: 2021 年度盈利预测于年内变化



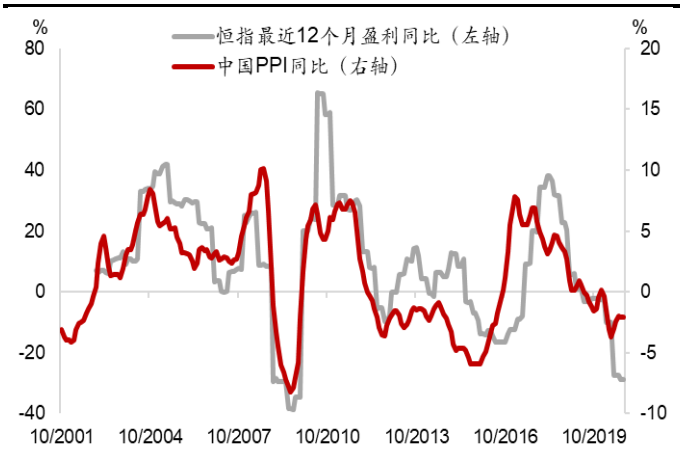
资料来源：彭博、招银国际证券研究

中国 PPI 料回升，利好企业盈利

推动 H 股盈利于 2021 年回升之主要因素之一，是内地经济持续从疫情中复苏。需求复苏推升货品价格，对制造业、资源业等周期性行业利润复苏尤其有帮助。我们的经济师预测，中国工业生产者出厂价格（PPI）于 2021 年将转升 1.2%，扭转 2019 及 2020 年的跌势。

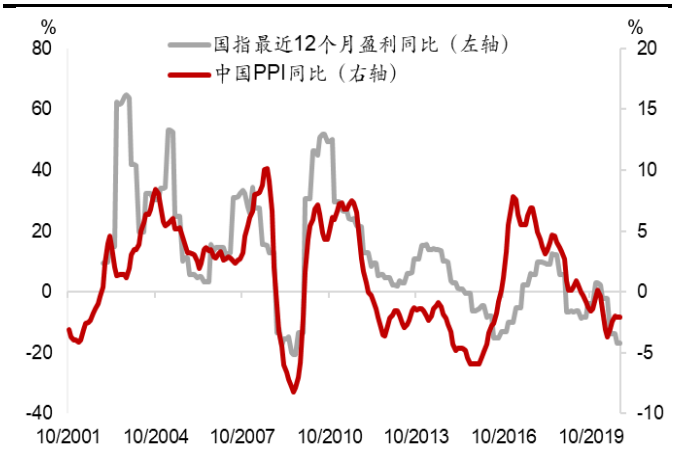
PPI 向来与恒指和国指之盈利变动关系密切，PPI 同比变幅倾向略为领先企业盈利变幅。PPI 的预期回升，意味内地企业盈利料复苏／增速加快。

图 79:中国 PPI 稍为领先恒指盈利变动



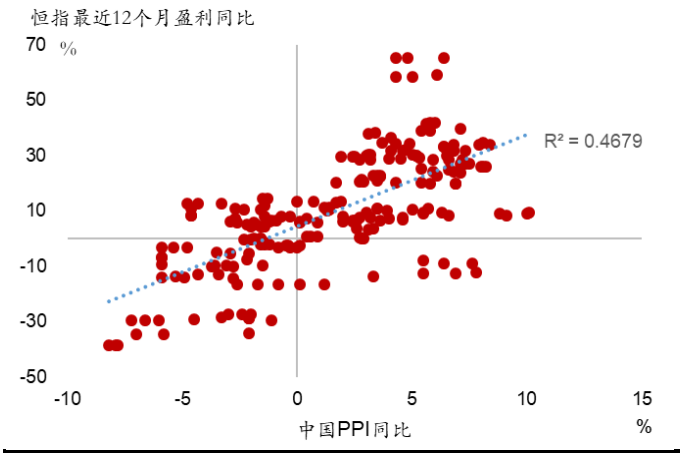
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 80: 中国 PPI 稍为领先国指盈利变动



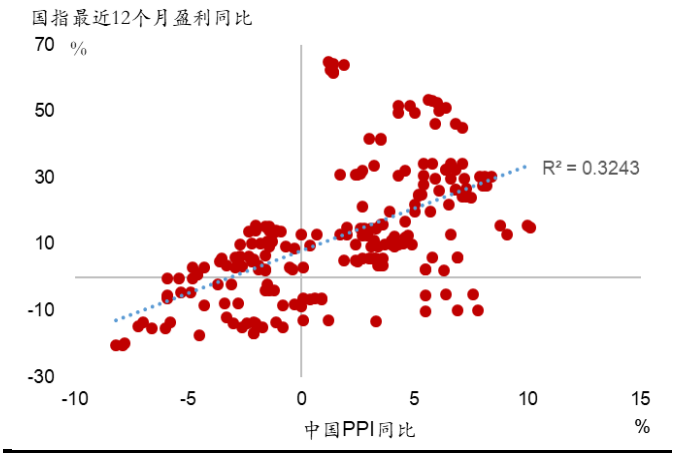
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 81: PPI 上升时，恒指盈利趋升



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 82: PPI 上升时，国指盈利趋升



资料来源：彭博、招银国际证券研究

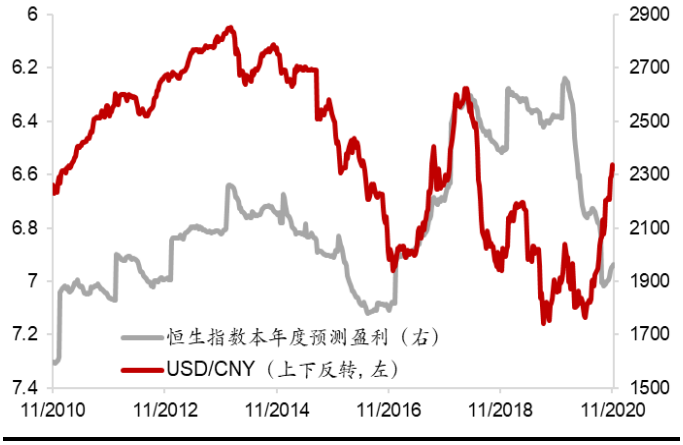
人民币偏强，利好港股盈利和估值

■ **汇率直接影响 H 股盈利**

我们的经济师估计，2021 年人民币汇率总体偏强，“总体呈稳步升值态势，弹性波动范围或增大，2021 年底 USDCNY 预测值为 6.50”。

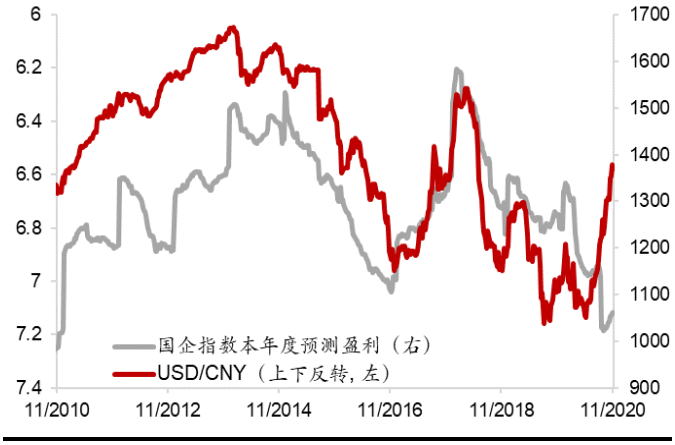
强人民币一般有利港股／H 股之盈利，一方面内地企业之人民币盈利换算成港元计的盈利，直接受汇率变动影响，另一方面内地旅客于港澳之购买力因而增强，利好香港零售业和澳门博彩业。相对而言，人民币汇率与 A 股盈利关系较小，因并没有直接之汇率换算影响。

图 83: 恒生指数盈利 vs 人民币汇率



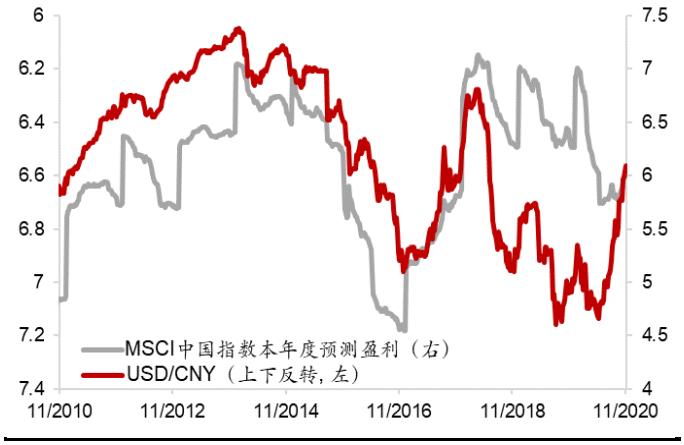
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 84: 国企指数盈利 vs 人民币汇率



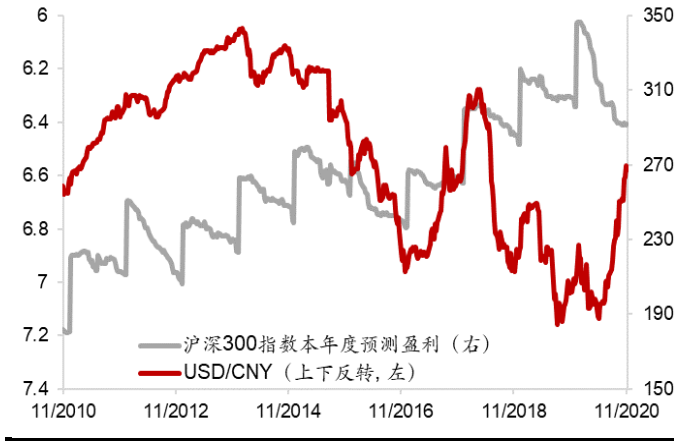
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 85: MSCI 中国指数盈利 vs 人民币汇率



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 86: 沪深 300 指数盈利 vs 人民币汇率

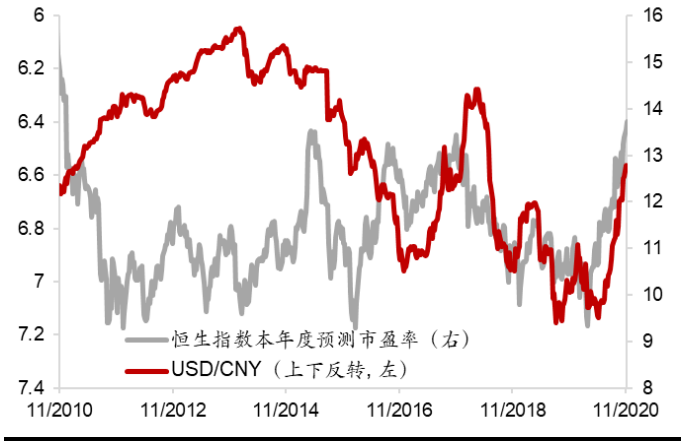


资料来源：彭博、招银国际证券研究

■ 强人民币轻微利好估值

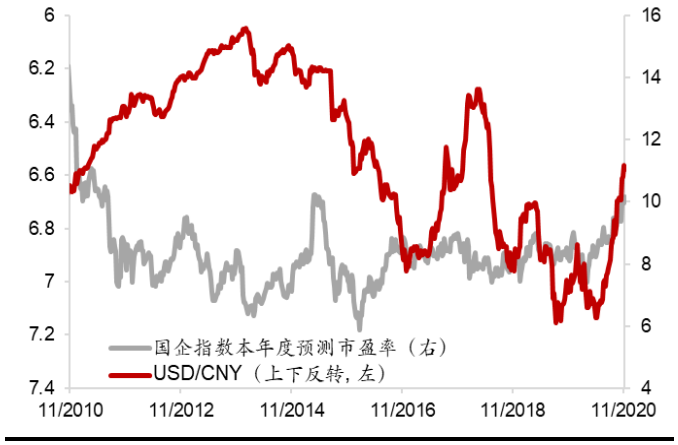
强人民币亦通常有助推升港股／H 股估值。往绩显示，人民币强弱与港股／H 股之估值多数呈正向关系。第一，人民币强令盈利增速较高，这通常有利估值向上。第二，人民币升值之预期，能吸引更多外资流入人民币资产，包括 A 股和 H 股。

图 87: 恒生指数市盈率 vs 人民币汇率



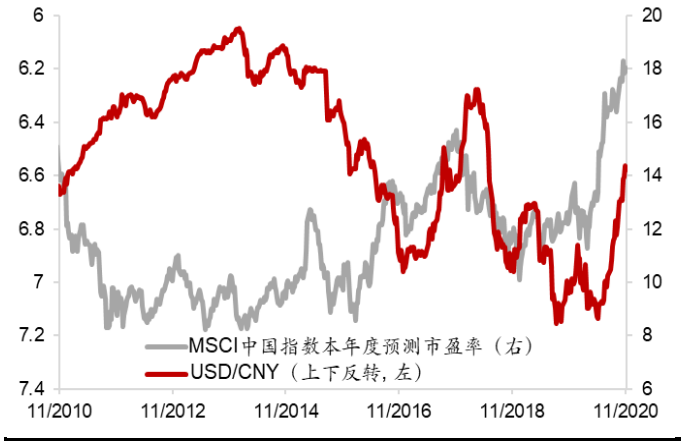
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 88: 国企指数市盈率 vs 人民币汇率



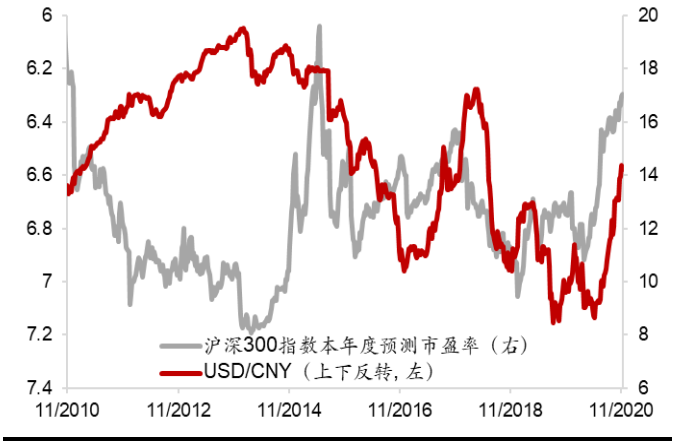
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 89: MSCI 中国指数市盈率 vs 人民币汇率



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 90: 沪深 300 指数市盈率 vs 人民币汇率

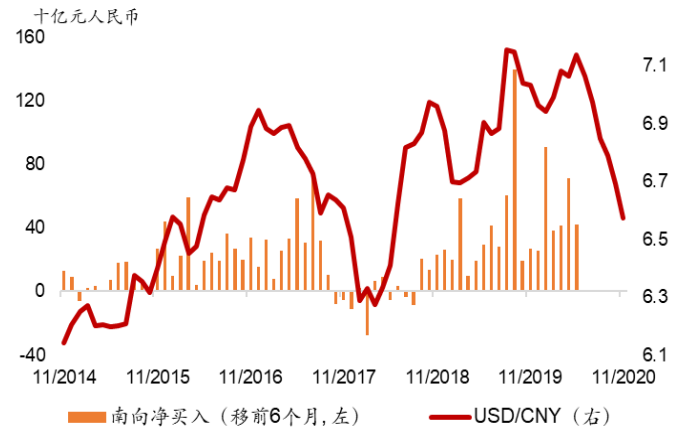


资料来源：彭博、招银国际证券研究

■ 但未必有利南向资金流

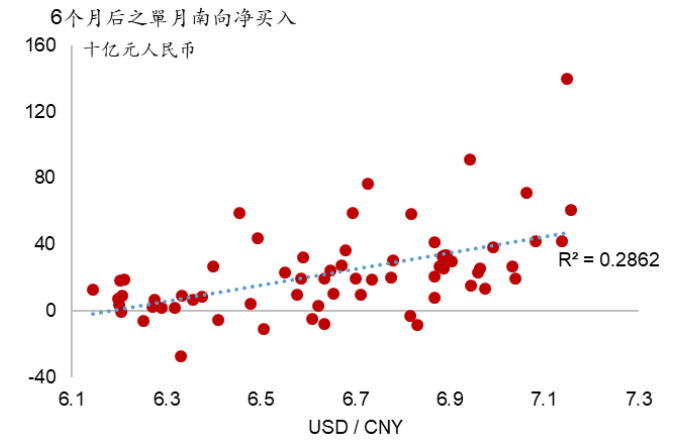
理论上，人民币升值令港股／H 股在内地投资者眼中显得便宜了，应吸引到更多北水南下。但实际上大概相反：人民币升值时，其后 6 个月经互联互通机制累计流入港股之北水趋跌；人民币贬值时，流入港股之北水反而趋升。相信这是内地投资者对汇率的预期有关：当人民币升值，投资者预期升势持续，宁愿将资金继续留在人民币资产而非港元计价的 H 股。

图 91: 人民币汇价转弱后，南向资金反而趋升



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 92: 人民币汇价偏强时，南向净买入反而较少



资料来源：彭博、招银国际证券研究

综合而言，**人民币稳定而偏强有助 H 股之盈利和估值，但可能令北水南下规模稍减，整体仍是对 H 股利多于弊**。

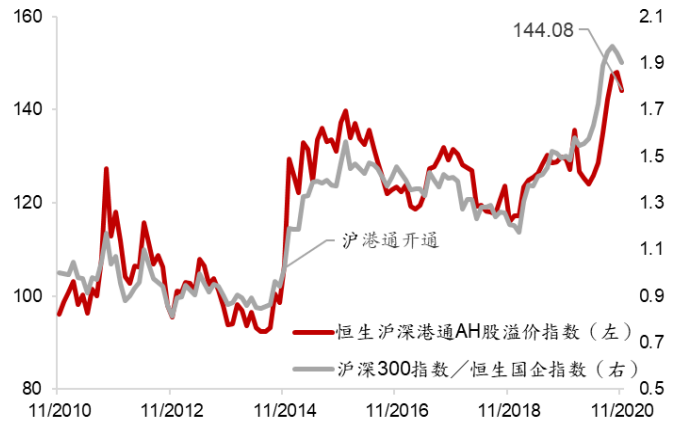
AH 股差价扩阔，港股具估值优势

A 股溢价创十年新高

恒生沪深港通 AH 股溢价指数显示，A 股相对 H 股之溢价升至逾 40%，是 2014 年互联互通启动以来新高，更是 2009 年以来最高。

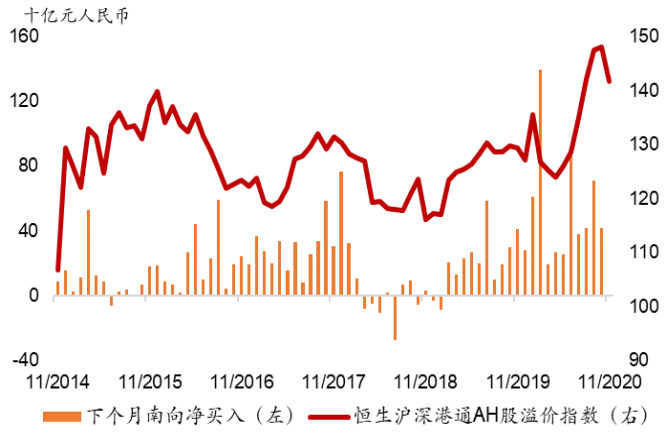
往绩显示，当 A 股溢价偏高（约于 25%以上），经港股通南下净买入资金倾向增加，反映内地投资者较愿意南下“捡便宜”，有助 H 股表现，从而令 AH 股差价收窄。另外，A 股溢价较高时，其后 3 个月 H 股跑赢 A 股的机会亦稍为增加。

图 93: A 股较 H 股之溢价升至互联互通以来最高



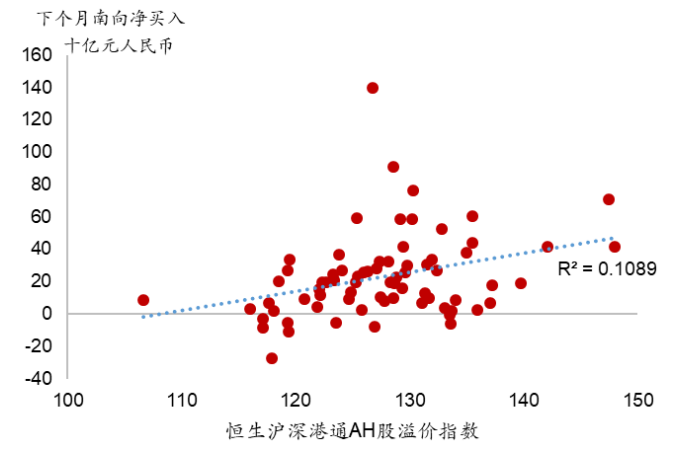
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 94: A 股溢价较高时，南向净买入趋升



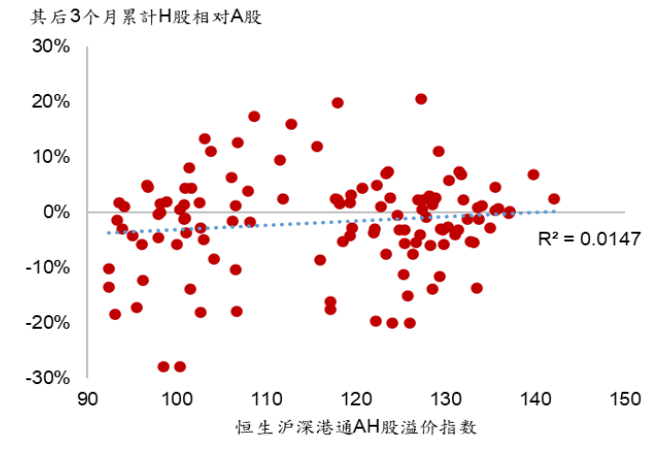
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 95: A 股溢价较高时，南向净买入趋升



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 96: A 股溢价较高时，H 股跑赢 A 股之机会略增



资料来源：彭博、招银国际证券研究

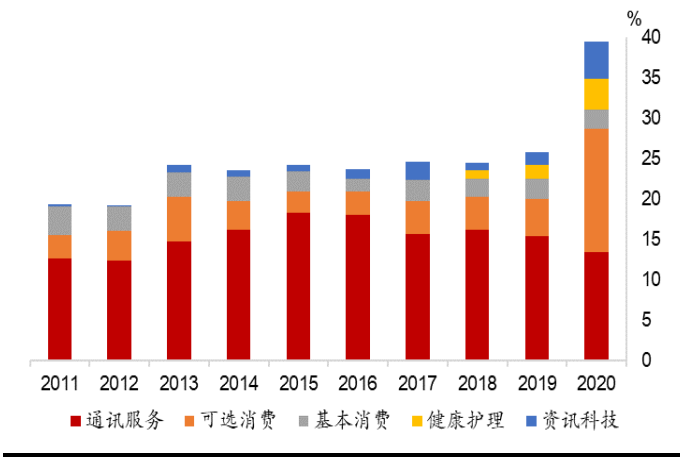
指数最高目标：恒指 30,000，国指 12,000

指数加入新经济股，盈利估值添动力

港股最具代表的指数是恒生指数，H 股则以恒生中国企业指数（国企指数）为代表。多年来这两个指数之行业分布很侧重金融、资源等旧经济股，新经济股占比则不及 MSCI 中国指数和沪深 300 指数。近年旧经济股盈利表现远不及新经济股，是恒指和国指跑输的主要原因。

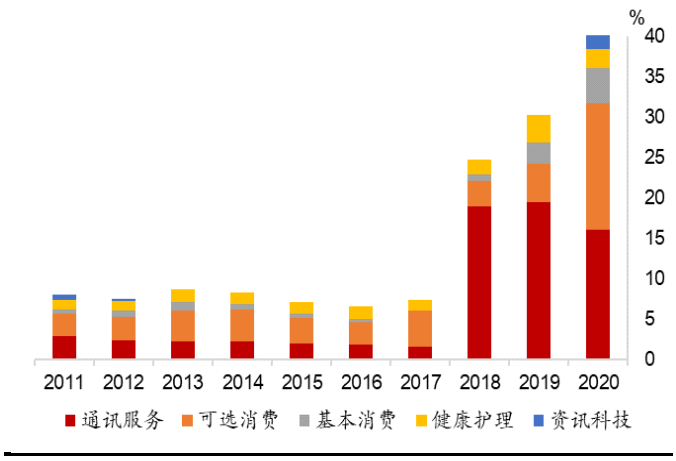
但这情况正在改善。首先，2018 年 3 月 5 日起，国企指数改革，容许加入红筹股及民企股，自此陆续加入**腾讯(700 HK)**、**美团(3690 HK)**、**阿里巴巴(9988 HK)**等增长股。若粗略地将信息科技、消费、通讯服务、健康护理行业归类为新经济，国指于改革前只有 7%是新经济股，到 2020 年底已有 49%。第二，恒指亦于 2020 年作出改革，8 月起容许纳入同股不同权及第二上市公司，因此阿里巴巴、美团、**小米(1810 HK)**已成为恒指成分股，新经济股之占比亦由 2019 年底之 26%升至 39%。

图 97: 恒生指数之新经济股占比上升



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 98: 国企指数之新经济股占比上升



资料来源：彭博、招银国际证券研究

■ **盈利增长同时推升估值**

新近获纳入恒指和国指之新经济股，都是盈利高增长的股份，有助拉升指数之预测盈利增长。一般而言，预期盈利增长较高的股份／指数，投资者会给予较高估值，因此恒指和国指之估值会相应提高。

以国指为例，本年度预测市盈率由年初之 8.5 倍升至现时 10 倍之上，疫情令盈利预测被调低是主要原因，其次便是新经济股占比上升推高估值。

香港上市的一众新经济股之市值随着盈利快速增长，于港股市场之影响力或代表性与日俱增，**可以预见未来将有更多新经济股获纳入恒指和国企，取代部份旧经济股。因此，恒指和国指之盈利增长和估值于中长线有望逐渐上升**。

图 99: 随着新经济股占比上升，国企指数之估值向上

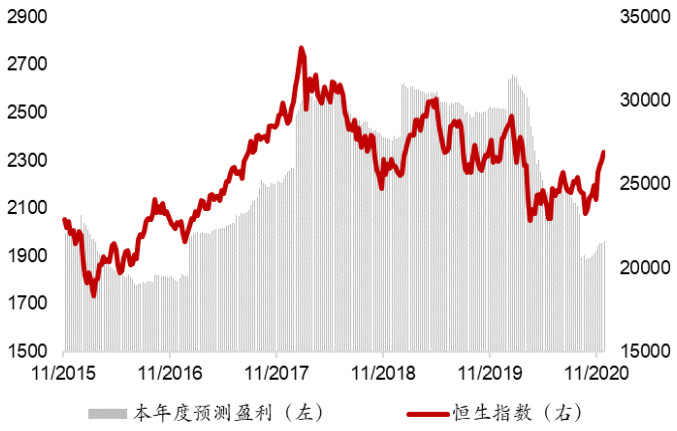


资料来源：彭博、招银国际证券研究

市场已放眼 2021 年盈利复苏

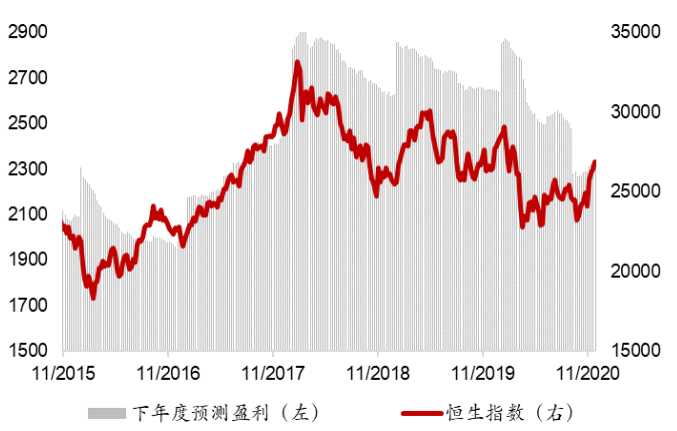
股价上升的基础是盈利增长。2020 年疫情“黑天鹅”令企业盈利预期大跌，但环球股市于 3 月份便见底回升，美股更已再创新高，央行印钞固然是股市的重要推手，另一原因是投资者已将目光放在 2021 年经济和盈利复苏，因此股价似乎和 2020 年盈利预测脱了勾。

图 100: 恒生指数和本年度预测盈利



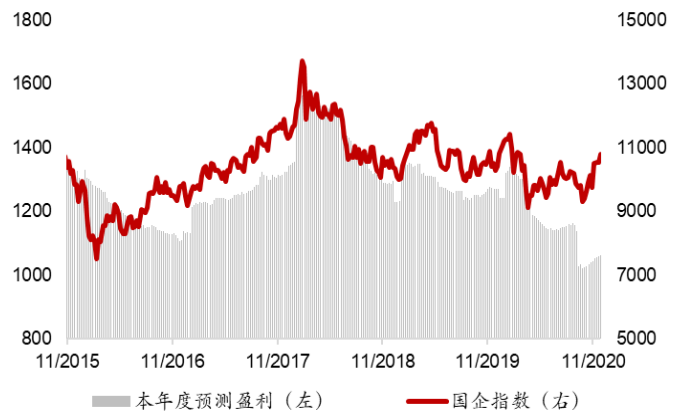
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 101: 恒生指数和下年度预测盈利



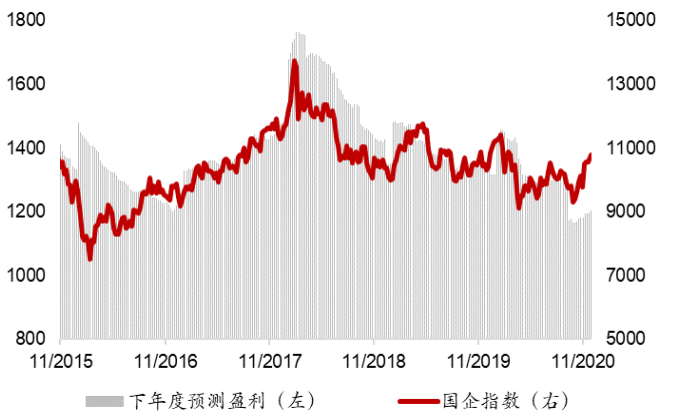
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 102: 国企指数和本年度预测盈利



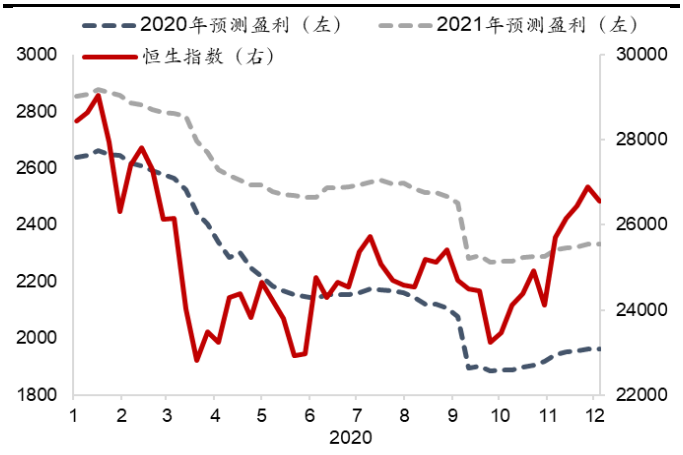
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 103: 国企指数和下年度预测盈利



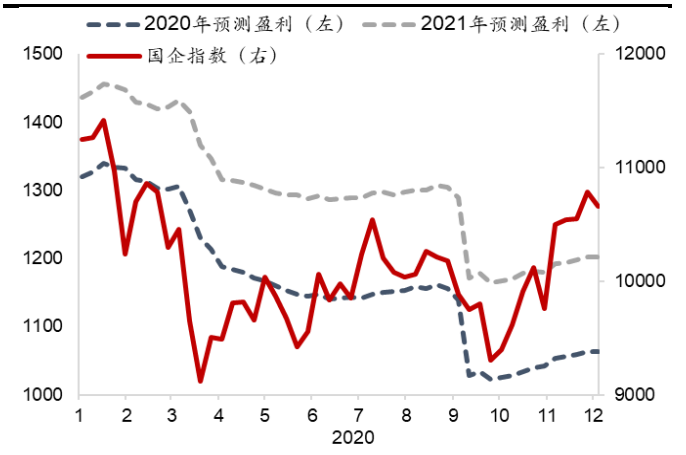
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 104: 恒生指数和 2020 及 2021 年预测盈利



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 105: 国企指数和 2020 及 2021 年预测盈利



资料来源：彭博、招银国际证券研究

■ 料将提前聚焦 2022 年盈利

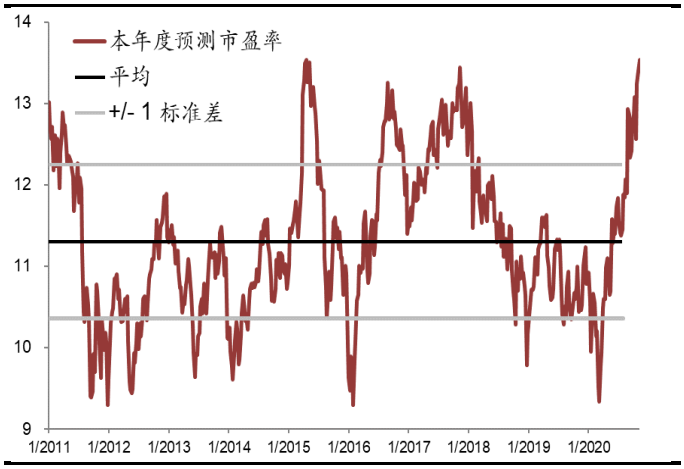
展望 2021 年，纵使疫苗将开始获应用，但估计疫情对经济和企业盈利的影响于 2021 上半年仍颇大（虽然同比增长高，因 2020 上半年基数异常低，但盈利水平难免仍受疫情拖累）。不过，根据我们的基准假设 – “疫苗于 2021 上半年上市，全球疫情得到有效控制，经济逐步重启”，经济环境和企业盈利应可在 2022 年回复正常，因此投资者很可能亦会视 2021 年盈利为异常，而较早将目光放在 2022 年“正常化”的盈利展望，并以此为估值根据。

恒指目标市盈率 10 倍 - 12.7 倍

我们以市盈率作为恒生指数和国企指数之估值方法，采用 2021 和 2022 年度预测盈利之平均数作基准，以反映市场将聚焦于疫情过后盈利正常化的预期。

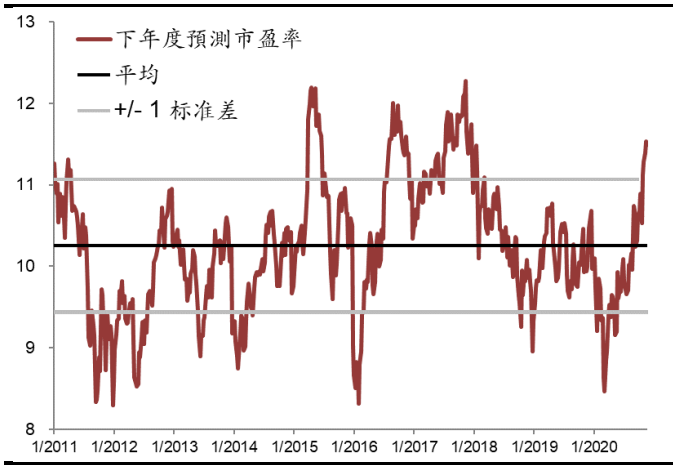
过去 10 年，恒指多次于本年度预测市盈率约 9.5 倍见底。考虑到恒指今年加入了较多新经济股，整体盈利增速和估值获一定程度提升，我们将目标估值底部调升至 10 倍。过往 10 年，恒指每年之估值高低波幅平均为 3.0 个标准偏差，我们估计今年之波幅或会相若，一方面因疫情仍有较大不明朗因素，令股市趋波动，另一方面，中美关系料于短期内随拜登上任而阶段性趋于缓和，令过去三年因政治风险引起的波动料减少。按此推算，恒指之目标市盈率为 10 倍 – 12.7 倍，得出之**目标区间约为 23,600 – 30,000**，相当于较现水平有最多 13%潜在升幅。

图 106: 恒生指数本年度预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券研究

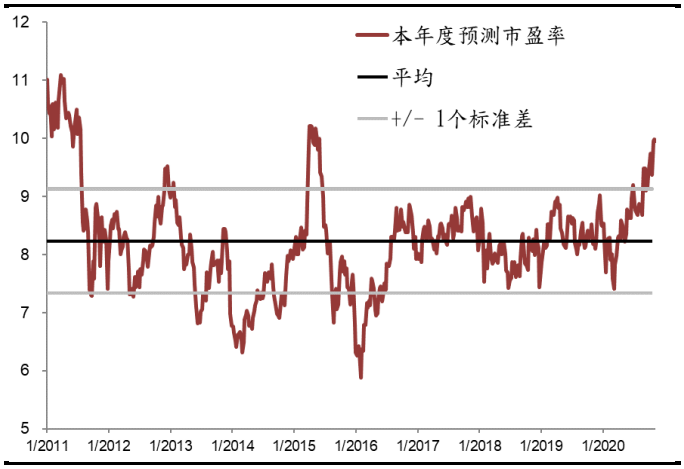
图 107: 恒生指数下年度预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券研究

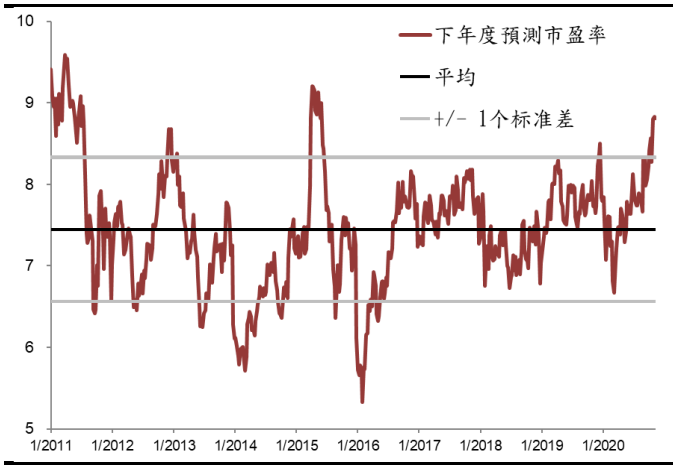
我们对国企指数采用相同估值方法，目标市盈率为 7.7 倍 – 10.0 倍，**国指目标区间为 9,200 – 12,000**，相当于较现水平有最多 14%潜在升幅。

图 108: 国企指数本年度预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 109: 国企指数下年度预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 110：恒指及国指目标

	综合市场预测盈利			招银国际	指数目标*
	2020 年	2021 年	2022 年	目标市盈率区间	
恒生指数	1,854	2,204	2,523	10.0 – 12.7	23,600 – 30,000
恒生国企指数	995	1,127	1,271	7.7 – 10.0	9,200 – 12,000

资料来源：彭博、招银国际证券研究　　*按 21 及 22 年平均预测盈利推算

板块轮动：上半年价值股料回升

近年以科网股为首之新经济股盈利增长强劲，深受投资者追捧，大幅跑赢金融、地产、资源等旧经济股，而新冠病毒疫情更加剧了新／旧经济股之表现差距。不过，随着新冠病毒疫苗研发于 2020 年底屡传好消息，投资者对经济复苏的信心大增，对经济周期较敏感的旧经济股开始补涨。

■ 经济复苏期，价值股跑赢

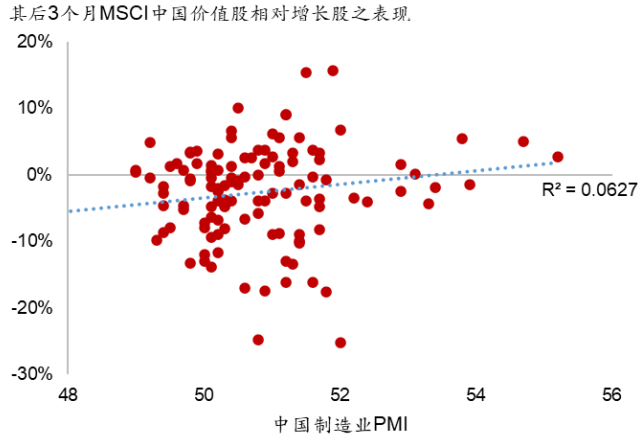
往绩显示，当经济增速加快时，例如领先指针制造业 PMI 上升或处于较高水平时，价值型股份（旧经济股为主）倾向跑赢增长股（新经济股居多），或至少减低跑输的程度。

图 111: 中国 PMI 上升时，价值股跑赢机会增加



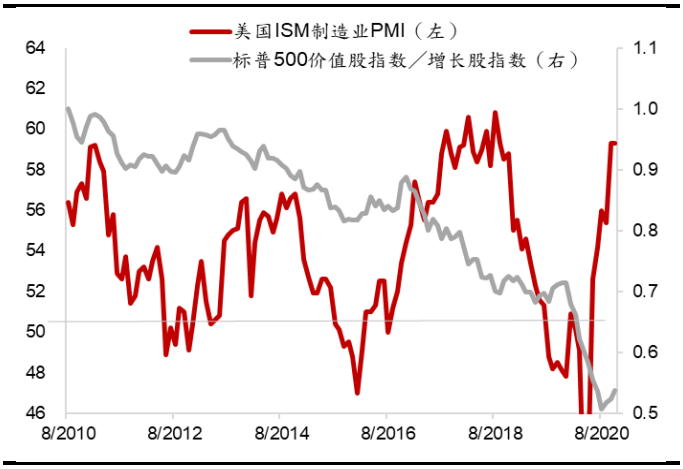
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 112: 中国 PMI 偏高时，价值股跑赢机会增加



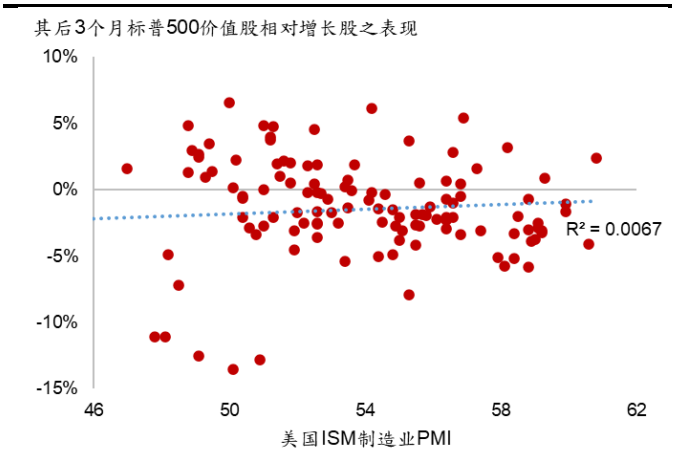
资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 113: 美国 PMI 上升时，价值股跑赢机会增加



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 114: 美国 PMI 偏高时，价值股跑赢机会增加



资料来源：彭博、招银国际证券研究

从另一角度看，**在经济衰退后、复苏的初期，周期性的价值股之反弹幅度通常大于增长股**。

2001 年、2003 年香港衰退，港股于衰退期之最后一季已见底反弹，体现股市领先经济的常态，而在 2003 年下半年经济复苏的初期，价值股升幅略胜增长股。

图 115: 港股周期性板块于 2002 及 2003 年经济复苏初期跑赢

	衰退				复苏				衰退		复苏					
	Q1 2001	Q2 2001	Q3 2001	Q4 2001	Q1 2002	Q2 2002	Q3 2002	Q4 2002	Q1 2003	Q2 2003	Q3 2003	Q4 2003	Q1 2004	Q2 2004	Q3 2004	Q4 2004
恒生金融指数	-18.7%	0.4%	-10.4%	10.4%	-0.9%	-1.3%	-9.7%	5.4%	-4.7%	11.8%	16.0%	17.2%	-3.3%	-1.6%	5.6%	6.9%
恒生工业指数	1.3%	-8.4%	-31.1%	16.3%	30.4%	-12.2%	-16.3%	9.1%	2.2%	18.6%	26.5%	-8.0%	-3.3%	-8.4%	-3.3%	0.9%
恒生物料指数	23.4%	32.4%	-37.7%	24.3%	19.8%	1.9%	-32.0%	15.5%	10.9%	15.2%	29.1%	72.7%	4.9%	-22.0%	16.0%	1.3%
恒生能源指数	6.0%	14.4%	-7.8%	-4.8%	25.6%	6.3%	-1.2%	-4.0%	5.8%	18.7%	14.5%	39.3%	-1.5%	-4.6%	18.8%	2.2%
恒生地产及建造指数	-8.5%	-0.6%	-26.8%	26.1%	-8.3%	-1.1%	-23.2%	3.2%	-12.5%	8.8%	40.6%	3.8%	11.9%	-11.1%	15.6%	13.3%
恒生综合企业指数	-12.3%	-2.4%	-27.9%	28.1%	-5.2%	-8.2%	-18.7%	2.3%	-4.5%	6.8%	22.5%	6.1%	4.1%	-5.6%	11.3%	17.7%
恒生公用指数	0.3%	1.2%	-3.8%	-1.7%	7.6%	1.2%	4.7%	-5.4%	2.1%	4.3%	2.8%	10.8%	13.6%	-4.1%	6.0%	4.5%
恒生电讯指数	-22.9%	21.2%	-38.0%	9.5%	-11.5%	-7.1%	-23.3%	4.8%	-17.1%	19.3%	12.1%	16.2%	-3.2%	0.0%	-0.3%	9.1%
恒生资讯科技指数	2.4%	-6.1%	-34.0%	36.1%	-5.8%	-15.2%	-13.5%	-2.2%	-3.1%	11.8%	24.0%	11.1%	-1.9%	-15.6%	0.2%	5.2%
恒生健康护理指数	-13.1%	-6.6%	-28.4%	22.1%	3.0%	8.2%	-32.5%	-0.2%	31.6%	14.8%	10.3%	8.3%	15.4%	-25.9%	-14.0%	18.5%
恒生可选消费指数	-16.3%	12.3%	-36.0%	17.0%	-0.2%	-4.0%	-19.8%	5.2%	1.9%	17.3%	19.2%	13.5%	1.3%	-3.3%	4.0%	9.8%
恒生基本消费指数	28.7%	-5.2%	-11.4%	19.3%	6.5%	25.4%	-10.4%	-2.8%	0.5%	7.7%	16.4%	26.3%	11.5%	-9.3%	1.7%	-0.9%
香港 GDP 环比	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.6%	0.1%	1.5%	1.6%	0.7%	-0.1%	-2.4%	6.1%	1.1%	2.9%	1.8%	1.1%	2.0%

资料来源：彭博、招银国际证券研究

2008 年金融海啸，香港经济于 2009 年第二季开始复苏，当时价值股升幅亦略胜增长股。

图 116: 港股周期性板块于 2009 年经济复苏初期轻微跑赢

	衰退				复苏					
	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010
恒生金融指数	2.1%	-13.6%	-25.6%	-8.5%	42.5%	15.3%	4.9%	-5.8%	-5.3%	7.4%
恒生工业指数	12.7%	-22.1%	-30.6%	5.7%	35.0%	21.5%	6.2%	4.4%	-10.1%	35.6%
恒生物料指数	-10.8%	-47.6%	-12.4%	6.6%	53.4%	19.0%	10.3%	-1.0%	-16.5%	22.3%
恒生能源指数	14.9%	-35.0%	-18.7%	2.0%	36.8%	7.8%	17.9%	-1.8%	-5.3%	11.0%
恒生地产及建造指数	-13.5%	-32.5%	-5.3%	1.1%	49.5%	3.2%	3.3%	-1.1%	-11.4%	19.1%
恒生综合企业指数	-4.4%	-22.7%	-23.5%	-1.9%	40.4%	15.4%	4.5%	-0.3%	-10.8%	28.1%
恒生公用指数	-1.4%	-7.3%	-14.7%	2.8%	9.3%	5.2%	-2.0%	2.3%	0.1%	6.2%
恒生电讯指数	-9.2%	-25.6%	-3.5%	-12.0%	14.8%	-1.5%	-4.3%	1.8%	5.0%	3.9%
恒生资讯科技指数	-7.4%	-28.3%	-18.8%	11.4%	63.3%	31.1%	27.9%	-1.2%	-19.2%	17.3%
恒生健康护理指数	-13.9%	-4.8%	13.7%	25.1%	16.5%	29.1%	22.9%	3.4%	1.9%	15.7%
恒生可选消费指数	-14.1%	-24.3%	-27.6%	0.7%	37.7%	17.6%	9.4%	10.3%	-9.1%	20.7%
恒生基本消费指数	-0.3%	-23.4%	-0.6%	2.3%	35.0%	17.0%	26.6%	-1.5%	2.3%	10.8%
香港 GDP 环比	-1.2%	-1.1%	-2.0%	-3.4%	3.6%	0.5%	2.0%	1.9%	1.7%	0.9%

资料来源：彭博、招银国际证券研究

美股的情况亦相近。金融海啸后，美国经济于 2009 年第三季开始复苏，股市在第二季至第三季大幅反弹，其中价值股明显跑赢增长股。

图 117: 美股周期性板块于 2009 年经济复苏初期跑赢

	衰退						复苏					
	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
标普500金融指数	-14.7%	-19.0%	-0.1%	-37.6%	-29.5%	35.1%	25.1%	-3.7%	10.8%	-13.6%	4.1%	11.2%
标普500工业指数	-4.5%	-10.6%	-9.1%	-24.7%	-21.8%	18.0%	21.2%	4.8%	12.5%	-12.8%	13.7%	11.2%
标普500物料指数	-3.5%	3.9%	-22.9%	-31.4%	-2.8%	15.5%	21.0%	6.9%	2.4%	-15.7%	17.3%	18.5%
标普500地产指数	1.9%	-6.3%	0.9%	-42.9%	-36.4%	31.3%	31.7%	9.9%	9.4%	-4.6%	13.5%	8.1%
标普500能源指数	-7.5%	16.9%	-24.9%	-21.0%	-12.1%	10.1%	9.5%	5.0%	0.1%	-13.2%	12.3%	20.9%
标普500公用指数	-10.7%	7.1%	-18.7%	-11.9%	-11.9%	8.8%	5.0%	6.1%	-4.6%	-4.8%	11.1%	0.0%
标普500资讯科技指数	-15.4%	2.3%	-12.1%	-26.0%	4.0%	19.4%	16.7%	10.4%	1.7%	-12.5%	11.5%	10.0%
标普500健康护理指数	-11.9%	-1.7%	0.0%	-12.7%	-8.5%	8.3%	8.9%	8.5%	2.9%	-12.3%	8.2%	3.1%
标普500可选消费指数	-6.2%	-8.1%	-1.0%	-23.4%	-8.6%	17.7%	18.8%	8.6%	10.0%	-11.2%	14.7%	12.1%
标普500通讯服务指数	-14.5%	-5.1%	-15.7%	-2.9%	-8.5%	1.9%	3.9%	5.9%	-5.7%	-5.6%	19.1%	5.9%
标普500基本消费指数	-2.8%	-5.9%	4.1%	-13.5%	-11.3%	8.9%	10.5%	4.2%	5.0%	-8.8%	9.8%	5.3%

资料来源：彭博、招银国际证券研究

■ 2021 年第二季股市或回调

有一点值得注意：上述例子可见，股市之反弹倾向于经济复苏之第四季左右失去动力并出现较大回调压力。新冠疫情之经济衰退于 2020 年第二季结束，第三季开始复苏，若这次股市升势同样于经济复苏之第四个季度遇阻，意味 **2021 年第二季或有较大回调压力**。

图 118: 港股各板块于 2020 衰退前后表现

	衰退					复苏		
	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020*	2021
恒生金融指数	0.4%	-9.0%	7.3%	-16.6%	-1.5%	-6.6%	18.8%	?
恒生工业指数	-10.0%	0.3%	16.7%	-22.0%	10.7%	12.6%	16.5%	?
恒生物料指数	-9.4%	-12.9%	14.3%	-26.2%	7.2%	16.9%	29.5%	?
恒生能源指数	-11.0%	-8.3%	3.5%	-28.0%	-5.3%	-7.6%	1.3%	?
恒生地产及建造指数	-4.5%	-11.9%	13.6%	-16.7%	1.1%	-0.5%	8.0%	?
恒生综合企业指数	-7.1%	-13.1%	5.7%	-27.4%	-6.1%	-10.5%	15.8%	?
恒生公用指数	-1.9%	-6.6%	2.4%	-15.5%	0.3%	-4.4%	7.3%	?
恒生电讯指数	-8.1%	-8.1%	-2.3%	-12.6%	-8.7%	-2.5%	-7.9%	?
恒生资讯科技指数	-1.9%	-4.0%	14.8%	-4.2%	33.4%	16.6%	13.5%	?
恒生健康护理指数	-8.4%	6.3%	12.0%	-5.7%	34.5%	0.4%	4.1%	?
恒生可选消费指数	-3.6%	-5.6%	10.2%	-23.9%	18.3%	18.7%	17.5%	?
恒生基本消费指数	3.2%	-4.3%	5.5%	-8.3%	11.9%	6.9%	8.0%	?
香港 GDP 环比	-0.3%	-3.0%	-0.5%	-5.5%	-0.1%	2.8%	?	?

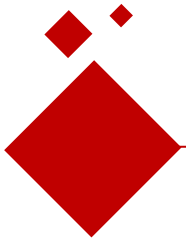
*本季至今

资料来源：彭博、招银国际证券研究

此外，随着拜登料将于 2021 年 1 月 20 日接替特朗普成为下任美国总统，中美关系短期可望稍为缓和，令宏观经济之不明朗因素下降，亦有利周期性股份。

■ 增长股仍具长线吸引力

虽然周期性股份可望于经济复苏初期跑赢，但当经济增长回复较正常水平，相信投资者仍会偏好增长潜力较高的股份，尤其是具长线结构性增长概念的行业，例如互联网和消费品龙头企业。若果股市于 2021 年第二季前后出现阶段性回调，可把握机会重新布局增长股。



行业分析

- 中国互联网板块 – 优于大市
- 中国科技板块 – 优于大市
- 中国软件及 IT 服务板块 – 优于大市
- 中国必需消费板块 – 优于大市
- 中国非必需消费板块 – 优于大市
- 中国医药板块 – 优于大市
- 中国教育板块 – 优于大市
- 中国银行业板块 – 优于大市
- 中国保险板块 – 优于大市
- 中国证券板块 – 优于大市
- 中国房地产板块 – 优于大市
- 中国工程机械 / 商用车板块 – 优于大市
- 中国光伏设备板块 – 优于大市
- 中国光伏板块 – 优于大市
- 中国风电板块 – 优于大市
- 中国城市燃气板块 – 优于大市
- 中国快递行业 – 同步大市
- 中国汽车板块 – 同步大市

分析师：黄群 – sophiehuang@cmbi.com.hk
卢秋阳 – miriamlu@cmbi.com.hk

新世代、大融合，电商促活文娱破界

新机遇：大电商结构受益，新文娱内容致胜

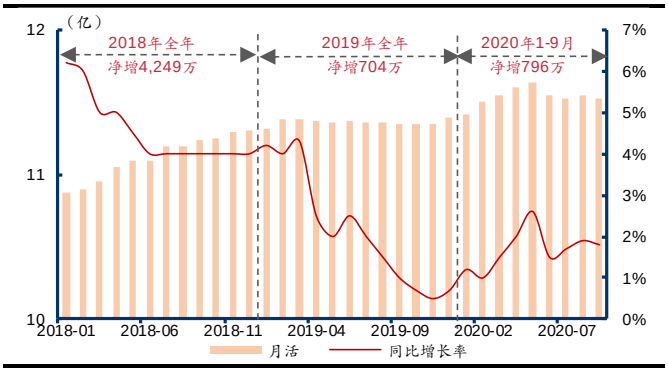
受益于“宅经济”，用户消费及娱乐线上迁移，互联网在疫情期线上需求持续释放，全网净增用户 1H20 超去年全年，有效打开互联网渗透率天花板。后疫情期，我们认为板块增长逻辑将呈现结构性优化：**1）用户年轻化**：Z 世代成流量主力，二次元文化、体验式消费凸显；**2）内容视频化**：一方面，广告、流媒体等加速内容视频化，另一方面，短视频分流抢时持续；**3）监管常态化**：2021 年为建党 100 周年，在泛文娱紧扣主旋律的同时，反垄断、直播电商等平台经济也将在政策指导下有序优化，助于行业开放竞和、良性健康发展。

2021 年重点关注短视频、社区团购、产业互联网专题。**1）短视频破界**：预计 2020 年将迎来短视频上市潮，短视频于广告、直播、电商货币化加速将间接影响原有细分板块格局；**2）社区团购**：疫情催生社区团购新机遇，随着巨头纷纷布局（阿里投资十荟团、腾讯投资兴盛、PDD 上线多多买菜、美团布局优选），预计 2021 年将开启消费互联网新风口；**3）产业互联网**：一方面在互联网拥抱实体经济下 B 端商业模式（e.g. 云计算、金融科技）持续渗透和再升级，另一方面，巨头也将更为聚焦 B 端升级及资源整合（如：物流、供应链）。

聚焦电商结构受益、捕捉文娱开放破界

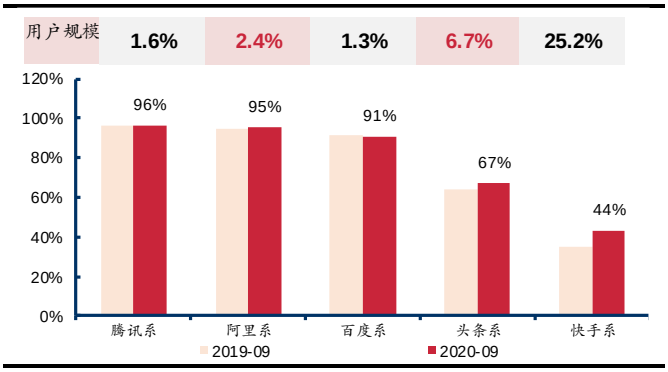
维持长期看好消费驱动型的电商赛道观点，源于疫情结构性受益、下沉增量、直播带货、算法优化下货币化率提升。虽然反垄断法短期影响板块情绪，但长期投资逻辑稳健，优选美团、拼多多。此外，建议市场重点关注泛文娱破界及广告回暖机会：1）泛文娱：流量回归理性后精品内容成为平台致胜关键；内容付费有望于 2021 年进入提价通道，利好货币化及利润率改善；此外，平台更加注重 Z 世代新机遇，短视频分流抢时后将在变现多元化层面持续破圈。2) 广告：疫情负面影响后，预计广告将随着经济韧性复苏而逐步回暖，源于需求回升、视频广告加速渗透、算法优化下 ROI 改善，利好腾讯、百度、哔哩哔哩。

图 119：中国移动互联网月活净增 1-9 月已超去年全年



资料来源：QuestMobile，招银国际

图 120：短视频用户渗透率提升



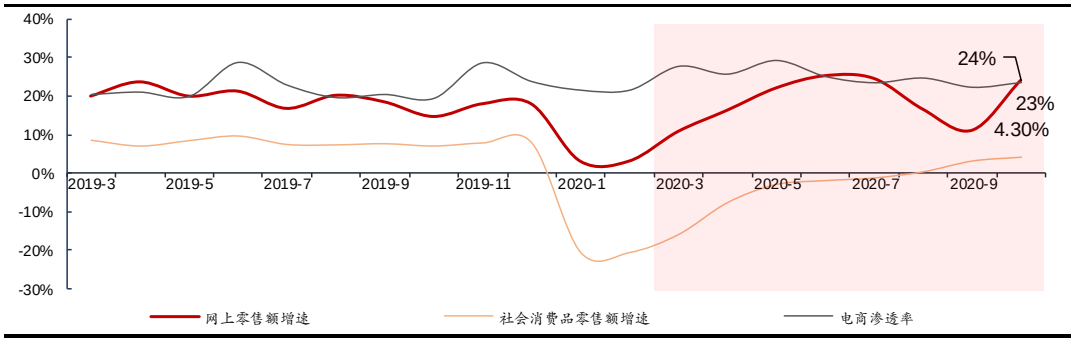
资料来源：QuestMobile，招银国际

大电商：下沉红利、直播带货、社区团购

后疫情期电商增速稳健，下沉红利持续

疫情期受物流停滞、复工延迟负面影响，电商行业短期增速承压。后疫情期，电商迎来阶段性强势反弹，且在 618 大促带动下行业增速加速至 26%，渗透率稳健，中长期受益于用户获客和买家消费习惯的培养。展望 2020，我们建议关注电商行业三大趋势：1）下沉竞争升级，消费升级与降级将长期共生。2）直播带货方兴未艾；3）社区团购风起时。

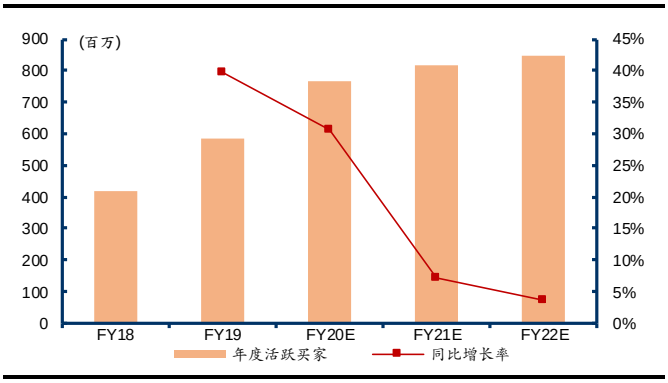
图 121：后疫情期电商增速稳健



资料来源：NBS，招银国际研究

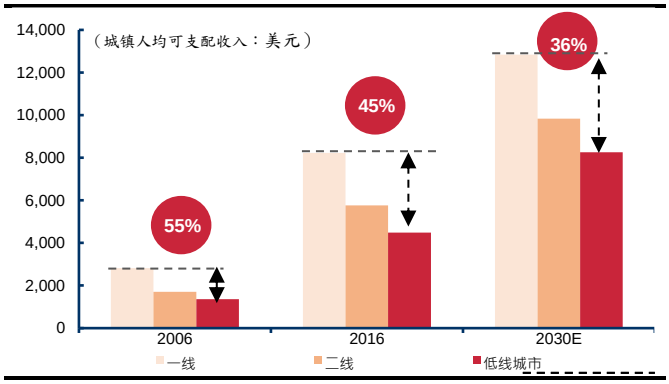
下沉竞争升级。有别于市场预期的下沉进入尾声，我们认为，2021 年电商低线增量将持续，源于用户和 ARPU 量价齐升：1）下沉市场用户渗透率约 40%，远低于一线城市 80%；BABA 70%的新增用户来自低线城市；2）看好 ARPU 空间，受益于消费频次增加及低线城市消费升级。PDD ARPU 约为 BABA 的 1/5，但一二线城市和底线城市人均可支配消费仅存在 45%的差距，侧面反映出低线城市消费潜力尚待挖掘。在该红利下，各大电商竞争将持续升级，其中，淘宝特价版月活上线半年已超 7,000 万；京东 80%新增用户来自低线城市，京喜助力京东打消了用户增长瓶颈的担忧，未来将聚焦低 ARPU 用户向京东主站的转化。PDD 继续深耕低线市场，通过补贴、农产品优势、富媒体化提升购买频次及客单价。

图 122：拼多多年度买家预测



资料来源：公司，招银国际预测

图 123：高线及低线城市城镇人均可支配收入差距



资料来源：CEIC, NBS, 招银国际

直播带货：电商直播方兴未艾，助力消费回暖

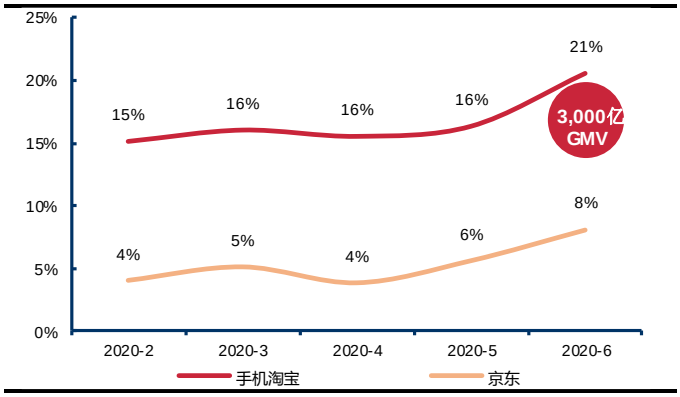
直播电商自 2019 年兴起后，在 2020 后疫情期充分享受政策支持，成为“助力产业复苏”新业态。各大平台全面标配，联动 KOL、短视频，加速直播带货渗透。其中，阿里年化直播电商 GMV 已超 3,000 亿（占比 6.5%，截至 2020 年 6 月）。预计电商直播流量比例将持续上升，且伴随着玩法升级、短视频破圈，电商富媒体化将为中长期主旋律。

国潮崛起，产品主打“物美价廉”。整体来看，直播带货呈现三大特征：1）年轻用户占比居多，切中娱乐与购物双重需求；2）直播爆款主打“物美价廉”，百元以内商品销量约占 80%；美妆护肤、食品饮料、服装配饰、家居生活是最活跃四大品类；3）国潮崛起，本土新品牌借力内需、蓬勃发展。

短视频 vs.电商平台：电商强在供应链+产品，短视频胜在流量+KOL 造势。随着各大电商纷纷布局，抖音和快手等短视频也在不断破圈，为电商巨头导流的同时着手搭建自有电商生态。其中，核心平台各有特色：1）快手：卖人设+聚下沉+亲情牌+工厂直供；2）抖音：卖内容+高线美妆+强算法；3）淘宝直播：“人-货-场”精准匹配，供应链优势凸显。展望 2021 年，我们预计电商巨头将持续加大短视频站外获客力度，而随着带货趋势的凸显，电商巨头将从供应链品类、佣金比例设定等层面对短视频自营电商生态进行有效防御和制衡。

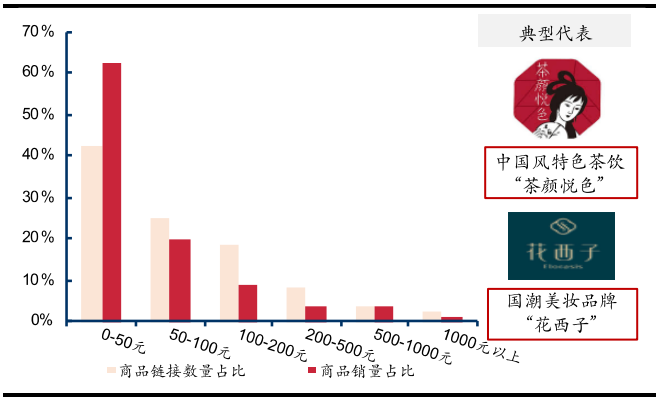
直播带货监管推进，促进行业良性发展。随着直播带货快速发展，监管逐渐趋严。市场监管总局日前发布《关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》，对网络直播营销活动中的三大主体的责任进行梳理，并在《网络交易监督管理办法（征求意见稿）》中指出网络直播带货需提供回看功能。预计 2021 年直播带货监管将进一步收紧，并在产品品类、数据真实性、售后等方面进行规范，助于行业长期健康发展。

图 124：电商直播渗透率持续攀升



资料来源：QuestMobile，公司数据，招银国际

图 125：国潮崛起，产品主打“物美价廉”



资料来源：QuestMobile，招银国际

图 126：主要核心电商直播对比分析

	抖音	快手	淘宝直播
时间	2018年开张，正在起量	2017年开张，当年起量	2016年开张，2018年井喷
目标群体	都市年轻白领、中产	小镇青年、打工仔	三四线城市女性
关键词	大牌、明星、值得买	亲情、孝顺、奋斗	爆款、上新
特色	强调种草、卖内容	强调自家工厂、卖人设	供应链优势
热门品类	美妆为主	低毛利、去库存产品	服装、美妆、母婴
审核机制	高门槛	低门槛	极严、较慢

资料来源：网上公开资料整理，招银国际研究

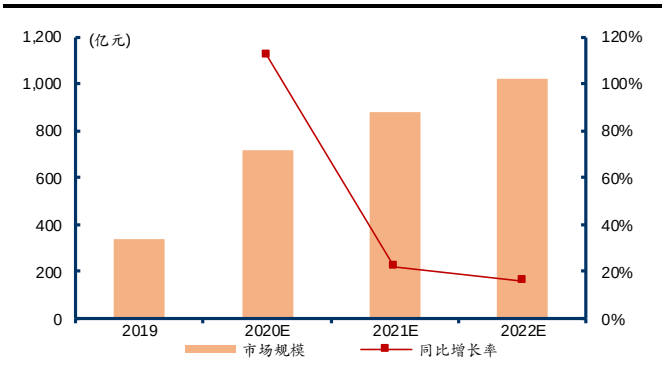
社区团购：起于流量，终于供应链

疫情刚需+资本试错催生社区团购千亿市场。疫情有效促进了生鲜电商的场景延伸，同时也让 2018 年兴起的社区团购重回风口。一方面，社区团购商品多为生活必需品及生鲜，及时满足用户刚需；其次，团购模式简单，运用团长私域流量实现快速复制，且采用“预售+自提”方式实现无接触配送。凭借社区化易传播、集中化管理、线上线下融合特性，我们认为社区团购将成为大电商领域新增量，且快速下沉，且 2022 年市场规模有望达千亿。

巨头竞逐，各有千秋。随着社区团购的繁荣发展，各大巨头纷纷布局，我们看好两类发展方向：1）拥有供应链优势、社区属性强的流量巨头，如美团优选（本地生活流量及地推能力）、拼多多“多多买菜”；2）背靠互联网巨头、资本加持，拥有先发优势及地域性较强的垂直平台，包括阿里投资的十荟团、腾讯投资的“兴盛优选”。由于社区团购消费者偏向本地居民，我们认为后期发展也将趋向区域化、本地化，竞争格局依旧高度分散。

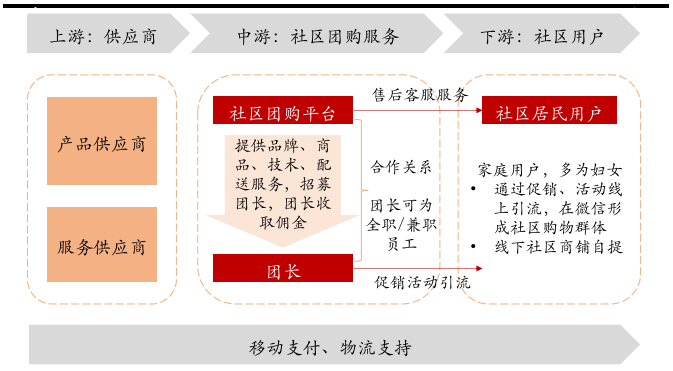
团长聚合流量，次日履约能力成关键。有别于传统电商的高额拉新，社区团购通过团长私域流量实现低成本获客、下沉、快速起量（团长 5%-10%扣点可覆盖电商拉新营销 20%-40%的费用）。团长作为承担前期营销+运营+售后的重要角色，已成为各平台争夺的核心资源。未来，我们认为团长高效的运营管理以及精细化团长培养&沉淀体系将是平台的重要筹码。如果说短期流量&补贴助力平台跑马圈地，那通过供应链效率来控制履约成本则是长期模型跑通（盈利改善）的关键。由于低毛利、高损耗的生鲜食材为社区团购主打产品，平台的次日履约能力、仓配建设、供应链配置决定了用户体验和平台效益。我们预计中短期社区团购将依旧处于投入期，各平台最终将供应链体系完善及次日履约能力以构筑差异化壁垒。

图 127：中国社区团购市场规模



资料来源：iimedia，招银国际

图 128：中国社区团购行业图谱



资料来源：iimedia, 招银国际

图 129：主要社区团购平台对比分析

	阿里		腾讯	美团	拼多多	滴滴
入局方式	投资	自建	投资	自建	自建	自建
社区团购品牌	十荟团	盒马*	兴盛优选	美团优选	多多买菜	橙心优选
核心地区	华北、东北	湖北	湖南，湖北、江西，此外进入 13 个省市	山东、广东、湖北，年底计划进入千城	武汉、南昌等超过 110个城市	四川、重庆
特色	“城市圈”战略扩张，生鲜水果差异化优势明显，团长体系完善	阿里体系内四线赛马、盒马牵头	注重对社区门店、夫妻老婆店的运营；注重物流建设，深入农村	强调区域管理，不求单纯低价更重视对团长运营，业务条线融合下沉更广	内部人士带队、扩张激进，爆品低价特性更为显著	补贴力度大，强化在中心城市运营
优势	背靠阿里，供应链完善、货源充足，买手团经验丰富	供应链、货源、履约能力强，内部协同效应	下沉市场铺设最多，湖南地区供应链优势，业务模式相对成熟	自身地推团队强，擅长精细化运营和体系建设，供应链强	农产品优势，用户社交性强，流量偏底线	资金充足，线下网络优势

资料来源：网上公开资料整理，招银国际研究

泛文娱：流量回归、内容致胜、变现破界

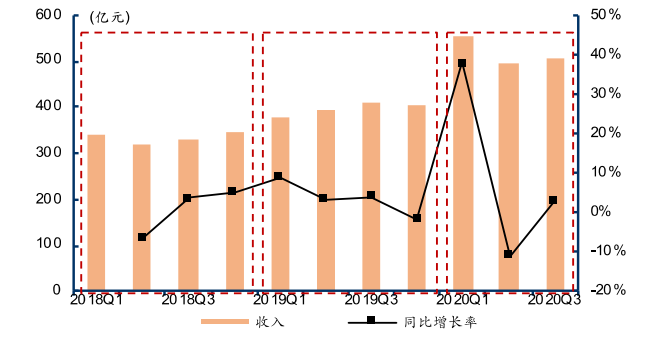
游戏：流量回归，产品为王

受益于宅经济效应，游戏加速增长，后疫情期玩家热情回归正常化，但手游市场依然环比稳中有升；伴随多款头部产品上线，预计四季度手游同比增速仍有望达 25%以上。鉴于监管常态化、买量成本上升，头部产品吸金效应渐强，将进一步推动产品向高品质、精细化发展。长期关注游戏出海、女性/二次元游戏、电竞增量及云游戏。建议优选：**1）IP 加持、天然的渠道优势以及自研能力的行业龙头**（如：腾讯、网易），受惠于行业集中度提升，以及同质化产品减少带来的流量成本降低；**2）Z 世代红利的二次元游戏社区**（如：哔哩哔哩、心动），得益于年轻向游戏的异军突起。

关注年轻向/二次元赛道，捕捉 Z 世代消费红利。伴随着 Z 世代成为游戏消费主力，二次元游戏不断崭露头角（明日方舟、原神的风靡），该品类游戏玩法有望迎来持续增量，且成为游戏大厂重点投入方向。一方面，Z 世代消费力的释放利于 ARPU 的提升；同时，动漫类、电竞类等 ACG 游戏将补充传统中重度游戏生态。

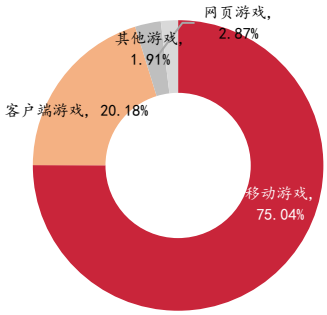
出海大潮持续。在国内政策趋严、人口红利褪去背景下，游戏出海依旧为 2021 年增长点，且受益于海外疫情下的宅经济红利。根据伽马数据，1H20 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入增长达 35%，远高于国内增速 22%。我们预计游戏出海节奏将进一步加速，出海型公司将凸显高防御性。此外，政策趋严下，将倒逼游戏厂商精细化运营、重视产品质量及体验，长期助于文娱产业健康良性发展。

图 130：手游受益于疫情宅经济效应



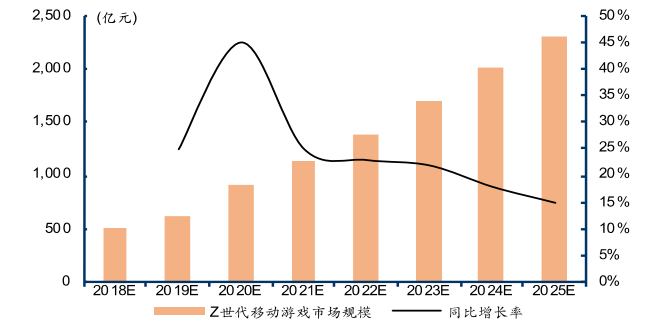
资料来源：伽马数据，招银国际

图 131：1H20 中国游戏市场结构



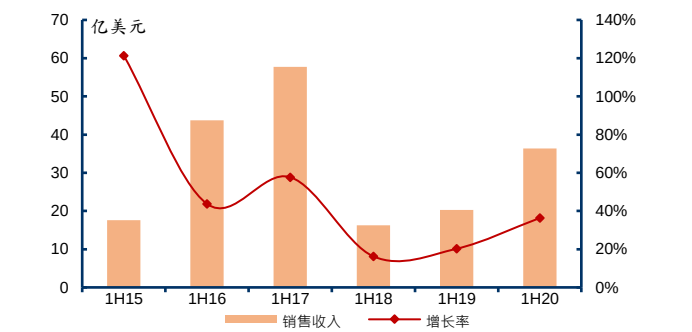
资料来源：伽马数据，招银国际

图 132：Z 世代移动游戏市场规模



资料来源：伽马数据，招银国际

图 133：中国自研游戏海外市场实际销售收入增势突出



资料来源：伽马数据，招银国际

长视频内容致胜，ARPU 增长成为新引擎

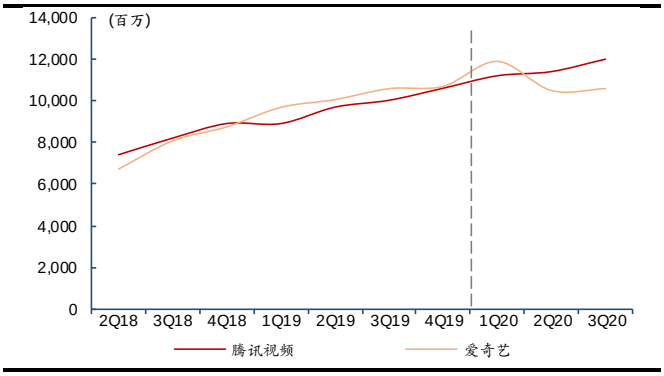
头部平台内容丰富的优势在疫情期间凸显，其中平台热剧和自制综艺是致胜关键。疫情期，需求端受益于“宅经济”，视听娱乐需求线下往线上转移，用户时长和粘性提升。后疫情期，随着复工复产推进，流量及时长回归常态，进入暑期后受益于多部爆款剧及综艺，流量逐渐回升。而头部平台内容丰富的优势在疫情期凸显，平台热剧及自制综艺成关键。

中/短剧集屡出爆款，Z 世代消费习惯倒逼平台减量提质。泛娱乐内容消费领域，95 后 DAU 时长远超全部用户均值（2020.9）。2020 年，Z 世代消费预计占文娱产业 62%。Z 世代用户表达欲强、注重悦己消费、追求精品制作、短集爆品效应。在碎片化时间有限下，以爱奇艺迷雾剧场为代表的中/短剧集屡出爆品，继 6 月《隐秘的角落》火遍全网后，《沉默的真相》再次高开高走；各平台均积极开拓中/短剧内容，如芒果 TV 宣布推出短剧剧场“季风计划”。我们认为未来精品化、中/短剧剧集有望成为小荧屏新增长点，有效提升付费率。

IP 全链路开发，一鱼多吃提升变现能力。秉承“一鱼多吃”IP 开发理念，各平台在原创 IP 孵化和 IP 产业链上进行积极布局。例如，《天官赐福》大 IP 小说在哔哩哔哩动漫版爆火后，将由腾讯视频于 2021 年进行电视剧拍摄，而未来周边、游戏、艺人价值等将持续转化。

会员价格进入提价周期，ARPU 增长成为新引擎。在爱奇艺、腾讯视频会员均超 1 亿后，我们认为会员扩张已从流量红利增长转向内容驱动。随着人均可支配收入提高、版权意识提升、竞争理性化，会员 ARPU 将迎来提价拐点，其中爱奇艺于 11 月的调价拉开了提价序幕。同时，超前点播、折扣减少、多层次会员体系等一系列措施将助于打开 ARPU 空间。

图 134：在线视频行业 TOP2 平台付费会员数趋势



资料来源：公司财报，招银国际

图 135：爱奇艺“迷雾剧场”成小荧屏新增长点



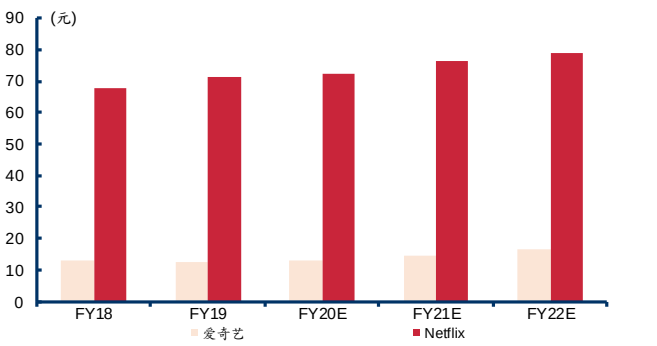
资料来源：网上公开资料整理，招银国际

图 136：IP 价值凸显



资料来源：网上公开资料整理，招银国际

图 137：国内平台 ARPU 与 Netflix 比较



资料来源：公司数据，Bloomberg, 招银国际

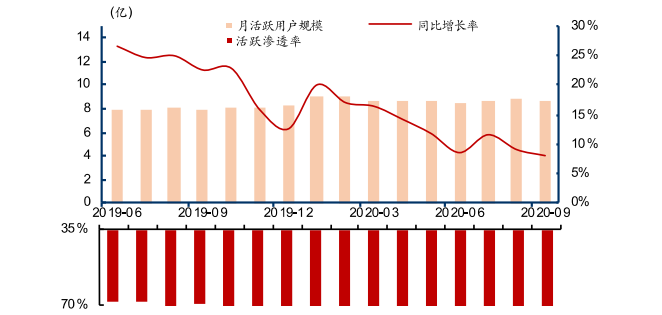
短视频加速渗透，变现优化

短视频加速下沉。疫情加速短视频渗透，短视频 MAU 已达 8.6 亿，渗透率 75%，已成为第三大流量入口，并成为继微信后的第二大时间黑洞。疫情防控常态化下，线上娱乐化需求不减，用户增速依旧达 8%，增量主要来自于下沉市场。行业马太效应加剧，流量加速向两大头部平台抖音及快手集中。预计 2021 年有望迎来短视频上市潮。

抖音强算法运营，快手重社区产品。抖音从音乐元素、时尚娱乐、新闻热点出发，迅速捕获一二线城市用户，同时继承了字节跳动的算法推荐和平台运营优势，采用中心化内容分发逻辑，并配合集团产品矩阵（西瓜视频等）不断扩宽边际。而快手低线城市用户居多，内容趋近生活百态、原生朴实，注重社区粘性运营，其积淀的优质细分内容和强信任用户关系链，构筑竞争壁垒。

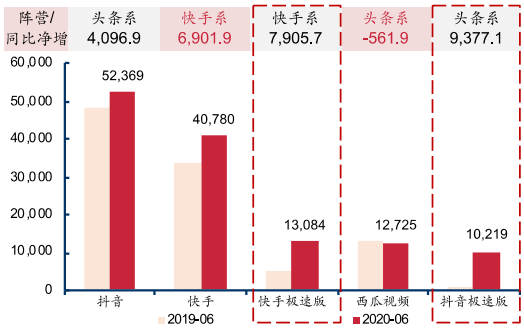
变现优化，探索新边界。目前两大平台变现以广告、直播为主，未来将打开电商、游戏、会员等商业化路径。抖音充分发挥算法推荐优势，前期迅速释放广告变现空间，2019 年广告收入预计超 600 亿，占比约 80%；疫情期以流量驱动的直播业态增长加速，配合电商带货的崛起，预计多元化变现持续，且海外市场增长可期。快手基于社区粘性，2019 年/1H20 直播收入分别达 314 亿/173 亿，占比已从 2017 年的 95%缩小至 1H20 的 68%，收入结构逐渐优化，广告、电商潜力可期。根据快手招股书，1H20 快手广告收入比重已达 28%，电商 GMV 达 1,096 亿元，成为全球第二大直播电商平台（以 GMV 计）。

图 138：短视频行业月活规模趋势



资料来源：公司财报，招银国际

图 139：短视频下沉增量持续



资料来源：伽马数据，招银国际

图 140：短视频变现优化，加速电商生态布局



资料来源：QuestMobile，招银国际研究

2021 年：解锁 Z 世代新动能、捕捉大电商结构受益

后疫情期流量回归理性，短期由于疫苗进展和反垄断意见稿，存在板块轮动；但长期看好板块结构受益。目前板块平均估值 17.8x FY21E P/E (略高于过去三年平均 16x)。展望 2021，关注 Z 世代文娱/电商消费新动能及各生态大融合，开放竞合环境下建议优选行业龙头、成长赛道型公司。

投资主线：1）优选消费驱动型赛道，聚焦结构受益、社区团购新机遇：首选美团（3690 HK, 买入），凭借"超级流量入口+B 端商家资源+地推能力"持续享受本地生活红利，各业务线协同效应可期；外卖结构受益，酒旅韧性复苏，新业务打开长期增长空间。其次，建议积极关注拼多多（PDD US，买入），憧憬 ARPU 提升、C2M 推进、多多买菜增量。**2）捕捉文娱开放破界，关注 Z 世代成长赛道：**在游戏&直播增长回归理性之余，建议聚焦成长赛道型公司，如哔哩哔哩(BILI US，买入)，受益于用户破圈、内容拓展、变现多元化。

美团（3690 HK, 买入）

我们看好美团高频流量入口、业务交叉销售以及新业务的成功补充，且是消费线上迁移、社区团购、消费政策导向的直接受益者。作为第一大外卖平台，我们预计美团外卖 CAGR 35%, 受益于：1）行业渗透率及市占率的提升；2）疫情刺激用户溢价付费、供给端品牌商家入驻。到店酒旅在后疫情期韧性复苏，有望在 3Q20 恢复正增长。新业务打开长期增长空间，一方面疫情将刺激用户对于配送服务的使用，巩固公司 B 端商家、供应链壁垒，另一方面解锁社区团购新机遇。重申长期看好观点，目标价为 HK$348。维持「买入」评级。

哔哩哔哩（BILI US, 买入）

我们看好哔哩哔哩收入及用户增长前景，源于其年轻化强交互社区、独特鲜明的内容生产、及丰富的游戏/剧集储备。全面渗透 Z 世代之余，公司从二次元亚文化圈逐渐拓展至泛文娱领域，衔接主流价值观以打开用户天花板。随着内容品类扩展及品牌建设初现成效，我们看好月活上升、用户粘性提升空间。同时，变现多样化持续推进，游戏代理及联运有望迎来更多头部产品，直播增值服务及广告变现潜力可期。我们预测 2019-2022 年，公司收入年均复合增长率高达 44%，目标价为 US$62*（重审中），维持「买入」评级。

图 141：招银国际中国互联网行业覆盖公司

公司	代码	货币	股价	目标价	评级	涨幅空间	市值（百万美元）	EPS			PE(基于目标价)			EPS CAGR	PEG
								FY1E	FY2E	FY3E	FY1E	FY2E	FY3E		
腾讯	700 HK	HKD	583.0	669.0	买入	15%	721,070	12.9	15.9	19.3	44.5	36.1	29.8	22%	1.63
阿里巴巴	BABA US	USD	264.0	358.6	买入	36%	714,288	66.5	80.8	99.2	35.9	29.6	24.1	22%	1.34
百度	BIDU US	USD	144.3	173.0	买入	20%	49,217	59.1	64.3	75.9	19.5	17.9	15.2	13%	1.34
拼多多	PDD US	USD	146.8	160.0	买入	9%	180,644	-2.6	2.7	10.6	-408.8	400.0	100.5	22%	1.44
美团	3690 HK	HKD	287.6	348.0	买入	21%	218,297	1.0	2.4	4.5	309.2	123.0	66.1	116%	1.06
哔哩哔哩	BILI US	USD	72.6	61.7	买入	-15%	25,206	-7.6	-4.9	0.2	-54.0	-83.8	2405.5	NA	NA
YY	YY US	USD	85.8	130.0	买入	51%	6,950	26.9	33.7	46.3	32.2	25.7	18.7	31%	0.83
陌陌	MOMO US	USD	13.3	15.5	买入	17%	2,774	11.5	12.8	15.2	9.0	8.1	6.8	15%	0.53
同程艺龙	780 HK	HKD	14.6	19.0	买入	30%	4,098	0.46	0.87	1.10	35.7	18.7	14.9	55%	0.34
友谊时光	6820 HK	HKD	2.1	4.0	买入	92%	585	0.2	0.3	0.4	14.1	10.8	9.3	22%	1.44
中手游	302 HK	HKD	3.0	4.4	买入	49%	955	0.3	0.4	0.5	11.0	8.7	7.8	19%	0.46
光吧	1753 HK	HKD	2.4	4.1	买入	74%	328	0.6	0.5	0.4	6.1	7.8	9.0	-18%	-0.44
完美世界	002624 CH	CNY	28.5	48.9	买入	72%	8,473	1.2	1.5	1.8	39.5	33.0	27.2	20%	1.61
三七互娱	002555 CH	CNY	29.4	30.0	买入	2%	9,515	1.4	1.6	1.9	22.0	18.5	15.6	19%	0.98
平均											24.5	19.5	16.2	34%	1.04

资料来源：彭博、招银国际预测，截至 2020 年 12 月 8 日

图 142：互联网同业估值

公司	代码	市值 (USD mn)	评级	目标价	货币	股价	P/E			P/S			EV/EBITDA			EPS CAGR	FY20-22 PEG
							FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E		
大型中国互联网																	
腾讯	700 HK	721,070	BUY	669	HKD	583	38.0	30.8	25.4	12.5	9.8	7.9	35.3	27.0	22.4	22%	1.39
阿里巴巴	BABA US	714,288	BUY	359	USD	264	25.9	21.3	17.4	6.7	5.1	4.2	20.9	16.5	13.6	22%	0.96
百度	BIDU US	49,217	BUY	173	USD	144	15.9	14.6	12.4	3.0	2.6	2.4	10.0	8.7	7.5	13%	1.10
京东	JD US	130,653	NR	NA	USD	83	50.5	35.3	25.1	1.2	0.9	0.8	35.8	24.8	18.2	42%	0.85
美团点评	3690 HK	218,297	BUY	348	HKD	288	250.0	99.4	53.5	12.5	8.3	6.2	154.5	70.7	41.4	116%	0.86
拼多多	PDD US	180,644	BUY	160	USD	147	NA	358.9	90.2	23.0	14.8	10.9	NA	643.9	81.8	NA	NA
网易	NTES US	61,784	NR	NA	USD	89	24.3	20.8	18.2	5.5	4.7	4.1	19.1	16.5	14.0	15%	1.35
平均							**30.9**	**24.6**	**19.7**	**9.2**	**6.6**	**5.2**	**45.9**	**115.4**	**28.4**	**38%**	**1.08**
电商																	
阿里巴巴	BABA US	714,288	BUY	359	USD	264	25.9	21.3	17.4	6.7	5.1	4.2	20.9	16.5	13.6	22%	0.96
京东	JD US	130,653	NR	NA	USD	83	50.5	35.3	25.1	1.2	0.9	0.8	35.8	24.8	18.2	42%	0.85
拼多多	PDD US	180,644	BUY	160	USD	147	NA	358.9	90.2	23.0	14.8	10.9	NA	643.9	81.8	NA	NA
唯品会	VIPS US	17,069	NR	NA	USD	25	19.5	15.9	13.8	1.1	0.9	0.8	14.0	11.2	9.0	19%	0.84
宝尊	9991 HK	3,033	NR	NA	HKD	95	15.7	11.2	9.3	2.2	1.7	1.4	25.0	17.8	13.7	30%	0.38
平均							**27.9**	**88.5**	**31.2**	**6.8**	**4.7**	**3.6**	**23.9**	**142.8**	**27.2**	**28%**	**0.76**
OTA																	
携程	TCOM US	20,455	NR	NA	USD	34	NA	37.6	22.1	7.3	4.9	3.6	1128.2	39.0	20.5	NA	NA
同程艺龙	780 HK	4,098	BUY	19	HKD	15	26.9	14.1	11.2	4.4	3.0	2.4	17.0	9.1	7.2	55%	0.26
平均							**26.9**	**25.9**	**16.7**	**5.9**	**4.0**	**3.0**	**572.6**	**24.1**	**13.9**	**55%**	**0.26**
游戏																	
腾讯	700 HK	721,070	BUY	669	HKD	583	38.0	30.8	25.4	9.8	7.9	6.6	27.0	22.4	18.6	22%	1.39
网易	NTES US	61,784	NR	NA	USD	89	24.3	20.8	18.2	5.5	4.7	4.1	19.1	16.5	14.0	15%	1.35
金山软件	3888 HK	7,367	NR	NA	HKD	42	10.2	36.4	28.4	8.4	6.9	5.9	15.6	13.6	11.6	-40%	-0.91
IGG	799 HK	1,244	NR	NA	HKD	8	6.0	7.1	6.8	1.8	1.8	1.7	3.5	3.8	3.6	-6%	-1.21
友谊时光	6820 HK	585	BUY	4	HKD	2	7.2	5.5	4.7	1.7	1.3	1.1	5.1	4.0	3.4	23%	0.24
中手游	302 HK	955	BUY	4.4	HKD	3	7.2	5.7	5.1	1.4	1.2	1.0	6.4	5.2	4.3	19%	0.30
完美世界	002624 CI	8,473	BUY	49	CNY	28	23.0	19.2	15.9	5.2	4.4	3.9	20.0	16.8	14.8	20%	0.94
三七互娱	002555 CI	9,515	BUY	30	CNY	29	21.6	18.1	15.2	3.9	3.2	2.7	17.4	14.2	11.8	19%	0.96
巨人网络	002558 CI	5,441	NR	NA	CNY	18	32.2	26.8	24.0	12.9	11.2	9.6	NA	NA	NA	16%	1.70
平均							**19.9**	**16.8**	**14.4**	**5.3**	**4.4**	**3.8**	**14.1**	**11.8**	**10.1**	**16%**	**0.71**
直播																	
陌陌	MOMO US	2,774	HOLD	16	USD	13	7.5	6.8	5.7	1.2	1.1	1.0	4.0	4.2	3.4	15%	0.45
YY	YY US	6,950	BUY	130	USD	86	20.8	16.6	12.1	1.8	1.6	1.4	10.8	9.4	6.6	31%	0.54
映客	3700 HK	256	NR	NA	HKD	1	11.3	6.4	4.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	60%	0.11
虎牙	HUYA US	4,468	NR	NA	USD	19	23.6	17.9	13.4	2.6	2.1	1.8	18.6	11.8	8.4	33%	0.55
平均							**15.8**	**11.9**	**8.9**	**1.9**	**1.6**	**1.4**	**11.1**	**8.4**	**6.1**	**35%**	**0.41**
泛文娱																	
腾讯音乐	TME US	28,199	NR	NA	USD	17	37.6	30.1	23.8	6.3	5.2	4.3	36.5	27.0	20.7	26%	1.17
爱奇艺	IQ US	16,104	NR	NA	USD	22	NA	NA	NA	3.5	3.1	2.7	NA	326.4	34.9	-52%	NA
阅文	772 HK	7,804	NR	NA	HKD	60	NA	37.9	28.9	6.4	4.9	4.1	NA	35.6	25.1	NA	NA
哔哩哔哩	BILI US	25,206	BUY	62	USD	73	NA	NA	2766.7	14.1	9.7	7.2	NA	NA	120.1	NA	NA
平均							**37.6**	**34.0**	**939.8**	**7.6**	**5.7**	**4.6**	**36.5**	**129.7**	**50.2**	**-13%**	**1.17**
广告																	
百度	BIDU US	49,217	BUY	173	USD	144	15.6	14.3	12.1	2.9	2.6	2.3	9.7	8.5	7.4	13%	1.07
微博	WB US	9,348	NR	NA	USD	41	21.4	17.3	15.4	5.9	5.3	4.9	18.5	14.5	12.7	18%	0.96
新浪	SINA US	2,614	NR	NA	USD	44	19.5	17.0	16.6	1.2	1.1	1.0	7.1	5.5	4.4	8%	2.06
汇量	1860 HK	732	NR	NA	HKD	4	12.6	10.2	NA	1.2	1.0	0.9	11.0	8.1	NA	NA	NA
兑吧	1753 HK	328	BUY	4	HKD	2	3.5	4.5	5.2	1.3	0.9	1.1	3.0	1.8	2.3	-18%	-0.25
平均							**14.5**	**12.6**	**12.3**	**2.5**	**2.2**	**2.0**	**9.9**	**7.7**	**6.7**	**5%**	**0.96**
总平均							**20.5**	**17.9**	**14.9**	**4.4**	**3.5**	**2.9**	**66.3**	**27.3**	**16.6**	**16.3%**	**0.64**

资料来源：彭博，截至 2020 年 12 月 8 日

中国科技板块

优于大市

分析师：伍力恒 – alexng@cmbi.com.hk
杨天薇 – lilyyang@cmbi.com.hk

国产替代、5G+AIoT 和数字化引领产业进入新周期

科技行业有望继续震荡上行。2020 年在新冠疫情、新基建以及中美贸易摩擦的背景下，科技板块整体在震荡中走强，年初至今 A/H 科技板块行业上涨 39%/27%，跑赢上证 300/恒生指数 9%/-7%的收益率。科技行业在上半年受益于在疫情后国产替代预期上升及 5G 产业链业绩高增长，而在下半年业绩持续复苏与华为事件后估值修复驱动下板块震荡上涨， A/H 科技板块 2021 年 P/E 从年中的 36.4/16.0 倍上升至目前的 40.7/23.0 倍，估值相对合理。展望 2021 年，考虑到中国产业政策支持、当前行业发展趋势、5G 基建回暖以及相关设备/终端需求逐渐放量，我们预计整个板块将维持高景气，同时中美贸易摩擦将成为中长期的常态，科技产业链升级和新兴领域的创新仍然是明年投资的关注要点。

中美贸易摩擦重塑全球供应链，国产替代加速产业转型升级。随着中美贸易摩擦持续、新冠疫情影响、国内人工成本上涨等因素影响，国内产业链将加快全球化布局海外工厂和研发基地，同时，在逆全球化的背景下国产替代将加速国内产业链转型升级，加快构建从芯片到服务器到 OS 平台的自主生态体系，实现从基础设备到零部件的自主可控，整体上我们认为行业龙头将加速整合，中上游国产化提速，利好国内科技产业链。

5G+AIoT 启动新一轮创新周期。经过过去几年的增速放缓后，终端品牌和供应链的集中度大幅提升，我们相信科技龙头企业明年起将显着受益 5G+AI 的创新周期。1）手机品牌：疫情对全球手机市场影响逐步减弱，华为事件后全球品牌再洗牌，我们重点看好苹果 iPhone 12 周期以及小米份额稳步上升；2）AIoT：随着 5G 建设和应用场景成熟，我们认为 AIoT 将是产业链未来十年的主要增长动力，其中可穿戴设备(TWS/VR/AR)、智能家居和智能汽车产业链将明显受益；3）零部件：我们预计明年手机市场迎来反弹，无线化及光学创新(多摄、3D)的渗透率将有望加速，利好相关零部件龙头公司。

5G 建设保持适度超前节奏，促进数字化生态圈发展。2020 年中国迎来 5G 大规模建设。截止 11 月底国内已建成 70 万 5G 基站，5G SA 组网初步实现规模商用，网络覆盖至地级以上城市和重点县市。虽然目前仍未出现“杀手级”应用，但广覆盖的 5G 网络是促进 5G 生态圈发展的前提，我们预计明后年国内新增 5G 基站 80 万/100 万座。未来三年是 5G 发展的导入期，我们看好光模块、泛射频等细分领域，受益于 5G 发展带来的产品升级换代需求，相关标的将最先享受 5G 红利。

投资策略：聚焦 5G/AIoT 产业链与国产替代。展望 2021 年在国产替代、5G+AIoT 及数字化带动下，我们看好国内科技产业链的投资机遇，建议重点关注苹果/小米产业链、通讯设备、AIOT 等板块，同时在中美摩擦的背景下，关注自主可控主题的半导体和信息安全板块。我们建议重点关注小米集团、比亚迪电子、舜宇光学、立讯精密、歌尔股份、中兴通讯与中际旭创。

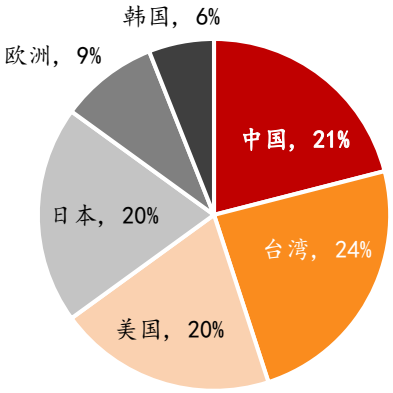
中美贸易摩擦重塑全球供应链，国产替代加速产业转型升级

国内产业链开始分散转移，全球化布局研发生产基地

随着中美贸易摩擦持续、新冠疫情影响、国内人工成本上涨等因素影响，全球终端品牌和国内产业链将加快全球化布局，中下游部分零部件和组装环节已开始转向越南、印度与台湾等东南亚国家，并在全球设立代工厂和研发基地，海外收入占比较高的消费电子产业链将加快海外建厂，其中我们预期未来 2-3 年苹果在印度的产能将占总产能的 20-30%。

苹果重点扶持国内产业链，提高海外产能以分散风险。以苹果产业链为例，苹果近年一方面大力扶持国内零部件产业链，加快整合台商在国内的产能，另一方面鼓励产业链外移产能到印度、越南与墨西哥等地区。我们相信目前超过 30 家中国供应商在海外建厂，如组装供应商(鸿海/和硕/纬创/比亚迪电子/立讯)在过去数年分别在印度、越南与印度尼西亚设立生产基地。另外，中游零部件如瑞声科技/歌尔声学已分别于 2014/2016 年在越南建厂，欧菲科技/信维通信/舜宇光学/丘钛科技也于 2019 年在印度设厂。我们预期其他重点供应商将紧随其后迁移到更接近组装厂的地方，以缩短交货时间和更好地进行供应链管理，但我们相信资本支出较高或生产地点多元化的零部件不会受到影响，例如半导体、显示器与内存供应链。

图 143: 苹果供应商按地区分布 (2019 年)



资料来源：Apple，招银国际证券

图 144: 苹果主要产品组装供应商

苹果产品	EMS/ODM	2019	2020E	2021E
iPhone	富士康	70%	65%	60%
	和硕	25%	25%	20%
	纬创	10%	5%	5%
	立讯精密	-	10%	15%
iPad	富士康	70%	55%	50%
	仁宝	30%	35%	35%
	比亚迪电子	-	10%	15%
AirPods/ Pro	英业达	45%	20%	10%
	立讯精密	55%	65%	65%
	歌尔股份	-	15%	25%
Apple Watch	广达	70%	40%	15%
	仁宝	25%	30%	25%
	富士康	-	20%	30%
	立讯精密	-	10%	30%

资料来源：招银国际证券

图 145：大中华供应链的生产与研发地点

	代码	海外销售占比 (2019)	海外生产基地	海外研发中心
瑞声科技	2018 HK	55%	中国, 越南, 菲律宾, 新加坡	美国, 芬兰, 丹麦, 韩国, 日本, 新加坡
鸿腾精密	6088 HK	76%	中国, 越南, 墨西哥	台湾, 中国, 日本, 美国, 新加坡, 韩国, 墨西哥, 英国
比亚迪电子	285 HK	18%	中国, 印度, 越南	美国, 欧洲, 日本, 韩国, 印度, 台湾
歌尔声学	002241 CH	78%	中国, 越南	韩国, 日本, 美国
立讯精密	002475 CH	92%	中国, 越南, 马来西亚, 德国	美国
欧菲光	002456 CH	23%	中国, 日本, 印度	美国, 日本, 台湾
蓝思科技	300433 CH	66%	中国, 越南	美国
舜宇光学	2382 HK	17%	中国, 印度	日本, 韩国, 美国, 新加坡
丘钛科技	1478 HK	4%	中国, 台湾, 印度	台湾
通达集团	698 HK	15%	中国	美国
信利国际	732 HK	22%	中国	美国

资料来源：公司及招银国际证券

5G 周期带动产业升级，国产替代空间巨大

目前在贸易摩擦和逆全球化的背景下，全球供应链存在较大的不确定性，我们相信国产替代将迎来提速，同时中国庞大的市场和 5G 升级周期将加快国内电子产业转型升级，目前中下游大部分的零部件制造及组装环节已经实现部分国产化，而上游的材料、芯片和高端元器件主要来自美日欧国家，我们相信在贸易摩擦持续的大背景下国产替代机遇正在来临。

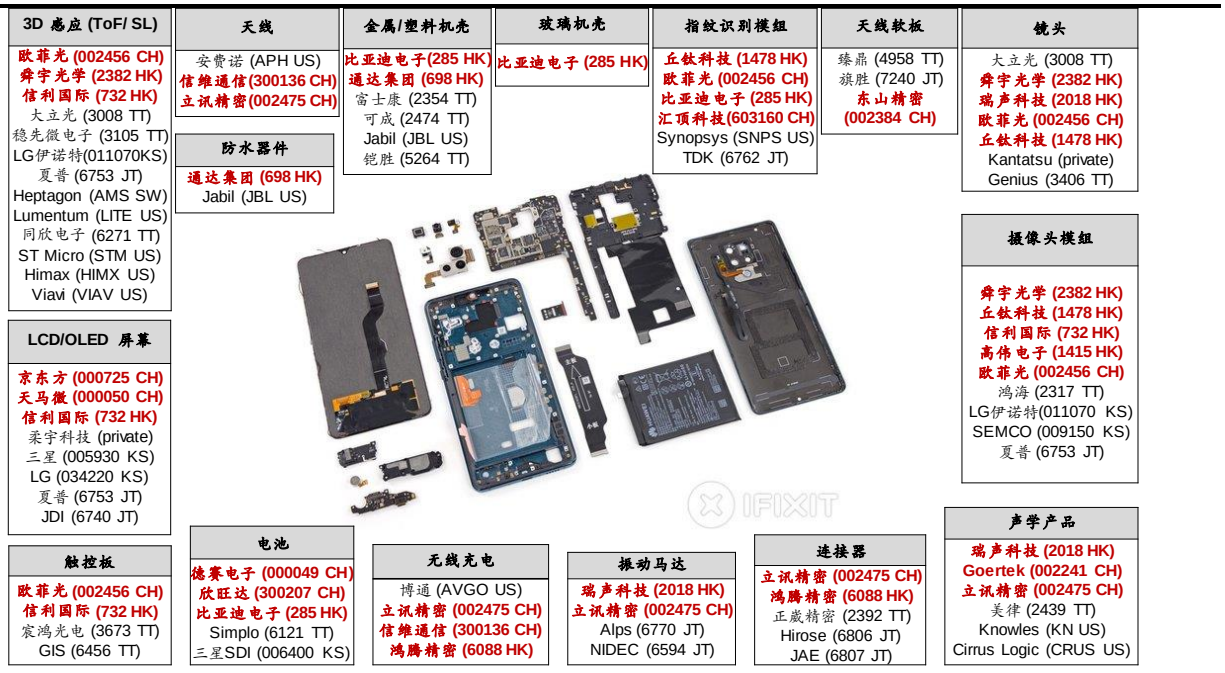
零部件龙头加速整合，中上游国产化提速。我们相信在未来几年 5G 升级周期的机遇下，近期的新冠疫情以及中长期的贸易摩擦将推动国产取代与产业升级，我们认为细分行业龙头将明显受益：1）国产终端品牌海外崛起，如小米 OV 手机与 IoT 产品全球份额提升；2）下游组装制造龙头如比亚迪电子/立讯/歌尔等加快行业整合；3）中上游材料、半导体与设备等领域目前国产化较低，国家政策与资金扶持将有助加快投资步伐和产业升级。

图 146: 供应链客户和产品收入占比 (2021E)

公司	代码	苹果	华为	三星	其他国产	其他	手机相关产品
瑞声科技	2018 HK	45%	5%	25%	20%	5%	声学、触控马达、机壳、手机镜头
鸿腾精密	6088 HK	40%	3%			57%	连接器、无线充电
舜宇光学	2382 HK	2%	5%	15%	63%	15%	摄像头模组、手机镜头、车载镜头
比亚迪电子	285 HK	30%	5%	15%	35%	15%	金属、玻璃机壳、OEM/EMS
通达集团	698 HK	20%	5%	10%	35%	25%	机壳、三防零组件
丘钛科技	1478 HK		5%		85%	15%	摄像头模组、屏下指纹模组
东江集团	2283 HK	10%				90%	精密模具
信利国际	732 HK			3%	62%	35%	摄像头模组、指纹识别、显示屏
高伟电子	1445 HK	90%		5%		5%	摄像头模组
立讯精密	002475 CN	60%	10%	3%		27%	连接器、声学、马达、TWS、无线充电、OEM
歌尔声学	002241 CN	45%	5%	10%	15%	25%	声学、无线耳机、VR/AR、可穿戴
欧菲光	002456 CN	15%	5%	15%	55%	10%	摄像头模组、镜头指纹识别、触摸屏
蓝思科技	300433 CN	50%	5%	10%	10%	15%	玻璃/金属机壳

资料来源：招银国际证券

图 147: 5G 零部件国产替代加快



资料来源：iFixit, 招银国际证券

5G+AIoT 启动新一轮创新周期

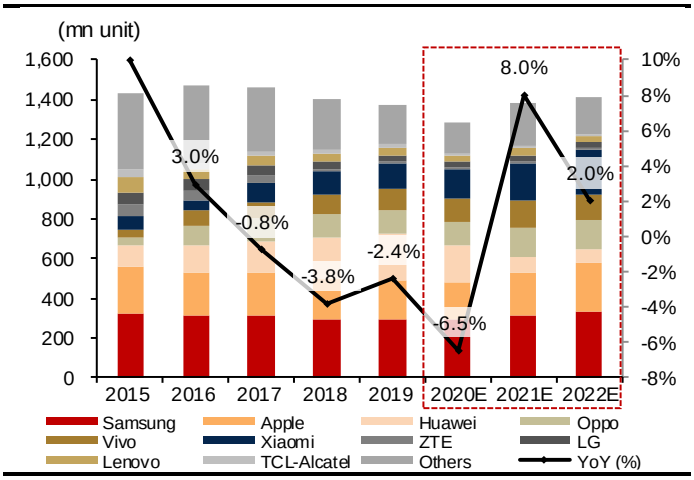
经过过去几年的增速放缓后，全球终端品牌和供应链的集中度大幅提升，我们相信科技龙头企业明年起将显着受益 5G+AI 的创新周期。1）手机品牌：疫情对全球手机市场影响逐步减弱，华为事件后全球品牌再洗牌，我们看好苹果 iPhone 12 周期以及小米份额稳步上升；2）AIoT：随着 5G 建设和应用场景成熟，我们认为 AIoT 将是产业链未来十年的主要增长动力，其中可穿戴设备(TWS/VR/AR)、智能家居和智能汽车产业链将显著受益；3）零部件：我们预计明年手机市场迎来反弹，无线化及光学创新(多摄、3D)的渗透率将有望加速，利好相关零部件龙头公司。

智能手机：全球品牌再洗牌，看好小米、苹果份额提升

2021 年手机出货量有望复苏。我们预计 2021 年全球智能手机出货量将同比增长 8%至 13.9 亿部，全球 5G 智能手机出货量将达 5.4 亿台，渗透率将超过 39%，而中国 5G 手机出货量将达 3.1 亿台，渗透率达 83%。由于华为受到禁令限制，我们预计明年全球品牌洗牌，华为明年出货量下降至 0.8 亿台，而华为的高端市场份额主要由苹果与三星瓜分，中低端部分由小米 OV 取得。

看好小米和苹果明年快速成长。我们看好小米明年加快布局国内线下渠道和海外运营商渠道以开拓市场，预计 2021 年小米出货量同比增长 25%至 1.86 亿台，份额上升至 13%，成为全球三大手机品牌。另外，我们同时看好苹果 iPhone 12 周期，预期苹果在中高端的市场份额提升，加上海外市场疫情后需求复苏因素， 2021 年出货量同比增长 15%至 2.2 亿部，占 16%的全球市场份额。

图 148: 全球智能手机机身市场预测（2015-22 年）



资料来源：IDC，招银国际证券

图 149: 全球智能手机出货量预测

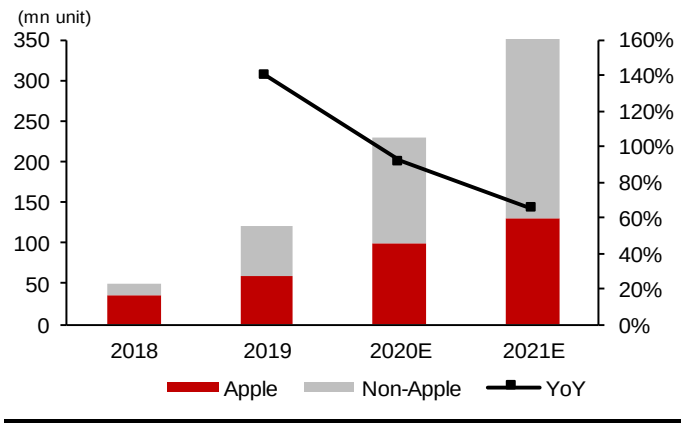
（百万台）	2019	2020E	2021E	2022E
三星	296	289	310	337
苹果	191	191	220	242
华为	241	190	80	70
Oppo	114	118	145	146
Vivo	110	110	140	126
小米	126	149	186	223
其他	295	237	306	271
总量	**1,373**	**1,284**	**1,387**	**1,401**
5G 渗透率	1%	22%	39%	57%
全球 5G 手机出货量	19	278	544	796
中国 5G 手机出货量	14	172	305	350

资料来源：IDC，招银国际证券

AIoT：可穿戴设备/智能家居放量，渗透率提升空间巨大

AirPods/Watch 持续渗透，AR/VR 有望成为下一个成长动力。IDC 预测智能可穿戴市场有望在 2023 年超过 3 亿部，2019-2023 年 CAGR 增速约为 8%；其中智能手表和无线耳机成为主要的成长动力，占可穿戴设备总量的 70%。我们看好：1）TWS 耳机：AirPods 在 2018-20 年出货量为 3500/6000/10000 万，我们预计未来两年出货量将维持 25% CAGR，2021-22 年出货 1.3 /1.5 亿； 2）智能手表：随功能范围扩张，智能手表从针对年轻人的时尚潮品转型成覆盖全年龄段人群的大众产品，Apple Watch 今年第六代新增血氧检测与睡眠追踪等新功能，加上续航能力提升至一天半以上，我们预期手表出货量将维持 15% CAGR，2021-22 年出货达 4000/4500 万； 3） AR/VR 设备：我们预计苹果将在 2022 年发布 AR 头戴式显示设备将带动 AR/VR 设备大周期。

图 150：全球 TWS 出货量预测（2018-21 年）



资料来源：Counterpoint，招银国际证券

图 151：全球 AR/VR 设备出货量

	（百万台）	2020E	2024E	CAGR
AR	嵌入机	0.03	0.03	-7.1%
	一体机	0.41	24.00	176.4%
	头戴显示器	0.25	17.08	188.5%
VR	嵌入机	0.39	0.1	-29.2%
	一体机	3.09	25.25	69.1%
	头戴显示器	2.89	10.26	37.3%
	总出货量	**7.06**	**76.71**	**81.5%**

资料来源：IDC，招银国际证券

智能家居市场格局分散，苹果与小米受益先发优势。智能家居是消费级 IoT 主要产品，预计份额从 2018 年 40%提升至 2023 年 47%，节能系统和安防系统的旺盛需求将推动市场在 2018-25 年以 14%增速增长。目前市场竞争格局较为分散，苹果和国产手机品牌（华为/小米/OPPO/vivo）均有布局，我们认为小米享有先发优势，采用“智能手机+AIoT”双轮驱动模式，构建完善的产品结构并以拓展智能电视为代表的大家电系列产品为下一阶段目标。

图 152：苹果智能家居以 HomePod, Apple TV, iPad 为中心



资料来源：公司，及招银国际证券

图 153：小米以手机为中心的智能家居生态系统

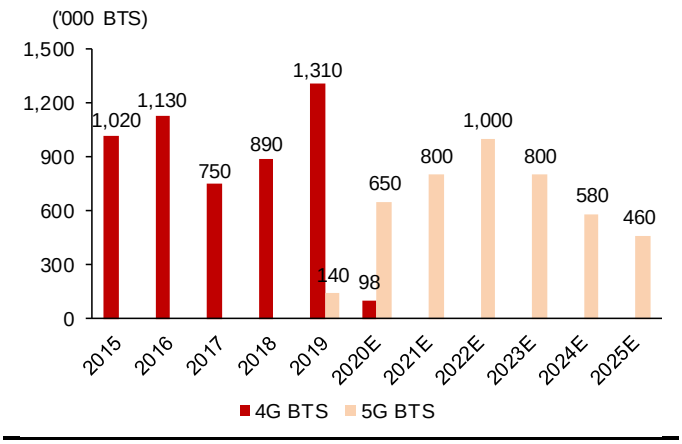


资料来源：公司，招银国际证券

通讯设备：5G 建设保持适度超前节奏，促进数字化生态圈发展

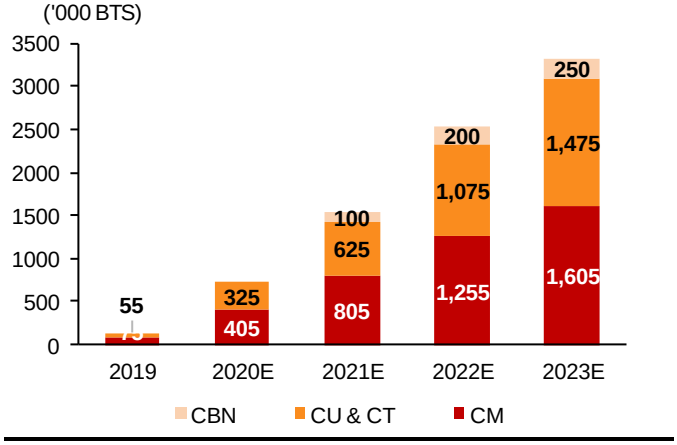
截止 2020 年 11 月底，全国共建 5G 基站 70 万座，我们保守预计 2021 年 5G 基站建设规模为 80-100 万站，主要基于：1）To B 应用端仍等待“杀手级”应用的出现；2）运营商 5G 基站建设、运营财务压力较大；3）未来中国移动和中国广电重点加强 700MHz 频段建网，基站需求相对高频段减少。目前市场上对于未来 5G 发展节奏持有不少悲观情绪，但是我们认为 5G 建设将稳步推进，保持适度超前的节奏，达到以建促用的目的。

图 154：中国新增基站规模预测，2015-2025E



资料来源：公司资料及招银国际证券预测

图 155：中国 5G 基站预测，2019-2023E



资料来源：招银国际证券预测

建设一个广覆盖的 5G 网络是促进 5G 生态圈发展的前提，我们保守预计明年国内新增 5G 基站 80 万座。未来三年是 5G 发展的导入期，我们期待广覆盖、低时延、高可靠、大带宽的应用逐步出现。短期内，我们看好光模块、PCB、泛射频等细分领域，相关标的受益于 5G 发展带来的产品升级换代需求，将会最先享受 5G 红利。

通讯设备商：国内、海外网络建设和设备更新需求保增长

今年下半年以来，受累于市场上对于缺乏大规模普及的 5G 应用的悲观情绪影响，设备商估值承压，但我们认为国内 5G 建设的需求和必要性仍在。展望明年，我们相信运营商仍会坚持适度超前的建设步伐，维持相似的资本开支力度。放眼海外市场，今年上半年设备商海外业务受到疫情影响较大。但从第三季度开始，我们已经看到海外市场需求逐渐恢复。预计明年海外 4G/5G 建设、铜转光需求将会迎来较大增长。

受益标的：中兴通讯（763 HK）、中国铁塔（788 HK）看好中兴通讯，主要由于 1）5G 三期设备采购即将开始，预期明年运营商保持适度超前的资本开支水平；2）海外 4G/5G 网络建设和铜转光需求逐步恢复；3）公司加大研发投入，并依托中兴微电子，加强技术自主性以及降低成本、提高公司盈利能力。我们认为中国铁塔也将收益于 5G 网络建设的持续推进，以及公司对成本端的管控。目前公司股价已经处于低位，相信未来将会回归合理的价值区间。

光器件：数通/5G 产业快速发展驱动光模块产品更新换代的强劲需求

电信市场量价齐升的驱动力源于：1）5G 无线接入网侧 CU/DU 分离，新增中传环节，假设每 5G 基站上挂有 3 个 AAU，预计单基站所需光收发模块数将由 4G 时期的 6 个/基站提升至 5G 时期的 8 个/基站；2）5G 带宽的提升推动模组升级至 100G/400G，提升 ASP。全球云基础设施保持旺盛，带动数通市场需求。北美市场回暖，云计算巨头（Google、Amazon、Facebook 及 Microsoft 等）2020 年资本支出持续扩大，400G 数通模块放量。虽受疫情影响，Facebook 维持今年 160 亿美元的资本开支计划，并给出 2021 年 210-230 亿美元的目标（同比增长 31% - 44%）。我们相信明年海外数通市场光模块需求仍将维持高景气。另外，国内共有云供应商和运营商相继入场，加剧市场竞争，我们期待 100G/400G 模块在国内市场也加速出货。

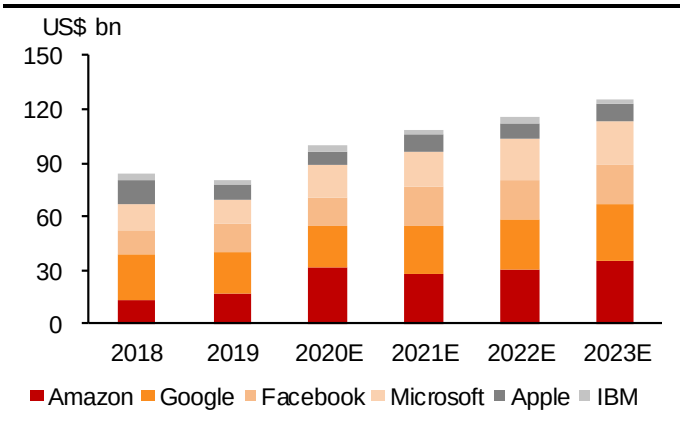
受益标的：中际旭创（300308 CH）作为国际数通光模组巨头，常年为北美及国内云计算巨头供货，并率先具备了 400G 批量出货的能力，产品已通过北美客户质量认证。公司同时亦部署电信市场，我们预计 FY21E 全球数通需求旺盛叠加国内 5G 加速部署，将持续驱动公司高速增长态势。

PCB（印制电路板）：通信业务回暖；上游覆铜板将迎来量价齐升

今年由于 1）中美贸易摩擦；2）疫情影响；3）下游通信客户受到技术限制导致需求减少，国内部分 PCB 厂商的业务面临压力。我们预期未来随着疫情的控制以及网络建设需求的恢复，PCB 厂商业务将会回暖。不过今年年底 PCB 上游材料价格面临不小的上涨压力，可能会压缩 PCB 厂商的利润空间。相比之下，上游 CCL（覆铜板）行业壁垒相对较高、厂商集中，CCL 厂商可将近期 PCB 原材料涨价的压力传导至下游 PCB 客户。同时，受益于 1）国内 5G 建设，产品升级的需求；2）上游材料国产替代的趋势；3）下游汽车/家电行业的强劲发展，我们预计 CCL 厂商将迎来量价齐升的局面。

受益标的：深南电路（002916 CH）/生益科技（600183 CH）我们看好在通信业务回暖的背景下，深南电路作为通信 PCB 行业龙头的发展。生益科技作为国内领先的覆铜板供应商，其高频覆铜板技术可比肩美国巨头罗杰斯，有望受益于国产取代趋势。加上公司新产能的陆续释放以及生益电子的分拆上市，将会带动公司 PCB 上下游业务的多面发展。

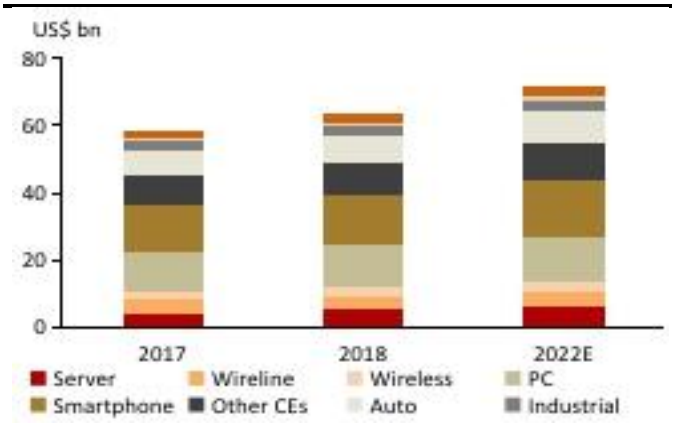
图 156：2021 年美国云计算厂商资本开支预计增长 9%



资料来源：Bloomberg 及招银国际证券预测

注：Microsoft/Apple 的年报截至日期分为别 6/30 和 9/30

图 157：PCB 市场持续增长（按下游行业分类）



资料来源：Prismark 及招银国际证券

图 158: 可比公司

公司	代码	评级	市值（百万美元）	股价（LC）	目标价（LC）	上行/下空间	市盈率（倍） FY20E	市盈率（倍） FY21E	市净率（倍） FY20E	市净率（倍） FY21E	净资产回报率 FY20E	净资产回报率 FY21E
光学												
舜宇光学	2382 HK	买入	21,733	153.60	*146.1	NA	35.1	25.9	9.1	7.0	26.0	27.1
丘钛科技	1478 HK	买入	1,660	10.98	16.6	51%	14.5	11.9	3.2	2.6	22.0	21.8
信利国际	732 HK	买入	386	0.91	NA	NA	-	-	-	-	-	-
瑞声科技	2018 HK	中性	6,555	42.05	43.2	3%	34.6	23.1	2.2	2.1	6.5	9.3
高伟电子	1415 HK	未评级	613	5.70	NA	NA	10.4	8.5	2.5	2.2	21.1	29.5
大立光	3008 TT	未评级	16,508	3470.00	NA	NA	18.3	16.2	3.3	2.9	19.0	19.2
欧菲科技	002456 CH	未评级	6,226	15.12	NA	NA	31.2	22.8	3.8	3.3	11.9	14.4
			Average				**24.0**	**18.1**	**4.0**	**3.4**	**17.7**	**20.2**
声学/触控马达												
瑞声科技	2018 HK	中性	6,555	42.05	43.2	3%	34.6	23.1	2.2	2.1	6.5	9.3
立讯精密	002475 CH	买入	56,616	53.05	74.2	40%	39.9	30.0	10.0	7.7	25.2	25.8
歌尔股份	002241 CH	买入	19,850	40.03	46.0	15%	52.7	34.8	7.2	6.3	13.7	18.0
Knowles	KN US	未评级	1,667	18.18	NA	NA	32.3	15.4	1.3	1.3	4.1	8.3
			Average				**39.9**	**25.8**	**5.2**	**4.4**	**12.4**	**15.3**
连接器												
鸿腾精密	6088 HK	买入	2,241	2.52	4.1	63%	13.4	9.2	1.0	0.9	7.3	9.8
立讯精密	002475 CH	买入	56,616	53.05	74.2	40%	39.9	30.0	10.0	7.7	25.2	25.8
泰科电子	TEL US	未评级	39,355	118.99	NA	NA	30.0	22.8	4.3	3.9	10.5	17.7
安费诺	APH US	未评级	39,859	133.24	NA	NA	37.0	31.8	7.9	7.3	23.2	24.0
			Average				**30.1**	**23.4**	**5.8**	**5.0**	**16.6**	**19.3**
机壳												
通达集团	698 HK	买入	389	0.47	0.6	20%	9.5	5.8	0.4	0.4	4.7	7.7
东江集团	2283 HK	买入	265	2.47	*2.3	NA	4.5	3.8	1.6	1.6	35.7	41.7
比亚迪电子	285 HK	买入	11,278	38.80	49.5	28%	14.3	12.7	3.6	2.9	25.1	22.4
长盈精密	300115 CH	未评级	3,883	25.39	NA	NA	42.5	28.7	4.8	4.3	12.5	15.1
蓝思科技	300433 CH	未评级	21,892	32.68	NA	NA	32.5	26.0	5.1	4.4	17.7	18.7
三环集团	300408 CH	未评级	9,426	33.95	NA	NA	45.8	34.9	7.0	6.0	14.8	16.5
铠胜	5264 TT	未评级	1,300	87.20	NA	NA	253.5	23.1	1.2	1.2	2.0	5.4
			Average				**57.5**	**19.3**	**3.4**	**3.0**	**16.1**	**18.2**
通讯设备												
中兴通讯	763 HK	未评级	21,230	19.18	NA	NA	16.3	12.4	1.8	1.6	12.6	13.9
烽火通信	600498 CH	未评级	4,247	23.75	NA	NA	32.8	24.5	2.3	2.1	7.7	9.2
诺基亚	NOK US	未评级	23,859	4.22	NA	NA	15.7	16.6	1.1	1.0	6.2	5.0
爱立信	ERIC US	未评级	42,003	12.51	NA	NA	20.1	17.2	3.9	3.4	17.5	18.7
			Average				**21.6**	**17.9**	**1.8**	**1.6**	**8.8**	**9.4**
光纤光缆												
长飞光纤	6869 HK	未评级	2,198	10.34	NA	NA	9.4	8.2	0.7	0.7	7.7	7.8
亨通光电	600487 CH	未评级	4,303	14.42	NA	NA	21.6	15.0	1.9	1.7	7.9	9.7
			Average				**15.5**	**11.6**	**1.3**	**1.2**	**7.8**	**8.7**
光器件												
光迅科技	002281 CH	未评级	3,282	30.80	NA	NA	43.9	36.1	4.3	3.9	9.7	10.6
中际旭创	300308 CH	未评级	5,603	51.41	NA	NA	43.0	31.8	4.7	4.1	11.1	13.3
鸿腾精密	6088 HK	未评级	2,241	2.52	NA	NA	13.5	9.9	1.0	0.9	7.6	9.5
			Average				**33.5**	**25.9**	**3.3**	**3.0**	**9.5**	**11.1**
天线/射频												
京信通信	2342 HK	未评级	826	2.33	NA	NA	37.6	15.2	1.5	1.4	4.1	8.3
通宇通讯	002792 CH	未评级	1,040	20.15	NA	NA	42.4	30.5	7.4	7.0	-	-
摩比发展	947 HK	未评级	63	0.60	NA	NA	-	-	-	-	-	-
信维通信	300136 CH	未评级	6,662	45.06	NA	NA	32.6	22.7	7.2	5.5	22.7	24.7
立讯精密	002475 CH	未评级	56,616	53.05	NA	NA	50.5	35.8	9.7	9.8	27.0	28.5
			Average				**40.8**	**26.1**	**6.5**	**5.9**	**17.9**	**20.5**
印刷电路板/覆铜板												
深南电路	002916 CH	未评级	7,909	105.77	NA	NA	31.5	24.4	7.8	6.2	25.9	26.5
生益科技	600183 CH	未评级	10,005	28.59	NA	NA	35.1	28.6	6.5	5.8	19.0	20.7
沪电股份	002463 CH	未评级	5,167	19.61	NA	NA	23.2	18.6	5.3	4.3	23.1	23.2
			Average				**29.9**	**23.9**	**6.5**	**5.4**	**22.6**	**23.4**
服务商												
中国铁塔	788 HK	未评级	26,337	1.16	NA	NA	25.8	20.4	0.9	0.9	3.7	4.6
中国通信服务	552 HK	未评级	3,359	3.76	NA	NA	7.1	6.2	0.6	0.6	8.5	9.2
			Average				**16.4**	**13.3**	**0.8**	**0.7**	**6.1**	**6.9**

资料来源：彭博及招银国际证券，*目标价审视中

中国软件及 IT 服务板块 优于大市

分析师：颜宇翻– marleyngan@cmbi.com.hk

新基建，新机遇

科技建设带动经济中长期发展

2020 上半年，由于软件及 IT 服务行业受疫情影响较少，板块大幅跑赢市场。在 5 月份，平均市盈率更跟沪深 300 的估值有 10 倍的溢价。随着国内经济复苏，自 2 季度末开始，板块回调超过 30%。我们认为现在的估值已经降至合理水平。受新基建政策带动，在 2021 年，我们看好三大技术创新领域：云计算，SaaS 应用，人工智能。这将为板块带来新的增长空间，支撑估值中长期提升。**建议关注万国数据，中软国际，广联达，明源云和海康威视。**

2021 年企业软件和 IT 服务支出强劲反弹

根据 Gartner 预测，中国 2021 年 IT 支出将达到 3.04 万亿元，同比增长 7.2%。为了支持远程工作、学习等虚拟服务，企业正在加速数字化转型。在细分领域，企业软件和 IT 服务将成为 2021 年增长最快的类别，分别增长 10.4%和 11.9%达到 1207 亿和 3772 亿元。

云计算是新基建的核心

新基建为十四五规划的重点产业政策，阿里，腾讯也先后宣布在未来 3-5 年 2000 亿和 3000 亿的新基建投资计划。我们预计在 2021 年，中国数据中心市场将维持 30%的增长，达到 1943 亿元的市场规模。云计算也催生了中游的第三方云管理服务市场（云运维管理，咨询，迁移等综合服务），在 2019-2023 年复合增长率将达到 54.7%，规模超过 32.1 亿美元。

疫情加速企业数字化转型

我们认为企业将增加 SaaS 的应用，以降低 IT 成本和确保业务的连续性。根据 IDC 预测，到 2021 年底，中国将有 60%的企业向以云为中心的基础架构和应用程序转移，速度是疫情前的两倍。我们预计中国的 SaaS 产业规模在 2021 年将增长 33%到 342 亿元。

人工智能带动传统行业智能化升级

2019-2024 年中国 AI 行业市场的年均复合增长率为 49%，达到接近 8000 亿元。我们判断在 2021 年，中美科技战将持续，这将为上游的 AI 芯片研发和制造带来不确定因素。但在下游的算法和应用将继续推动平安城市，智能交通，智能零售等多领域的数字化发展。

投资策略

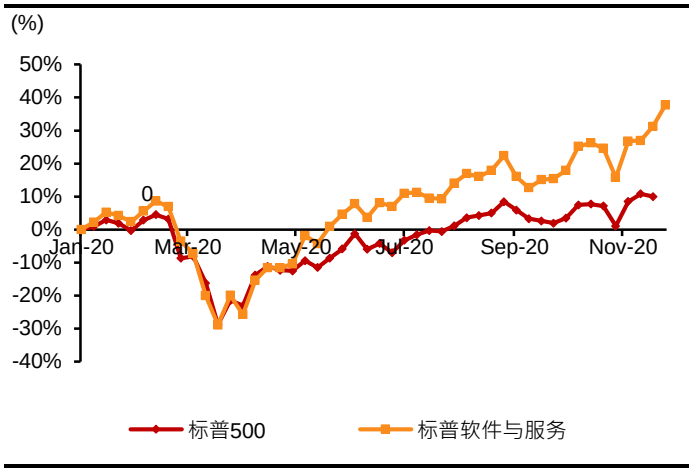
在 2021 年，我们看好云计算，SaaS 和 AI 行业的发展。中美科技战仍然是行业最大的下行风险，但这也增加中国自主研发，国产替代的决心，加速在云计算和 AI 底层技术的投入。

软件及 IT 服务板块估值已回调至合理水平

2020 上半年，受益于在家办公，云服务，企业数字化等需求，从基本面看，软件及 IT 服务板块受疫情影响较传统行业少，确定性高，加上政府明确提出新基建为十四五重要发展方向，受政策支持，板块估值迅速提升，在 5 月中，行业的平均市盈率跟沪深 300 的估值溢价接近 10 倍，为过去三年的高位。但从中报以后，随着国内经济逐渐恢复，流动性催于温和，软件及 IT 服务板块回调超过 30%。

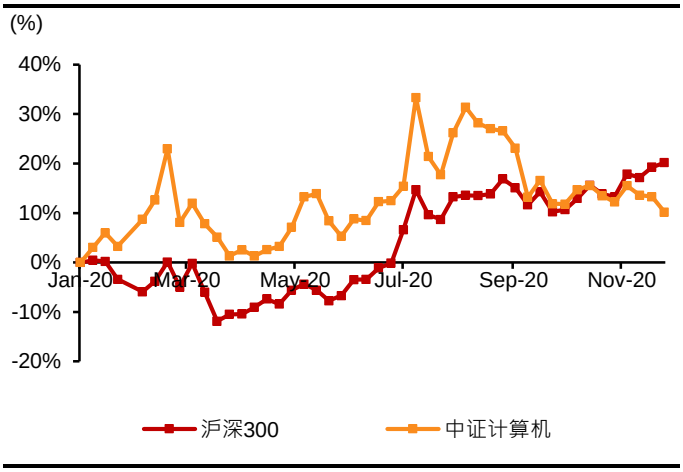
我们认为现在行业的估值已经回调至合理水平，跟整体 A 股比较的溢价已经回到过去 3 年平均的 5 倍左右，同时，在 2021 年，国家将加大云计算，SaaS 应用，人工智能等新技术的投入，板块中长期的基本面确定性高，将支撑行业整体估值提升。

图 159: 美股市场和软件指数年初以来的表现



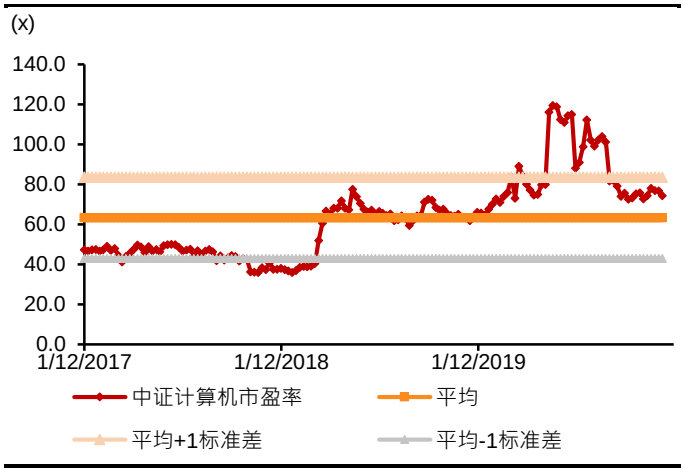
资料来源：彭博

图 160: A 股市场和软件指数年初以来的表现



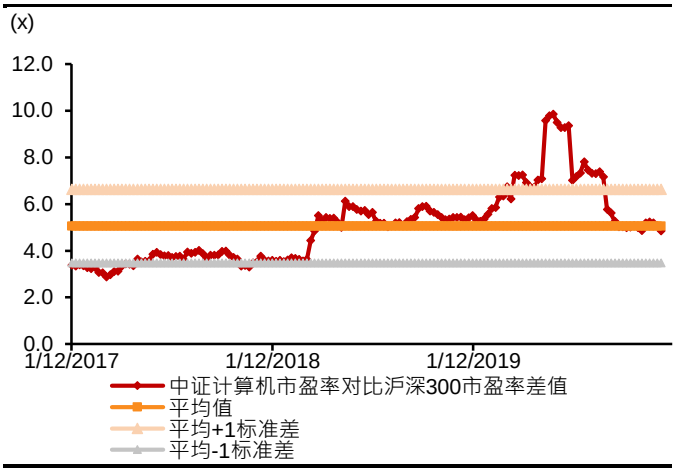
资料来源：彭博

图 161: 中证计算机指数估值（市盈率）



资料来源：彭博

图 162: 中证计算机指数估值对比沪深 300

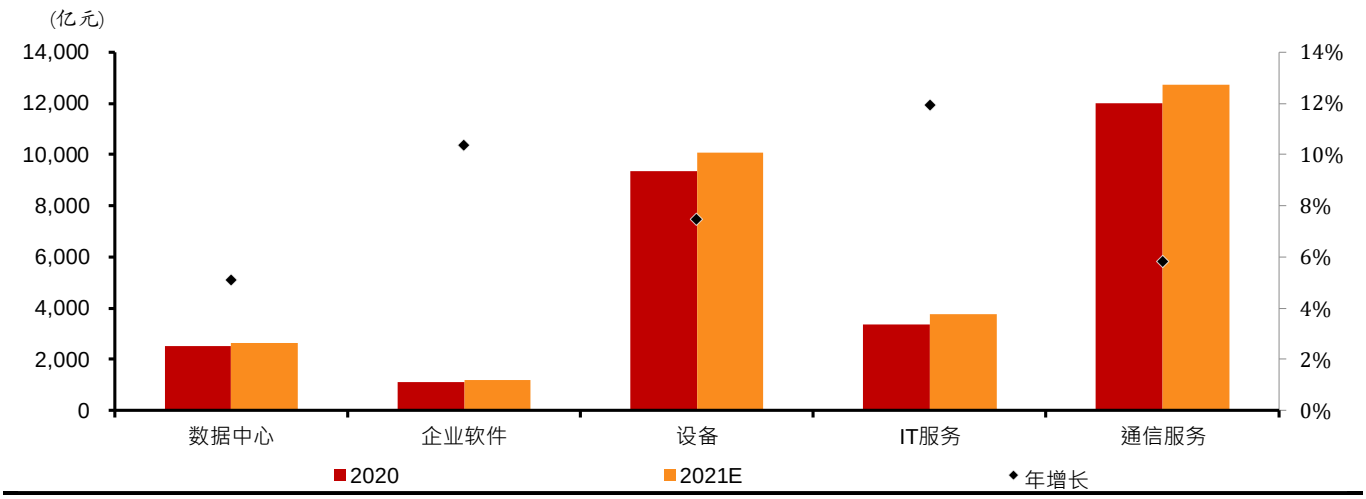


资料来源：彭博

企业软件和 IT 服务支出在 2021 年强劲反弹

根据 Gartner 预测，中国 2021 年 IT 支出将达到 3.04 万亿元，同比增长 7.2%。为了支持远程工作，学习等虚拟服务，企业正在加速数字化转型，在细分领域，企业软件和 IT 服务将成为 2021 年增长最快的类别，分别增长 10.4%和 11.9%达到 1207 亿和 3772 亿元。

图 163: 中国 IT 支出预测



资料来源：Gartner （2020 年 10 月）

云计算

新基建加大云基础设施建设

2018 年 12 月，中央经济工作会议首次提出“新型基础设施建设”。至 2020 年 4 月，国家发改委明确指出“新基建”包含三大发展方向，即信息基础设施，融合基础设施和创新基础设施。其中信息基础设施建设包括通信网络（5G，物联网，工业互联网，卫星互联网），新技术（人工智能，云计算，区块链）和算力基础设施（数据中心，智能计算中心）。

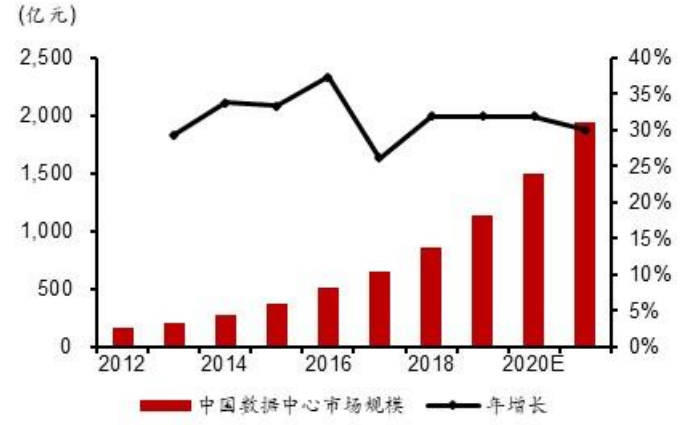
在 2019 年，中国数据中心（IDC）市场已经超过 1000 亿的体量，受惠于阿里云，腾讯云（接近 50%的公有云份额）等云服务商加大新基建投资的趋势，我们预计在 2021 年，IDC 市场将维持 30%的高速增长，达到 1943 亿元的市场规模。我们预计 IDC 的市场格局将维持在三分天下的状态，（1）具有先天网络带宽优势的运营商占 60%的市场份额，（2）第三方服务商集中在一线和周边地区发展和（3）互联网公司自建超大型数据中心作为对时延不敏感业务的存储和算力支撑。**建议关注以大型互联网企业为主要客户的第三方云服务商万国数据和数据港。**

云发展催生第三方云服务市场

除了上游的底层建设，云计算也催生了中游的第三方云管理服务市场，第三方服务商提供云运维管理，云咨询，迁移，开发等综合服务。根据 IDC 数据显示，2019 年中国第三方云管理服务市场规模达到 5.6 亿美元，同比增长 82.6%，预计在 2019-2023 年，市场复合增

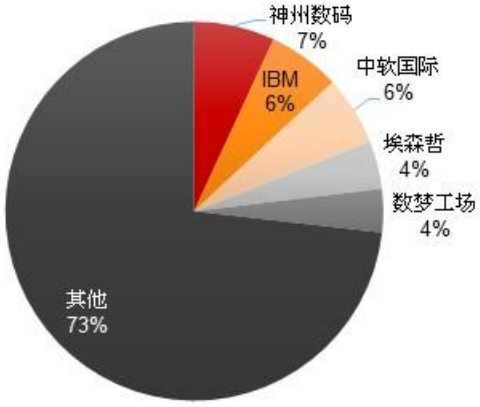
长率将达到 54.7%，2023 年市场规模预计超过 32.1 亿美元。**建议关注中软国际**，作为华为云的主要合作伙伴，中软国际在 2019 年中国第三方云管理服务市场份额为 5.9%。

图 164: 中国数据中心市场规模



资料来源：艾瑞咨询，招银国际证券预测

图 165: 中国第三方云管理服务厂商市场份额 （2019）



资料来源：IDC

图 166: 阿里云在 2021-2023 年将投入 2000 亿元在新基建



资料来源：阿里云

图 167: 腾讯在 2021-2025 年将投入 5000 亿元在新基建



资料来源：腾讯

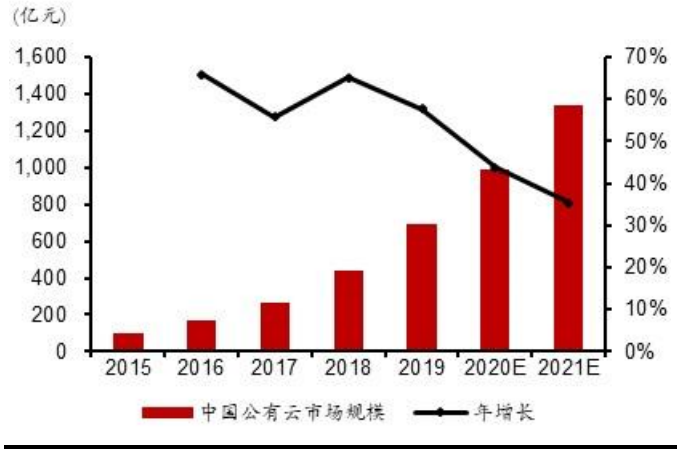
SaaS

企业上云，远程办公成为新常态

根据中国信通院数据，2019 年中国公有云市场规模达到 689 亿元，市场规模首次超过私有云，我们预计在 2021 年，受企业数字化转型影响，中国公有云的增长势头将持续，市场规模达到 1,340 亿元，同比增长 35%。

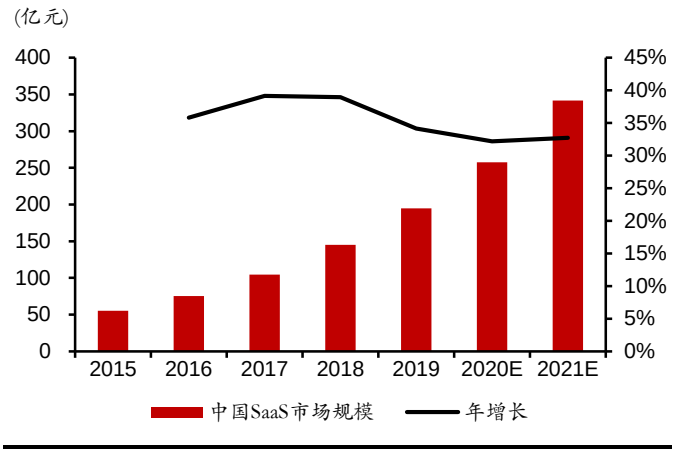
新冠肺炎加速了 SaaS 服务落地，SaaS 的软件提供商会负责软件升级，维护系统的运营支出，而企业客户只需要按使用付费，这不止降低企业的 IT 成本，也能确保业务的连续性。根据 IDC 预测，到 2021 年底，中国将有 60%的企业，向以云为中心的基础架构和应用程序转移，速度是疫情前的两倍。我们预计中国的 SaaS 产业规模将从 2020 年的 258 亿元，增长 33%到 2021 年的 342 亿元。

图 168: 中国公有云市场规模



资料来源：中国信通院，招银国际证券预测

图 169: 中国 SaaS 市场规模



资料来源：中国信通院，招银国际证券预测

目前，SaaS 的类型可以分为两大类别：业务垂直型和行业垂直型。通用型 SaaS 主要包括 ERP， CRM，HRM， 协同 OA 等适用于各个行业的解决方案，而行业垂直型针对特定行业提供服务，我们比较看好行业垂直型的软件公司，特别是服务建筑，地产等传统行业的软件龙头，**建议关注明源云及广联达，**由于其经过多年运营已经形成较高的客户粘性，客户的付费意欲较强，相对业务垂直型企业更容易转成云模式。

图 170: 2020 中国企业级 SaaS： 业务垂直型



资料来源：艾瑞咨询

图 171: 2020 中国企业级 SaaS： 行业垂直型



资料来源：艾瑞咨询

AI

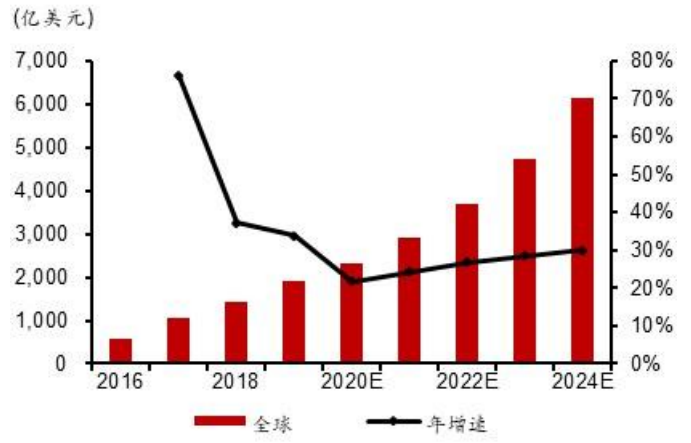
人工智能带动传统行业智能化升级

人工智能（AI）产业在中国快速发展，从 2016 年起进入国家战略地位，在 2020 年的新冠疫情中，中国人工智能企业在体温检测，疫情信息服务，疫苗研发等多场景中快速部署相关应用产品，提高了控制疫情的效率，凸显出 AI 商业化的巨大社会效益。

AI 应用商业化将成为“十四五”的重要发展引擎，根据沙利文咨询的统计预测，2019 年中国 AI 行业市场规模约为 1,372.4 亿元人民币，预计 2024 年将达到 7,993.9 亿元人民币，2016-2024 年的年均复合增长率高达 49%，大幅高于世界同期平均的 34%复合增长率。

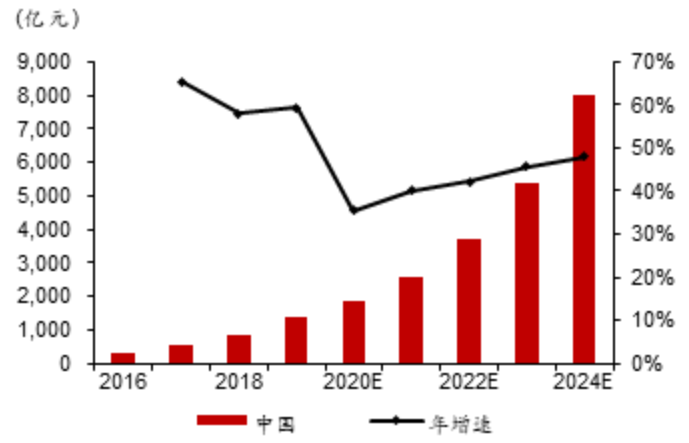
中国在 AI 技术的基础层相对薄弱，我们判断在 2021 年，中美科技战将持续，这将为上游的 AI 芯片研发和制造带来不确定因素。但中国在下游的算法和应用方面能力较强，特别是计算机视觉技术的应用，在 2016 年已经在公共安全领域落地。根据中国电子学会统计，2018 年全球城市公共安防人工智能渗透率为 2.6%，在 2022 年，渗透率将达到 25%，产业规模有望突破 100 亿美元。**建议关注海康威视和大华股份**，两家龙头企业全球安防市占率超过 30%，也逐步把 AI 产品往智慧交通，智慧零售，物流，教育等多领域发展，助力平安城市和企业数字化转型的建设。

图 172: 全球人工智能产业规模



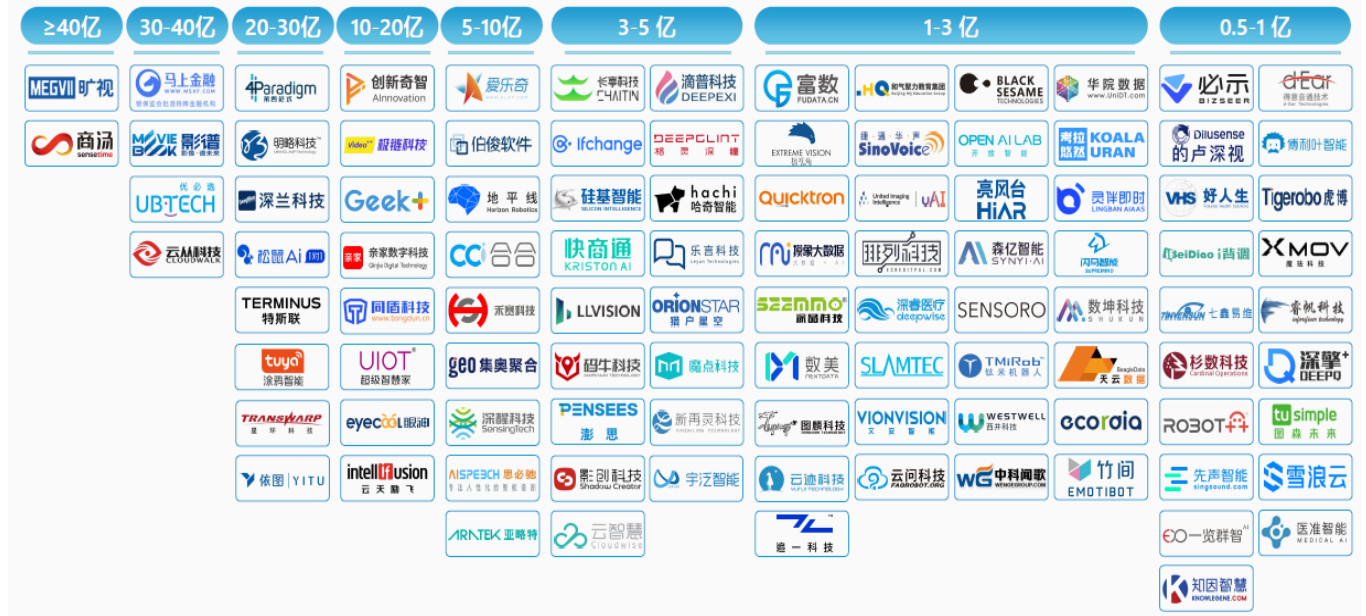
资料来源：沙利文咨询

图 173: 中国人工智能产业规模



资料来源：沙利文咨询

图 174: 2020 中国人工智能上也落地价值潜力 100 强榜单



资料来源：亿欧

图 175: 中国软件及 IT 服务同业估值

公司	代码	股价	市值 (US$m)	EV/sales FY21E	EV/sales FY22E	P/E FY21E	P/E FY22E	Sales CAGR FY19-22	EPS CAGR FY19-22
SaaS									
广联达	002410 CH	70.77	12,840.0	15.7	12.8	125.3	90.6	21%	93%
用友	600588 CH	46.29	23,184.3	13.7	11.1	128.2	99.8	27%	12%
金蝶	268 HK	26.3	11,761.1	17.4	13.6	402.8	192.6	28%	0%
明源云	909 HK	47.65	11,847.3	31.3	22.5	157.4	102.9	64%	55%
有赞	8083 HK	2.25	5,008.4	11.1	7.5	n.a.	n.a.	90%	-52%
微盟	2013 HK	10.22	2,973.3	5.9	4.5	103.7	50.9	72%	6%
数据中心									
万国数据	9698 HK	86.75	16,734.2	16.1	12.4	646.7	57.9	58%	n.a.
世纪互联	VNET US	27.53	3,659.4	4.0	3.2	n.a.	n.a.	44%	-48%
光环新网	300383 CH	18.86	4,457.4	3.2	2.7	24.9	20.2	26%	31%
宝信软件	600845 CH	64.06	9,561.9	5.6	4.5	47.2	36.9	38%	49%
数据港	603881 CH	69.05	2,484.7	11.7	8.6	60.7	39.7	66%	83%
AI									
海康威视	002415 CH	44.28	63,375.4	5.3	4.6	25.0	20.9	23%	26%
大华股份	002236 CH	20.86	9,573.8	1.9	1.6	14.4	12.0	21%	26%
华宇软件	300271 CH	26.08	3,258.3	3.6	2.8	25.3	19.4	41%	35%
科大讯飞	002230 CH	38.54	12,973.2	5.3	4.2	59.2	46.6	42%	44%
寒武纪科技	688256 CH	161	9,865.7	69.6	51.2	n.a.	n.a.	64%	-60%
网络安全									
启明星辰	002439 CH	29.28	4,186.6	5.3	4.2	25.1	19.5	39%	39%
深信服	300454 CH	217.55	13,628.0	11.0	8.3	73.8	54.8	52%	44%
绿盟科技	300369 CH	16.66	2,036.5	4.2	3.3	31.4	24.1	46%	57%
天融信	002212 CH	21.4	3,840.7	3.5	2.9	29.7	21.9	7%	66%
IT服务									
中软国际	354 HK	8.09	2,843.9	1.1	1.0	16.0	13.4	28%	28%
神州数码	000034 CH	23.58	2,381.6	0.3	0.2	15.4	11.5	18%	38%
平均				**11.2**	**8.5**	**105.9**	**49.3**	**42%**	**27%**

资料来源：彭博

中国必需消费板块 优于大市

分析师：叶建中, CFA – albertyip@cmbi.com.hk

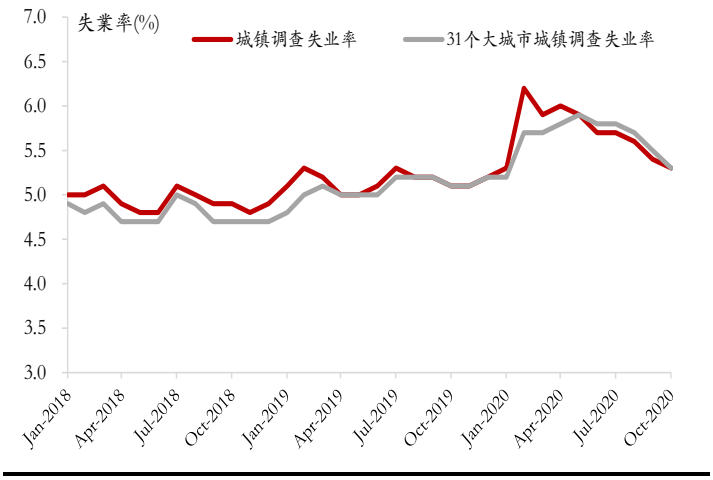
消费者购买力复苏，消费升级趋势持续

标题：投资亮点

内需受到需求回暖及低基数提振

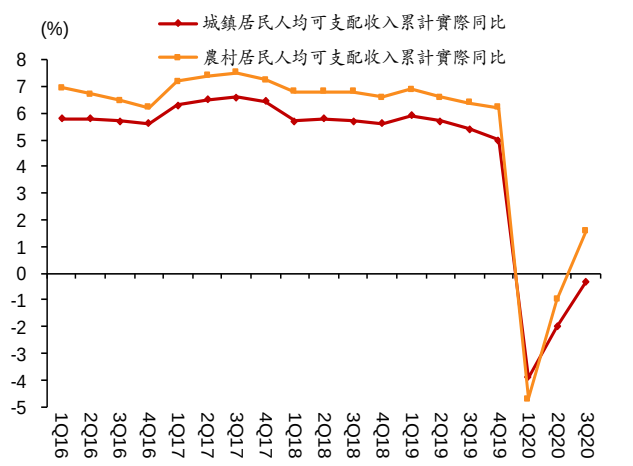
随着经济在疫情后回暖，失业率逐步改善，居民可支配收入累计同比增速在 2020 年一季度触底后连续两季度反弹，我们的经济分析师预期 2021 年 GDP 增及社会零售消费品总额增速将分别从 20 年的 2.3%及-3.0%，大幅反弹至 2021 年的 8.6%及 13.0%增长。消费者购买力复苏将支撑消费升值，看好啤酒行业及白酒行业单价提升的投资机会，首推华润啤酒、茅台。

图 176: 失业率回落至疫情发生前



资料来源：WIND，招银国际证券

图 177: 2 实际可支配收入增速反弹



资料来源：WIND，招银国际证券

啤酒行业：高端化、生产效率及行业整合提升驱动增长

我们认为高端化、生产效率提升及行业整合是啤酒行业的增长动力，从外国市场经验看，行业龙头可以从行业集中度提升及高端化过程，提高毛利率及降低销售和管理费用率以提升 EBITDA 利润率，我们认为中国市场行业龙头如华润啤酒及青岛啤酒的 EBITDA 利润率有较大提升空间。

■ **高端化趋势持续**

以销量计，2018 年中国的超高端及高端啤酒市场份额为 16.4%，较美国、越南及韩国的 42.1%、33.4%及 25%更低，显示中国啤酒市场高端化仍有较大提升空间。企业从价格战推动销售量增长转变为以高端化带动利润增长，预期中国啤酒行业超高端及高端啤酒收入于 2018-23 年的年均复合增长率为 8.5%。

■ **高端化为行业发展共识，啤酒行业利润增长可期**

根据中国酒业协会发表的《中国酒业十四五发展指导意见(征求意见稿)》对啤酒行业十四五期间的经济目标，规模以上企业在 2020 年至 2025 年期间，收入的年均复合增长率为 7%，达到 2,100 亿人民币，税前利润期内的年均复合增长率高达 15%，达到 300 亿人民币，税前利润率从 2020 年的 10%提升至 25 年的 14.3%。

疫情虽然影响餐饮及夜场消费，但推动了居家消费及悦己饮用消费，使高端消费需求更加稳固，后疫情时期行业高端化加速，企业继续加码及推进高端化。从供给端角度，行业玩家数量持续下跌，行业竞争局面稳定，有利啤酒单价提升。

中国酒业协会秘书长兼啤酒分会理事长何勇指出，一季度受到疫情冲击，3 月份行业税前利润曾同比下跌 90%以上，但单位产品利润却从 5 月份之后开始呈现两位数的增长，其中 9 月份的增幅达到 47.4%，反映行业高端化有加速的趋势。

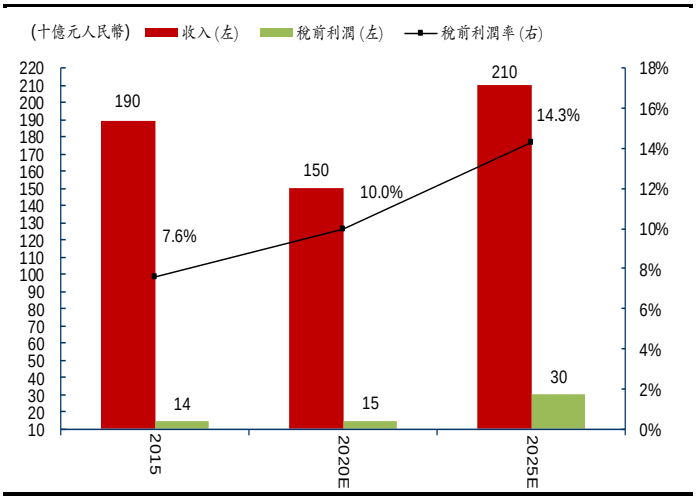
■ **生产效率提升**

除了关厂以外，企业可以透过优化产能、增加听装酒及不连瓶啤酒销售比重等改善毛利率。

■ **行业整合**

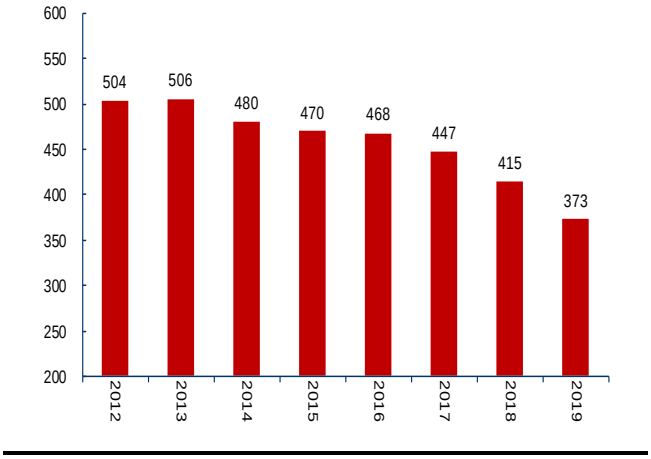
2018 年中国啤酒行业前五名销售量共占行业销售量的 70.4%，规模以上企业数从 2015 年的 470 家下跌至 2019 年的 373 家，行业集中度持续提升，但是，对比韩国、印度、越南等亚洲市场约九成的集中度比，我们认为中国市场行业集中度仍有提升空间。

图 178:中国啤酒行业十四五期间利润增速加快



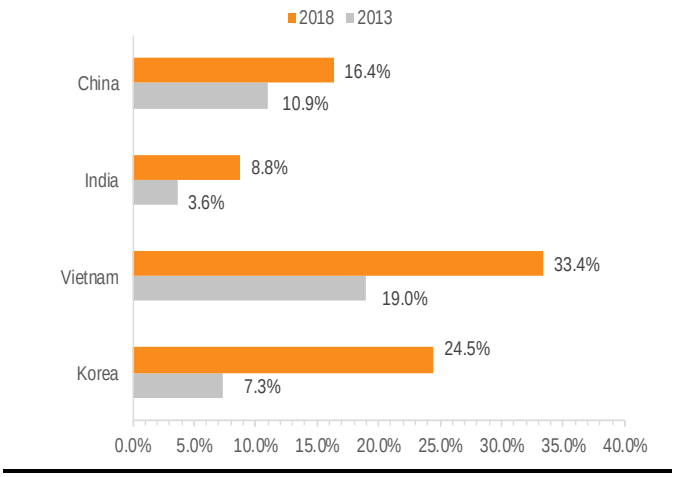
资料来源：中国酒业协会，招银国际证券

图 179:啤酒市场的行业整合速度加快



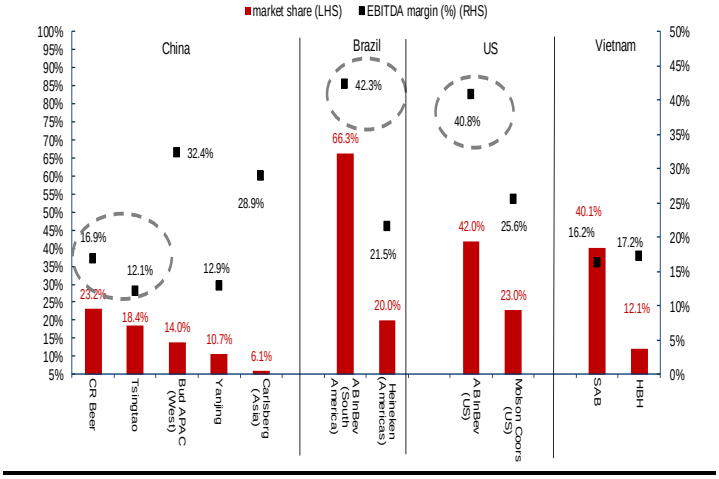
资料来源：国家统计局、招银国际证券

图 180: 越南韩国啤酒市场高端化程度比中国市场更高



资料来源：GlobalData，招银国际证券

图 181:美国巴西啤酒市场的龙头企业利润率远高于中国



资料来源：公司、GlobalData, blog.drinktec.com, Reuters、招银国际证券

白酒行业：提价及行业整合驱动增长

由于消费者少喝酒喝好酒，中低端白酒供过于求。高端白酒由于极端稀缺（占总产量不足1%），一直在升值。高端白酒行业竞争格局良好，茅台是该领域无与伦比的行业龙头，茅台及五粮液合共占据 80-85%市场份额。在经济下行周期中，如 2012-14 年及 2020 上半年期间，高端白酒需求较次高端白酒需求更有韧性。我们预期 2019 至 2022 年，通过量价齐升，茅台及五粮液收入均能实现 16%的年化增长率。

■ 行业整合自 2018 年加速

规模以上白酒企业的生产量增速从 2018 年起放慢，企业数量亦开始明显减少，消费者少喝酒喝好酒，中低档白酒出现供过于求，小企业面临被淘汰，规模以上白酒企业数量预期从 2017 年的 1,593 家降至 2020 年的一千家以内。相反，优质酒产量占行业总产品不足 1%，处于供应不足的状态，白酒行业于 2015-19 年平均单价年均复合增长率达到 14%，行业前十的市场份额从 2017 年的 27%急增至 2019 年的 40%。

■ 行业利润率 2017 年起明显提升

政公务消费需求受政策影响，从 2012 起大幅下降，白酒行业从 2012 到 2015 年进入调整期，收入持续增长驱动个人消费增加，飞天茅台零售价在 2016 年下半年重上 1,000 元水平，刺激五粮液国窖 1573 提价，白酒行业进入上升周期，平均售价在 2016-19 年期间年均增长了 17%，行业税前利润率从 2016 年的 13%升至 2019 年的 25%，茅台及五粮液两大龙头企业贡献了行业 59%的税前利润。

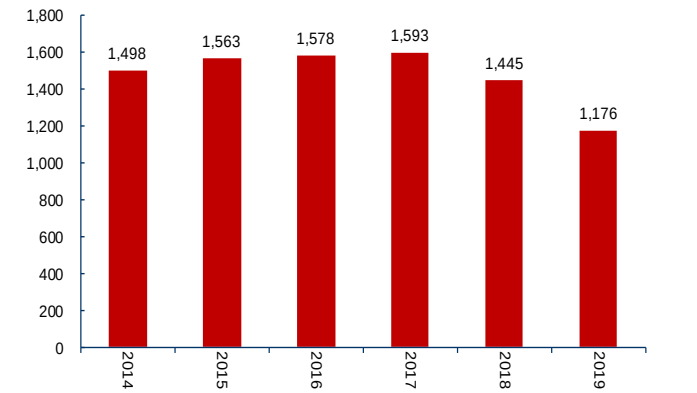
■ 高端白酒价格持续上升

疫情没有对高端白酒价格带来太大打击，茅台五粮液通过创新渠道(商超、电商、团购等)去弥补传统渠道损失的销售，疫情过后一批价开始反弹，中秋节前到达高峰，节假过后价格没有明显回落，现时茅台一批价为 2820 元，较年初 2350 元约上涨 20%，五粮液及国窖一批价格亦较年初涨 5-6%至 970 元及 855 元，21 年 2 月春节前为白酒消费旺季，我们预期一批价会持续上升。

■ **预期茅台于 21 年一季度提价，为五粮液打开提价空间**

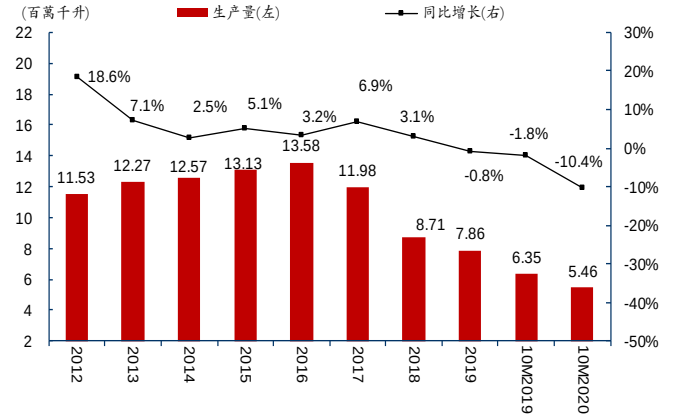
20 年众多高端白酒已提高出厂价，包括国窖 1573、红运郎酒、青花 30、剑南春水晶剑等等。现时茅台酒的一批价(2820 元)与出厂价(969 元)之间存在巨大价差，经销商的每瓶酒的毛利大幅高于厂家。从过去提价时点看到，茅台往往于五年计划的第一年进行提价，包括 2001、2006、2011 年等，我们认为 2016 年没有提价的原因是白酒行业于 2016 年刚走出 2012-2014 年的行业调整期。我们预测 2021 年一季度茅台会提高出厂价 24%至 1,199 元，这将会为高端白酒市场份额第二的五粮液打开提价空间。

图 182: 白酒行业规模以上企业数自 2018 年开始明显减少



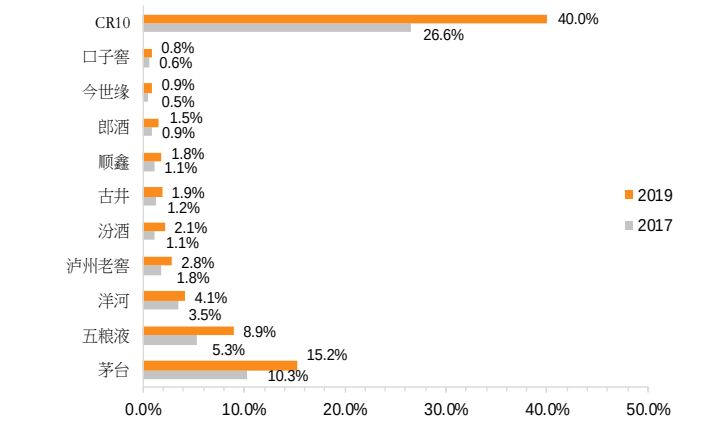
资料来源：国家统计局，招银国际证券

图 183:白酒行业规模以上企业产量增长从 2018 年开始放慢



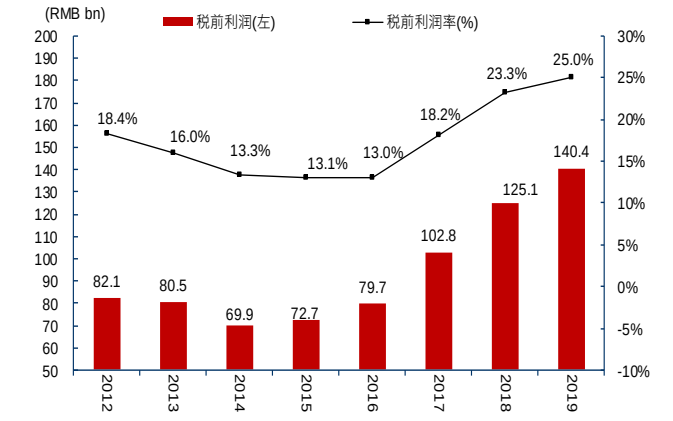
资料来源：国家统计局，招银国际证券

图 184: 白酒行业前十市场份额明显增加



资料来源：郎酒招股书，招银国际证券

图 185:白酒行业税前利润率在价量齐升下明显上升



资料来源：国家统计局，招银国际证券

乳制品行业：积极应对奶价上涨，行业整合趋势持续

消费者对牛奶需求上升，加上奶牛数量在 2015 至 2018 年期间持续减少，原奶价格从 2018 年下半年开始进入新一轮上升周期，由于原奶周期一般为三至四年，我们预期 2021 年乳制品行业仍然面对原奶成本上涨的影响。但是，我们相信乳制品公司可以透过控制上游奶源、产品升级创新、降低促销力度及控制销售费用率以维持利润增长。伊利蒙牛两大行业龙头

透过控股上游公司掌控奶源，而且市场占有率持续上升，其广告及促销费用率高于其他消费企业，具效率提升空间，以确保利润持续上升。

■ **控制上游奶源，减少原奶价格波动性**

我们认为乳制品公司入股原奶供货商，控制供奶及原奶价格是比较能控制原奶涨幅的做法之一。蒙牛是国内最大原奶供货商现代牧业的大股东，获得了现代牧业约九成的原奶供应，蒙牛三季度原奶价格涨幅约中单位数，涨幅比伊利的 6-7%少。我们看到伊利在九、十月份加快控制上游奶源，九月份成为中地乳业的大股东，十月份其联营公司优然乳业从恒天然中国收购了两个牧场，相信这些交易可以帮助伊利进一步控制奶源及原奶价格。

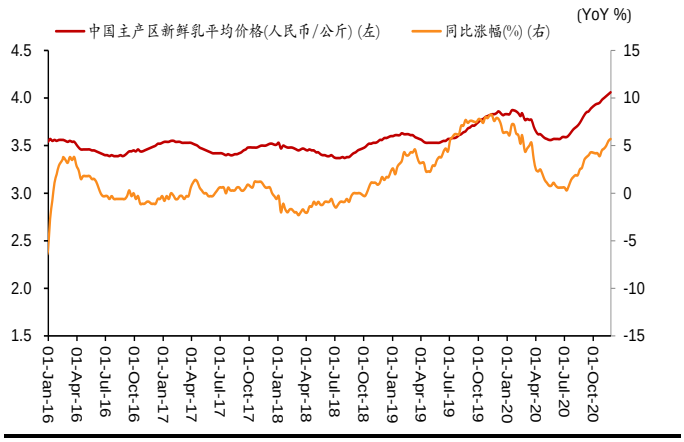
■ **产品升级创新**

产品创新是食品饮料行业提升毛利率的方法之一。伊利于下半年积极推出高端新品，安慕希 8 月份推出 5G 蛋白、11 月双十一推出 AMX-0 蔗糖，首日热销五十万盒，两款产品零售价格均高于安慕希原味的价格；伊然于 10 月份推出了 0 糖 0 卡 0 脂肪乳矿气泡水及 0 蔗糖低脂肪的乳矿奶茶。

■ **降低促销力度及控制销售费用率**

每当原奶价格上涨，乳制品公司一般会降低促销力度以抵销原奶价格上涨的影响。从我们渠道调研来源所得，十月下旬金典、特仑苏的终端价格升至二月份以来的高位，一提金典/特仑苏的零售价分别为 65 元/58 元。此外，乳制品公司可以实行更精准营销以降低销售费用率，伊利蒙牛 2019 年的广告及促销费用率分别为 12.3%及 10.8%，于国内消费行业中处于领先的水平，有关费用亦远高其他竞争对手，我们相信两大龙头的销售费用率有优化的空间，以确保净利润持续增长。

图 186: 11 月 25 日主产区新鲜乳平均价同比上涨 5.7%



资料来源：WIND，招银国际证券

图 187: 2019 年伊利蒙牛广告及促销费用率比其他消费企业高

	广告及促销费用率	RMB mn
伊利	12.3%	11,041
飞鹤*	17.1%	1,775
蒙牛	10.8%	8,500
安踏	10.6%	3,596
李宁	9.6%	1,327
农夫山泉	5.1%	1,219
恒安	5.1%	1,137
海天味业	4.3%	860
青岛啤酒	3.4%	864
茅台	3.1%	2,975
旺旺	2.9%	583

资料来源：招银国际证券预测
*2018 年

行业首选华润啤酒、茅台

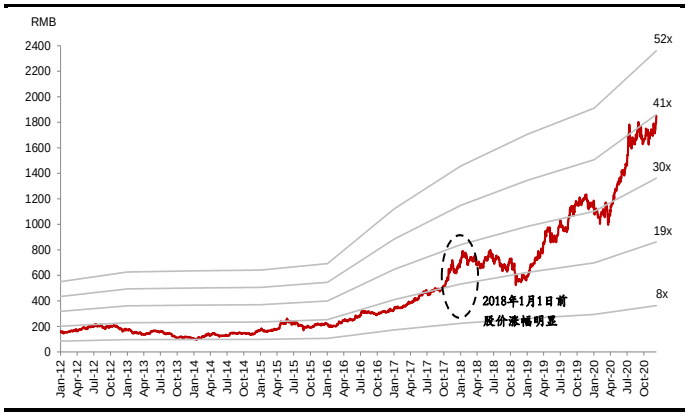
■ **华润啤酒(291HK，买入，目标价：71.30 元)**

管理层在 2020 年全国渠道合作伙伴大会上提出了 20-22 年“战高端、提质量、增效益”及 23-25 年“赢高端、双对标、做一流”的发展目标，加速发展高端啤酒及提升效益，以达到 2025 年在高端啤酒市场份额及市值上超越领先的对手。由于高端化已成为行业共识，酒业协会预测啤酒行业利润在十四五期间可以增长一倍。我们上调 20-22 财年经调整净利润 2-6%，目标价上调至 73.10 港元，对应 21 财年 51 倍 P/E，仍然对应在 21 财年 2.5 倍 PEG，PEG 估值仍然低于百威亚太(4.3 倍)及嘉士伯(2.7 倍)，维持买入。

■ **贵州茅台(600519CH，买入，目标价：2153.30 元)**

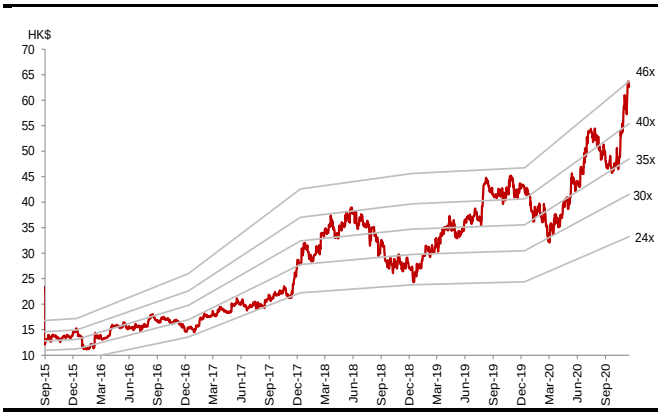
我们估计茅台明年一季度或上调出厂价 24%至 1,199 元，原因是目前经销商每瓶酒毛利远高于公司水平，而且，公司提价往绩纪录显示五年计划的第一年(2001, 2006 及 2011)通常会提价，还有过去九次提价大部份发生于一季度，我们估计明年一季度将会是茅台股价上升的催化剂。另外，我们估计 9 月份中纪委发文不会影响茅台提价，原因是我们看到 2017 年 7 月份中纪委也曾发文，然后茅台于 2018 年 1 月份提价。我们的目标价对应 2021 年 46.8 倍市盈率，相当于 A 股消费行业龙头企业平均 2021 年市盈率 40.7 倍的 15%溢价。

图 188: 贵州茅台市盈率区间图



资料来源：彭博、公司、招银国际证券预测

图 189: 华润啤酒市盈率区间图



资料来源：彭博、公司、招银国际证券预测

图 190: 同业估值比较

公司	股份編號	評級	收市價 當地貨幣	市值 當地貨幣 百萬元	年結	P/E (x) FY1	FY2	FY3	每股盈利增長 (%) FY1	FY2	FY3	收入增長 (%) FY1	FY2	FY3
百威亞太	1876 HK	沒評級	26.40	349,626	Dec-19	68.1	41.0	34.4	(33)	66	19	(13)	16	7
華潤啤酒	291 HK	買入	65.35	212,007	Dec-19	63.3	45.6	37.6	4	39	21	(3)	14	7
青島啤酒-H	168 HK	買入	79.00	134,206	Dec-19	35.3	30.1	26.5	12	17	14	(1)	11	5
青島啤酒-A	600600 CH	持有	98.09	113,212	Dec-19	60.0	51.1	45.0	12	17	14	(2)	12	5
重慶啤酒	600132 CH	沒評級	119.35	57,762	Dec-19	98.6	84.7	74.4	(11)	16	14	1	9	6
燕京啤酒	000729 CH	沒評級	8.29	23,366	Dec-19	156.4	85.5	72.1	(34)	83	19	(9)	11	3
珠江啤酒	002461 CH	沒評級	9.98	22,089	Dec-19	39.9	35.1	30.8	14	14	14	3	8	6
啤酒						**74.5**	**53.3**	**45.8**	**(5)**	**36**	**16**	**(3)**	**12**	**6**
茅台	600519 CH	買入	1840.00	2,311,404	Dec-19	50.1	40.0	34.6	12	25	16	11	23	14
五糧液	000858 CH	買入	269.72	1,046,947	Dec-19	51.2	41.5	34.6	17	24	20	15	19	16
洋河	002304 CH	沒評級	195.33	294,360	Dec-19	38.7	34.1	30.0	3	14	13	(3)	13	11
瀘州老窖	000568 CH	沒評級	190.01	278,318	Dec-19	48.7	40.3	33.8	23	21	19	5	19	16
山西汾酒	600809 CH	沒評級	271.90	236,969	Dec-19	88.9	70.0	56.2	37	27	24	18	21	18
古井	000596 CH	沒評級	226.04	96,090	Dec-19	53.2	41.7	34.8	2	28	20	5	21	17
水井坊	600779 CH	沒評級	71.57	34,965	Dec-19	50.0	37.4	30.9	(15)	34	21	(12)	27	18
今世緣	603369 CH	沒評級	50.96	63,929	Dec-19	40.7	32.5	26.3	8	25	24	7	24	22
順鑫	000860 CH	沒評級	64.01	47,481	Dec-19	56.2	42.2	33.8	4	33	25	11	14	13
口子窖	603589 CH	沒評級	65.39	39,234	Dec-19	27.2	22.6	19.4	(16)	20	16	(11)	16	15
白酒						**50.5**	**40.2**	**33.4**	**7**	**25**	**20**	**5**	**20**	**16**
伊利	600887 CH	買入	40.24	244,788	Dec-19	33.1	28.0	24.3	6	18	15	8	12	10
蒙牛	2319 HK	買入	42.75	168,744	Dec-19	45.7	27.9	23.1	(17)	64	21	(3)	13	12
乳製品						**39.4**	**27.9**	**23.7**	**(6)**	**41**	**18**	**2**	**13**	**11**
旺旺	151 HK	買入	5.47	66,885	43,891	14.1	13.5	12.5	17	5	8	11	4	5
達利	3799 HK	沒評級	4.81	65,869	Dec-19	14.4	13.0	12.0	1	11	8	1	9	7
零食						**14.3**	**13.2**	**12.2**	**9**	**8**	**8**	**6**	**6**	**6**
飛鶴	6186 HK	沒評級	17.40	155,440	Dec-19	22.7	17.6	14.4	35	28	23	39	28	23
澳優	1717 HK	沒評級	10.96	18,801	Dec-19	14.0	10.9	8.8	21	29	23	21	20	18
合生元	1112 HK	沒評級	30.85	19,879	Dec-19	14.7	12.3	10.3	13	20	19	6	12	12
嬰幼兒奶粉						**17.1**	**13.6**	**11.2**	**23**	**26**	**22**	**22**	**20**	**18**
農夫山泉	9633 HK	沒評級	42.45	477,412	Dec-19	77.7	63.2	53.1	5	23	19	(1)	20	18
康師傅	322 HK	沒評級	13.18	74,129	Dec-19	16.0	16.0	14.7	17	0	9	8	3	5
維他奶	345 HK	沒評級	30.80	32,798	Mar-20	47.2	42.6	37.7	30	11	13	3	13	11
統一	220 HK	沒評級	7.20	31,099	Dec-19	16.9	16.1	15.0	14	5	7	2	5	5
日清食品	1475 HK	沒評級	6.66	7,155	Dec-19	22.4	20.7	17.6	27	8	17	11	9	11
食品飲料						**36.0**	**31.7**	**27.6**	**19**	**9**	**13**	**5**	**10**	**10**
高鑫零售	6808 HK	買入	8.09	77,176	Dec-19	20.7	19.0	16.9	10	9	12	4	5	6
永輝	601933 CH	買入	7.51	71,467	Dec-19	29.5	23.2	18.6	54	27	24	20	18	17
百聯	600827 CH	持有	12.82	21,499	Dec-19	58.3	26.0	25.6	(59)	124	1	(24)	12	7
家家悅	603708 CH	持有	23.42	14,249	Dec-19	26.1	21.8	18.7	19	20	16	26	13	11
超市						**33.6**	**22.5**	**20.0**	**6**	**45**	**14**	**6**	**12**	**10**
萬洲	288 HK	買入	6.55	96,574	Dec-19	10.1	8.6	8.1	(11)	17	6	(7)	4	5
肉製品						**10.1**	**8.6**	**8.1**	**(11)**	**17**	**6**	**(7)**	**4**	**5**

资料来源：彭博、招银国际证券预测

中国非必需消费板块 优于大市

分析师：胡永匡 – walterwoo@cmbi.com.hk

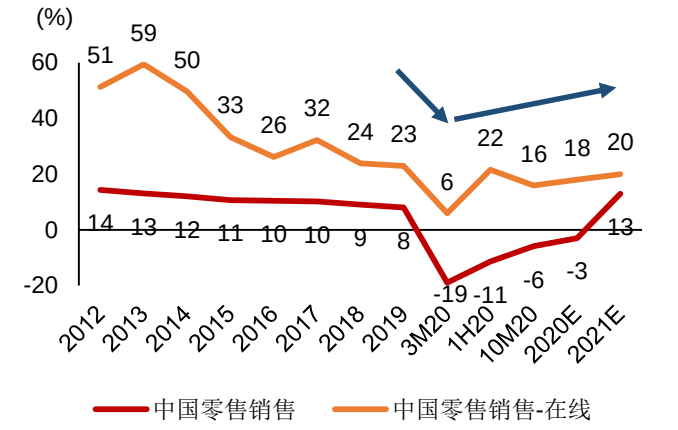
高確定性的復甦必然伴隨著估值的高企

上半年全面復甦，下半年充滿挑戰

我们对于 2021 年非必须消费行业的看法是比较正面的，并给予优于大市的评级。但需要注意的是估值已经超越历史高位，在上半年基本面不俗的情况下不用太担心，但在下半年需要更注意一点。股票首选九毛九 (9922 HK) 和 J S 环球 (1691 HK) 。

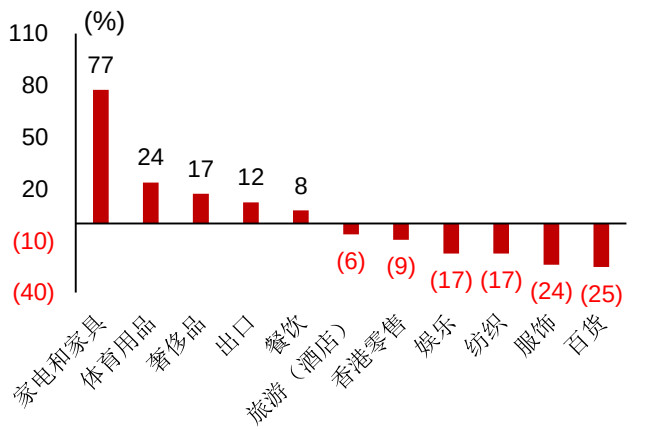
■ **消费行业 2020 年回顾，家电和家具，体育用品，奢侈品，出口和餐饮等表现最好。**在 2020 年，受到突如其来的新冠肺炎疫情打击，零售销售在一季度急速下滑。但随着疫情受控，二季度明显改善，甚至在八月份开始转为正增长。亦因为疫情的关系，网上销售增长保持快速。从股票市场来说，非必须消费在下半年开始优于大市，当中家电和家具，体育用品，奢侈品，出口和餐饮等表现最好。

图 191: 中国零售销售累计增长 - 实体和线上零售



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 192: 2020 年行业股价表现

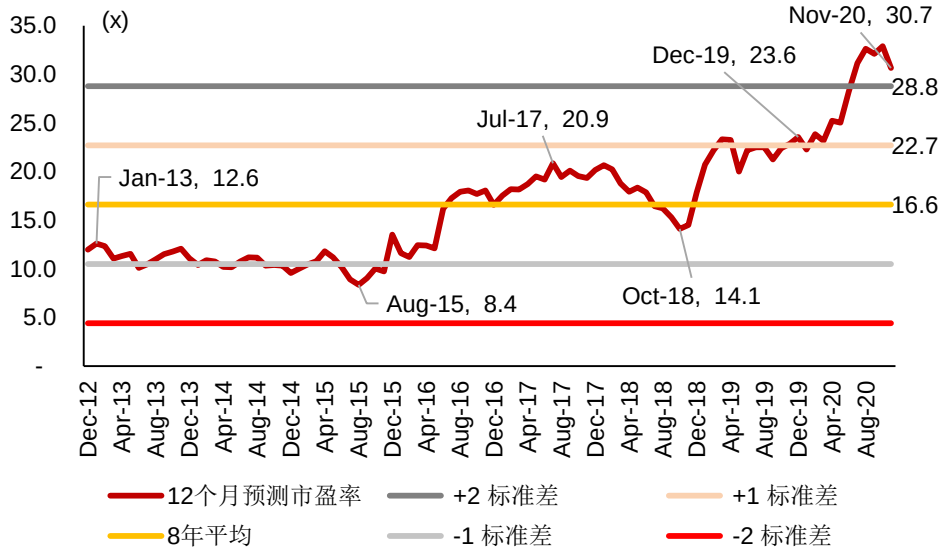


资料来源：彭博及招银国际证券预测

■ **估值已超越历史高位，不过估计上半年业绩大概率较好，估值可在高位徘徊，但在下半年，投资者需要更为小心。**

以估值来说，行业的预测市盈率从 19 年底的 23.6 倍提升至 20 年底的 30.7 倍，我们估计是因为: 1)疫情令利润有所下调，2)流动性大增，令更多资金来追逐优质资产，以及 3)疫情让龙头公司抢占更多市场份额，利好长远发展。对比行对 8 年平均的 16.6 倍，目前的估值的确是偏高 (过去八年最高和最低分别是 30.7 倍和 8.4 倍) 。

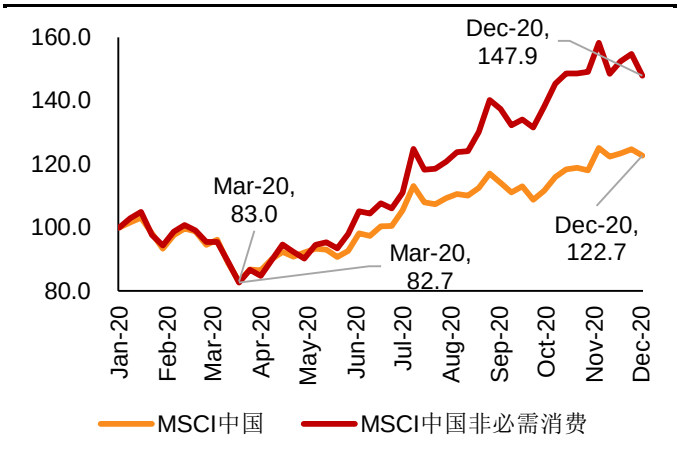
图 193：非必需消费行业估值



资料来源：彭博,招银国际证券预测

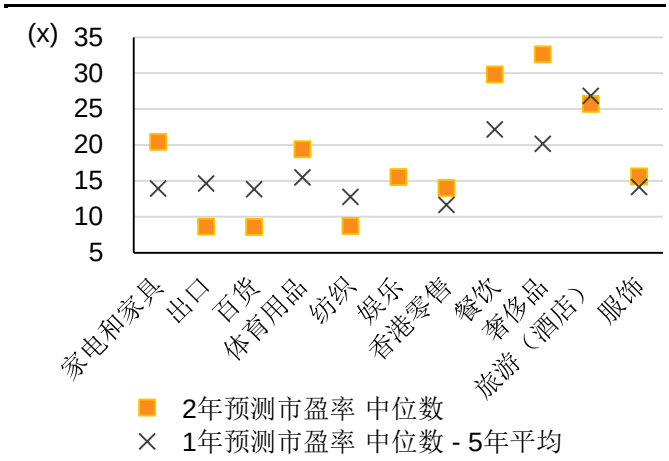
值得注意的是，行业龙头和其他中小公司分化比较大，估值提升比较多，像波司登以及安踏李宁，对比其他中小公司。分行业来说，纺织，出口，旅游酒店，以及服装，估值都是接近和比 5 年平均较低，所以风险相对要低。2021 年的话，我们认为上半年业绩利润增长大概率较好，估值可在高位徘徊，但在下半年，投资者需要更为小心。

图 194: MSCI 中国对比 MSCI 中国非必需消费



资料来源：彭博,招银国际证券预测

图 195: 行业估值 -现在和 5 年平均



资料来源：彭博,招银国际证券预测

■ **我們對 2021 年的看法是優於大市。**

非必需消費行業的股價其實從 2020 年下半年已經明顯優於大市，但我們對 2021 年的看法仍然是偏正面的。短線來說，主要是受惠於季節性因素像，1）農曆新年較晚，2）冷冬，3) 消費力留在國內。中長線來說，1) 库存水平恢复到健康水平，有利于补货增长，2) 人均收入增長反彈，3) 企業利潤改善，4) 財富效應持續，都有不錯的推動力。而且上市公司一般是行業當中比較優秀的一群，所以相信疫情帶來的行業整合加速是比預較利好股市的。

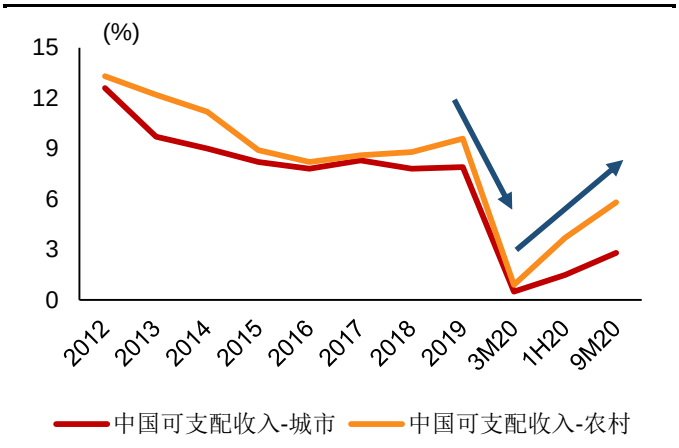
■ **短線來說 - 有三大利好因素。**

1) 2021 年的農曆新年比去年晚近一個月，旺季時間較長，2) 冬天大概率比較寒冷，因为发生拉尼娜现象的概率很高，3) 大機會不能外出旅遊，消費力會留在國內。

■ **中線來說 - 個人收入，企業利潤逐漸改善，帶動消費信心。**

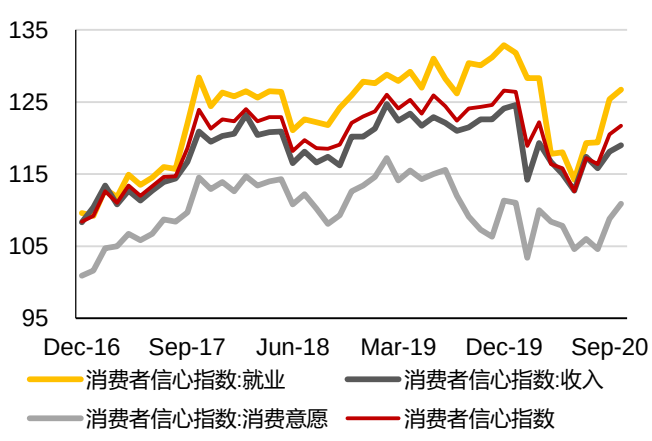
個人收入和企業利潤在上半年受疫情短暫打擊，下半年開始健康改善，但消費者信心還沒有完全復甦。我們認為，隨着國內經濟重拾增長，失業率改善，消費力在 2021 年有望出現較快增長。

图 196: 人均收入增長企穩加速



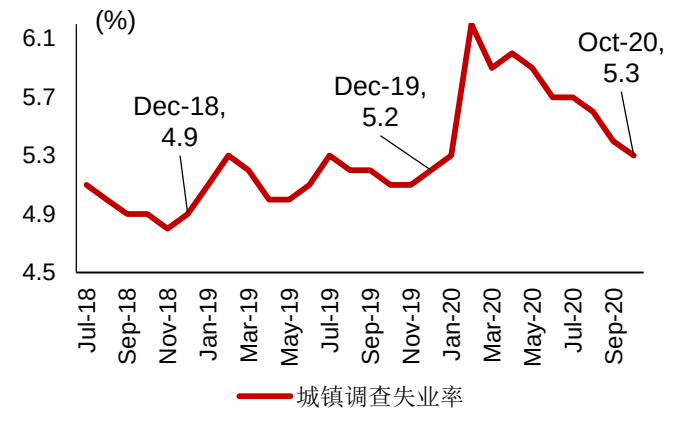
资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 197: 消費信心已經反彈，但仍未完全恢復



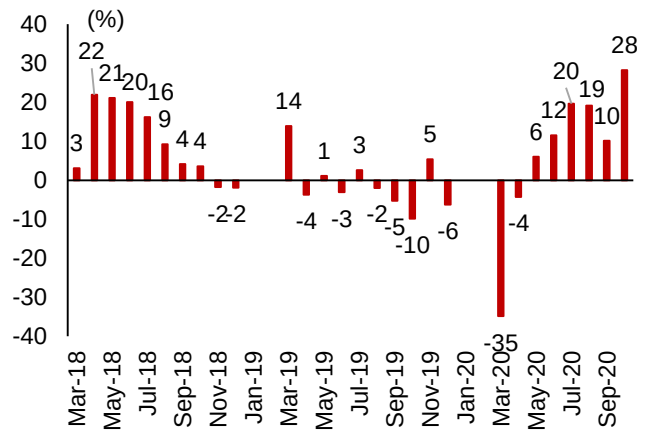
资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 198: 中國調查失業率



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 199: 中國工業利潤增長



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

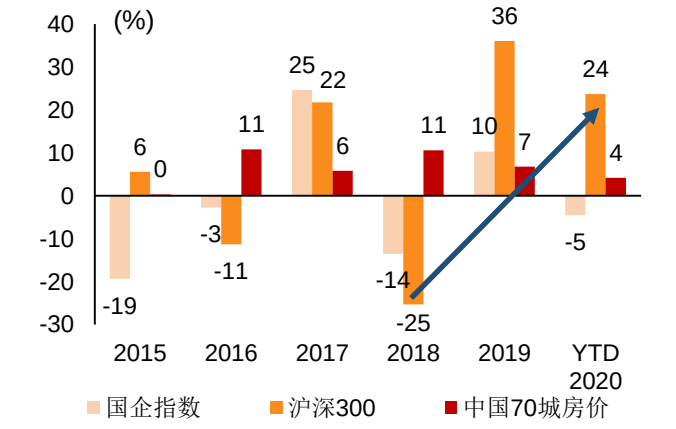
■ **中線來說 - 消費分級持續，財富效應和大眾消費並存。**

1) 雖然受到疫情影響，但 A 股仍然造好，加上房地產價格維持上升，令中高端產品需求增加，品類像奢侈品，金銀珠寶，化妝品的銷售其實在年中已經有強勁復甦，

2) 同樣受到疫情影響，对某些地區的经济和板塊依然會有負面衝擊，導致中低端產品需求提升，

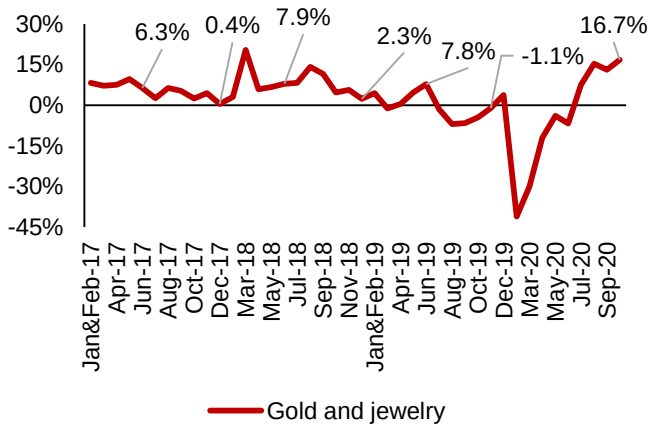
3) 面對經濟不穩定，中國人民的儲蓄率和銀行存款在 2020 年有所增加，消費者信貸有所減少，但未來在 2021 年，相信在大環境改善的情況下，消費需求會有所提升。

图 200: 股市和房地產市場造好可以帶來財富效應



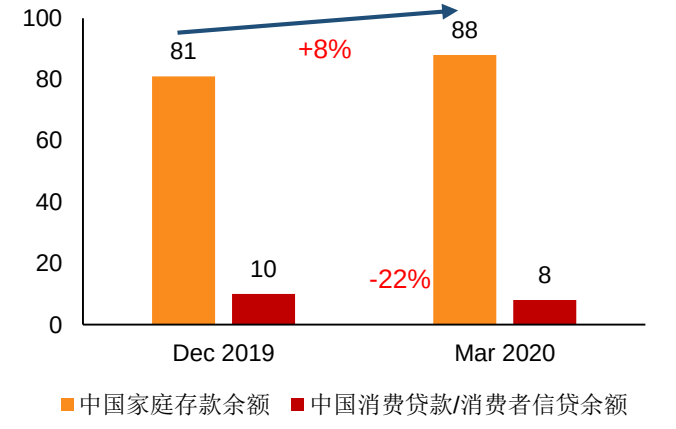
资料来源：国家统计局,彭博,招银国际证券预测

图 201: 中國黃金和珠寶銷售增長



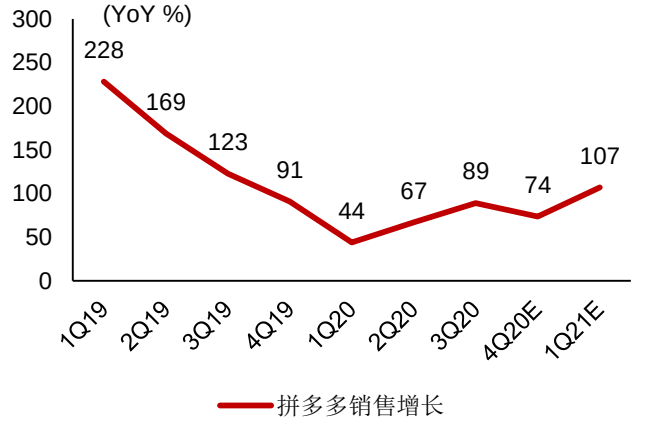
资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 202: 中国家庭存款余額和消費者信貸余額出現背馳



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 203: 拼多多销售增長



资料来源：彭博,招银国际证券预测

■ **因为疫情，行业整合有所加剧。**

1) 大品牌对比小品牌拥有更好的财务及现金流，更能够保留实力，甚至能够逆市扩张，

2) 大品牌的人才更多，执行力更强，在销售渠道，库存，人手，广告费的调整反应更快，所以业绩下滑更少，恢复更快，

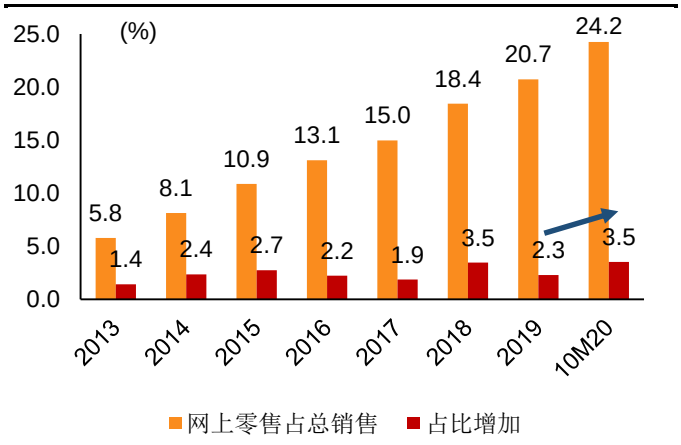
3) 疫情之下，新零售和电子化显得更加重要，规模效应越来越重要，大品牌拥有更多的资源优化销售和供应炼，所以这种门坎更高，令集中度也更高。

■ **后疫情的消费习惯，会有彻底改变。**

面对新冠肺炎，无论是消费者行为或是企业的营运方式，都有一定程度的改变。首先对外出，上班，旅游，有各方面的限制，然后消费者不能外出，但又需要解决工作，娱乐，学习，运动，购物，饮食等等的需求，所以加速及催生了更多的在线及电子化的服务。一方面消费者会尝试新的品牌和消费模式，另一方面会形成新的消费习惯(一般一个习惯只要重复三十至六十天就会形成)。所以我们相信就算疫情过去，一些消费习惯会永久改变。

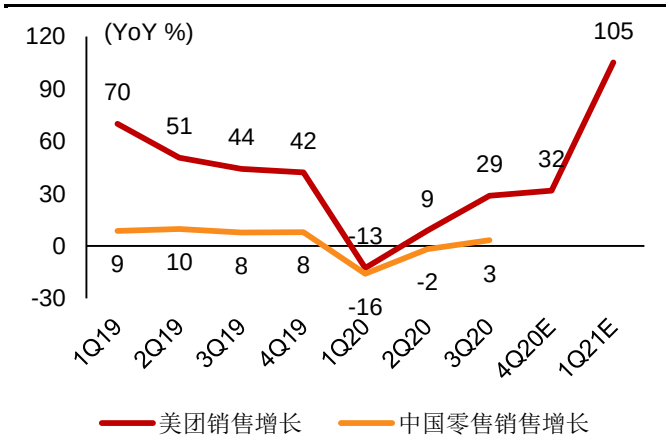
1) **电商和外卖需求增加** - 今年头 10 个月，电商占中国总零售销售占比提升了 3.5%，到 24.2%。比起 2019 年提升的 2.3%，有明显增加。同样地，美团外卖的销售增长，亦远远快于中国零售销售增长。根据麦肯锡的消费者习惯研究报告，对于不同的在线及电子化的服务，有增加新的消费者，同时旧有消费者的使用频率亦有所增加。更重要的是，有超过一半的受访者，都有有意在疫情后继续使用服务。

图 204: 中國实物商品网上零售额占比



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

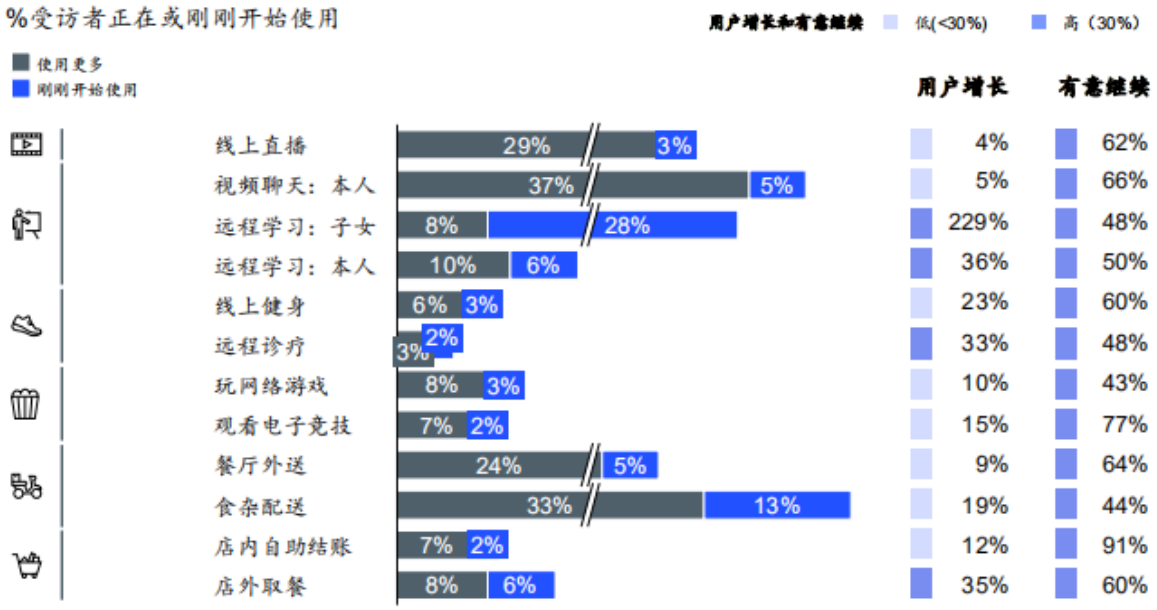
图 205: 中国零售销售和美團銷售增長



资料来源：国家统计局,彭博,招银国际证券预测

2) **健康意识增强和运动需求提升** - 中国的消费者，经历了疫情后，生活习惯和健康意识都有所加强。首先尽管疫情在中国已经受控，但在全球各个地方都在持续，不少的消费者的防护意识仍然较强，依然会多洗手，甚至戴口罩，以及不聚集，加强通风等等。然后另一方面，消费者亦加强了自身健康的要求，包括多做运动，多食绿色食物，增加保健品吸收等等。

图 206：中國消費者行為 - 在新冠肺炎之前和之後



资料来源：麥肯錫公司, 招银国际证券预测

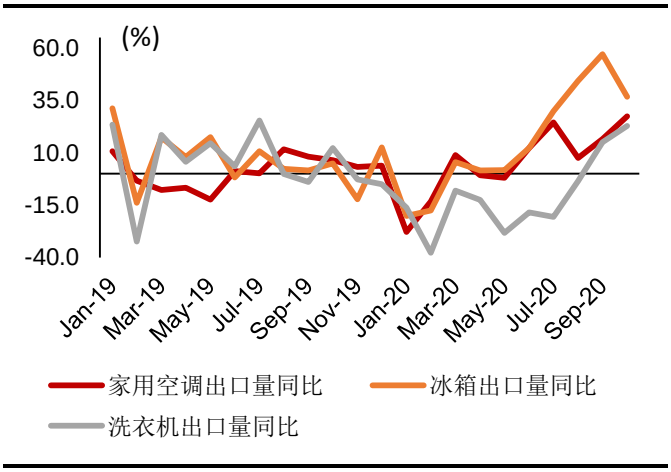
3) **“宅”经济的持续发展** - 疫情的影响下，消费者在家逗留时间较长，催生了在家饮食以及清洁的需求，增加了一大批小家电，厨电，以及吸尘机的新的消费者，另外对于原有的家电及家具，像冰箱和沙发等等，产品升级的需求都有增加。而海外疫情的持续，更大力度的改变了工作习惯，更多公司采用在家办公，令在家家电及家具的需求，有更持续的增加。

图 207: 中國小家電銷售增長

	1Q20	2Q20	Jul20	Aug20	Sep20	Oct20
厨房小电器	**15%**	**35%**	**24%**	**26%**	**14%**	**11%**
电烤箱	137%	110%	46%	34%	20%	20%
电压力锅	6%	40%	12%	9%	-2%	2%
空气炸锅	363%	499%	283%	141%	52%	47%
咖啡机	21%	24%	26%	31%	37%	19%
豆浆机	23%	54%	19%	10%	3%	-26%
搅拌/料理机	26%	33%	16%	23%	10%	-1%
生活电器	**-14%**	**26%**	**-15%**	**21%**	**10%**	**1%**
扫地机器人	3%	12%	37%	53%	26%	2%
吸尘器	5%	15%	0%	0%	-2%	1%
暖风机/取暖器	-69%	-22%	-67%	-30%	5%	-4%
空气净化器	9%	10%	-1%	5%	4%	-3%
干衣机	-36%	-21%	52%	18%	51%	-1%

资料来源：生意参谋, 招银国际证券预测

图 208: 家電出口銷售增長

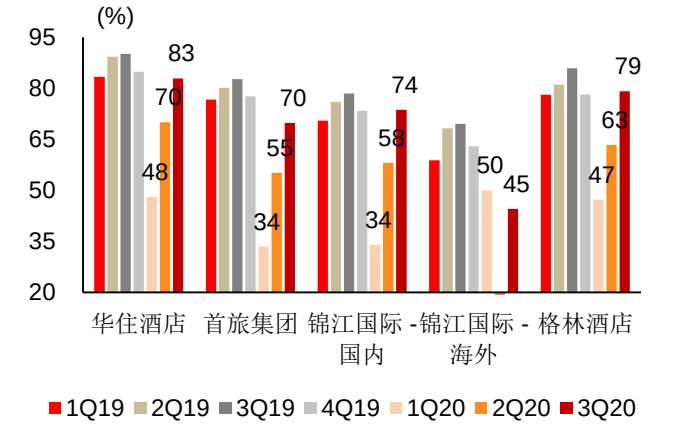


资料来源：产业在线, 招银国际证券预测

4) **旅游需求有望强劲复苏，特别是国外旅游受限** - 短线来说，2021 年相信可以认为爆发性的利润增长。目前中国区恢复情况良好，四大连锁酒店 3 季度的入住率都已经回升至 70 到 80%左右，我们预计在 4 季度和 1 季度可以修复至 85%和 90%左右。而当入住率达到一定的饱和程度，房价和 RevPAR 都会开始有明显增长，所以我们预计 2021 年上半年有望出现强劲的经营杠杆带动利润爆发性增长。特别是今年因为疫情的关系，海外旅游受阻，消费力回流境内。

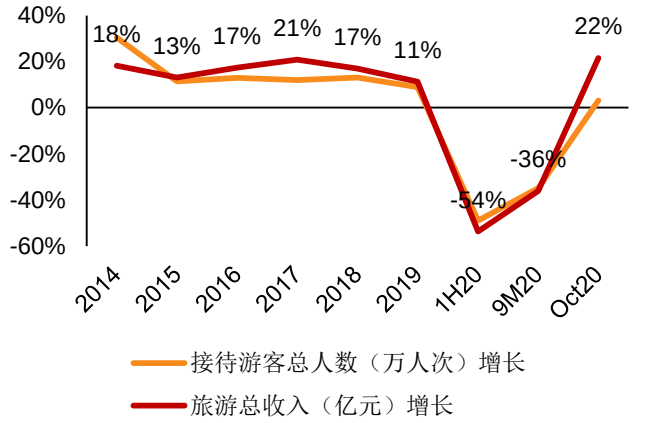
长线来说，回看过去每一次危机，像 2003 的 SARS，2008 的金融危机，都加速了行业洗牌，而且目前中国酒店的连锁化程度依然很低，仍然有大量的整合空间。龙头品牌像华住虽然短期内关店的数量有所增加，但快速开店的计划仍然能够保持。另外，随着收入增加，消费群体往 80，90 后转移，平均的出游次数都会上升，同时经济型和中高端的酒店相信会有更好的发展。

图 209: 中國連鎖酒店入住率



资料来源：彭博，公司资料，招银国际证券预测

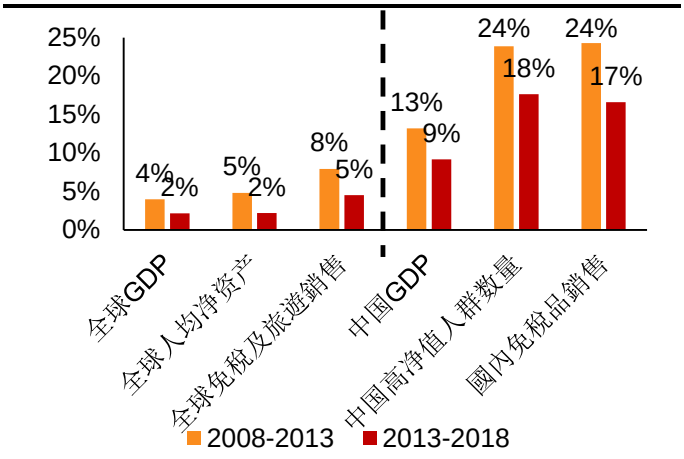
图 210: 海南岛接待游客总人数和旅游总收入增长



资料来源：海南省旅游和文化广电体育厅，招银国际证券预测

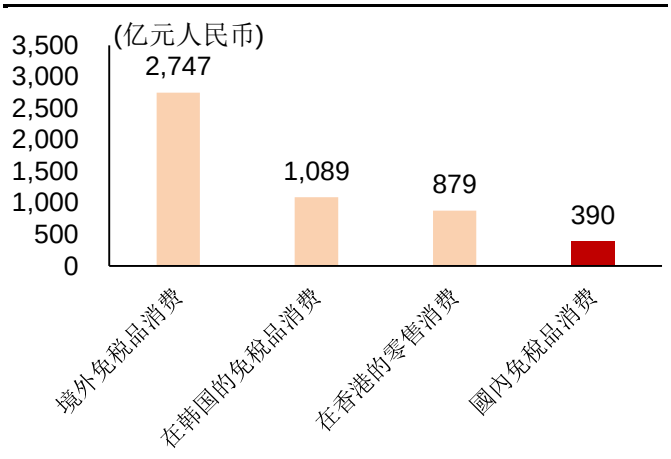
5) **受惠于国家对免税品的政策，海南旅游需求高速提升** - 首先，在人均收入和财富持续提升下，旅游成本平稳下，出行(境内和境外)的人数只会不断攀升。然后，财富增长一般都比 GDP 增长快，而免税品销售增长一般都和财富增长更快，而当中中国的免税品销售增长，也是比全球快得多。

图 211 中国/全球 GDP, 资产, 免税品消费 CAGR



资料来源：:Generation Research, World Bank, 国家统计局, 中国招商银行, Bain & Company, Credit Suisse global wealth report,招银国际证券预测

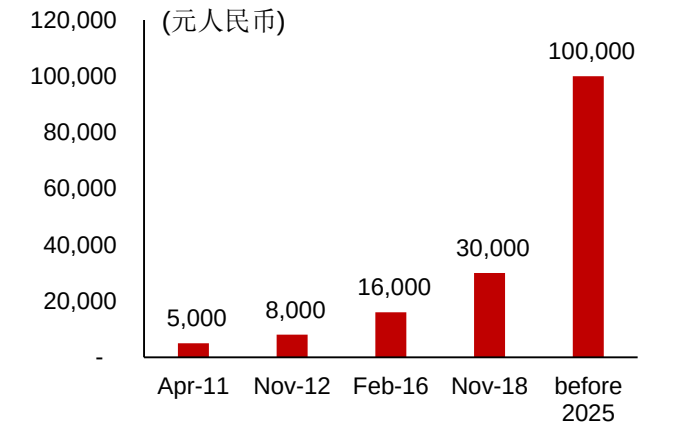
图 212: 中国旅客免税品消费, 按区域, 2018



资料来源：UNTWO, Oliver Wyman, Korea Duty Free Association (KDFA), Generation Research,, 招银国际证券预测

今年中共中央、国务院 6 月初公布的《海南自由贸易港建设总体方案》进一步推动对外开放和自由贸易。相信在國家的雙循環政策下，是可以逐漸推动海南岛成为全国人民的度假和购物天堂。過往每个旅客的免税购物上限一直在提高，未来相信还会持续。值得留意的是，中国旅客消费力回流境内是一大利好，因为原本境外免税品消费比境外要大 7 倍的。

图 213: 海南岛旅客免税限额



资料来源：财政部, 招银国际证券预测, 2011 和 2012 为每人每次和 2016 和 2018 为全年累计

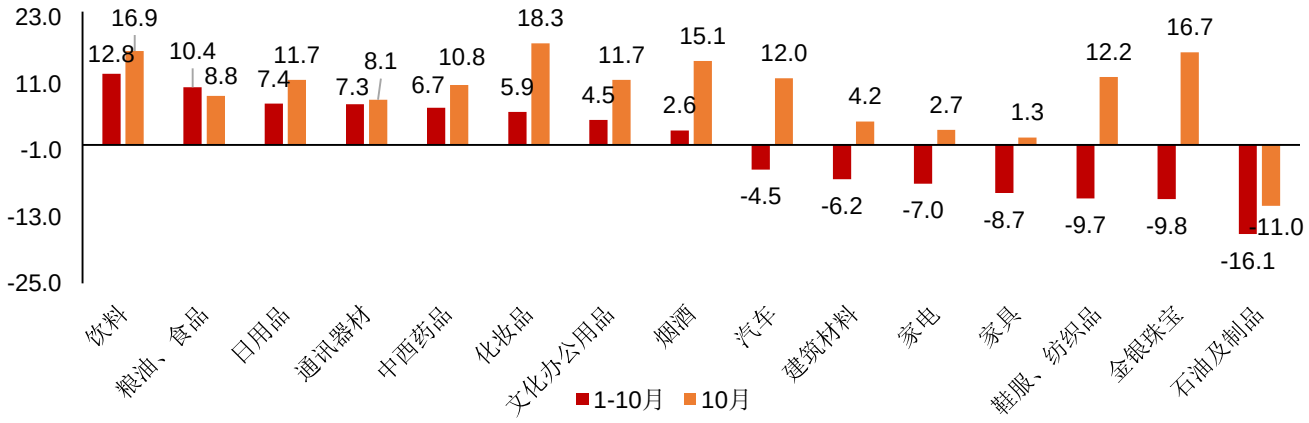
图 214: 《海南自由贸易港建设总体方案》目标

项目	政策内容和例子
旅游	放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，并在现行38类商品基础上进一步扩大免税商品种类
入境措施	放宽免签入境事由限制，允许外国人以商贸、访问、就医、会展、体育竞技等事由申请免签入境海南。
消费	“零关税”：对岛内居民消费的进口商品，实行“零关税”正面清单管理，允许岛内居民免税购买。
人才	在自贸港工作的高端和紧缺人才，如果在海南岛内待满183天，其个人所得税实际税负超过15%的部分将予以免征。
贸易投资	对接国际高水平经贸规则，把制度集成创新摆在突出位置，促进生产要素，投资、跨境资金流动自由便利流动
营商环境	公平、透明和可预期；摆正政府和企业的位置，强化尊重企业、尊重企业家的理念。

资料来源：国务院, 招银国际证券预测

■ 疫情後復甦的步伐

图 215：中國零售銷增長,按類別



资料来源：彭博,招银国际证券预测

图 216：非必需消费行业疫情後復甦的步伐

时期	1Q20	2Q20	2H20E	1H21E	2H21E	
阶段	新冠肺炎流行阶段	恢复阶段		后疫情阶段		备注
食品与饮料						由于城市封锁
小家电						由于城市封锁和在家里的需求提升
家电						在家里的需求增加和习惯建立
家具						在家里的需求增加和习惯建立
餐饮						受益于外卖和人流量的回升
体育用品						受益于健康意识增强和对运动的兴趣提升
奢侈品						受益于财富效应和消费力回归国内
出口						受益于海外疫情的持续
旅游及酒店						受益于人流量的渐进回升和消费力回归国内
服装						受益于寒冷的冬天
纺织						受益于寒冷的冬天和海外疫情的持续
电影娱乐						受益于人流量的渐进回升和消费力回归国内
百货商店						受益于人流量的渐进回升和消费力回归国内
香港零售						受益于人流量的渐进回升和人民币强劲升值

资料来源：招银国际证券预测

2) 按消费行业子板块的展望

整体而言，在 2021 年，在消费行业的子板块里，我们**优先看好**

1）餐饮类，我们预计 2021 年餐饮行业可以有彻底的反弹，因为 1)原材料，像鸡价和猪价等等以及人工成本的下降，2) 价格战压力不再，平均单价或可以重新增长，3)交通枢纽人流或会有所改善，可以帮助附近的餐厅。而且 1)行业整合，大品牌可以趁机扩张，租金更便宜，地点更优质， 2)外卖持续增长和电子化赋予了大品牌更多的优势。

重点推荐: 九毛九 (1579 HK，买入)，海底捞（6862 HK，买入)，百胜中国(YUMC US，买入)，颐海(1579 HK)。

2）体育用品类，我们继续看好，受惠于: 1) 2020-21 年冬天大概率会是寒冬，冬装销售应该不错，2) 库存压力大大减少，3) 新的销售形式像直播，微信小程序，继续促进电商持续增长，4) 消费者疫情后对健康更为注重，对运动更有兴趣和 5)国产品牌的市场推广继续做好。

重点推荐:安踏(2020 HK，买入)，李宁 (2331 HK，买入)，特步国际(1368 HK，买入) 宝胜(3813 HK) 及 滔博(6811 HK) 。

3）奢侈品类，2020 年的中高端产品需求其实并不差，品类像奢侈品，金银珠宝，化妆品销售，甚至已经在年中反弹。我们继续看好，因为:1) 财富效应持续，股市向好，楼市逐渐改善 (尤其是在一线城市)，2) 不能外出旅游 所以国内需求更强。

近年 Prada 的新产品更多，品牌更年轻化，推广更电子化等等都让他们更受欢迎。今年在疫情之下，中国销售增长应能达到 50%以上，其他欧美亚洲地区也不太差，我们非常看好未来一两年的同店增长，以及所带来的经营杠杆。

重点推荐:Prada (1913 HK，买入) 。

4）旅游及酒店类，包括香港零售，我们继续看好，因为:1) 疫苗开发进展良好，2)人民币可能还可以继续升值，3) 财富效应持续，4) 80-90 后对外游的兴趣更高，国民对旅游的需求有机会重新加快，利好酒店需求。更重要的是海南省政策利好国内需求。

而对于香港零售，因为 2020 年下面的低基数，只要不再恶化，在 2021 年很多品牌和零售商都有机会受惠于整体租金水平的调整而令利润水平有明显改善。目前行业的估值水平亦在历史低位，风险回报亦不俗。

重点推荐: 中国中免(601888 CH)，新秀丽(1910 HK)，华住(HTHT US)，大家乐(341 HK，买入)，利福国际（1212 HK)，香格里拉 (69HK) 及 莎莎(178 HK)。

5）家电及家具类，我们继续看好，因为: 1)小家电受惠于在家消费，特别是在海外疫情还没有结束，2) 在家工作更多将带来更多大家电升级需求，3)商品房面积销售和竣工面积都有触底反弹，竣工周期继续来临，4) 因为海外疫情，出口也许能够继续抢占其他国家的市场份额。而且目前行业的库存水平不高，价格战和折扣提升的机会会减少，但需要注意人民币升值风险。渠道改革水平亦相当重要，所以早些年率先完成改革的美的会有更大优势。

重点推荐:ＪＳ环球生活(1691 HK，买入)，美的 (000333 CH，买入)，海尔电器(1169 HK)，海尔智家(600690 CH) 。

我们对下面的子板块有**中性**的看法

1）服装类，2020-21 年冬天大概率会是寒冬因此对销售可能会在短期内有所提振，而且行业库存减少会有一些帮助。龙头品牌亦积极推动国潮产品和广告推广，但面对体育品牌的竞争，服装品牌的性价比相对较低，也比较难形成长远增长的优势。因为竞争激烈品牌，必须有足够的产品的升级才能跑赢行业。

重点关注:波司登(3998 HK，买入)，利郎(1234 HK，买入)，江南布衣(3306 HK，买入)。

2）纺织及出口类，一方面受到疫情打击，全球服装需求有所减少，许多服装品牌破产，一些订单会下降，加上人民币升值可能带来一些压力。但另一方面，在行业洗排时，研发能力以及整体竞争力强的公司，甚至可以抢占更多订单。中线来说，因为 RCEP 的帮助，亚洲地区还将有一定的增长潜力

重点推荐:申洲(2313 HK)，敏华(1999 HK)。

另外，我们对下面的子板块有**负面**的观点

1）电影娱乐类，电影业在 2020 年受到沉重打击，票房同比大幅下滑。我们预计 2021 年的确会实现反弹，但还是难言乐观，电影票房对比 2019 年应该依然难以实现增长。因为:1)疫情催生了更多消费者的习惯改变，受网上串流平台带来的竞争会加剧，2) 疫情亦影响了拍摄，电影的供应会减少，3)放映渠道亦有所减少，不少电影院因为疫情有大规模的关店。同时因为 5G 来临，对于网络娱乐的传播会更方便，同时利好在线电影和剧集需求，

重点关注:阿里影业(1060HK)，IMAX 中国(1970 HK)。

3) 同行估值

图 217：同行估值表 1

Company		Ticker	Price L.C.	Mkt cap HK$ mn	Rating	TP L.C.	Year End	PER (x) FY1	PER (x) FY2	PER (x) 5yrs avg.	PBR (x) FY1	PBR (x) FY2	PBR (x) 5yrs avg.	PEG (x) FY1	Yield (%) FY1	Net gearing FY0	YTD performanc
Tourism																	
Shanghai Jin Jiang Capital-H	錦江資本	2006 HK	1.29	7,180	-	-	Dec-19	10.9	12.1	14.3	0.8	0.8	1.2	(1.9)	1.2	92.3	(19.4)
Hongkong & Shanghai Hotels	大酒店	45 HK	7.20	11,876	-	-	Dec-19	n/a	69.2	18.3	n/a	n/a	0.4	0.0	0.0	25.1	(13.8)
Shangri-La Asia Ltd	香格里拉（亞洲）	69 HK	7.40	26,533	-	-	Dec-19	n/a	954.6	32.7	0.6	0.6	0.8	0.0	0.0	76.2	(9.1)
Huazhu Group Ltd-Adr	華住酒店集團	HTHT US	51.43	127,780	-	-	Dec-19	n/a	48.3	40.4	10.0	9.2	8.0	0.0	0.1	426.9	28.4
Btg Hotels Group Co Ltd-A	首旅酒店	600258 CH	24.60	28,699	-	-	Dec-19	n/a	25.7	38.0	2.8	2.5	2.9	0.0	0.1	6.6	19.4
Fosun Tourism Group	復星旅遊文化	1992 HK	7.90	9,757	-	-	Dec-19	n/a	11.7	n/a	1.3	1.2	n/a	0.0	0.0	158.6	(29.3)
China Travel Intl Inv Hk	香港中旅	308 HK	1.10	6,090	-	-	Dec-19	n/a	19.3	20.9	0.4	0.4	0.8	0.0	0.0	(16.7)	(20.3)
Average								**10.9**	**163.0**	**27.5**	**2.6**	**2.5**	**2.3**	**(0.3)**	**0.2**	**109.8**	**(6.3)**
Median								**10.9**	**25.7**	**26.8**	**1.0**	**1.0**	**1.0**	**0.0**	**0.0**	**76.2**	**(13.8)**
HK retail																	
Chow Tai Fook Jewellery Grou	周大福	1929 HK	10.12	101,200	-	-	Mar-20	22.0	18.4	19.9	3.7	3.5	2.2	0.7	3.5	64.1	35.8
Luk Fook Holdings Intl Ltd	六福集團	590 HK	19.42	11,402	-	-	Mar-20	13.4	10.1	11.7	1.1	1.0	1.4	0.9	4.9	(4.3)	(13.5)
Chow Sang Sang Hldg	周生生	116 HK	9.38	6,354	-	-	Dec-19	9.9	6.7	10.7	0.6	0.5	0.9	0.5	4.1	27.7	(3.2)
Sa Sa International Hldgs	莎莎國際	178 HK	1.28	3,972	-	-	Mar-20	n/a	29.1	n/a	2.6	2.4	3.5	0.0	0.0	26.3	(27.3)
Lifestyle Intl Hldgs Ltd	利福國際	1212 HK	6.46	9,702	-	-	Dec-19	18.6	9.5	9.3	2.4	2.0	4.8	(1.3)	0.1	222.4	(27.7)
Cafe De Coral Holdings Ltd	大家樂集團	341 HK	17.08	10,004	BUY	18.37	Mar-20	21.4	21.6	39.5	3.3	3.2	3.5	0.2	2.7	84.4	(7.5)
Wharf Real Estate Investment	九龍倉置業	1997 HK	36.90	112,037	-	-	Dec-19	14.8	14.0	n/a	0.5	0.5	n/a	0.5	4.3	19.3	(22.4)
Average								**16.7**	**15.6**	**18.2**	**2.0**	**1.9**	**2.7**	**0.2**	**2.8**	**62.8**	**(9.4)**
Median								**16.7**	**14.0**	**11.7**	**2.4**	**2.0**	**2.9**	**0.5**	**3.5**	**27.7**	**(13.5)**
Apparel																	
Bosideng Intl Hldgs Ltd	波司登	3998 HK	3.31	35,647	BUY	4.23	Mar-20	19.5	15.8	14.3	2.8	2.6	1.1	0.7	3.7	(21.5)	17.8
I.T Ltd	I.T	999 HK	1.94	2,320	-	-	Feb-20	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.1	0.0	n/a	121.2	3.7
Giordano International Ltd	佐丹奴國際	709 HK	1.25	1,972	-	-	Dec-19	n/a	15.6	14.0	0.9	0.8	2.0	0.0	4.0	(3.0)	(46.8)
Esprit Holdings Ltd	思捷環球	330 HK	1.04	1,963	-	-	Jun-20	n/a	n/a	n/a	0.4	0.4	0.6	0.0	n/a	43.4	(33.8)
Cosmo Lady China Holdings Co	都市麗人	2298 HK	1.30	2,924	-	-	Dec-19	31.4	15.7	n/a	1.0	0.9	1.9	(0.2)	0.0	(1.7)	18.2
Jnby Design Ltd	江南布衣	3306 HK	8.91	4,622	BUY	9.57	Jun-20	9.0	8.2	n/a	2.4	2.3	n/a	0.5	8.0	(31.6)	(14.8)
China Lilang Ltd	中國利郎	1234 HK	5.27	6,311	BUY	5.89	Dec-19	7.8	6.2	9.2	1.4	1.3	1.9	1.6	8.3	(48.5)	(14.3)
Shanghai La Chapelle Fashi-H	拉夏貝爾	6116 HK	0.38	796	-	-	Dec-19	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.1	0.0	n/a	325.1	(73.6)
Global Brands Group Holding	利標品牌	787 HK	0.19	191	-	-	Mar-20	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	205.3	(70.9)
Average								**16.9**	**12.3**	**12.5**	**1.5**	**1.4**	**1.4**	**0.3**	**4.8**	**65.4**	**(23.8)**
Median								**14.2**	**15.6**	**14.0**	**1.2**	**1.1**	**1.1**	**0.0**	**4.0**	**(1.7)**	**(14.8)**
Restaurant																	
Haidilao International Holdi	海底撈	6862 HK	52.60	278,780	BUY	53.56	Dec-19	235.6	51.0	n/a	19.2	14.0	n/a	5.9	0.2	30.0	68.1
Jiumaojiu International Hold	九毛九	9922 HK	17.30	25,144	BUY	20.88	Dec-19	418.5	44.4	n/a	9.4	7.8	n/a	9.1	0.1	595.0	n/a
Xiabuxiabu Catering Manageme	呷哺呷哺	520 HK	17.20	18,606	-	-	Dec-19	1120.2	30.6	23.2	6.6	5.6	4.2	35.4	0.3	47.0	70.1
Cafe De Coral Holdings Ltd	大家樂集團	341 HK	17.08	10,004	BUY	18.37	Mar-20	21.4	21.6	39.5	3.3	3.2	3.5	0.2	2.7	84.4	(7.5)
Tai Hing Group Holdings Ltd	太興集團	6811 HK	1.38	1,383	-	-	Dec-19	36.3	8.6	n/a	2.8	2.6	n/a	1.1	1.5	126.4	(15.9)
Ajisen China Holdings Ltd	味千（中國）	538 HK	1.09	1,190	-	-	Dec-19	4.9	n/a	n/a	n/a	n/a	1.0	0.0	n/a	(25.0)	(60.6)
Fairwood Holdings Ltd	Fairwood Hold	52 HK	18.36	2,378	-	-	Mar-20	39.9	13.3	21.1	3.5	2.9	4.6	0.0	1.7	131.8	(7.6)
Hop Hing Group Holdings Ltd	合興集團	47 HK	0.05	483	-	-	Dec-19	n/a	n/a	12.6	n/a	n/a	2.6	0.0	n/a	56.0	(53.4)
Tsui Wah Holdings Ltd	翠華控股	1314 HK	0.29	402	-	-	Mar-20	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3	0.0	n/a	75.4	(33.7)
Yihai International Holding	頤海國際	1579 HK	88.65	92,808	-	-	Dec-19	75.7	55.0	n/a	21.6	16.3	n/a	2.1	0.3	(57.6)	94.6
Yum China Holdings Inc	百勝中國	YUMC US	58.17	189,092	BUY	72.60	Dec-19	39.1	29.0	n/a	4.3	3.9	n/a	5.9	0.5	17.5	21.2
Average								**221.3**	**31.7**	**24.1**	**8.8**	**7.0**	**2.9**	**5.4**	**0.9**	**98.3**	**7.5**
Median								**39.9**	**29.8**	**22.2**	**5.5**	**4.8**	**3.1**	**1.1**	**0.4**	**56.0**	**(7.6)**
Textile																	
Shenzhou International Group	申洲國際	2313 HK	133.20	200,229	-	-	Dec-19	31.9	26.7	24.6	6.0	5.3	4.8	2.2	1.6	(27.4)	16.9
Crystal International Group	晶苑國際	2232 HK	2.50	7,132	-	-	Dec-19	9.5	7.0	n/a	0.8	0.7	n/a	(13.7)	2.5	3.7	(22.1)
Regina Miracle International	維珍妮	2199 HK	3.09	3,783	-	-	Mar-20	31.5	12.1	35.0	1.3	1.2	2.9	1.9	0.8	108.5	(37.7)
Pacific Textiles Holdings	互太紡織	1382 HK	5.26	7,423	-	-	Mar-20	9.9	8.7	12.2	2.4	2.3	3.4	1.0	8.5	(2.2)	(1.7)
Nameson Holdings Ltd	南旋控股	1982 HK	0.50	1,140	-	-	Mar-20	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	61.1	(18.0)
Best Pacific International H	超盈國際控股	2111 HK	1.29	1,341	-	-	Dec-19	5.5	4.1	11.1	0.5	0.5	1.9	0.7	3.6	64.9	(41.4)
Texwinca Holdings Ltd	德永佳集團	321 HK	1.53	2,114	-	-	Mar-20	10.9	7.7	13.3	0.4	0.4	1.0	0.4	6.5	2.5	(20.7)
Win Hanverky Holdings Ltd	永嘉集團	3322 HK	0.35	450	-	-	Dec-19	n/a	n/a	11.7	n/a	n/a	0.6	0.0	n/a	46.4	(32.7)
Eagle Nice (Intl) Hldgs Ltd	鷹美	2368 HK	3.88	2,064	-	-	Mar-20	n/a	n/a	8.1	n/a	n/a	1.1	0.0	n/a	15.4	27.6
Texhong Textile Group Ltd	天虹紡織	2678 HK	6.92	6,332	-	-	Dec-19	22.9	6.1	7.1	0.7	0.7	1.2	2.0	1.4	82.1	(21.1)
Yue Yuen Industrial Hldg	裕元集團	551 HK	16.38	26,408	-	-	Dec-19	n/a	13.6	14.2	0.9	0.8	1.3	0.0	1.4	32.9	(28.8)
Stella International	九興控股	1836 HK	8.78	6,978	-	-	Dec-19	51.5	10.9	15.8	1.0	0.9	1.4	10.3	1.8	(6.1)	(29.8)
Average								**21.7**	**10.8**	**15.3**	**1.5**	**1.4**	**2.0**	**0.4**	**3.1**	**31.8**	**(17.4)**
Median								**16.9**	**8.7**	**12.8**	**0.9**	**0.8**	**1.3**	**0.5**	**1.8**	**24.1**	**(21.6)**

资料来源：彭博，招银国际研究预测

图 218：同行估值表 2

Company		Ticker	Price L.C.	Mkt cap HK$ mn	Rating	TP L.C.	Year End	PER (x) FY1	PER (x) FY2	PER (x) 5yrs avg.	PBR (x) FY1	PBR (x) FY2	PBR (x) 5yrs avg.	PEG (x) FY1	Yield (%) FY1	Net gearing FY0	YTD performanc
Sports																	
Anta Sports Products Ltd	安踏體育	2020 HK	110.20	297,907	BUY	101.84	Dec-19	48.5	31.9	24.4	10.6	8.5	6.1	2.0	0.7	(13.0)	58.0
Li Ning Co Ltd	李寧	2331 HK	42.05	104,660	BUY	36.52	Dec-19	54.9	40.1	n/a	10.4	8.6	3.2	2.3	0.5	(70.3)	80.1
Xtep International Holdings	特步國際	1368 HK	3.29	8,337	BUY	3.63	Dec-19	14.4	9.9	12.4	1.0	0.9	1.4	2.9	4.2	(6.3)	(20.5)
Topsports International Hold	滔搏	6110 HK	11.36	70,446	-	-	Feb-20	24.3	19.4	n/a	5.6	4.8	n/a	1.7	5.3	32.6	20.6
Pou Sheng Intl Holdings Ltd	寶勝國際	3813 HK	1.98	10,607	-	-	Dec-19	22.7	8.2	15.5	1.1	1.0	1.3	1.1	0.6	73.3	(19.5)
Average								**33.0**	**21.9**	**17.4**	**5.7**	**4.8**	**3.0**	**2.0**	**2.2**	**3.3**	**23.7**
Median								**24.3**	**19.4**	**15.5**	**5.6**	**4.8**	**2.3**	**2.0**	**0.7**	**(6.3)**	**20.6**
Department stores																	
Lifestyle Intl Hldgs Ltd	利福國際	1212 HK	6.46	9,702	-	-	Dec-19	18.6	9.5	9.3	2.4	2.0	4.8	(1.3)	0.1	222.4	(27.7)
Golden Eagle Retail Group	金鷹商貿集團	3308 HK	7.04	11,688	-	-	Dec-19	10.3	7.6	18.4	1.3	1.1	2.4	0.0	n/a	15.7	(18.9)
Maoye International Hldgs	茂業國際	848 HK	0.31	1,594	-	-	Dec-19	n/a	n/a	20.9	n/a	n/a	0.3	0.0	n/a	109.8	(42.6)
Springland International Hol	華地國際控股	1700 HK	n/a	n/a	-	-	Dec-18	n/a	n/a	8.3	n/a	n/a	0.7	0.0	n/a	26.1	n/a
New World Dept Store China	新世界百貨中國	825 HK	1.20	2,023	-	-	Jun-20	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.5	0.0	n/a	105.4	(11.8)
Average								**14.4**	**8.6**	**14.2**	**1.8**	**1.6**	**1.7**	**(0.3)**	**0.1**	**95.9**	**(25.2)**
Median								**14.4**	**8.6**	**13.9**	**1.8**	**1.6**	**0.7**	**0.0**	**0.1**	**105.4**	**(23.3)**
Luxury products																	
Prada S.P.A.	普拉達	1913 HK	39.95	102,225	BUY	32.82	Dec-19	n/a	63.9	32.9	3.8	3.6	3.1	0.0	0.2	94.4	24.1
Samsonite International Sa	新秀麗	1910 HK	12.76	18,307	-	-	Dec-19	n/a	126.6	19.9	3.2	3.2	2.7	0.0	0.0	97.1	(31.8)
L'Occitane International Sa	L'Occitane	973 HK	19.56	28,889	-	-	Mar-20	39.9	23.3	20.4	2.6	2.3	2.4	3.2	0.8	62.1	6.0
Chow Tai Fook Jewellery Grou	周大福	1929 HK	10.02	100,200	-	-	Mar-20	21.8	18.2	19.9	3.6	3.5	2.2	0.7	3.6	64.1	34.5
Luk Fook Holdings Intl Ltd	六福集團	590 HK	19.44	11,413	-	-	Mar-20	13.4	10.1	11.7	1.1	1.0	1.4	0.9	4.9	(4.3)	(13.4)
China Tourism Group Duty F-A	中國中免	601888 CH	196.43	455,097	-	-	Dec-19	78.7	41.9	35.5	16.4	12.5	6.1	2.1	0.4	(53.4)	120.8
Emperor Watch & Jewellery	英皇鐘錶珠寶	887 HK	0.11	719	-	-	Dec-19	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.4	0.0	n/a	26.2	(32.5)
Oriental Watch Holdings	東方表行集團	398 HK	2.61	1,272	-	-	Mar-20	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.5	0.0	n/a	(30.7)	29.5
Average								**38.5**	**47.3**	**23.4**	**5.1**	**4.3**	**2.3**	**0.9**	**1.6**	**31.9**	**17.1**
Median								**30.9**	**32.6**	**20.1**	**3.4**	**3.3**	**2.3**	**0.4**	**0.6**	**44.2**	**15.0**
Home appliances & furniture																	
Haier Electronics Group Co	海爾電器	1169 HK	38.60	108,736	-	-	Dec-19	24.1	20.3	13.4	2.9	2.6	2.1	(2.2)	1.2	(60.6)	58.5
Js Global Lifestyle Co Ltd	Js環球生活	1691 HK	16.30	56,873	BUY	19.57	Dec-19	26.0	20.4	n/a	5.3	4.3	n/a	0.5	0.6	45.0	211.4
Hisense Home Appliances Gr-H	海信家電	921 HK	12.44	22,582	-	-	Dec-19	10.4	8.5	6.2	1.5	1.3	1.3	17.1	2.6	28.4	45.7
Man Wah Holdings Ltd	敏華控股	1999 HK	13.76	52,338	-	-	Mar-20	27.6	22.9	13.2	6.4	5.4	3.6	1.4	1.6	25.0	147.9
Midea Group Co Ltd-A	美的集團	000333 CH	89.91	745,687	BUY	95.24	Dec-19	24.9	21.3	14.5	5.3	4.6	3.5	2.2	1.9	37.7	54.4
Gree Electric Appliances I-A	格力電器	000651 CH	69.53	494,038	-	-	Dec-19	21.2	16.5	11.2	3.5	3.1	3.1	3.3	2.6	(76.3)	6.0
Haier Smart Home Co Ltd-A	海爾智家	600690 CH	27.71	209,016	-	-	Dec-19	23.3	19.4	n/a	3.5	3.1	n/a	2.2	1.3	36.7	42.1
Joyoung Co Ltd -A	九陽股份	002242 CH	33.57	30,419	-	-	Dec-19	28.2	23.9	21.6	6.4	5.8	4.3	1.8	2.4	(11.5)	33.4
Zhejiang Supor Co Ltd -A	蘇泊爾	002032 CH	71.10	68,954	-	-	Dec-19	31.7	26.7	24.7	7.7	6.7	6.3	3.1	1.8	(36.5)	(7.4)
Ecovacs Robotics Co Ltd-A	科沃斯	603486 CH	68.20	45,478	-	-	Dec-19	92.9	60.6	n/a	13.4	11.4	n/a	1.1	0.3	(30.4)	236.1
Hangzhou Robam Appliances-A	老闆電器	002508 CH	41.35	46,350	-	-	Dec-19	22.9	20.0	22.5	4.9	4.2	6.0	1.8	1.9	(68.6)	22.3
Average								**30.3**	**23.7**	**15.9**	**5.5**	**4.8**	**3.8**	**2.9**	**1.7**	**(10.1)**	**77.3**
Median								**24.9**	**20.4**	**13.9**	**5.3**	**4.3**	**3.6**	**1.8**	**1.8**	**(11.5)**	**45.7**
Entertainment																	
Imax China Holding Inc	Imax China	1970 HK	13.72	4,775	-	-	Dec-19	n/a	15.5	n/a	2.6	2.3	7.2	0.0	1.8	(34.5)	(15.4)
Television Broadcasts Ltd	電視廣播	511 HK	7.90	3,460	-	-	Dec-19	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4	0.0	n/a	16.2	(35.5)
Maoyan Entertainment	貓眼娛樂	1896 HK	12.80	14,547	-	-	Dec-19	n/a	13.6	n/a	1.5	1.4	n/a	0.0	0.0	(9.9)	(10.7)
Alibaba Pictures Group Ltd	阿里影業	1060 HK	1.02	27,370	-	-	Mar-20	863.6	48.0	n/a	1.7	1.6	1.7	(4.6)	n/a	(26.6)	(25.5)
Smi Holdings Group Ltd	星美控股	198 HK	2.34	6,342	-	-	Dec-18	7.5	n/a	n/a	0.6	n/a	1.8	0.0	n/a	171.0	0.0
Average								**435.6**	**25.7**	**n/a**	**1.6**	**1.8**	**3.0**	**(0.9)**	**0.9**	**23.2**	**(17.4)**
Median								**435.6**	**15.5**	**n/a**	**1.6**	**1.6**	**1.8**	**0.0**	**0.9**	**(9.9)**	**(15.4)**
Exporters																	
Bestway Global Holding Inc	榮威國際	3358 HK	1.83	1,937	-	-	Dec-19	7.6	5.2	n/a	0.5	0.5	n/a	1.2	3.4	42.4	(43.3)
Man Wah Holdings Ltd	敏華控股	1999 HK	13.76	52,338	-	-	Mar-20	27.6	22.9	13.2	6.4	5.4	3.6	1.4	1.6	25.0	147.9
Goodbaby International Holdi	好孩子國際	1086 HK	1.02	1,701	-	-	Dec-19	12.8	6.9	20.6	0.3	0.3	1.2	0.7	0.0	38.4	(41.0)
Dream International Ltd	德林國際	1126 HK	2.80	1,895	-	-	Dec-19	4.7	3.4	6.2	0.7	0.6	1.2	0.4	3.9	(21.8)	(23.7)
Vtech Holdings Ltd	Vtech Holdings	303 HK	59.65	15,040	-	-	Mar-20	12.4	10.4	14.6	3.0	2.8	4.6	30.2	6.6	(12.9)	(22.5)
Techtronic Industries Co Ltd	創科實業	669 HK	99.00	181,429	-	-	Dec-19	32.3	26.7	20.9	6.0	5.6	3.6	1.7	1.2	8.8	55.8
Average								**16.2**	**12.6**	**15.1**	**2.8**	**2.5**	**2.8**	**6.0**	**2.8**	**13.3**	**12.2**
Median								**12.6**	**8.6**	**14.6**	**1.8**	**1.7**	**3.6**	**1.3**	**2.5**	**16.9**	**(23.1)**

资料来源：彭博，招银国际研究预测

中国医药板块 优于大市

分析师：武煜，CFA – jillwu@cmbi.com.hk
胡学森，PhD – samhu@cmbi.com.hk

“后疫情”时代的医药投资变局

2020 年，中国医药行业经历了仿制药带量采购持续扩面，高值耗材带量采购和医保目录调整。医保政策环境仍然偏紧，同时医保资金的结构性调整仍在继续，医保对创新药的扶持力度加大。

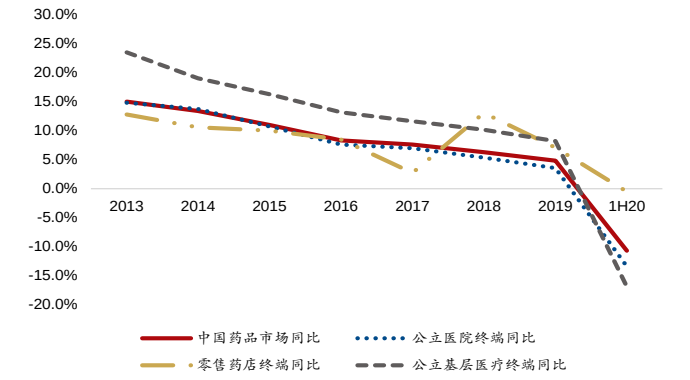
由于全球的新冠疫苗产能将在 2021 年逐步得到释放，疫情将得到遏制。此外，随着中和抗体临床开发的推进，对于新冠患者的治疗手段也将得到丰富。新冠将成为“可预防”、“可治愈”的疾病。我们认为，2021 年医药板块的投资将主要围绕“后疫情”时代的行业变化。

我们看好的医药板块投资机会包括：1）疫情后的复苏机会：医疗服务（**锦欣生殖**）、临床 CRO（**泰格医药**）；2）疫情带来行业格局深远影响的机会：互联网医疗（**平安好医生**）、疫苗（**康希诺**）；3）板块深度下跌后的反弹机会：医疗器械（**微创医疗、康德莱医械、启明医疗**）、创新药（**信达生物、百济神州**）。

药品销售整体疲弱，创新药逆市增长

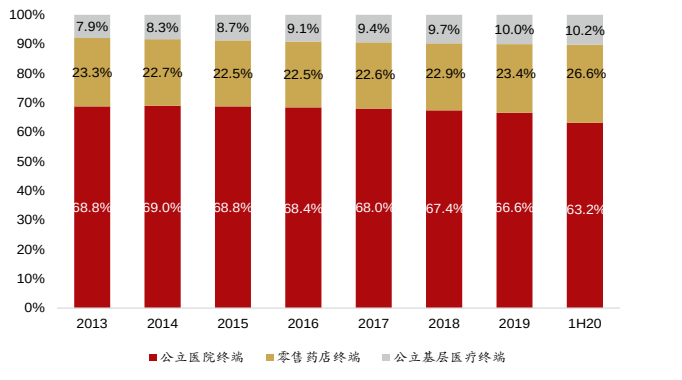
2020 年上半年，我国三大终端药品销售额达 7839 亿元，同比下滑 10.7%。上半年整体市场下滑，主要是由于疫情影响，医院经营受到扰动，并且非疫情相关的用药需求被压制。2020 年上半年，公立医院终端（包括城市公立医院及县级公立医院）市场份额最大，占比为 63%，公立基层医疗终端（包括城市社区卫生中心/站及乡镇卫生院）市场份额占比为 10%。公立医院药品销售高度依赖医保的覆盖，因此医保基金的支出增速与医药行业收入增速密切相关。2020 年上半年，零售药店终端份额占比逐年提升，达到 27%。或许由于医院“药占比”考核以及带量采购的实施导致部分药品销售流向院外市场（院边店、DTP 药房、第三方药房、线上等渠道等）。

图 219: 全国药品销售增速下滑



资料来源：米内网，招银国际证券

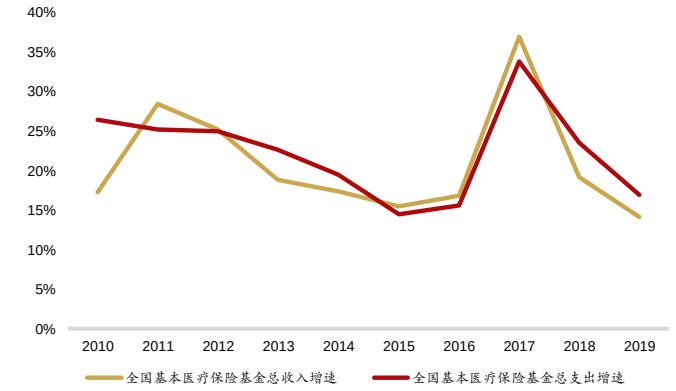
图 220: 全国药品三大终端的销售额占比



资料来源：米内网，招银国际证券

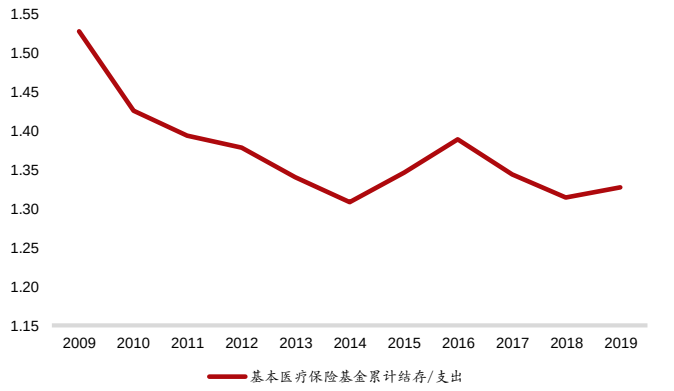
全国基本医疗保险的总结余/总支出的比例从 2009 年的 1.53 倍下降到 2019 年的 1.33 倍。这意味着医保基金结余的比例在缓慢下降。考虑到中国人口老龄化的加剧，长远来看，医保基金的控费压力较大。我们预计全国基本医疗保险的支出增速将在未来 3 年维持在 8%-10%。

图 221:全国基本医疗保险收入及支出增速



资料来源：WIND，招银国际证券

图 222: 全国基本医疗保险累计结余/年度支出



资料来源：WIND，招银国际证券

2020 年上半年是第一批 4+7 集采、第一批 4+7 扩围集采以及第二批全国集采品种的执行期，64 个集采执行期品种在中国公立医疗机构合计的销售额占整个药品销售额的比例仅为 3.4%，由于中标价的大幅下降，销售额同比下降 24.7%。

国家重点监控目录内的 52 个化药品种呈现断崖式下降，2020 年上半年在中国公立医疗机构的销售额同比下降 67.10%，其销售额占比也由 2019 年上半年的 4.0%下降至 2020 年上半年的 1.5%，该类产品大多数为临床价值相对不高的辅助用药品种，未来也将会逐步被市场淘汰。

医保谈判品种大多为近年新上市且临床价值较高，价格也相对较高的创新药或独家品种，医保谈判后药品的价格大幅度降低，使得药品的可及性大幅提高。2020 年上半年尽管在疫情的冲击下，国家谈判品种的销售额仍同比增长 47.11%，销售额的占比也由 2019 年上半年的 2.8%上升至 2020 年上半年的 4.8%。

图 223: 1H20 中国公立医院各类药品销售额

品种类型	2019H1 金额占比	2020H1 金额占比	2020H1 同比增长
集采执行期品种	3.9%	3.4%	-24.70%
国家辅助用药品种	4.0%	1.5%	-67.10%
国家谈判品种	2.8%	4.8%	47.11%
新增品种	0.0%	0.3%	/
其他品种	89.3%	89.9%	-13.31%
合计	100.0%	100.0%	-13.93%

资料来源：米内网，招银国际证券

图 224: 1H20 中国公立医院原研药销售表现好于仿制药

原研药与仿制药	2019H1 金额占比	2020H1 金额占比	2020H1 同比增长
原研药	30.37%	34.10%	-2.1%
仿制药	69.63%	65.90%	-17.5%
总计	100.00%	100.00%	-13.9%

资料来源：米内网，招银国际证券

2017 年以来，政府每年组织一次针对独家专利品种进入医保目录的谈判工作。受益于医保准入政策的支持，创新药进入医保的节奏加快，国内用药结构快速升级。同时，随着带量采购逐渐在全国推广，低价仿制药的利润空间萎缩。创新药更符合医院和医生的利益诉求，

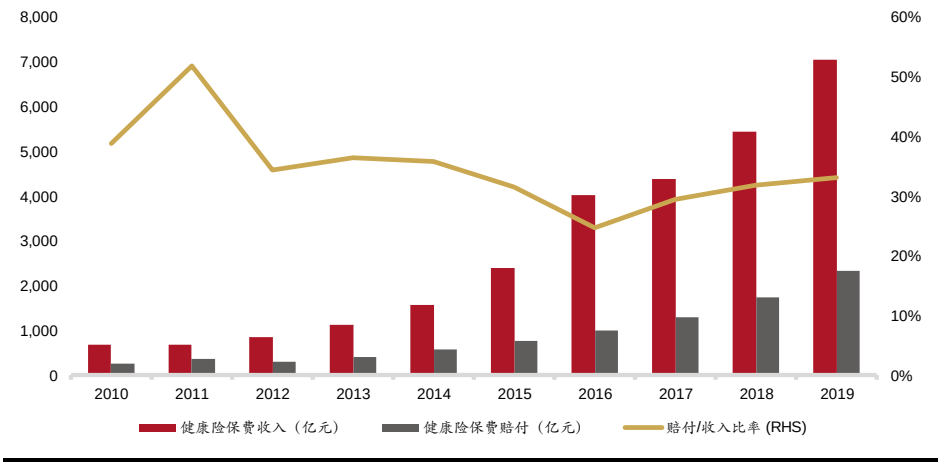
处方意愿强，销量爬坡快。例如，2020 年上半年，靶向小分子药物占抗肿瘤药的销售额比例达到 25.7%，相对于 2016 年 8.2%的占比有大幅提升，主要是受益于医保的覆盖。

优惠的定价以及医保及时覆盖，带来了创新药收入爬坡加速。以中国生物制药的安罗替尼为例，于 2018 年 5 月获批，当年 10 月进入医保，2020 年上半年销售额超过 20 亿元。此外，自费市场对于创新药的支撑作用越来越强。以 PD-1 为例，恒瑞医药的卡瑞利珠单抗于 2019 年 7 月上市，2020 年前三季度销售额超过 30 亿元，全部由自费市场支撑。

基本医疗保险只能保障“临床必需、安全有效、价格合理”的药品、医疗服务和基本服务设施相关费用。我们认为，商业保险长期可能成为行业重要驱动力，创新药有望突破支付瓶颈。

2019 年，中国商业健康险实现保费收入 7,066 亿元，同比增长 30%；健康险保费赔付 2,351 亿元，同比增长 35%。2020 年 1 月，银保监会等 13 部门联合发布的《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，提出力争到 2025 年，商业健康险市场规模超过 2 万亿元，意味着 2019-25 年之间商业健康险收入复合增速将达到 19%。2017 年以来，在商业健康险市场规模快速增长的同时，赔付率（赔付支出/保费收入）也在稳步上升。未来，赔付率的上升将能够显着促进医药相关消费的增长。商业健康险对于创新药/械的覆盖力度有望超过基本医疗保险，进一步支撑创新药/械的市场增长。

图 225: 健康险保费规模快速扩张



资料来源：WIND，招银国际证券

集采持续扩面，创新是唯一出路

2018 年 12 月以来，国家共组织 3 轮药品集采。其中，2020 年国家组织的第二轮和第三轮药品集中带量采购当中，平均降价服务超过 90%。我们认为，未来政府持续推进药品带量采购的决心坚定，仿制药高利润率的时代终结。

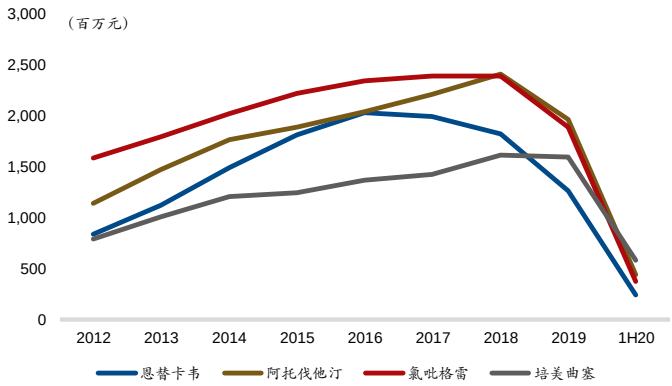
2020 年 11 月，高值耗材国家集采打响第一枪。在此轮冠脉支架国家集采当中，共 10 款支架产品中标，平均降价幅度为 93%。我们预计，未来高值耗材国家集采将复制药品集采的路径，分批次逐步扩大范围。我们认为，未来可能纳入高值耗材集采的品类有以下特点：1）医保资金占用量大；2）价格高；3）国产厂家多、竞争充分。我们预计，明年有可能纳入集采的品种包括：人工关节、人工晶体、球囊、除颤器、封堵器、吻合器等。

图 226: 国家组织药品集中带量采购

国家带量采购时间	轮次	中选品种数量	降价幅度
2018/12/17	4+7 城市	25 个口服制剂品种	与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%
2019/09/30	4+7 扩面	25 个口服制剂品种	与联盟地区 2018 年最低采购价相比，拟中选价平均降幅 59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅 25%
2020/01/21	第二轮	32 个品种，其中 1 个注射剂	拟中选品种平均降价幅度达到 53%，最高降幅达到 93%
2020/08/24	第三轮	55 个品种，其中 3 个注射剂	平均降价 53%，最高降幅达 95%

资料来源：PDB，招银国际证券

图 227: 4+7 集采品种销售额快速萎缩（样本医院数据）



资料来源：PDB，招银国际证券

谈判已经成为创新药进入医保的唯一渠道。2020 年 9 月 18 日国家医疗保障局已经公布《2020 年国家医保药品目录调整通过形式审查的申报药品名单》，共有 751 个药品通过形式审查，静待通过专家审评从而获得“面谈”资格。11 月 11 日，国家医疗保障局官网发布《关于 2020 年国家医保药品目录调整专家评审结果查询的公告》，提示专家评审阶段的工作结束，竞价谈判工作即将按照程序组织开展。

目前，市场最受关注的是 PD-1 的降价情况。恒瑞医药的卡瑞利珠单抗将有肝细胞癌、非磷非小细胞肺癌、食管癌等大适应症参与谈判，是本次的焦点。由于 PD-1 的竞争较为激烈，我们预期此次谈判中 PD-1 的价格将有较大降幅。

中国正在成为全球创新研发的土壤，受益于 1）大量高端海外人才归国创业，奠定国内研发人才基础；2）香港及科创板放开未盈利生物科技公司上市，为创新企业提供研发资金；3）中国加入 ICH，药监体系与国际接轨，国内临床数据支持海外申报；4）基本医疗保险对于创新药的覆盖加快，为创新药的成功商业化创造条件。

中国本土研发的创新药正在走向国际市场，例如，百济神州的赞布替尼（BTK）成为首个获得 FDA 批准并在美国进行商业化的创新药。中国创新药的对外授权案例不断刷新纪录，例如，天境生物以 30 亿美元将其 CD47 单抗及两个相关双抗的海外权益授予艾伯维。

图 228: 中国药企的对外授权案例

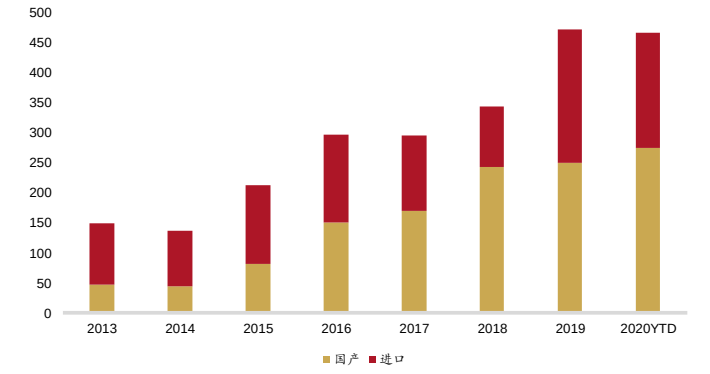
授权方	交易对方	交易资产	交易概况
天境生物	AbbVie Inc.	TJC4(lemzoparlimab)，CD47 单抗	艾伯维获得 lemzoparlimab 在大中华区以外的国家及地区开发和商业化的许可权，艾伯维将向天境生物支付 2 亿美元的首付款，以及最高 17.4 亿美元的里程碑付款，天境生物还将会从全球净销售额中获得两位数比例的分级特许权使用费。艾伯维另外承诺不超过 10 亿美元里程碑付款用于购买天境生物两个基于 CD47 开发的双抗品种。
君实生物	Eli Lily	JS016，新冠中和抗体	君实生物授予礼来制药在大中华地区外对新冠中和抗体 JS016 开展研发活动、生产和销售的独占许可。礼来制药支付 1,000 万美元首付款，并在实现规定的里程碑事件后，支付最高 2.45 亿美元的里程碑款，外加该产品销售净额两位数百分比的销售分成。
信达生物	Eli Lily	信迪利单抗，PD-1 单抗	信达生物将信迪利单抗海外权益以 2 亿美金预付款 + 8.25 亿里程碑付款的代价授予礼来，信达将获得两位数比例的净销售额提成。
金斯瑞	Johnson&Johnson	LCAR-B38M,CD19 CART	强生旗下 Janssen Biotech 与金斯瑞子公司南京传奇签订全球化合作协议，共同开发、生产和销售 LCAR-B38M。在大中华区，传奇有 70%权利、Janssen 有 30%权利；大中华区以外，传奇有 50%权利、Janssen 有 50%权利。传奇生物获得 3.5 亿美元首付款，并有权获取后续里程碑付款。

恒瑞医药	韩国东亚公司	SHR-1701,PD-L1/TGF-βRII 抗体	韩国东亚公司将获得 SHR1701 在韩国的独家临床开发、生产和市场销售的权利，并支付 229 万美元首付款，研发及上市里程碑款不超过 846 万美元，销售里程碑款不超过 1.285 亿美元，以及 10%的销售分成。
加科思	AbbVie Inc.	SHP2	双方将共同开发和商业化作用于癌细胞和免疫细胞关键靶点的蛋白酪氨酸磷酸酶（SHP2）抑制剂，艾伯维将获得加科思 SHP2 项目的独家许可权；双方未披露本次交易的财务条款。
复宏汉霖	KG Bio	HLX10, PD-1 单抗	复宏汉霖授予 KGBio 在东南亚的 10 个国家 HLX10 的相关疗法和适应症的独家开发和商业化权利，KGbio 支付预付款 1000 万美元，不超过 2200 万美元的监管里程碑付款，不超过 6.5 亿美元销售里程碑付款。

资料来源：公司公告，招银国际证券

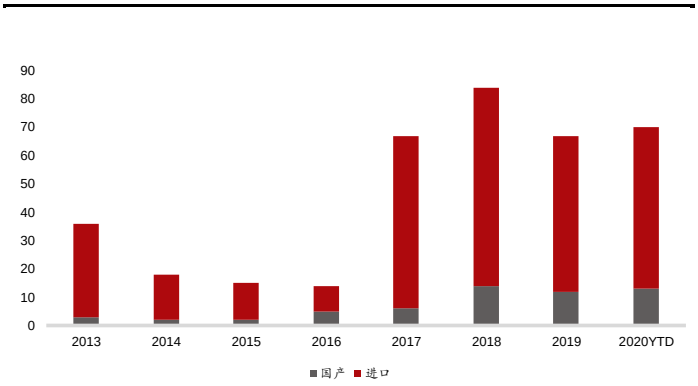
得益于中国药监改革以及加入 ICH，国外创新药进入中国市场进度显着加快，创新药在海外及中国批准上市的时间间隔明显缩短，因此，国内创新药“抄作业”的红利已经不在。近年来中国批准进口新药数量大幅增加，也加剧了创新药的竞争环境。2017 年以来，中国批准上市的创新药数量大幅增加，但是仍以进口创新药为主。2015 年以来，获批临床的创新药数量开始迅速增长；国内企业研发的创新药临床数量追赶并超越了海外新药。我们预期，国产创新药将很快进入收获期。未来国产创新药获批上市的数量有望超越进口创新药。

图 229: 获得临床试验批准的创新药数量（按品种数统计）



资料来源：Insight，招银国际证券；注：单个品种的多个适应症分开统计

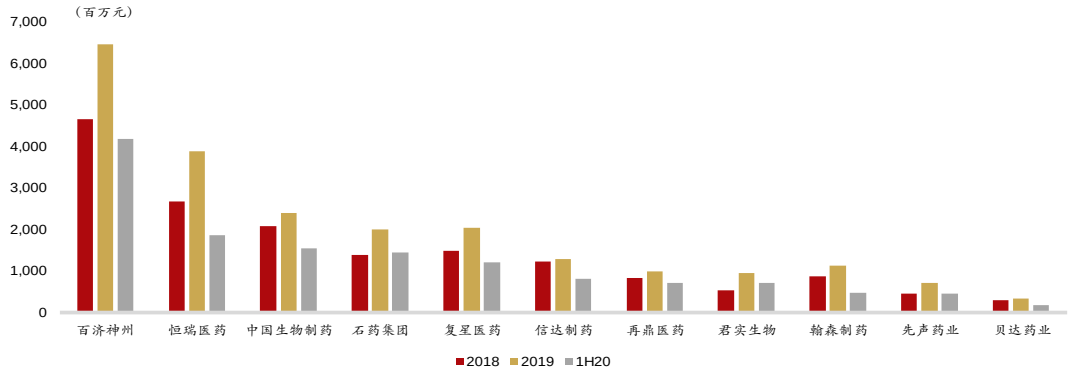
图 230: 获批上市的创新药数量（按品种数统计）



资料来源：Insight，招银国际证券；注：单个品种的多个适应症分开统计

近年来，国内药企研发支出大涨，生物科技公司撑起中国药企研发支出的“半边天”。2020 年上半年，百济神州研发费用高达 42 亿元，恒瑞医药 19 亿元，中国生物制药 15 亿元。创新越来越“烧钱”，资金实力在研发中扮演的角色尤为重要。

图 231: 国内药企研发支出大涨



资料来源：WIND，招银国际证券

我们看好新兴中国 Biotech 公司的成长潜力。我们挑选 Biotech 公司的 4 条主要标准如下：1）创始人：看重有产业背景的创始人；创始人作为研发管线组合的管理人，有清晰的战略方向；2）内部研发能力：内部研发效率高；管线有差异化特色；3）BD 能力（引进授权 + 对外授权）：大型生物科技企业需要内生+外延两条腿走路，保持管线领先性；单纯依靠引进授权的生物科技公司企业，还需等待中国商业化的验证；对外授权是生物科技公司回收现金流，进军海外市场，并且获得背书的重要路径；4）融资能力：企业需要合适的时机储备充足的资金，以资金优势带动研发效率。

研发支出扩大，带动 CRO/CDMO 行业需求增长

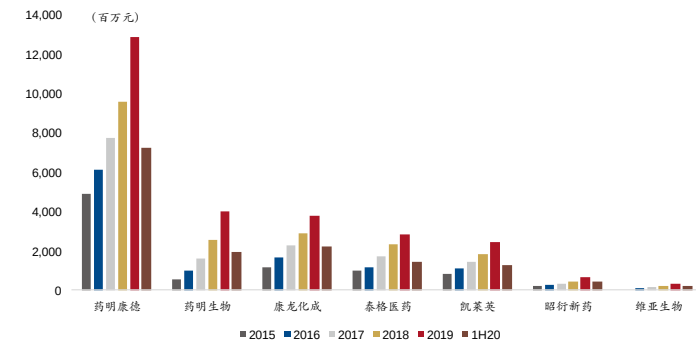
根据 Frost & Sullivan 预测，2018 至 2023 年期间，全球的研发支出将以 4.5%的复合年增长率增长，预计 2023 年将达到 2,170 亿美元。中国的研发支出增速将高于全球增速，预计 2018 至 2023 年，中国的研发支出将以 23%的复合增长率的速度增长，2023 年将达到 490 亿美元。至 2023 年，预计中国的研发支出将占全球总支出的 23%。

全球 CRO 服务的渗透率（以 CRO 的市场规模占药品研发支出的百分比衡量）从 2014 年的 32.6%增加到 2018 年的 37.2%，并可能在 2023 年进一步上升至 48.0%。

中国 CRO/CDMO 企业享受成本、人才优势，并且提供高质量、高效率的服务，未来将在全球市场抢夺份额。中国的临床前服务和临床试验的成本较低，研发成本仅为海外的 30% - 60%。人才方面，中国拥有丰富的工程师人才资源和较为低廉的劳动力成本。中国 CRO/CDMO 企业的员工平均工资约为 2.6-3.8 万美元/年，而海外同行的平均工资约为 8.1 万美元/年。此外，由于中国 CRO/CDMO 企业持续进行技术的迭代，在技术水平上逐渐赶超海外同行。过去几年，大量的资本涌入中国的 CRO/CDMO 行业，龙头企业基本处于净现金状态，拥有充足的资金进行并购扩张。

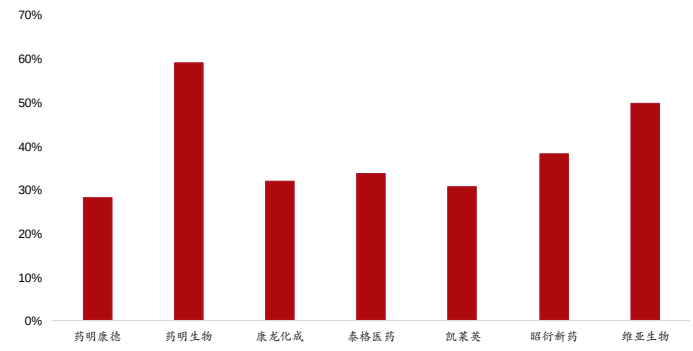
我们发现，过去 5 年来，龙头 CRO/CDMO 企业保持高增长，体量上与小企业的差距拉大。与此同时，受益于行业强劲需求，小企业同样保持高增长。由于全球及中国研发支出稳健增长，中国 CRO/CDMO 企业持续在全球进行份额扩张，我们继续看好 CRO/CDMO 板块，首推泰格医药、药明康德。

图 232: 已上市 CRO/CDMO 公司的收入强劲增长



资料来源：WIND，招银国际证券

图 233: 已上市 CRO/CDMO 公司 2016-19 年收入 CAGR

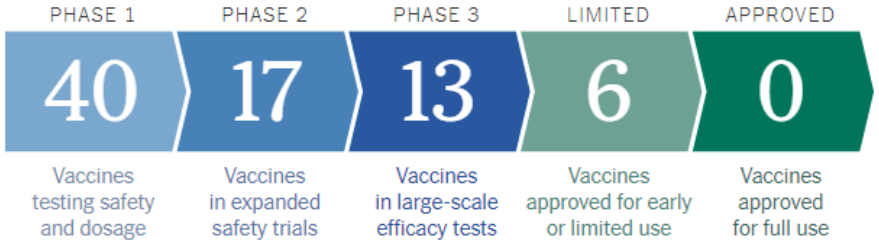


资料来源：WIND，招银国际证券

疫情缓解预期强，看好医疗服务等受益标的

目前全球秋冬疫情汹涌来袭，美国、欧洲、巴西、印度等地区是重灾区。我们认为，全球疫情现在是“黎明前的黑暗”。目前的疫情大规模爆发反而会加快疫苗的临床进度 。目前在全球范围内，有超过 57 种疫苗正在进行人体临床试验。我们预期，在年底之前，将有至少一个 COVID-19 疫苗获得上市批准。

图 234: 全球 COVID-19 疫苗的开发阶段



资料来源：The New York Times，招银国际证券

计到今年年底，我国新冠疫苗的年产能将达到 6.1 亿剂，明年我国新冠疫苗年产能继续扩大；其中国药集团计划产能 10 亿剂。

关于中国新冠疫苗的价格，首先坚持企业主体定价，同时坚持几个基本原则：一个是公共产品属性原则，定价一定不是以供需作为基础，而是以成本。二是根据大众对新冠疫苗接种的意愿和需求开展新冠疫苗的定价。根据新闻报道，目前安徽、浙江、四川等地已经开始新冠疫苗接种工作，疫苗价格（推测为国药集团中国生物的疫苗）为 2 剂共 400 元。

疫苗或许从年中开始才能逐渐覆盖普通大众。目前把新冠病毒未来接种人群分为三类，第一类是高风险人群，包括一线医疗防疫人员、边境口岸工作人员、由于工作原因必须去高污染区域或国家的工作人员，以及保证城市基本运行的工作人员；第二类是高危人群，包括老人、儿童、孕妇以及患有基础疾病的人群；第三类是普通人群。

海外疫苗产能也是在 2021 年逐渐释放，海外疫情有可能从明年中开始逐步得到控制。

图 235: 疫苗的大规模供应有望在明年中开始

企业/机构	疫苗	产能	订单数量	销售价格
灭活疫苗				
国药集团中国生物武汉所 国药集团中国生物北京所	BBIBP-CorV	到今年年底，国药集团新冠疫苗产能大概能达到 1 亿剂左右；明年产能要超 10 亿剂		400 元/2 支
科兴生物/中国医学科学院/浙江疾控	PiCoVacc (CoronaVac)	2020 年底前能生产 1 亿支，此后年产能是 3 亿支	印度尼西亚已与科兴生物签署了 5000 万剂新冠疫苗供应协议,将允许国有企业 PT Bio Farma 在当地生产。土耳其将与中国科兴生物签署合同，购买至少 1000 万剂疫苗，可能增加到 2000 万剂。	几百元/2 支
重组蛋白疫苗				
Novavax/Emergent Biosolution/Takeda	NVX-CoV2373	Tekeda 年产能有 2.5 亿支；另 Novavax 与富士胶片旗下的 FUJIFILM Diosynth Biotechnologies 合作，生产 NVX-CoV2373，预计 2021 年中，产能能达 20 亿支/年	2021Q1 前向美国交付 1 亿支；	16 美元/支
病毒载体疫苗				

University of Oxford/AstraZeneca/康泰生物	AZD1222	2021 年滚动投产 30 亿支产能； 国内合作方康泰生物年底前能实现 1 亿支/年，2021 年底之前 2 亿支/年	欧盟：4 亿支 日本：1.2 亿支 美国：3 亿支 英国：1 亿支	3~4 美元/支
mRNA 疫苗				
Moderna/NAID	mRNA-1273	约 5 亿支/年，有可能扩充到 10 亿支/年，预计 2021 年初开始生产 在欧洲与 Lonza 合作生产	美国：1 亿支，另有权再购买 4 亿支 欧盟：8 千万支，另有机会再追加 8 千万支	25~37 美元/支

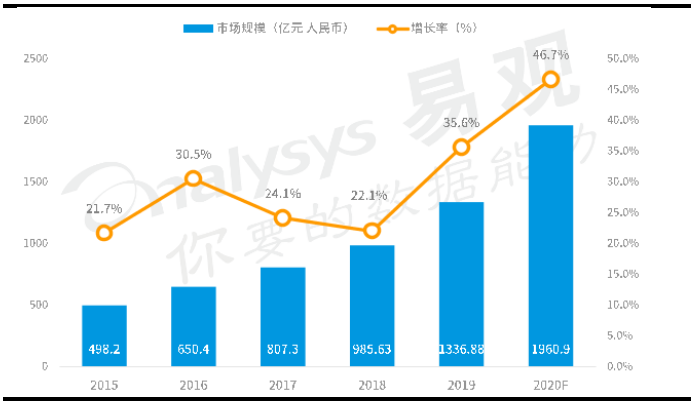
资料来源：公司官网，招银国际证券

疫情将成为互联网医疗的长期向上拐点

疫情期间，用户的在线问诊、购药行为习惯得到培养，互联网医疗迎来快速发展。此外，疫情期间，互联网医疗，包括线上问诊、O2O 送药等服务大力保障了老百姓的基本医疗需求。因此，监管对于互联网医疗的态度从模棱两可到明确支持，医保局顺应大势，落实医保覆盖政策。今年 11 月，国家医疗保障局发布《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》，要求优先保障门诊慢特病等复诊续方需求，显着提升长期用药患者就医购药便利性；在“互联网+”医疗服务规范发展以及医保管理和支付能力提升的基础上，稳步拓展医保支付范围；对线上、线下医疗服务实行公平的医保支付政策，保持待遇水平均衡，鼓励线上线下医疗机构公平竞争。我们预计，未来基本医疗保险将逐渐实现对于互联网医疗服务的报销覆盖。

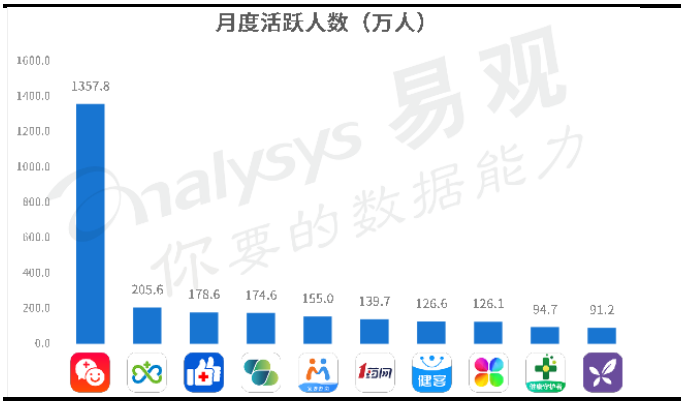
问诊是最重要的流量入口，平安好医生锁定头部的线上问诊流量，占据先发优势。同时，各大互联网巨头也都看到了互联网医疗赛道的巨大前景，纷纷开始布局进入此领域。我们认为，平安好医生拥有接近 2000 人的自有医生团队以及优质的问诊服务体验，新进入者很难撼动平安好医生在问诊领域的龙头地位。

图 236: 2015-2020 年中国互联网医疗市场规模



资料来源：Analysys，招银国际证券

图 237: 2019 年 12 月中国互联网医疗领域 TOP10 厂商



资料来源：Analysys，招银国际证券

图 238: 可比公司

公司	代码	评级	市值（百万美元）	股价 (LC)	目标价 (LC)	上/下行行空间	市盈率（倍） FY20E	市盈率（倍） FY21E	市净率（倍） FY20E	市净率（倍） FY21E	净资产回报率 FY20E	净资产回报率 FY21E
医院服务												
锦欣生殖	1951 HK	BUY	4,420	14.10	15.51	9.99%	89.1	55.1	3.9	3.7	4.5	6.9
爱尔眼科	300015 CH	N/A	42,078	66.80	N/A	N/A	156.4	116.6	32.8	27.5	21.7	24.2
通策医疗	600763 CH	N/A	11,389	232.40	N/A	N/A	136.2	101.4	31.7	24.3	23.4	24.2
国际医学	000516 CH	N/A	2,696	8.95	N/A	N/A	N/A	298.3	3.6	3.5	-4.3	1.3
华润医疗	1515 HK	N/A	957	5.72	N/A	N/A	17.7	13.9	1.0	1.0	5.5	7.2
希玛眼科	3309 HK	N/A	898	6.07	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
香港医思医疗	2138 HK	N/A	745	5.55	N/A	N/A	14.9	37.0	4.7	4.7	30.6	13.6
			Average				**82.9**	**103.7**	**12.9**	**10.8**	**13.6**	**12.9**
生物科技												
复宏汉霖	2696 HK	BUY	2,861	40.80	60.61	48.54%	N/A	N/A	6.3	7.2	-26.0	-14.9
天境生物	IMAB US	BUY	2,678	37.99	52.57	38.38%	92.0	N/A	3.8	4.4	4.1	-15.9
诺诚健华	9969 HK	BUY	2,226	13.38	16.21	21.13%	N/A	N/A	-12.2	-9.6	NA	NA
嘉和生物	6998 HK	BUY	1,088	17.18	26.49	54.21%	N/A	N/A	3.7	5.2	-34.3	-39.8
亚盛医药	6855 HK	BUY	877	30.25	70.70	133.65%	N/A	N/A	81.8	-20.9	N/A	N/A
开拓药业	9939 HK	BUY	374	7.84	19.38	147.20%	N/A	N/A	1.6	1.9	-25.0	-20.0
百济神州	6160 HK	N/A	21,444	140.60	N/A	N/A	N/A	N/A	1.2	2.0	37.6	-4.9
信达生物	1801 HK	N/A	10,410	57.60	N/A	N/A	N/A	N/A	10.3	12.3	-15.4	-23.7
再鼎医药	ZLAB US	N/A	9,507	108.00	N/A	N/A	N/A	N/A	3.7	4.0	-37.5	-37.9
君实生物	1877 HK	N/A	8,509	43.70	N/A	N/A	N/A	230.6	6.7	6.3	-20.3	11.1
康方生物	9926 HK	N/A	3,062	30.15	N/A	N/A	N/A	N/A	7.5	9.0	-46.9	-22.4
康宁杰瑞	9966 HK	N/A	1,937	16.06	N/A	N/A	N/A	N/A	6.9	11.5	-24.5	-46.2
德琪医药	6996 HK	N/A	1,509	17.50	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
基石药业	2616 HK	N/A	1,486	9.83	N/A	N/A	N/A	N/A	3.2	6.9	-41.4	-72.9
			Average				**N/A**	**N/A**	**9.8**	**2.8**	**-20.4**	**-27.3**
CRO												
药明生物	2269 HK	BUY	42,636	80.95	196.85	143.17%	68.7	54.7	4.9	4.5	8.7	8.6
药明康德	603259 CH	BUY	41,221	111.03	139.50	25.64%	82.2	66.1	10.0	9.1	12.3	13.8
泰格医药	300347 CH	BUY	17,703	133.00	146.43	10.10%	72.7	85.0	7.4	7.0	10.0	8.0
睿智医药	300149 CH	BUY	1,321	17.30	25.52	47.50%	46.3	32.7	3.5	3.2	7.5	9.5
康龙化成	300759 CH	N/A	12,301	103.41	N/A	N/A	84.1	64.7	9.5	8.3	11.5	13.1
凯莱英	002821 CH	N/A	9,992	269.58	N/A	N/A	86.7	65.1	15.1	12.4	18.3	20.0
昭衍新药	603127 CH	N/A	3,441	98.99	N/A	N/A	85.3	61.9	21.0	16.2	24.8	26.5
			Average				**76.2**	**62.6**	**11.1**	**9.3**	**14.1**	**15.2**
医疗器械												
启明医疗	2500 HK	BUY	4,224	77.40	95.67	23.61%	N/A	153.9	9.4	8.9	-1.9	5.8
爱康医疗	1789 HK	BUY	1,851	12.86	17.90	39.19%	36.8	26.6	6.0	5.2	16.4	19.4
康德莱医械	1501 HK	BUY	876	40.90	54.21	32.55%	42.0	32.7	4.5	4.2	10.8	12.9
威高股份	1066 HK	N/A	8,542	14.64	N/A	N/A	26.8	21.5	3.1	2.8	12.4	13.7
微创医疗	853 HK	N/A	8,421	36.10	N/A	N/A	N/A	423.4	13.2	12.7	0.9	4.6
先健科技	1302 HK	N/A	2,362	4.22	N/A	N/A	79.2	66.0	11.9	9.9	12.0	15.0
春立医疗	1858 HK	N/A	933	20.90	N/A	N/A	17.6	13.1	5.6	4.0	32.6	32.1
			Average				**46.2**	**114.1**	**7.8**	**6.9**	**10.5**	**13.1**
制药企业												
石药集团	1093 HK	BUY	11,942	7.73	10.10	30.66%	18.2	14.9	3.7	3.1	22.8	23.6
恒瑞医药	600276 CH	N/A	73,241	89.88	N/A	N/A	72.3	56.6	15.2	12.3	22.2	23.0
翰森制药	3692 HK	N/A	26,500	34.70	N/A	N/A	59.8	45.2	11.5	9.6	18.7	21.1
中国生物制药	1177 HK	N/A	17,035	7.00	N/A	N/A	38.4	31.1	3.2	2.8	8.7	10.0
先声药业	2096 HK	N/A	2,760	8.20	N/A	N/A	31.5	14.1	3.5	2.8	16.7	21.9
东阳光药	1558 HK	N/A	1,123	9.89	N/A	N/A	5.5	4.5	1.3	1.2	18.3	20.4
			Average				**37.6**	**27.7**	**6.4**	**5.3**	**17.9**	**20.0**

资料来源：彭博、招银国际证券 (基于 2020 年 12 月 7 日收市价)

中国教育板块

优于大市

分析师：叶建中, CFA – albertyip@cmbi.com.hk

高等教育行业受惠多重增长动力

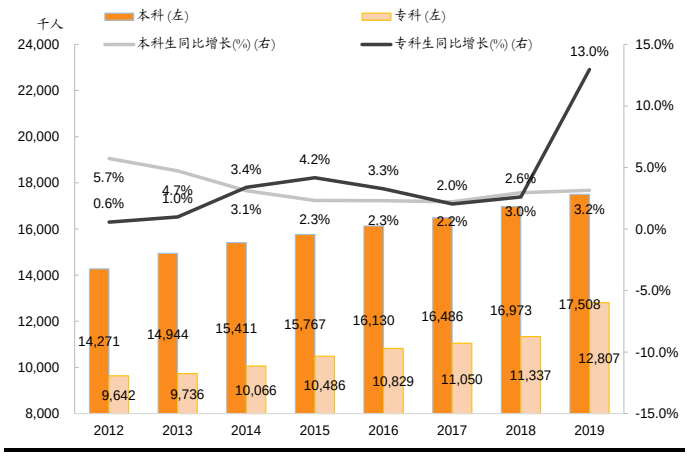
增长强劲，估值吸引

高等教育扩招红利仍在

2019-20 学年，高职扩招一百万正式展开，专科学生人数同比增长从 2018 年的 2.6%加快至 2019 年的 13.0%。2020 年，《政府工作报告》更进一步提出今明两年高职扩招两百万，使更多劳动者长技能、好就业，国务院常务会议亦宣布扩大硕士及专升本招生人数以稳就业。我们看到 2020-21 学年，港股高教行业很多企业的招生名额都录得双位数以上增长，总学生人数同比增长在 10-33%之间。

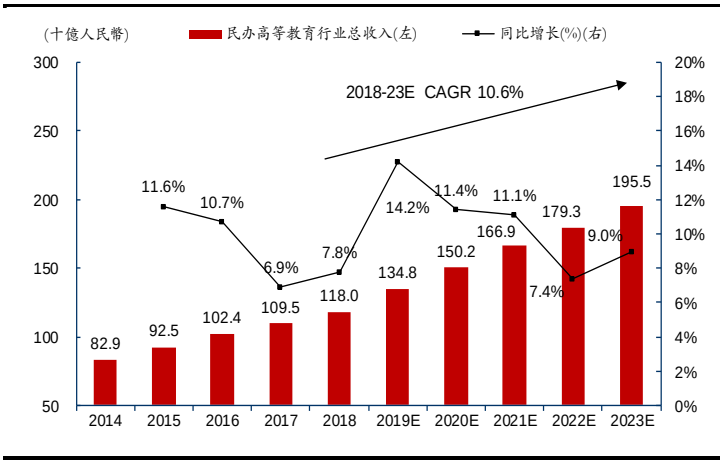
2019 年中国高等教育毛入学率为 51.6%，低于欧美国家约七成的水平，我们相信毛入学率还有较大上升空间，2021-22 学年招生名额仍会稳步上升。由于专科课程一段修读期为三年，2019-20 学年是高职扩招第一年，当年入学的专科生会在 2021-22 学年结束后毕业。所以，我们认为 2021-22 学年总学生人数仍会有较好的增长，根据弗若斯特沙利文预测，民办高等教育行业总收入在 2018-23 年的年均复合增长率为 10.6%。

图 239: 高职扩招展开，2019 年专科学生人数增长加快至 13%



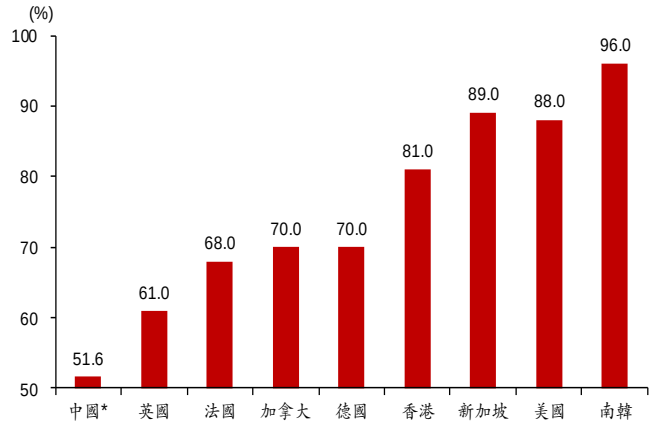
资料来源：教育部、招银国际证券

图 240: 中国民办高等教育行业收入在 2018-2023 年预期年均增长 10.6%



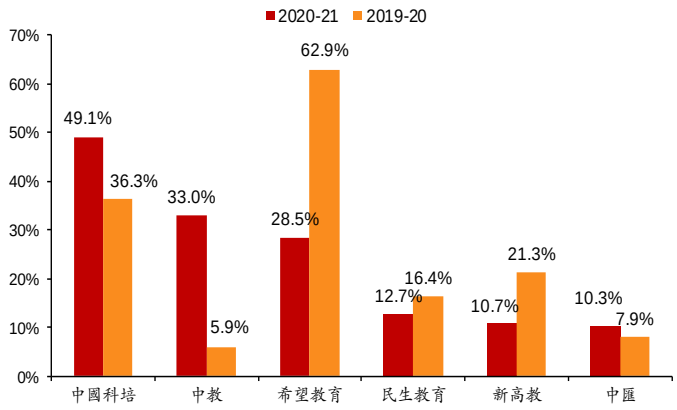
资料来源：弗若斯特沙利文

图 241: 中国高等教育毛入学率仍有大幅提升空间, 2018



资料来源：教育部、World Bank
*2019 年数据

图 242: 高等教育行业于 2020/21 学生总学生人数良好增长

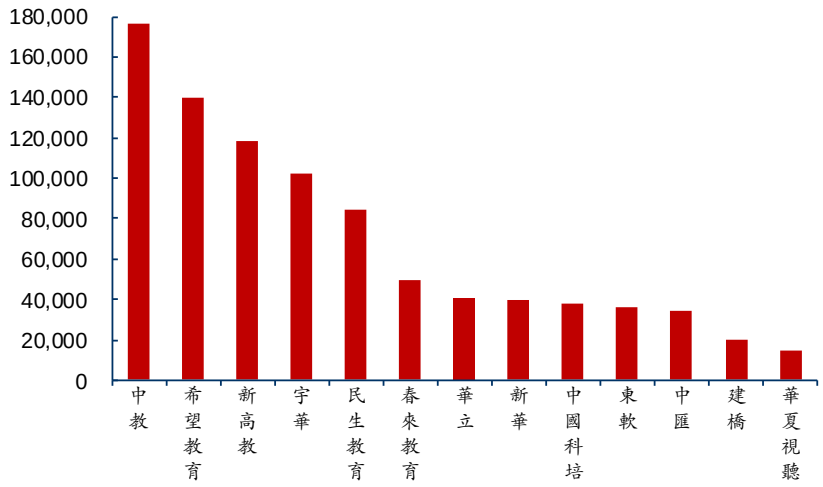


资料来源：公司、招银国际证券整理

并购活动推动增长

根据教育部数据，2019 年，国内共有 756 所民办高等教育学校及 2013 所中等职业学校，学生人数共 933.2 万名，可供并购的学校数量仍多。我们统计了 13 家于香港上市的主要高教集团，于 2019-20 学年的国内学生总人数为 89.6 万名，占整个民办高教及中职学生总人数 9.6%，总体来说仍有很大并购空间。

图 243: 2019-20 学年主要香港上市高教集团的高教及中职学生人数



资料来源：公司、招银国际证券整理

课程质量提升，打开学费上升空间及发展轻资产扩张模式

我们认为高等教育院校可以透过提升课程质量，打开学费上升的空间，一方面，高校登记为营利性学校后可以自主为学费定价，另一方面，职业教育政策鼓励校企合作，培养优秀应用型人材，我们认为这将会是高教行业发展的趋势。

以中教控股于20年8月份收购的海口经济学院为例，一般的本科课程学费为约24,000/年，该校设有六个高端学院，其中一个学院名叫好莱坞华都影视学院(Wardour Studios Academy)，与全球知名的 Wardour Studios Hollywood 合作办学，提供表演、广播电视编导、摄影等本专科课程，学费介乎 49,000-99,000/年，学员获得与奥斯卡奖项获得者的世界级电影大师定期面授、参观荷里活电影制片场及后期制作场所，及有机会参与演出及拍摄制作。参照国内戏剧影视专业领先的南京传媒学院，其本科学费约 16,500-18,000/年，反映高校可以透过校企合作大幅提高学费水平。

此外，高教集团拥有相关行业实业背景及良好校企合作网络的，亦可以透过输出管理实现轻资产模式扩张。以东软教育为例，凭借集团母公司在软件行业的实力、企业合作关系及丰富资源，向其他公办民办大学、高职及中职学校提供专业共建与产业学院、教学资源及平台、实训室解决方案等服务，于 2019 财年，该等业务贡献了集团 15.5%的收入。根据教育部 2019 年的数据，全国公民办高等教育学院数共 2,688 所、中职学校共 10,078 所，本专科学生总人数 3032 万人、中职学生人数 1.58 亿人，管理输出业务有很大发展空间。

图 244:好莱坞华都影视学院学费高达 99,000 元/年



资料来源：海口经济学院

图 245: 南京传媒学院艺术类本科学费约 16,500-18,000/年

第五章　附则

第十四条　学费标准：普通类专业人文社科类14000元/学年，理工科类15000元/学年，理工科类嵌入式培养专业17000元/学年。艺术类专业中播音与主持艺术、播音与主持艺术（英播、法播、西播）、播音与主持艺术（电子竞技解说与主播）、广播电视编导（电视编导）、广播电视编导（文艺编导）、广播电视编导（网络视听节目编导）、影视摄影与制作（电视摄影）、影视摄影与制作（照明艺术）、影视摄影与制作（航空摄影）、数字媒体艺术、动画专业方向18000元/学年，其他艺术类专业方向16500元/学年。住宿费标准：1500元/学年。如有变化，以江苏省发改委和江苏省教育厅的规定标准执行。

资料来源：南京传媒学院 2020 招生简章

独立学院加快转设，提升企业盈利

教育部于 2020 年 5 月 20 日发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》通知，所有独立学院需于 2020 年底前准备好转设计划，独立学院转设成为省政府其中一个 KPI，将有助加速推进。此外，于转设计划时间表内完成转设的学院，可获得招生名额及专业建设的政策支持，提升高教企业盈利。

■ **独立学院向大校支付分手费后，无需再支付以大校品牌招生的学生的管理费**

独立学院需向大校支付一笔费用作为脱钩之用，费用包括与大校分手的一次性费用，及以往用大校品牌招生的学生的管理费，根据中教管理层的估算，该笔费用一般不会超过每年支付管理费的五倍，相当于是以五倍 P/E 收购利润，我们认为是一项估值便宜的收购。

■ **转设完成后，院校可获得招生名额及专业建设的政策支持**

尽管中央在 2020-21 学年实施进一步扩招的政策，我们看到部份独立学院的本科统招的招生名额不升反跌，如华商学院、华立学院等。我们相信独立学院在既定时间表完成转设后，将获得教育部以招生名额作为奖励，促进学生人数的增长。

图 246: 以 19 财年计，独立学院转设对希望教育净利润提升幅度最大

公司	獨立學院數量	19財年支付大校管理費金額(百萬元人民幣)	公司19財年經調整淨利潤(百萬元人民幣)	大校管理費佔比(%)
希望教育	4	150	474	32%
中匯	1	64	217	30%
華立	1	55	253	22%
民生教育	2	50	394	13%
新高教	2	27	386	7%
中教	3	39	747	5%
中國科培	0	na	450	na
宇華教育	0	na	793	na

资料来源：公司、招银国际证券估算

政策不明朗性逐渐消除，有利估值提升

■ **教育部明确实行九年义务教育制度，不具备将高中纳入义务教育的条件**

根据教育部于 2020 年 11 月 5 日回复政协十三届全国委员会第三次会议第 2180 号议案回复函件，教育部表示“国家实行九年义务教育制度。我国义务教育阶段和普通高中共 12 年的课程设置是经过长期实践、反复调整后逐步建立的，符合目前国际上普遍做法，基本与当前和今后一个时期国家的社会、经济发展状况相适应，基本符合儿童身心发展规律和认知规律，目前还不具备缩短学制和将普通高中纳入义务教育的条件。”，我们认为教育部明确了高中教育不作为义务教育的一部份，避免了将民办高中限制为非营利性，对 K12 学历教育的企业来说是消除了不明朗性。

■ **教育部对非营利性民办学校举办者的合法合规的关联交易持开放态度**

根据教育部于 2020 年 11 月 10 日回复政协十三届全国委员会第三次会议第 3379 号议案回复函件，教育部表示“为保障非营利性民办学校举办者权益，响应举办者要求，教育部对合法合规的关联交易持开放态度。”，我们认为这是对非营利性民办学校 VIE 架构合法性的表态，由于市场预期“民促法实施条例（修订草案）”最终稿快将出台，我们相信教育部这次表态或代表最终稿的定稿内容，将会消除教育行业的不明朗性，有利教育行业估值提升，特别是参与 K12 义务教育阶段的相关企业。

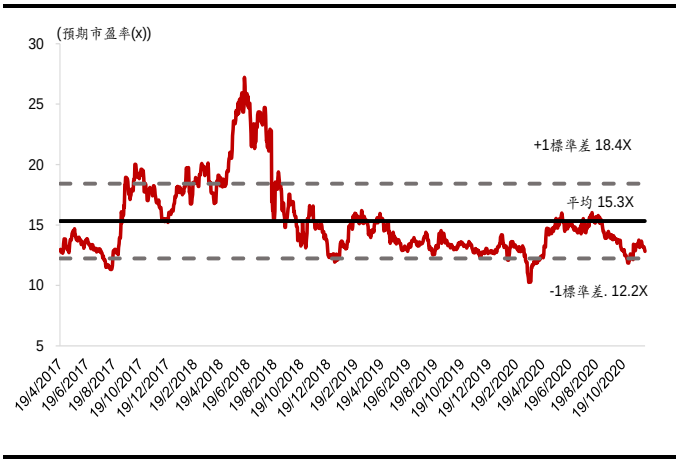
行业估值吸引

截至 2020 年 12 月 8 日止，高等教育行业年初至今股价上升 34%，K12 教育行业股价上升 33%，受到教育部对非营利性民办学校举办者的合法合规的关联交易持开放态度，以及认为不具备将高中纳入义务教育等因素，K12 教育行业股价于最近一个月升 16%。我们首推股份希望教育上涨 53%，跑赢高教板块。

■ **绝对估值**

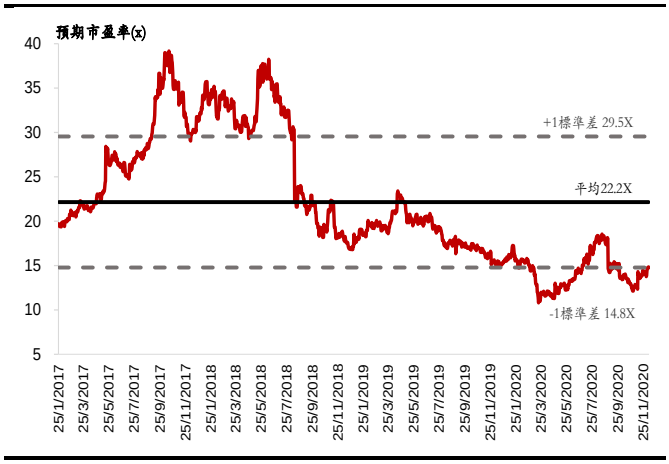
尽管教育行业股价于 2020 年上涨，现时高教行业未来一年预期市盈率 12.8 倍，跟年初 12.2 倍相比略有上涨，但仍然低于历史平均的 15.3 倍。行业预期 20-22 财年每股盈利年均复合增长率 26%，20 财年平均 P/E 为 17.7 倍，现时 20 财年的 PEG 仅为 0.68 倍。至于 K12 行业方面，现时未来一年预期市盈率 14.8 倍，跟年初 14.0 倍相比亦略有上涨，随着教育部非营利性民办学校 VIE 架构合法性的表态，我们认为行业估值会回升。

图 247: 高等教育板块未来一年预期市盈率



资料来源：彭博预测、招银国际证券预测及整理

图 248: K12 教育板块未来一年预期市盈率



资料来源：彭博预测、招银国际证券预测及整理

2021 年投资策略

展望 2021 年，我们继续看好高等教育行业多于 K12 教育行业，原因是高等教育行业毛入学率仍有较大上升空间、扩招红利仍在、并购、改善收购目标的利润率、独立学院转设及提升教学质量带来学费上升空间等利好因素。首推希望教育(1765 HK)，关注睿见教育(6068HK)受惠政策不明朗性逐渐消除带来估值修复的机会。

图 249: 同业估值比较

公司	股份編號	評級	市值 (百萬美元)	貨幣	收市價	目標價	年結	P/E (x) FY1	P/E (x) FY2	P/E (x) FY3	每股盈利增長 (%) FY1	每股盈利增長 (%) FY2	每股盈利增長 (%) FY3	收入增長 (%) FY1	收入增長 (%) FY2	收入增長 (%) FY3
K12課後培訓																
新東方	EDU US	沒評級	27,026	美元	160.02	na	May-20	43.3	30.8	23.3	22	41	32	16	32	26
新東方	9901 HK	沒評級	27,211	港元	1249.00	na	May-20	45.3	34.3	26.9	31	32	27	22	32	23
新東方在線	1797 HK	沒評級	3,348	港元	27.60	na	May-20	na	na	na	8	(30)	(71)	63	65	53
好未來	9901 HK	沒評級	41,447	美元	69.04	na	Feb-20	128.3	60.5	35.3	5,280	112	71	29	44	38
精銳教育	ONE US	沒評級	614	美元	3.81	na	Aug-19	na	18.7	10.1	(246)	na	84	(15)	38	20
思考樂教育	1769 HK	沒評級	1,004	港元	14.00	na	Dec-19	38.7	26.2	19.3	11	48	36	29	43	37
卓越教育	3978 HK	買入	315	港元	2.87	4.44	Dec-19	15.2	9.8	7.8	(14)	55	25	(2)	30	20
平均								**54.2**	**30.0**	**20.4**	**727**	**43**	**29**	**21**	**41**	**31**
非學歷職業教育																
東方教育	667 HK	買入	4,675	港元	16.52	19.30	Dec-19	55.9	27.2	22.8	(36)	106	19	(9)	35	15
K12教育																
天立教育	1773 HK	沒評級	2,345	港元	8.76	na	Dec-19	39.3	29.0	20.7	50	36	40	34	41	34
睿見教育	6068 HK	買入	1,098	港元	3.91	5.80	Aug-19	13.8	11.9	10.3	46	16	16	7	31	16
楓葉教育	1317 HK	沒評級	788	港元	2.04	na	Aug-19	8.3	7.2	6.5	(6)	15	10	5	28	11
成實外教育	1565 HK	沒評級	873	港元	2.19	na	Dec-19	15.4	11.1	8.4	(9)	39	32	21	25	21
博實樂教育	BEDU US	沒評級	722	美元	6.00	na	Aug-19	14.4	11.7	9.1	(13)	52	29	33	13	17
平均								**18.2**	**14.2**	**11.0**	**13**	**31**	**25**	**20**	**28**	**20**
高等教育																
中教	839 HK	沒評級	3,917	港元	14.12	na	Aug-19	26.3	19.5	15.7	32	26	24	37	39	19
宇華教育	6169 HK	沒評級	2,912	港元	6.76	na	Aug-19	21.4	14.9	13.0	28	22	15	41	14	10
希望教育	1765 HK	買入	1,866	港元	2.00	3.41	Aug-19	21.7	14.9	11.3	na	46	31	na	57	25
中國科培	1890 HK	沒評級	1,445	港元	5.56	na	Dec-19	15.4	12.1	10.4	33	27	16	27	35	16
華夏視聽	1981 HK	沒評級	1,084	港元	5.06	na	Dec-19	23.7	16.3	12.7	(9)	46	28	7	36	21
中匯	382 HK	沒評級	1,064	港元	8.10	na	Aug-19	23.3	17.5	13.4	0	28	31	14	26	22
新高教	2001 HK	沒評級	933	港元	4.56	na	Dec-19	13.5	9.5	7.8	11	42	22	16	28	16
民生教育	1569 HK	沒評級	593	港元	1.09	na	Dec-19	10.9	7.5	6.6	(14)	46	13	16	14	10
新華教育	2779 HK	買入	500	港元	2.41	2.97	Dec-19	10.2	9.1	8.4	13	12	9	14	16	9
華立	1756 HK	沒評級	440	港元	2.84	na	Aug-19	9.4	7.0	5.7	41	14	24	13	22	18
東軟科技教育	9616 HK	沒評級	434	港元	5.05	na	Dec-19	16.3	12.2	9.7	na	33	26	21	23	19
平均								**17.5**	**12.8**	**10.4**	**15**	**31**	**22**	**21**	**28**	**17**

资料来源：彭博预测、招银国际证券预测

中国银行板块

优于大市

分析师：孙明，CFA – terrysun@cmbi.com.hk

复苏周期，顺风而行

三大因素共振，驱动估值上行

我们认为以下三个关键因素将决定银行股在“后疫情时代”的演绎，并驱动板块估值在 2021 年持续修复：

1）宏观经济复苏，让利影响消退。作为顺周期板块，银行业常被视为实体经济的晴雨表。在投资及消费的拉动下，国内经济复苏势头强劲。同时，疫苗研制取得重大进展，全球经济有望加速重启，巩固外贸企稳向好势头。在此大背景下，银行资产质量压力将逐步缓解，预计不良生成在 2020 年下半年见顶，并于 2021 年一季度后恢复到疫情前水平。在 11 月初的国新办发布会上，央行表示今年前 10 个月金融系统已完成让利 1.25 万亿元（全年目标 1.5 万亿）。鉴于企业效益状况持续改善，银行让利包袱将显着释缓，行业利润增速已在三季度出现拐点，预计四季度将进一步反弹。因此，资产质量和政策让利这两座压制银行估值的大山将被移除。

2）信用边际收紧，利好息差趋势。经济确定性修复、流动性边际收紧是对银行最有利的宏观环境。今年以来，贷款利率在 LPR 降息带动下大幅下行，而负债端存款成本相对刚性，导致息差收窄并拖累银行净利润表现。但根据三季度货币政策执行报告，新发放贷款平均利率环比回升 6bp。此外，LPR 转换影响接近尾声， 8 月末存量贷款定价基准转换进度达 92.4%。展望 2021 年，经济复苏将促进信贷需求回升，而货币政策回归常态会导致流动性边际收紧，贷款利率或进一步上升，有助于银行息差企稳扩张。

3）资本需求提升，利润释放加速。12 月 3 日，央行、银保监会发布《系统重要性银行评估办法》，预计国有银行和部分股份制银行将被纳入国内系统重要性银行的范围，须满足更严格的资本充足率要求。今年受疫情冲击，经济承压，逆周期政策调节下银行信贷加速投放，资本消耗较快。目前各类资本补充工具大多针对一、二级资本，而核心一级资本主要依靠内生增长积累。因此，银行需要维持合理利润增速，方能保证服务实体经济的可持续性。我们认为银行四季度业绩有望实现较大幅度改善，市场对全年盈利预测存在上修动力。

预测 2021 年行业净利润增速 7-8%

综合考虑下半年宏观经济复苏、金融机构让利政策逐渐退出、信用成本见顶回落等因素，我们预计上市银行 2020 年净利润同比增速由前三季度的-8.3%提升至全年-4.8%，并在 2021 年进一步升至 7.5%。随着货币政策回归常态，预计信贷增速降低 1.1 个百分点至 10.8%。息差有望于明年二季度开始企稳回升，但 2021 全年同比收窄 3bp 至 2.05%。预计明年非息收入将有明显改善，受银行卡、支付结算、资管业务的带动，手续费收入将延续回升态势。资产质量方面，尽管不良生成压力犹存，但银行将继续加大核销处置力度，预计 2021 年行业不良率大体稳定。鉴于当前拨备计提较充分且不良认定标准严格，预计信用成本有一定下行空间，将支持利润释放。

图 250：个股盈利预测概览

	总资产同比增速			贷款同比增速			不良贷款率			信用成本		
	FY19A	FY20E	FY21E	FY19A	FY20E	FY21E	FY19A	FY20E	FY21E	FY19A	FY20E	FY21E
工行	8.7%	11.2%	10.1%	8.7%	12.0%	10.5%	1.43%	1.55%	1.55%	1.01%	1.15%	1.10%
建行	9.5%	11.9%	10.0%	9.0%	12.0%	11.0%	1.42%	1.54%	1.53%	1.04%	1.15%	1.12%
农行	10.0%	10.2%	9.8%	11.9%	12.5%	11.5%	1.40%	1.45%	1.45%	1.04%	1.17%	1.11%
中行	7.1%	9.7%	8.8%	10.6%	10.5%	10.0%	1.37%	1.50%	1.52%	0.80%	0.94%	0.90%
交行	3.9%	9.9%	8.0%	9.3%	10.5%	10.0%	1.47%	1.71%	1.70%	0.97%	1.19%	1.13%
邮储	7.4%	9.8%	8.9%	16.3%	16.0%	13.0%	0.86%	0.88%	0.87%	1.03%	1.08%	1.00%
中信	11.3%	9.2%	9.1%	10.8%	10.0%	10.0%	1.65%	1.98%	1.99%	1.81%	1.96%	1.88%
民生	11.5%	8.7%	9.2%	14.1%	11.0%	10.5%	1.56%	1.86%	1.88%	1.86%	2.05%	2.00%
光大	8.6%	13.6%	9.4%	11.7%	10.5%	10.0%	1.56%	1.55%	1.54%	1.86%	1.96%	1.86%
平安	15.2%	11.6%	9.4%	16.3%	13.0%	12.0%	1.65%	1.30%	1.26%	2.71%	2.72%	2.65%
六大行	**8.3%**	**10.6%**	**9.5%**	**10.4%**	**12.0%**	**10.9%**	**1.37%**	**1.48%**	**1.48%**	**0.98%**	**1.11%**	**1.06%**
股份行	**11.4%**	**10.4%**	**9.3%**	**12.9%**	**10.9%**	**10.5%**	**1.61%**	**1.73%**	**1.72%**	**2.00%**	**2.13%**	**2.06%**
平均	**8.8%**	**10.6%**	**9.5%**	**10.7%**	**11.9%**	**10.8%**	**1.41%**	**1.52%**	**1.51%**	**1.13%**	**1.27%**	**1.21%**

	NIM			营收同比增速			净利润同比增速			ROE		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19A	FY20E	FY21E	FY19A	FY20E	FY21E	FY19A	FY20E	FY21E
工行	2.24%	2.08%	2.05%	7.0%	5.5%	7.6%	4.9%	-5.1%	7.0%	13.1%	11.4%	11.2%
建行	2.26%	2.12%	2.09%	7.1%	7.6%	8.2%	4.7%	-4.7%	7.4%	13.2%	11.5%	11.4%
农行	2.17%	2.06%	2.04%	4.4%	6.6%	7.9%	4.6%	-4.6%	7.4%	12.4%	10.9%	10.9%
中行	1.84%	1.79%	1.77%	9.2%	6.4%	7.4%	4.1%	-5.4%	6.7%	11.4%	10.0%	9.9%
交行	1.58%	1.54%	1.51%	7.3%	5.1%	6.6%	5.0%	-8.4%	6.2%	11.2%	9.5%	9.5%
邮储	2.50%	2.39%	2.40%	6.1%	6.5%	9.3%	16.5%	1.3%	10.5%	12.7%	11.4%	11.3%
中信	2.12%	2.00%	1.96%	13.3%	8.0%	7.2%	7.9%	-4.8%	7.5%	11.1%	9.7%	9.8%
民生	1.94%	1.95%	1.90%	15.3%	6.7%	8.2%	6.9%	-11.1%	7.4%	12.4%	10.2%	10.2%
光大	2.31%	2.26%	2.22%	20.4%	9.6%	9.5%	11.0%	0.9%	9.2%	11.9%	11.0%	11.1%
平安	2.62%	2.56%	2.53%	18.2%	12.5%	11.2%	13.6%	1.3%	14.2%	11.1%	9.7%	10.2%
六大行	**2.10%**	**2.00%**	**1.98%**	**6.8%**	**6.4%**	**7.8%**	**5.2%**	**-4.8%**	**7.3%**	**12.5%**	**10.9%**	**10.9%**
股份行	**2.25%**	**2.19%**	**2.15%**	**16.4%**	**8.9%**	**8.9%**	**9.2%**	**-4.5%**	**9.1%**	**11.7%**	**10.1%**	**10.3%**
平均	**2.16%**	**2.08%**	**2.05%**	**8.3%**	**6.8%**	**8.0%**	**5.7%**	**-4.8%**	**7.5%**	**12.4%**	**10.8%**	**10.8%**

资料来源：公司、招银国际证券

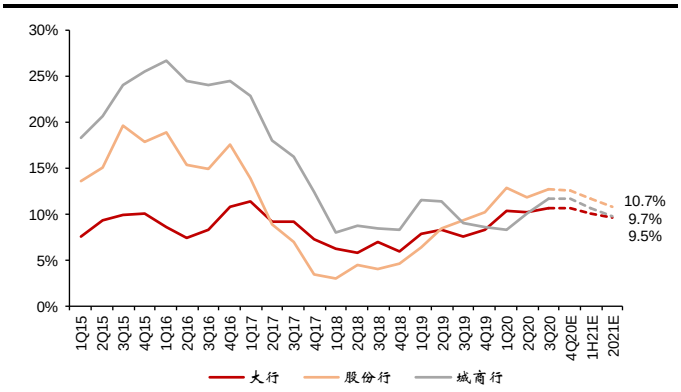
政策回归常态，息差预期改善

规模扩张小幅放缓，信贷向零售端倾斜

招银国际宏观团队预测 2021 年社融、信贷、M2 同比增速分别为 11.4%、11.0%、9.2%，较 2020 年收窄 1.2-2.4 个百分点。随着国内经济持续修复，阶段性纾困政策逐步退出，货币政策将趋于常态化，我们预计 2021 年上市银行资产增速放缓至 9.8%，但仍处于过往三年较高水平。

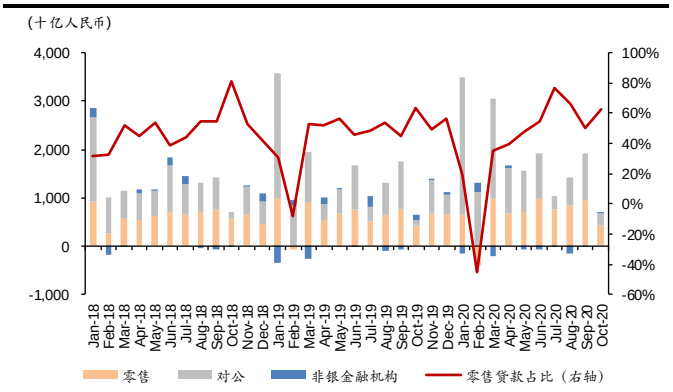
随着政策继续引导金融机构支持实体经济，银行会进一步提升信贷资产占比，预计 2021 年上市银行贷款增速为 10.8%，仍高于总资产增速。当监管窗口指导力度减弱，银行在信贷资源摆布上可更加积极主动，与自身经营策略更加吻合，大部分银行会积极加大高收益的零售贷款配置。2020 年上半年受疫情影响，个贷增速下滑，信用卡和消费贷亦出现负增长。但二季度以来，随着居民消费的复苏，新增零售贷款占比逐渐提升，预计明年信贷投放将持续向零售端倾斜。

图 251: 预计 2021 年银行总资产增速略降



资料来源：银保监会、招银国际证券

图 252: 新增零售贷款占比自 2020 年二季度开始回升



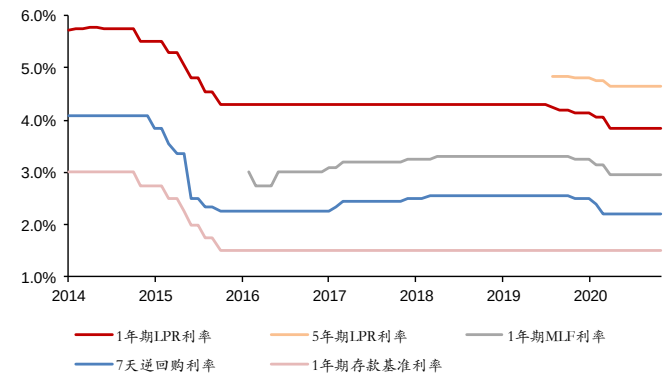
资料来源：万得、招银国际证券

贷款利率企稳回升，息差压力显着缓解

受 LPR 下调及政策引导让利等因素影响，银行业净息差今年上半年收窄 11bp。但 LPR 自 5 月起维持不变，市场利率触底反弹，随着零售信贷加速投放，三季度人民币贷款加权平均利率环比上行 6bp 至 5.12%。另一方面，监管压降结构性存款缓解了银行负债成本压力，三季度银行业净息差趋于稳定。

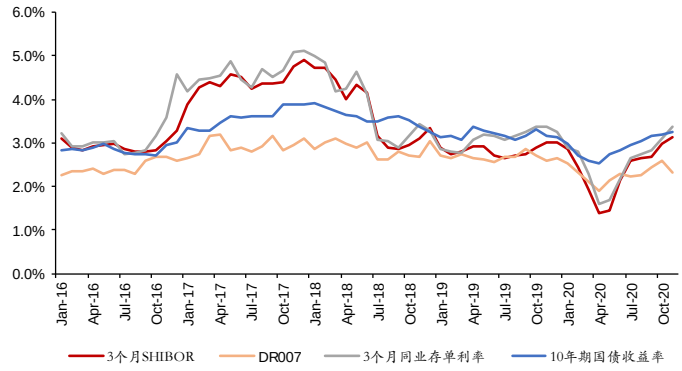
展望 2021 年，预计货币政策回归常态、M2 增速回落，存款派生弱化，负债成本难以继续下行。随着信用环境边际收紧、信贷需求因经济复苏而改善，银行业净息差有望企稳，并于下半年开始扩张。但由于部分个人房贷及对公贷款将于明年初复位价，一季度净息差或阶段性收窄。预计明年系统流动性维持紧平衡状态，存款竞争可能加剧，因此存款基础较强的银行（四大行及邮储）将体现优势。

图 253: 政策利率从 2020 年 5 月开始保持稳定



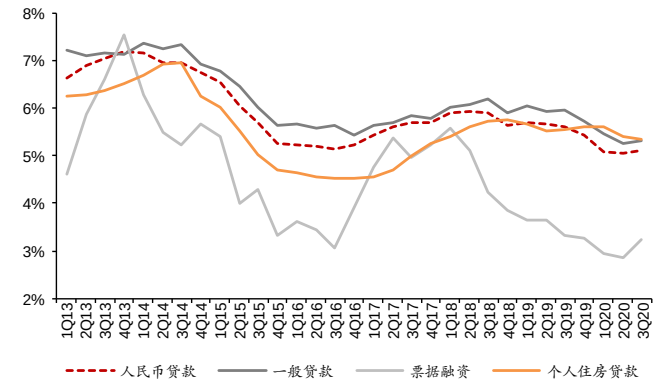
资料来源：万德、招银国际证券

图 254: 市场利率自 2020 年 5 月低点持续上行



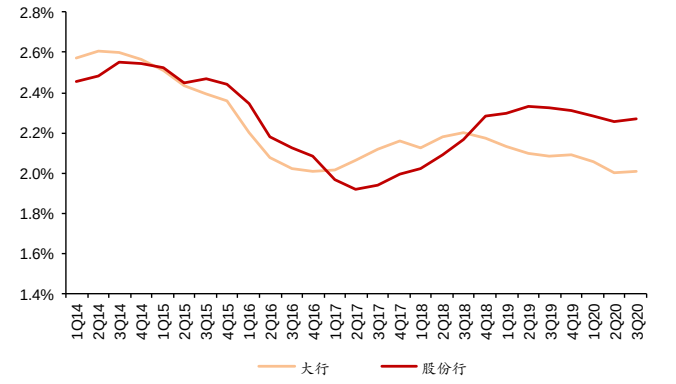
资料来源：万得、招银国际证券

图 255: 2020 年三季度新发放贷款利率环比回升



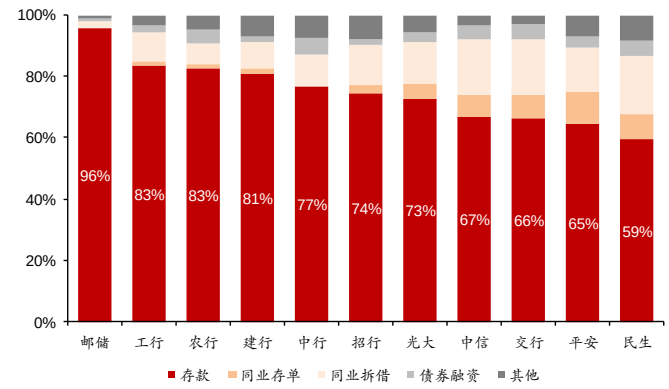
资料来源：万德、招银国际证券

图 256: 上市银行 2020 年三季度 NIM 企稳并小幅扩张



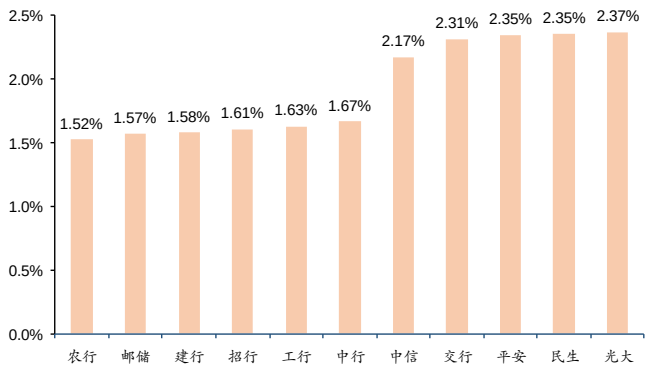
资料来源：公司、招银国际证券

图 257: 2020 年三季度银行负债结构



资料来源：公司、招银国际证券

图 258: 2020 年上半年银行存款成本



资料来源：公司、招银国际证券

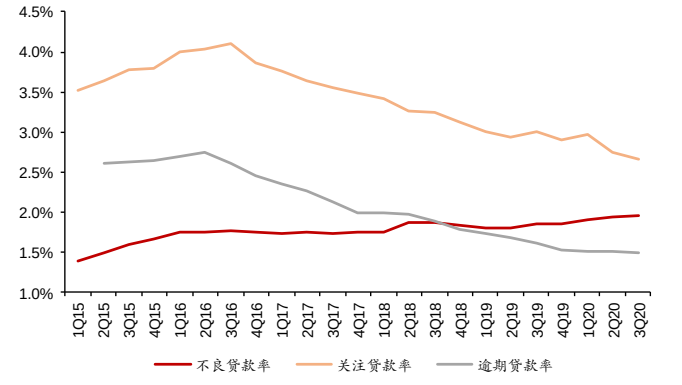
资产质量压力仍存，信用成本见顶回落

预计不良生成在下半年达到峰值

2020 年以来，受疫情冲击和经济下行影响，银行业资产质量承压。监管要求银行做实资产分类，使不良认定标准趋严，也是导致不良加速暴露的主要原因。银保监会数据统计，前三季度银行业不良率较年初上升 10bp 至 1.96%，但关注贷款率下降 25bp 至 2.66%。与此同时，我们所覆盖上市银行的逾期贷款率亦小幅下行 3bp。

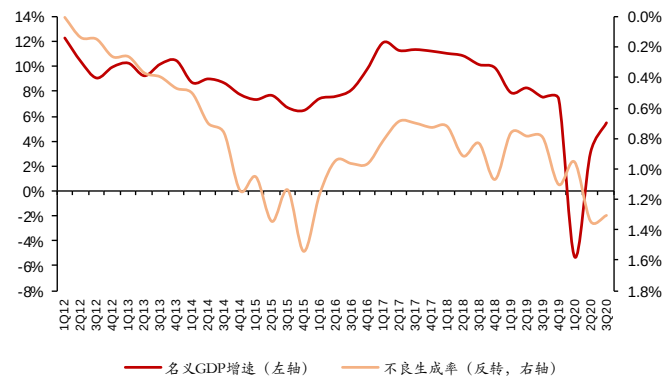
过往数据显示，银行不良生成率与宏观经济走势高度相关，并滞后于名义 GDP 增速 1-2 个季度。而中国名义 GDP 增速已从一季度的-5.3%回升至三季度的 5.5%，主要经济指标（PMI、零售消费、工业生产）均呈现强劲复苏态势。因此，我们预计银行业不良生成大概率在今年下半年见顶。基于上市银行的反馈，受疫情影响较大的零售信贷（尤其是信用卡）的不良生成高峰已经过去，而对公信贷的风险暴露周期较长，预计将持续至 2021 年。此外，延期还本付息政策将在明年一季度到期，或对资产质量造成一定扰动。

图 259: 不良率、关注贷款率、逾期贷款率的变化趋势



资料来源：公司、招银国际证券

图 260: 不良生成滞后于名义 GDP 增速 1-2 个季度



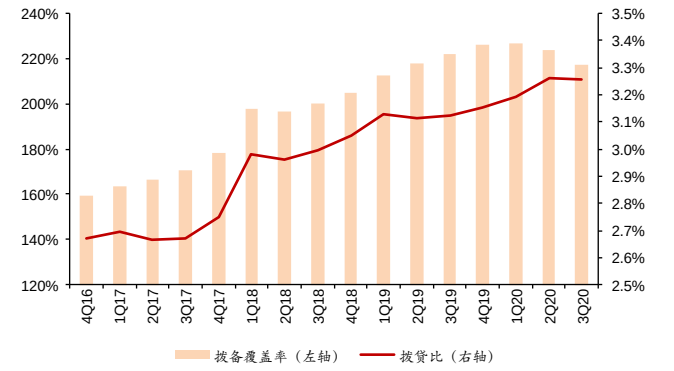
资料来源：万德、公司、招银国际证券

风险抵补能力增强，信用成本下行可期

上半年疫情爆发令实体经济普遍承压，银行业因利润相对稳定，面临舆论及社会层面的多重压力。今年 6 月，政府提出引导金融机构向企业合理让利 1.5 万亿。监管亦督促银行做实资产质量，增加拨备。因此，二季度上市银行拨备计提同比大增 76.8%，信用成本飙升至 1.56%的历史高位，导致净利润同比下滑 25.8%。进入三季度，国内疫情受控且经济稳步复苏，银行基于预期减值损失模型的拨备计提减少，信用成本亦从高位回落。

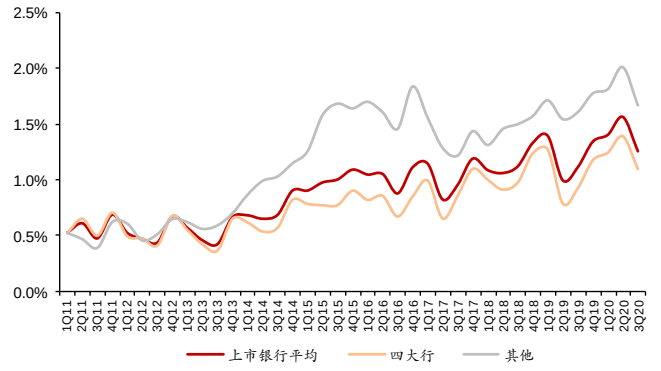
我们认为银行资产质量的恶化已度过最坏阶段，当前拨备水平充分，足够应对未来的不良压力。此外，银行业近年来加大了不良确认及核销处置力度，并主动压降对高风险行业（制造业、批发零售、采矿业）的信贷敞口。今年上半年末，上市银行不良贷款与逾期贷款的比值升至 99%，说明潜在风险暴露已相当彻底。因此，信用成本有望持续下行，支撑净利润增速反弹。

图 261: 上市银行拨备覆盖率、拨贷比变化趋势



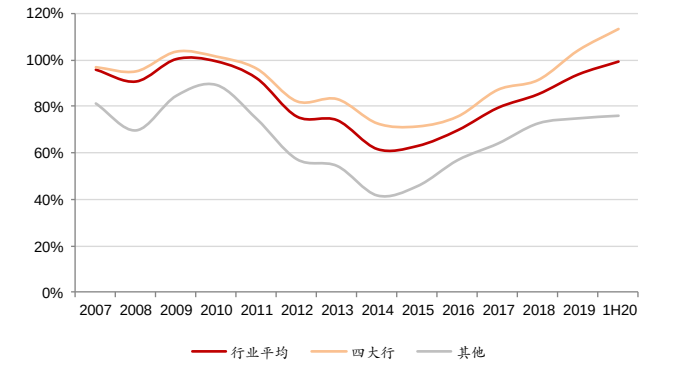
资料来源：公司、招银国际证券

图 262: 信用成本在二季度见顶后回落



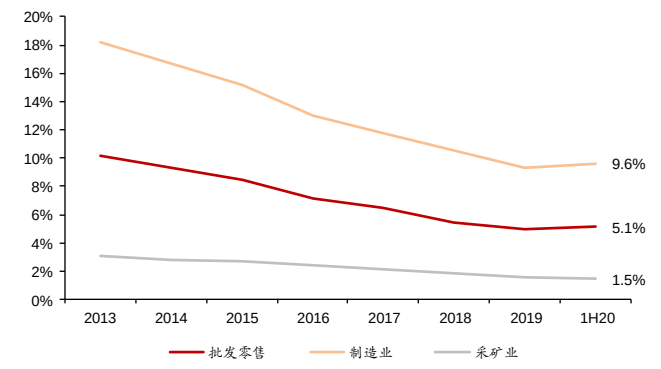
资料来源：公司、招银国际证券

图 263: 上市银行不良贷款与逾期贷款比值



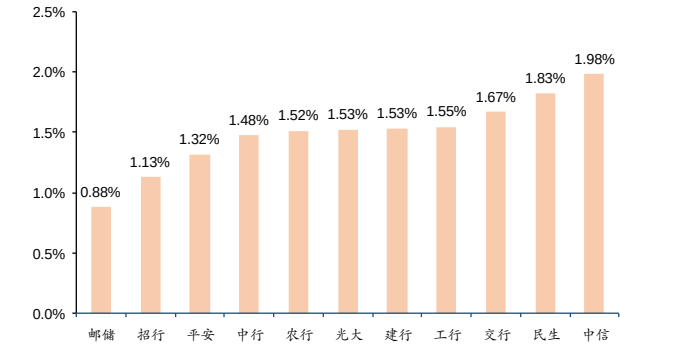
资料来源：公司、招银国际证券

图 264: 上市银行高风险行业的信贷余额占比



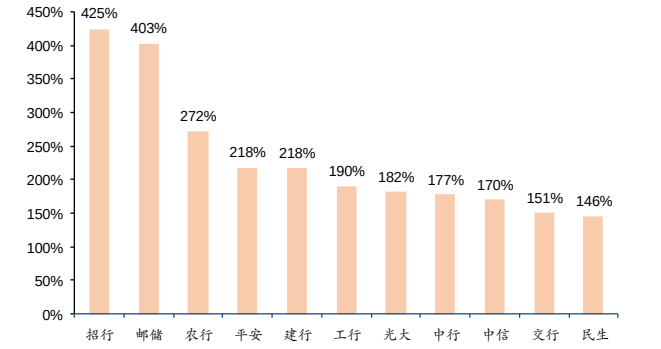
资料来源：公司、招银国际证券

图 265: 2020 年三季度银行不良贷款率



资料来源：公司、招银国际证券

图 266: 2020 年三季度银行拨备覆盖率



资料来源：公司、招银国际证券

价值重估方兴未艾

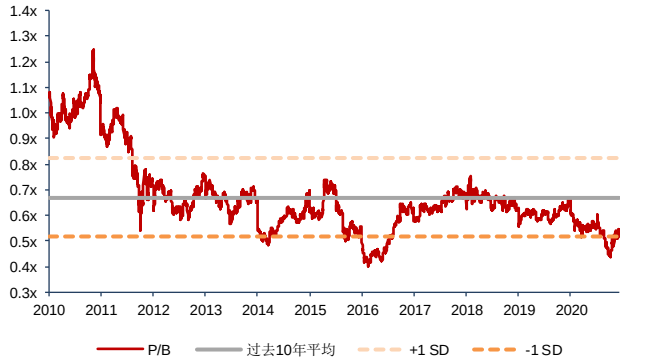
维持行业"优于大市"评级。A/H 股中资银行 2021 年预测市帐率为 0.75 倍/0.59 倍，股息率为 4.9%/6.6%，板块当前估值仍处于历史较低水平。随着经济稳步复苏及让利政策逐渐退出，市场对资产质量的悲观预期将持续改善，行业利润增速拐点将进一步明确，从而推动估值修复。我们认为优质零售银行标的仍会表现出较强的经营趋势，而具备负债端资金成本优势的大行或在流动性边际收紧的环境下跑赢同业。首选平安银行（000001 CH）、邮储银行（1658 HK/ 601658 CH）和农业银行（1288 HK/ 601288 CH）。

图 267: A 股银行历史市帐率



资料来源：彭博、招银国际证券

图 268: H 股银行历史市帐率



资料来源：彭博、招银国际证券

图 269：A/H 股银行估值概览

公司名称	股份代码	市值(十亿)	股价	目标价	评级	P/B (x)		P/E (x)		股息率		ROE	
		(当地货币)	(当地货币)	(当地货币)		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
A股													
工商银行	601398 CH	1,729	5.12	7.20	买入	0.68	0.63	6.3	5.8	4.9%	5.2%	11.4%	11.2%
建设银行	601939 CH	1,249	6.77	9.30	买入	0.75	0.69	6.8	6.3	4.5%	4.8%	11.5%	11.4%
农业银行	601288 CH	1,102	3.22	4.60	买入	0.60	0.55	5.7	5.3	5.4%	5.8%	10.9%	10.9%
中国银行	601988 CH	869	3.24	4.40	买入	0.54	0.50	5.6	5.2	5.6%	6.0%	10.0%	9.9%
邮储银行	601658 CH	398	4.85	7.00	买入	0.78	0.73	7.1	6.6	4.4%	4.6%	11.4%	11.3%
中信银行	601998 CH	216	5.13	6.70	买入	0.53	0.49	5.7	5.2	4.6%	4.9%	9.7%	9.8%
光大银行	601818 CH	195	4.12	6.10	买入	0.63	0.58	6.0	5.4	5.2%	5.7%	11.0%	11.1%
平安银行	000001 CH	363	18.71	26.00	买入	1.22	1.11	13.1	11.4	1.2%	1.3%	9.7%	10.2%
交通银行	601328 CH	304	4.64	5.50	持有	0.47	0.44	5.1	4.8	6.2%	6.5%	9.5%	9.5%
民生银行	600016 CH	219	5.32	6.20	持有	0.48	0.45	4.9	4.6	6.2%	6.6%	10.2%	10.2%
招商银行	600036 CH	1,097	44.26	-	未评级	1.72	1.54	12.2	10.8	2.7%	3.0%	15.2%	15.4%
行业平均						**0.82**	**0.75**	**7.3**	**6.7**	**4.5%**	**4.9%**	**11.5%**	**11.5%**
H股													
工商银行	1398 HK	2,053	4.77	6.90	买入	0.56	0.52	5.1	4.8	6.0%	6.4%	11.4%	11.2%
建设银行	939 HK	1,484	5.85	8.50	买入	0.57	0.52	5.1	4.8	5.9%	6.4%	11.5%	11.4%
农业银行	1288 HK	1,309	2.86	4.20	买入	0.47	0.43	4.4	4.1	6.9%	7.4%	10.9%	10.9%
中国银行	3988 HK	1,032	2.65	3.90	买入	0.39	0.36	4.0	3.8	7.8%	8.3%	10.0%	9.9%
邮储银行	1658 HK	472	4.32	6.50	买入	0.61	0.57	5.5	5.2	5.6%	5.8%	11.4%	11.3%
中信银行	998 HK	256	3.29	5.00	买入	0.30	0.28	3.2	3.0	8.1%	8.7%	9.7%	9.8%
光大银行	6818 HK	232	2.94	4.60	买入	0.40	0.36	3.7	3.4	8.4%	9.1%	11.0%	11.1%
交通银行	3328 HK	361	4.14	5.10	持有	0.37	0.34	4.0	3.7	7.9%	8.4%	9.5%	9.5%
民生银行	1988 HK	260	4.31	5.20	持有	0.34	0.32	3.5	3.3	8.7%	9.3%	10.2%	10.2%
招商银行	3968 HK	1,303	47.65	-	未评级	1.56	1.39	10.9	9.7	3.0%	3.3%	15.3%	15.5%
行业平均						**0.65**	**0.59**	**5.6**	**5.1**	**6.1%**	**6.6%**	**11.6%**	**11.5%**

资料来源：彭博、招银国际证券

中国保险板块 优于大市

分析师：丁文捷，PhD – dingwenjie@cmbi.com.hk

寿险迎接拐点，财险砥砺前行

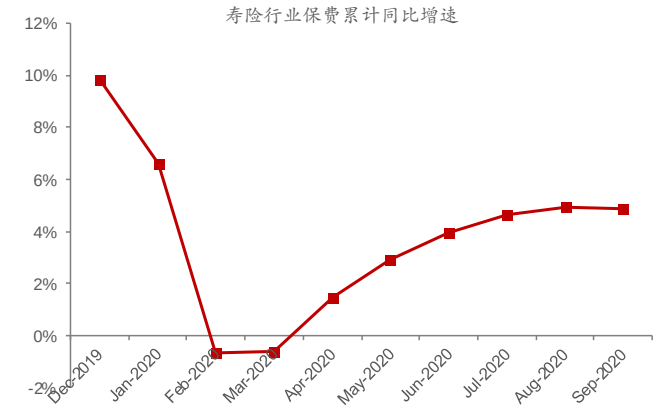
寿险：新业务增速转正

寿险承保自疫情后温和复苏

随着疫情后经济生活重启和社交限制的放开，寿险公司的保费增速和经营状况逐月改善，行业前三季度累计录得同比增长 4.8%。从上市寿险企业的表现看，新华和国寿保持两位数的逆市增长，平安和太保寿险保费均同比倒退。

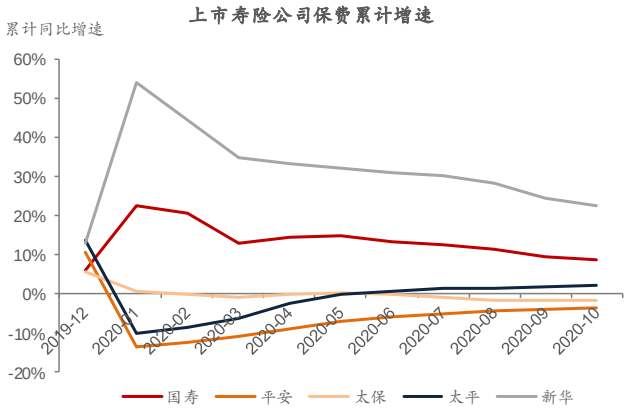
疫情对于寿险行业的影响可能不止于面对面交流和集聚活动受限带来的短期几个月的保费增速承压，经济和居民可支配收入增速下行，部分抑制了保险需求，使得 2020 年寿险行业经营并未如期迎来“报复性”反弹。承保复苏进程较为漫长，但也为险企提供了夯实队伍、做优产品的窗口期和机遇期。

图 270：寿险行业保费自疫情后逐月恢复



资料来源：万得，招银国际证券

图 271：平安和太保寿险今年前十个月录得保费负增长



资料来源：万得，招银国际证券

2021 有望迎来寿险业务拐点

1) 代理人队伍保持稳定，进一步夯实质量

疫情给代理人队伍的稳定性带来一些阶段性冲击，流动性增加。但上市险企从增员、培训和留存上积极应对，培育线上化展业新模式。总人力规模大体保持稳定。除平安由于寿险条线改革、主动调整结构，人力规模截止三季度末较 2019 年底下滑 10.2%；国寿和太保仅有 2%和 3%的队伍规模下降，而新华和太平的人力队伍则分别扩容 3.7%和 5.6%。稳定的人力队伍和不断夯实的质素，将为明年寿险新业务的增长奠定坚实的基础。

图 272：个险代理人队伍趋稳

（千人）	2019	1Q20	1H20	3Q20	2019 年末至今变化
中国人寿	1,613	N/A	1,690	1,581	-2.0%
平安人寿	1,167	1,132	1,145	1,048	-10.2%
太保寿险	790	N/A	766	N/A	-3.0%
新华保险	507	N/A	526	N/A	3.7%
太平人寿	386	N/A	407	N/A	5.6%

资料来源：公司，招银国际证券

2) 新业务价值增速有望迎来拐点

2021 年我们预计主要上市险企新业务价值将重回正增长，主要归因于，1）首年期交保费的反弹。险企代理人队伍的量质均较为稳定，产品吸引力较强，随着疫情对经济、就业和可支配收入负面影响的逐步缓和，保险需求有望重振。且在今年负增长的低基数上，首年期交保费料实现较高增长；2）稳定的新业务价值率。在上市险企以价值为核心的产品和业务导向下，新业务价值率水平预计将维持稳定。

图 273：首年期交保费和新业务价值明年有望迎来正增长

	个险渠道首年期交保费		寿险新业务价值增速	
同比增速	2019	1H20	2019	1H20
中国人寿	5.8%	10.7%	18.6%	6.7%
中国平安	-7.8%	-21.5%	5.1%	-24.4%
太保寿险	-22.4%	-35.3%	-9.3%	-24.8%
新华保险	-5.3%	8.3%	-19.9%	-11.4%
中国太平	-5.5%	-44.4%	-20.6%	-58.7%

资料来源：公司，招银国际证券

投资端得益于长端利率上行和股权投资放开

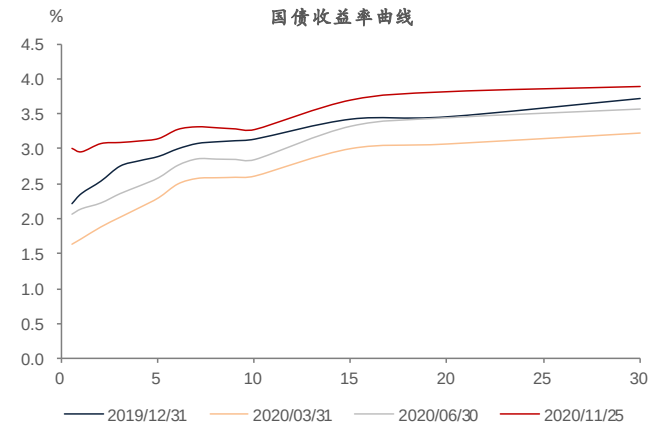
3) 利率环境更为友好

随着疫情后经济供需复苏趋势较为确定，货币政策稳妥推进正常化，央行表态“尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线”。以固收配置为主的险企将受益于国债利率曲线的陡峭化，新钱配置收益率压力减轻。另一方面，收益率曲线上行，上市险企准备金计提的压力也将减轻，有助于提振利润。

4) 直接股权投资行业范围的放开助力险企寻求超额收益

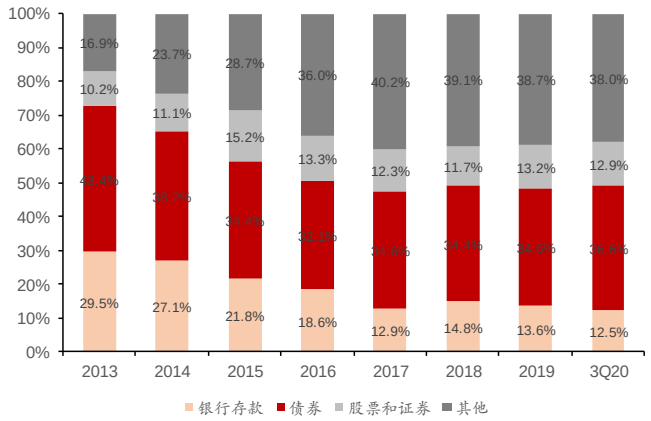
银保监会 11 月发布《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》，松绑险资直接投资股权的行业范围限制。一方面加大保险“长线”资金对实体经济股权融资支持力度，提高社会直接融资比重，另一方面，亦顺应行业发展的内在需要，使得险资有望直接投资更多战略新兴产业，为日渐增厚的险资家底寻求长期稳健、跨越周期的投资资产。

图 274：国债收益率曲线上移，料更陡峭化



资料来源：万得，招银国际证券

图 275：保险资金运用拆分



资料来源：万得，招银国际证券

图 276：2021 投资收益率有望稳步上行

	净投资收益率			总投资收益率		
	1H20	1H19	同比变化	1H20	1H19	同比变化
中国人寿	4.29%	4.66%	-37 bp	5.34%	5.78%	-44 bp
中国平安	4.1%	4.5%	-40 bp	4.5%	5.6%	-110 bp
太保寿险	4.40%	4.60%	-20 bp	4.80%	4.80%	0 bp
新华保险	4.60%	5.00%	-40 bp	5.10%	4.70%	40 bp
中国太平	4.29%	4.60%	-31 bp	5.35%	4.80%	55 bp

资料来源：公司，招银国际证券

财险：车险综改带来短期挑战

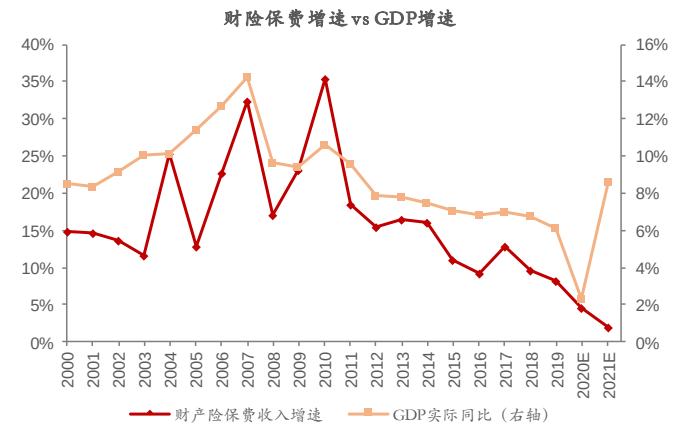
5) 车险综改使财险保费承压

财险保费增速与宏观经济增速、新车销售等相关度较高。从这个维度说，明年宏观经济的进一步提振、新车销售维持高增长有助于财险保费的持续增长。然而自今年 9 月 19 日推行的车险综合费改以“降价增保提质”为阶段性目标，使得车均保费下降，保费增速短期承压。据已公布的保费数据，今年 10 月（即车险综改后的第一个完整月份），人保财险和平安财险车险保费增速转负，同比分别下降 7.2%和 4.3%。考虑到车险综改带来的短期压力，我们预计财险行业保费增速明年或进一步下探。

6) 综合成本率仍面临压力

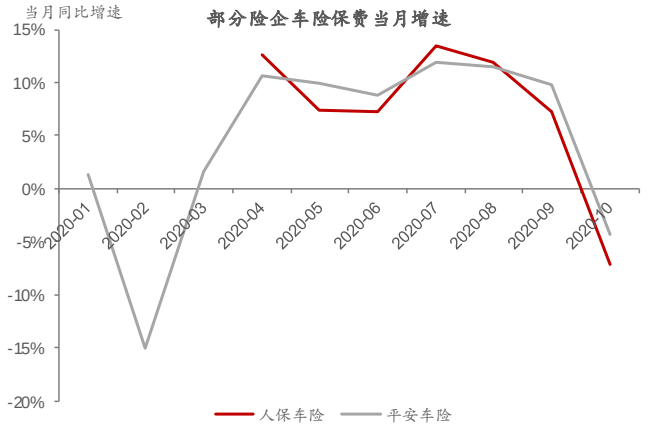
2020 年财险公司普遍面临综合成本率下行压力，主要由于疫情后经济下行带来的信用风险上升以及灾害天气的影响。从各上市财险公司的表现看，今年二季度和三季度，人保财险和平安财险的综合成本率均较去年同期显着上行。太保产险和太平产险上半年综合成本率较同期略有下行，得益于较为稳健的风控和财险产品布局。2021 年由于车险综改和疫情后信用风险持续暴露等因素，预计财险综合成本率仍面临挑战。

图 277:车险综改下，预计明年财险行业保费增速继续下探



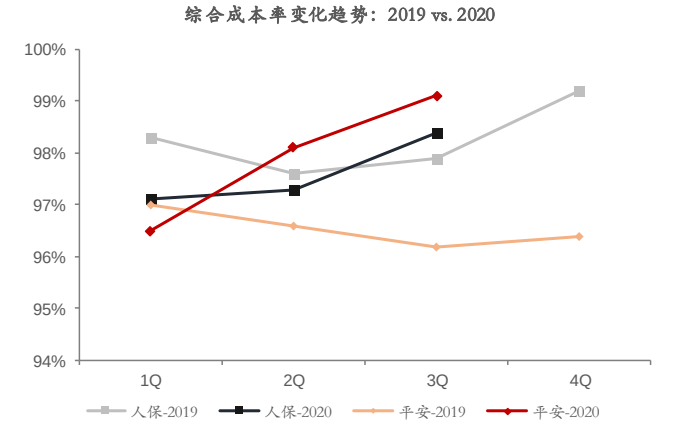
资料来源：万得，招银国际证券

图 278: 人保和平安财险今年 10 月份录得车险保费负增长



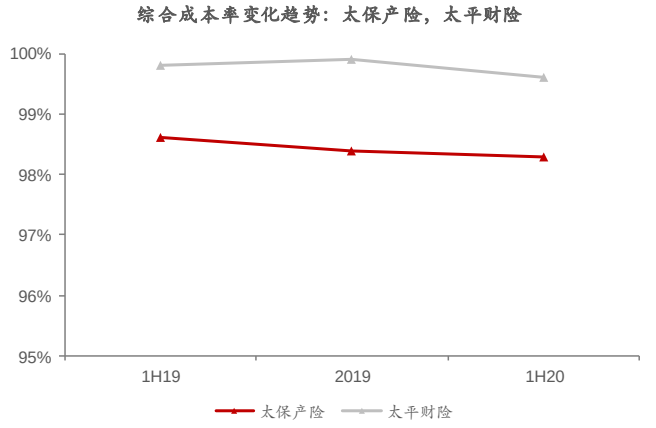
资料来源：公司，招银国际证券

图 279: 疫情后，人保和平安财险综合成本率均同比上升



资料来源：公司，招银国际证券

图 280: 太保产险和太平财险



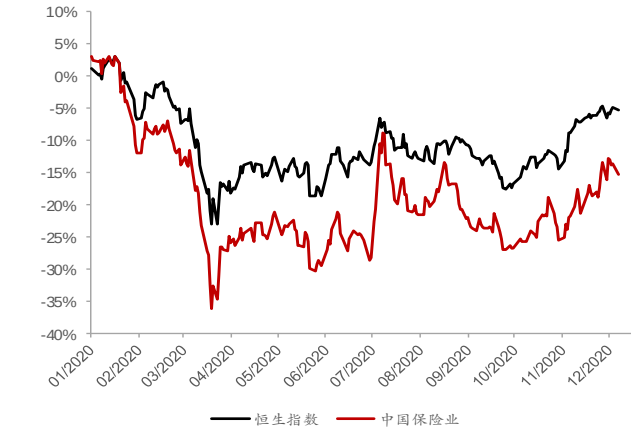
资料来源：公司，招银国际证券

估值吸引，行业首选中国太保（2601 HK）

2020 年保险业港股股价总体承压。尽管 11 月的上涨行情，总体估值仍然处于历史低位。随着宏观经济持续复苏、疫情影响逐渐消退，货币政策正常化支撑利率曲线更为陡峭，我们认为 2021 年保险行业有望迎来资产和负债端的同步提振。

我们首选中国太保（2601 HK），基于 1）寿险业务反弹空间大，保险服务升级提高客户黏性和吸引力；2）财险业务风控稳健，品质持续提升；3）受益于公司治理结构完善、集团大健康战略落地，以及长三角一体化战略实施带来的业务机会。

图 281：2020 年中国保险行业跑赢恒生指数



资料来源：彭博，招银国际研究

图 282：招银国际预测覆盖范围估值表

公司	股份代号	股价(港元)	目标价(港元)	潜在升幅	评级	市盈率(x)		市帐率(x)		P/EV(x)		股息率(%)	
						FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
中国人寿-H	2628 HK	17.38	28.14	61.9%	BUY	8.56	7.88	0.99	0.91	0.42	0.38	4.2	4.6
中国平安-H	2318 HK	93.25	96.06	3.0%	BUY	11.23	9.49	1.92	1.67	1.06	0.93	2.7	3.1
中国太保-H	2601 HK	29.35	38.52	31.2%	BUY	9.64	8.61	1.20	1.10	0.55	0.50	4.7	5.2
新华保险-H	1336 HK	32.30	41.60	28.8%	BUY	6.86	6.17	0.93	0.83	0.41	0.37	4.3	4.6
中国太平	966 HK	13.78	20.54	49.1%	BUY	7.95	6.17	0.63	0.58	0.30	0.28	1.7	2.5
中国财险	2328 HK	6.34	9.06	42.9%	BUY	5.77	5.38	0.67	0.62	-	-	7.1	7.6
众安在线	6060 HK	35.10	49.92	42.2%	BUY	77.46	54.36	3.04	2.90	-	-	0.0	0.0
行业平均(除众安)								***0.98***	***0.88***	***0.55***	***0.49***		

资料来源：彭博，招银国际研究预测

中国证券板块 优于大市

分析师：隋晓萌 – suixiaomeng@cmbi.com.hk

改革与转型：步履不停

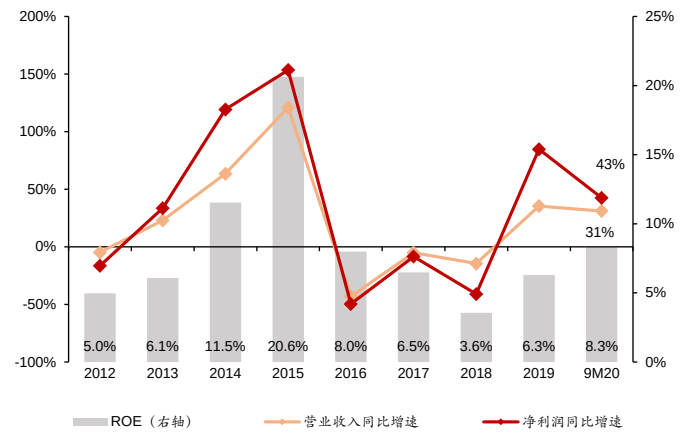
2021 年展望综述

2020 年改革落地叠加行情驱动，行业营收全面提升。境内资本市场活跃度并未受到疫情冲击，在流动性较为宽松及经济复苏预期背景下，日均股基成交及两融余额重返 2015 年后新高；创业板注册制的落地推动 IPO 集资额同比倍增。龙头券商显着受惠改革红利，行业集中度进一步提升，我们覆盖的七家券商前三季度营收同比增长 37%，高于行业增速的 31%。

三条业绩增长主线：1）全面注册制下投行业务高确定性。政府及监管已为“十四五”期间资本市场改革定调，透过全面实施注册制提高直接融资比例成为重中之重。明确的政策导向将令投行业务成为未来数年券商确定性最高的收入来源。投行龙头仍将收益于其更优质的项目储备和更强的综合服务能力。**2）资产管理成长空间打开。**资管新规影响被逐步消化，行业主动管理能力强化，资管收入重启正增长；居民财富配置中对金融资产的需求明显增强，今年公募基金的扩容将会持续。**3）资本类业务多元化发展，有望改善投资收益率。**随着更多机构投资者进入市场及投资需求复杂化，我们预期场内场外衍生品及融券业务将持续扩容，有望提升券商收益及其平滑业绩波动性。

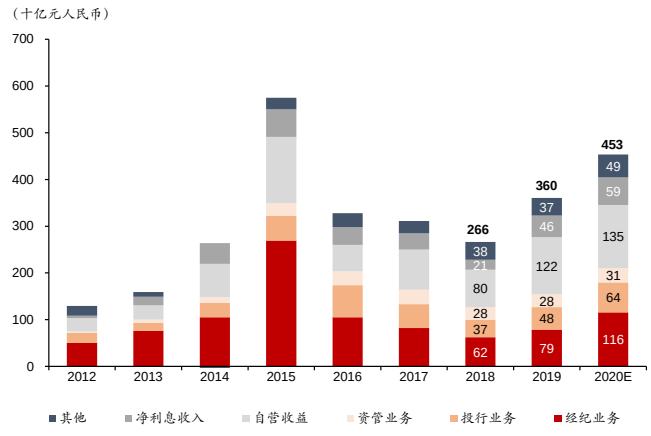
预计行业 2021 年营业收入及净利润分别增长 7%及 13%。鉴于 2020 年经纪业务及自营收益两类市场驱动业务对券商行业收入贡献较大（预计占比约 56%），我们预期 2021 年行业营收及净利润将分别温和增长 7%及 13%，其中投行及资管业务占比将提升 3 个百分点至 24%。

图 283: 9M20 券商行业 ROE 达到 2015 年后高位



资料来源：万得、招银国际证券
注：9M19 ROE 已进行年化。

图 284: 预计 2020 年行业各项收入均有显着提升



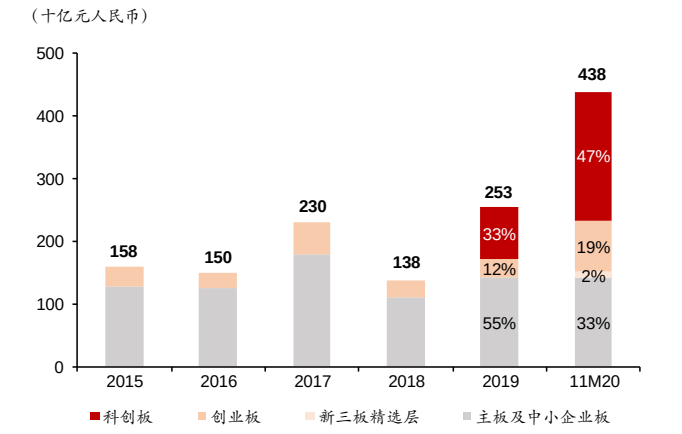
资料来源：万得、招银国际证券预测

三条业绩增长主线：全面注册制、资管成长机遇及资本类业务多元化

聚焦全面注册制，投行业务收入确定性高。科创板、创业板注册制的顺利落地为注册制向全市场铺开奠定了良好基础。自国务院 10 月 9 日印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》以来，政府及监管多次发声为“十四五”期间资本市场改革定调，全面实施注册制成为“牛鼻子”工程，在我国发展战略新兴产业、促进经济转型升级背景下，提高直接融资比例势在必行。

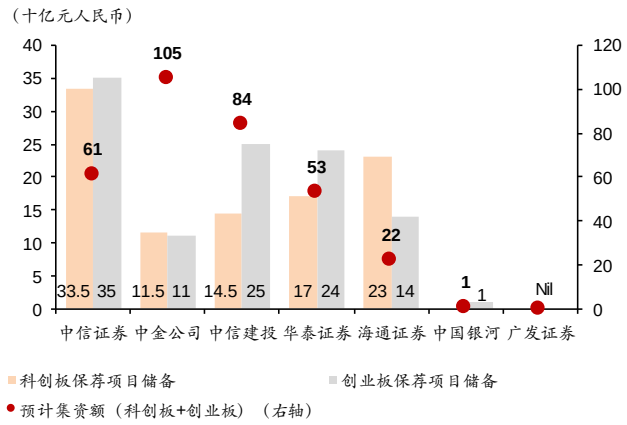
2020 年首 11 个月，IPO 集资规模达到 4,378 亿元人民币，已较 2019 年全年的 2,532 亿元高出 73%。实施注册制的科创板及创业板功不可没，贡献了全市场 IPO 集资额的 60%（创业板自 8 月 24 日实施注册制起计）。我们认为明确的支持性政策导向将令投行业务成为未来数年券商确定性最高的收入来源。全面注册制的落实将进一步拉动 IPO 融资额的增长，与此同时，退市机制的完善将对上市公司质量提出更高要求。优质项目储备多及综合服务能力强的投行龙头将进一步扩大优势，如中信、中金、建投、华泰及海通。

图 285: 实行注册制的市场 IPO 集资额占全市场六成



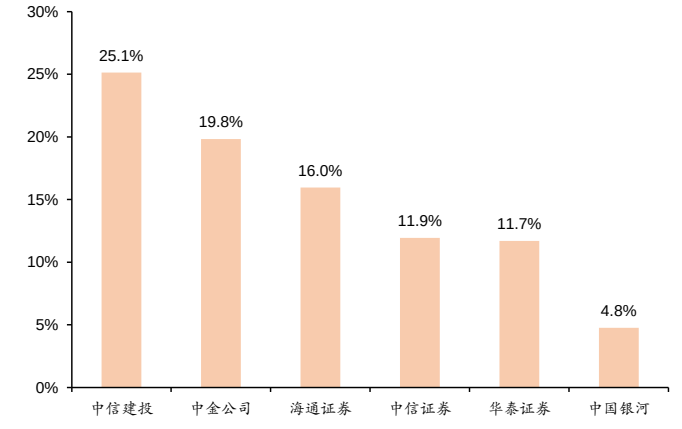
资料来源：万得、招银国际证券

图 286: 覆盖券商科创板及创业板保荐项目储备



资料来源：万得、招银国际证券预测
注：数据截至 2020 年 11 月 30 日。

图 287: 9M20 投行收入占比；中信建投及中金占比最高



资料来源：公司、招银国际证券

图 288: 11M20 覆盖券商 IPO 及公司债承销额变动

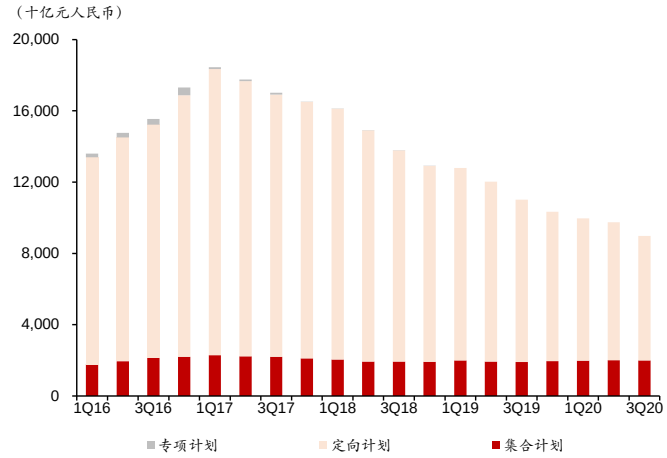
（十亿元人民币）	IPO		公司债	
	承销额	同比增速	承销额	同比增速
中信证券	41	-1%	245	33%
中金公司	43	29%	137	40%
中信建投	71	362%	366	14%
华泰证券	20	195%	109	94%
海通证券	61	1640%	97	0%
广发证券	5	-36%	17	-52%
中国银河	5	830%	20	15%

资料来源：万得、招银国际证券

资产管理业务中期成长空间打开。今年前三季，行业资管收入占比为 6%，而国际领先投行占比约为 30%，显示此业务的成长空间巨大。尽管券商资管规模在通道业务收缩下仍保持下降趋势，但自今年一季度起，行业资管收入同比已重启正增长，显示券商资管的主动管理能力得到明显加强。政策负面影响已经退去，更多境内外资金的进入将对资管业务带来更旺盛的需求，行业的收入和盈利能力将进入上升通道；中长期而言，养老金、企业年金等的委外投资需求将带来这一市场的进一步扩大。另一方面，投机性房地产投资受限、银行理财收益率下行背景下，我国境内资本市场质量提升、产品丰富，也吸引更多居民将资产配置到金融风险资产上；今年公募基金规模的飞速扩张就是一个体现，我们预期这一蓬勃发展的趋势将在 2021 年得以延续。

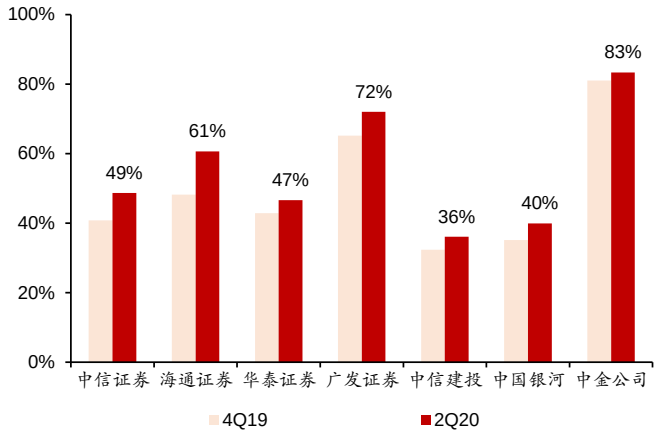
短期内，我们认为两类券商将在资管收入上取得领先优势：1）资管主动管理能力出色及提升较快的券商，如海通、广发及中金；2）旗下拥有实力较强公募基金子公司的券商，如中信（持有华夏基金 62%股权）及广发（持有广发基金 61%股权）。

图 289: 行业通道业务规模收缩，集合计划规模已止跌回升



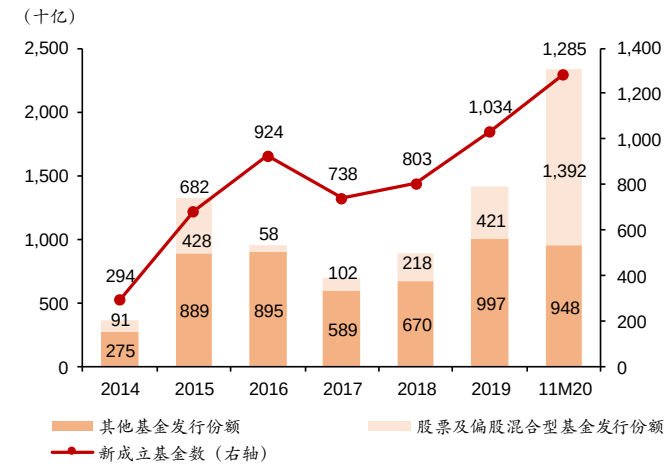
资料来源：万得，招银国际证券

图 290: 覆盖券商季度月均主动管理规模占比均有提升



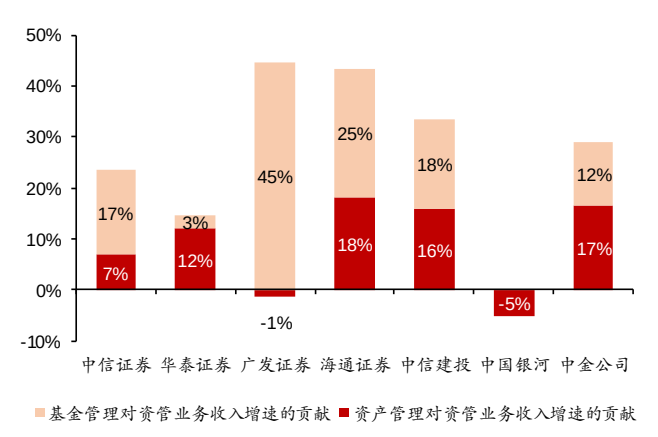
资料来源：中国证券投资基金业协会，招银国际证券

图 291: 2020 年公募基金发行份额创历史新高，股票型及偏股混合型基金占比逾半



资料来源：Wind，招银国际证券

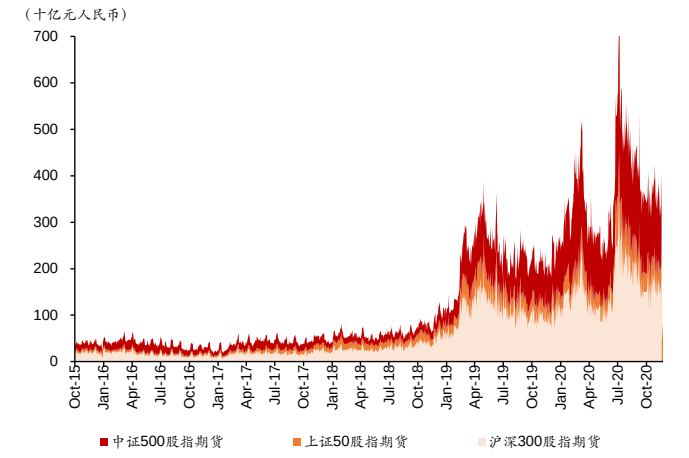
图 292: 1H20 覆盖券商基金管理业务对整体资管收入的拉动更为显著



资料来源：公司，招银国际证券
注：中金公司基金管理业务主要来自私募基金收入。

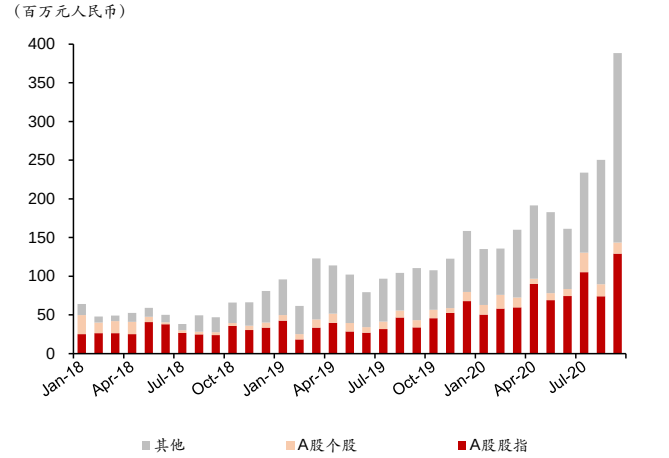
资本类业务多元发展，有望改善投资收益率。当前，券商营收依赖重资本业务，即投资收益和净利息收入，今年首三季度占行业收入比重达到 30%和 13%。券商自营持仓主要以债券为主，但其业绩仍表现出与境内权益市场表现得强相关性。随着更多机构投资者进入市场及投资需求复杂化，我们预期场内场外衍生品及融券业务将持续扩容，有望提升券商收益及平滑业绩波动性。特别是在融券业务方面，在科创板同步推出融资融券以及公募基金参与转融通出借证券等措施落地以来，融券券源得以拓宽，今年 11 月末市场融券余额较去年末暴增近 8 倍；但融券交易占 A 股每日成交比例仍仅有~1%，对比港股~20%的水平，市场发展空间巨大。券商不仅可以透过融券对自营盘持仓进行风险对冲，同时融券业务的高收益率（10%以上）也将增厚券商的净利息收入。由于融券及场外衍生品业务集中机构客户，因此在这类业务的发展上，我们更看好机构业务实力雄厚、产品线丰富同时风控能力较强的中信证券及中金公司。

图 293: 场内股指期货交易在 2018 年 10 月重新放宽后日均成交显著增长



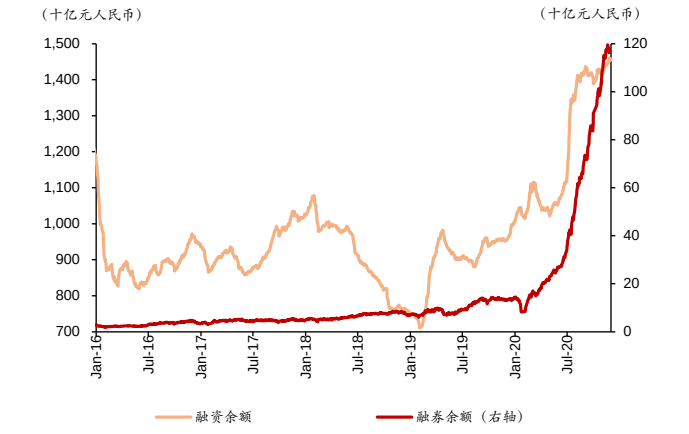
资料来源：万得、招银国际证券

图 294: 场外期权单月新增额逐步增长，以 A 股股指及个股为标的的合约大幅上升



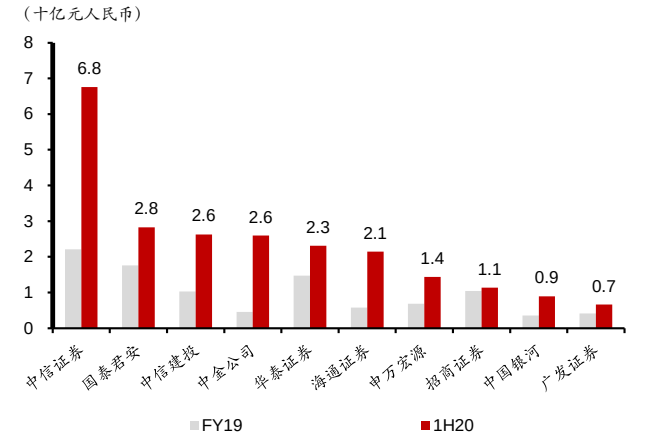
资料来源：中国证券业协会、招银国际证券

图 295: A 股融券余额在科创板允许融券、转融通借券渠道疏通的背景下在 2020 年取得爆发式增长



资料来源：万得、招银国际证券

图 296: 主要 H 股上市券商 1H20 末及 FY19 末融券业务余额



资料来源：中国证券业协会、招银国际证券

图 297：9M20 券商存续场外期权业务金额排名

	收益互换			场外期权			总计		
排名	公司	名义本金（十亿元人民币）	市场份额	公司	名义本金（十亿元人民币）	市场份额	公司	名义本金（十亿元人民币）	市场份额
1	中信证券	150	37%	中信证券	142	17%	中信证券	292	23%
2	中金公司	124	31%	中信建投	134	16%	中金公司	182	14%
3	华泰证券	41	10%	华泰证券	128	15%	华泰证券	170	13%
4	国泰君安	31	8%	申万宏源	121	14%	中信建投	145	12%
5	中信建投	11	2.8%	国泰君安	95	11%	申万宏源	130	10%
小计		358			621			919	
市场总量		406			852			1,258	
前五名市占率		88.3%			72.8%			73.0%	

资料来源：中国证券业协会、招银国际证券

预计行业 2021 年营业收入及净利润分别增长 7%及 13%。鉴于 2020 年经纪业务及自营收益两类市场驱动业务对券商行业收入贡献较大（预计占比约 56%），我们预期 2021 年行业营收及净利润将分别温和增长 7%及 13%。

图 298：2021 年行业主要运营指标假设及营收预测

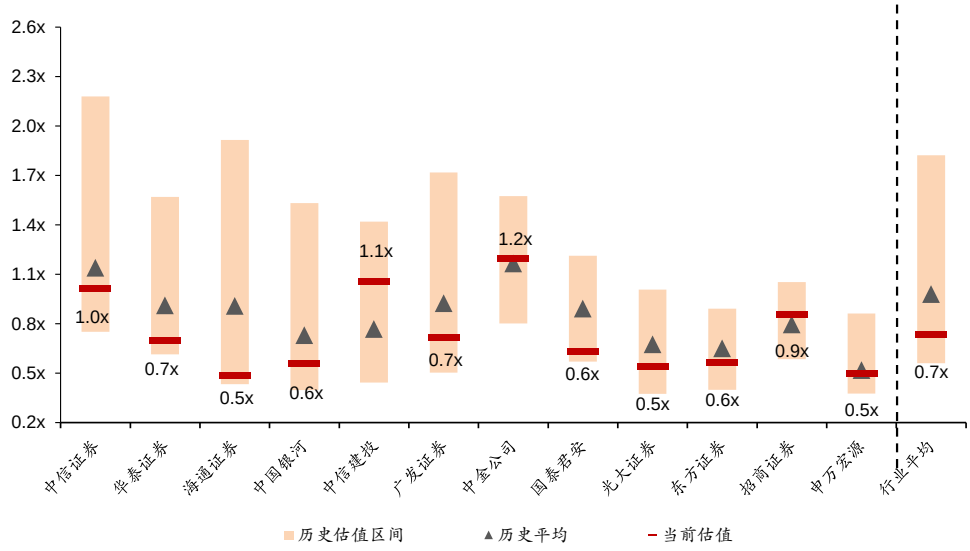
（十亿元人民币）	2018A	2019A	2020E	2021E	同比变动
经纪业务净收入	**62**	**79**	**116**	**115**	***-1%***
日均股基成交额	414	560	896	923	*3%*
佣金率（基点）	3.1	2.9	2.6	2.5	*-4%*
投行业务净收入	**37**	**48**	**64**	**81**	***27%***
股权融资承销额	1,197	1,552	1,627	1,892	*16%*
IPO	138	253	434	485	*12%*
再融资	1,060	1,300	1,192	1,407	*18%*
其中：增发及配股	755	694	767	843	*10%*
债权融资承销额	5,610	7,304	9,454	10,777	*14%*
资管业务净收入	**28**	**28**	**31**	**34**	***10%***
投资收益	**80**	**122**	**135**	**128**	***-5%***
利息净收入	**21**	**46**	**59**	**70**	***18%***
两融平均余额	913	912	1,290	1,484	*15%*
营业收入	**266**	**360**	**453**	**486**	***7%***
净利润	**67**	**123**	**163**	**185**	***13%***

资料来源：中国证券业协会、万得、招银国际证券预测

估值重回合理区域，持续看好行业龙头

维持行业“优于大市”评级。目前证券板块的估值偏低，一年预估市帐率为 0.7x，处于历史低位；行业估值分化明显，龙头中金、中信及中信建投的估值均在 1 倍 1 年预估市帐率以上，而其余大型同业估值普遍在 0.5-0.7 倍之间。我们认为这一估值差是由各券商在当前政策支持周期下所处的不同受惠地位所导致，并且将进一步持续。今年 7 月初板块爆升以来，券商股价维持震荡。在当前市场交投较为活跃、宏观复苏展望乐观及流动性并未显著收紧的背景下，我们认为券商板块当前估值吸引，短期市场驱动及中期政策支持要素兼备，是较为良好的买入时点。个股方面，我们依然偏好投行业务及机构业务突出的龙头券商，维持中信证券（6030 HK，买入）及中金公司（3908 HK，买入）为行业首选。

图 299：H 股券商目前估值（1 年预估市帐率）普遍低于历史平均



资料来源：彭博、招银国际证券预测

图 300：估值表

公司名称	股票代码	股价	目标价	评级	市帐率	市盈率	股息率	ROE
		(HK$)	(HK$)		2021E	2021E	2021E	2021E
中信证券	6030 HK	17.22	24.60	BUY	1.06	11.8	3.4%	9.3%
中金公司	3908 HK	18.08	22.40	BUY	1.05	11.3	1.3%	9.9%
中信建投	6066 HK	10.44	15.30	BUY	1.10	9.0	3.2%	14.4%
华泰证券	6886 HK	12.24	18.80	BUY	0.73	8.3	4.8%	8.9%
海通证券	6837 HK	6.74	10.20	BUY	0.51	7.1	4.3%	7.4%
广发证券	1776 HK	11.12	11.60	HOLD	0.75	9.1	3.3%	8.4%
中国银河	6881 HK	4.77	6.30	HOLD	0.58	6.7	4.5%	9.0%

资料来源：彭博、招银国际证券预测

中国房地产板块 优于大市

分析师：曾展 – jeffreyzeng@cmbi.com.hk
李博文 – bowenli@cmbi.com.hk

抓住基本面复苏，1Q 政策信贷相对宽松期的投资机会

2021 年房地产板块投资策略总结

我们认为房地产板块会在年底到 2021 年 1 季度会有一轮估值修复行情。最主要是因为股价的两大核心驱动力政策和基本面能环比改善。

在政策方面，自从 17 年调控以来，政策是保持了稳中偏紧的一贯性，出现放松基调的机会不大。但我们研究显示一季度房地产政策相对平和不太可能加码打压，而信贷方面通常又是比较充裕（1 季度全年占比为 30%以上）。过去 10 年的历史数据表示股价在一季度通常会跑赢大市，与地产政策高度相关。

行业基本面上，我们预计 2021 年需求依旧会增长（面积和金额同比+2%和+8%），主要受惠于 2020 年高存款率（2020 年 39%的结余/收入比）和财富效应(主要是股市)的逐步在 21 年释放保持杠杆还有长三角和大湾区在城市 2.0 的快速推进释放需求红利。另外我们的模型也预测行业销售毛利率在 3Q20 年开始回升，随着开发商售价的回升加上**三条红线有助于抑制土地价格**，令到行业销售利润率回升。

我们预计 2021 年主要房企能够继续保持平均 10%的增长率（和债务增长一致），加上销售毛利率的回升，我们相信能够继续支持未来业绩的双位数增长。

另外值得投资的亮点为 2021 年的消费大年。其中华润和龙湖在 2021 年计划开店数量会创单年新高，我们认为会抢占更多市场份额，加快租金收入占比,其中华润收租业务毛利占比提高到接近整体的 20%。

从风险端来看，市场担心的三条红线我们认为其实是令到企业更加安全，更加谨慎的投资和加快处理非核心开发周期长的项目。通过分析华夏幸福和泰禾,其中产生最大风险的就是就是周期长的项目（华夏的产城项目）和太高杠杆拿地（泰禾 2017 年杠杆 473%）。在三条红线的强制去杠杆要求下，主要地产公司的行业风险我们认为反而是见底了。而且三条红线并不是断袋，可以看到恒大和融创两家高杠杆企业能够首次发行中票的事情。

估值方面，现在地产板块的 21 年 PE 为 5.2x，处于历史平均值向下一个标准差的位置。随着政策和基本面的改善和年底估值切换，有望迎来修复。

从选股来看，我们希望抓住 1Q21 年的政策真空期和信贷较松期，偏好受惠于消费大年和准绿线有销售业绩支撑的公司。**华润**（21 年收租业务同比 30%+，华润城 4 期的高毛利支撑业绩修复，商业分拆）和**世茂**（20-21E 业绩 20%增长和 21E 年销售 15%均属行业前列）

催化剂：11/12 月行业的销售进一步恢复和超预期；政策相对平稳；明年全年的销售指引。

投资亮点一：预计 2021 年需求依旧增长，一季度政策相对平和

2021 年住宅需求端受惠于 2020 年的高存款率和财富效应

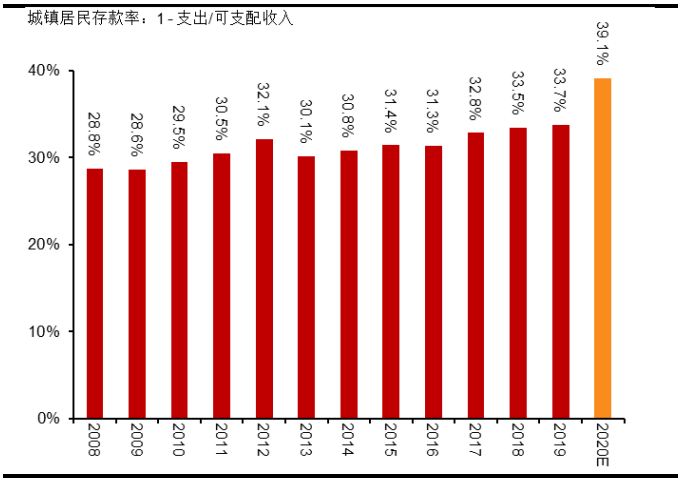
2020 年房地产销售在受到疫情的影响下，依然取得面积和金额同比 1%和 8%的增长（截至到 10 月）。我们认为主要归功于信贷方面（10M20 居民按揭同比 11.3%vs. 19 年的 10.1%）的支持，还有长三角（销售面积同比+10%）和大湾区（+4%）的城市群发展带来的需求。对于明年的销售，我们还是比较乐观，预计面积和金额会有 2%和 8%的上升，因为 **1）城镇居民今年的高存款率和股市带来的财富效应会在 21 年逐步释放：**依据我们的计算，20 年居民的存款率（1-收入/支出比）达到 39%，远远高出于前 5 年平均的 32%。另外上证指数今年上涨 10%(从 3 月疫情低点上来有 27%)，股市带来的财富效应也会帮助需求。两者加在一起我们认为可以抵消掉有可能的信贷收紧。**2）长三角和大湾区的持续发展带来需求红利：**2020 年 8 月和 10 月，国家主席亲自主持和推动长三角一体化发展和大湾区建设。随着城市 2.0 的不断推进，这两个大经济区还是会继续带来需求红利。另外值得注意的是我们预计竣工面积会再次转正，受惠于新开工在 2016-19 年的增长（竣工一般是新开工后 3 年）

图 301: 2021 年房地产行业预测

同比（%）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	10M20	2020E	2021E
住宅面积销售	18%	-9%	7%	22%	5%	2%	2%	1%	2%	2%
住宅销售金额	27%	-8%	17%	36%	11%	15%	10%	8%	10%	8%
住宅新开工面积	12%	-14%	-15%	9%	11%	20%	9%	-3%	-1%	5%
住宅竣工面积	0%	3%	-9%	5%	-7%	-8%	3%	-8%	-5%	10%

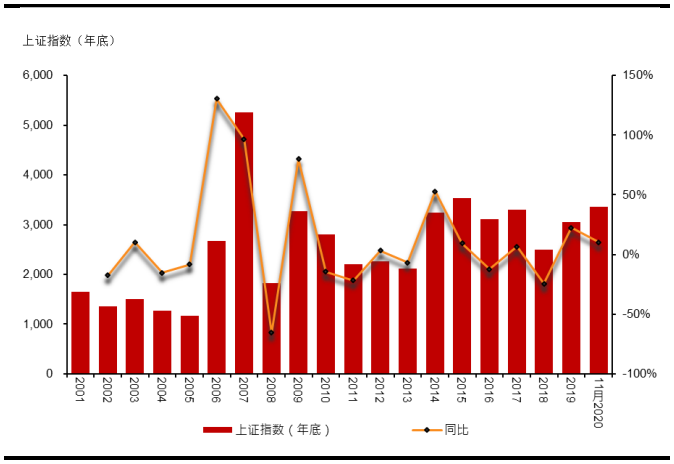
资源来源：国家统计局及招银国际证券预测

图 302: 居民存款率 2020 年为 39%



资料来源：国家统计局及招银国际证券预测

图 303: 2020 年 A 股指数上涨 10%，低点起来 27%



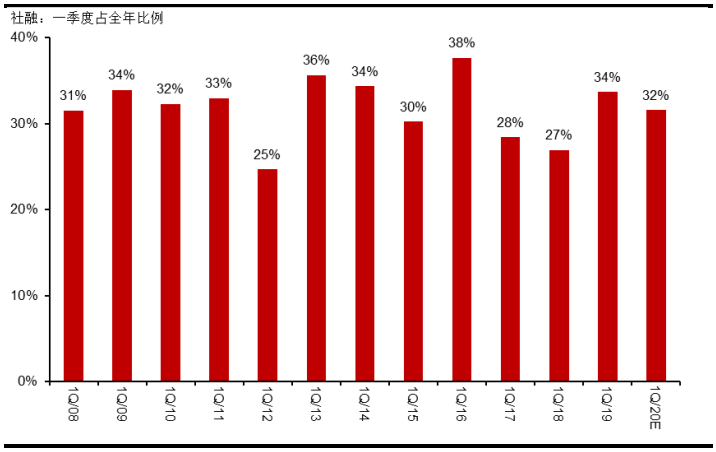
资料来源：彭博及招银国际证券预测

政策面：1Q 一般是传统的政策真空和信贷宽松期

政策和信贷是影响房地产板块股价表现的一个主要因素之一。**从政策大方向来看**，自从 2017 年开始政策是保持了稳中偏紧的一贯性，出现放松基调的机会不大。但我们通过研究可以发现，政策会在每年年底到第二年第一季度很少出现加码打压的真空期，原因是有定调房地产的政治局会议一般在 10 月和 4 月召开，还有地方政府的财政需要。另外，**从信贷**

来看第一季度信贷额度相对充裕，发放也是全年占比最高的季度。我们通过对于过去 10 年的房地产行业股票表现研究，第一季度房地产板块的表现都是优于大市。所以我们认为在基本面稳中向上，毛利率回升还有政策面相对处于真空的阶段，可以在一季度积极布局板块。

图 304: 社会融资通常 1 季度占比最高



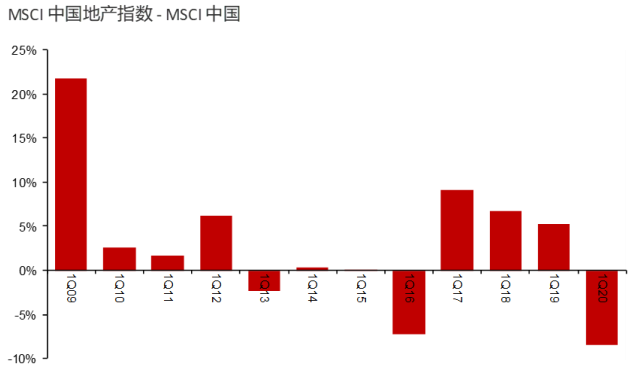
资料来源：公司及招银国际证券预测

图 305: 2017 年以来政策大方向收紧下的季度变化

	政策趋势	具体政策
1Q17	放松	河南苏州放宽商业性住宅的政策
2Q17	收紧	20个主要2线城市收紧房地产政策
3Q17	收紧	北海，万宁，聊城，三亚等3线城市收紧房地产政策
4Q17		真空期
1Q18		真空期
2Q18	收紧	大连，沈阳，宁波，长春等城市收紧政策
3Q18	收紧	政治局会议：坚决抑制房价上涨
4Q18	放松	政治局会议拿掉房地产的段落
1Q19		真空期
2Q19	收紧	政治局会议重申房住不炒
3Q19	收紧	政治局会议：不以地产为短期刺激经济的手段
4Q19	放松	5年期LPR降息5个点
1Q20	放松	5年期LPR降息10个点
2Q20	收紧	政治局会议重申房住不炒，央行抑制资金变向进入房地产
3Q20	收紧	3条红线
4Q20		暂时没有加码，真空期可能性较大

资料来源：地方政府及招银国际证券预测

图 306: 地产板块在 1 季度通常跑赢大市



资源来源：彭博

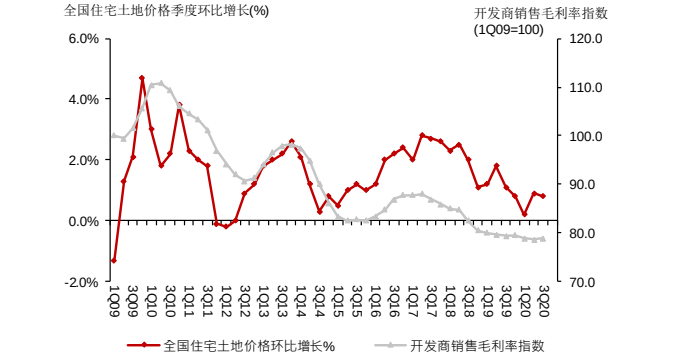
投资亮点二：三条红线有助提高行业销售利润率，令企业更安全

三条红线有助于抑制土地价格，令到行业销售利润率回升

我们认为三条红线的本质目的是因企施策，防止高杠杆企业无限制的加杠杆买地，从而抑制土地价格高于。从最新 10-11 月的数据来看，土地溢价率已经回落到 13%左右从二季度的高点。**与以往不同的是**这次回调不是因为整个信贷的收紧（10 月社融和居民按揭贷款同比依然强劲分别为 13.7%和 13.2%）。我们认为主要还是由于三条红线的影响下，主要开发商拿地资金有所制约，从而减少土地市场的拥挤度。我们认为土地价格的抑制对于行业销售利润率的回升有很大帮助。根据我们的模型，行业销售毛利率从 17 年 4 季度开始一直出于下滑趋势，主要是由于房价收到抑制而之前拿地价格涨幅过快，这种趋势开始已经在

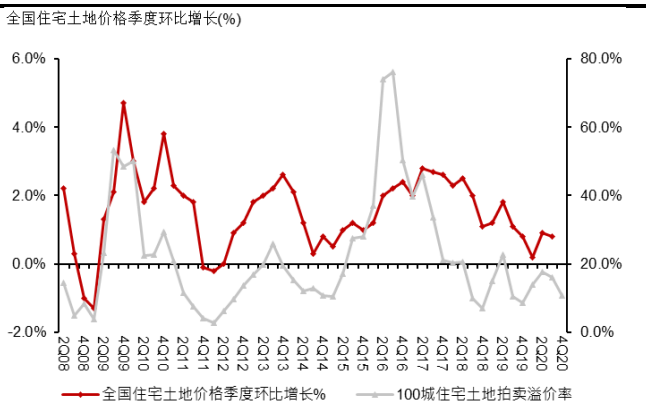
3Q20 年开始企稳，主要是因为行业售价有所回升。接下来三条红线的影响下土地价格得到抑制的情况之下，我们相信行业销售毛利率会进一步回升，利好行业。

图 307: 预计 3Q20 行业销售毛利率会持续回升



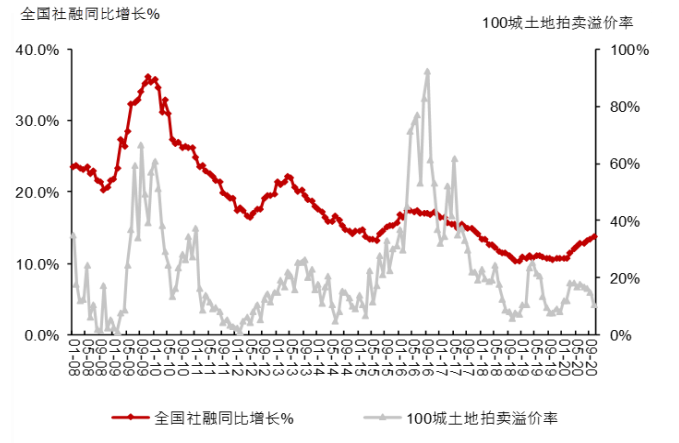
资料来源：国土资源部及招银国际证券预测

图 308: 土地拍卖溢价率是土地价格的先行指标



资料来源：国土资源部及万得

图 309: 这次溢价率回落与社融背道而驰



资料来源：央行和万得

图 310: 20 年下半年主要开发商均价有所回升



资料来源：公司

三条红线令到企业更加安全

至于三条红线下可能出现的行业风险,我们反而认为政策的实施会令到主要开发商更加安全。这是因为1）三条红线并不代表断袋。从最近看到恒大和融创两家高杠杆企业能够首次发行中票的事情上来看，政策是可以允许借新还旧的。2）由于债务总量的限制，高杠杆的开发商拿地也会更加谨慎，减少投资失误的机会。3）由于三条红线要求（扣除预收款）的资产负债率要达到 70%，开发商会加快处置资产表上的非核心而且投资回报慢的资产，减少由于开发周期过长或者回报率低项目的拖累，也可以释放价值。

案例分析：我们通过研究华夏幸福和泰禾的例子可以发现，开发周期过长和过于激进的扩张是令到陷入财务危机的两个最重要因素。而华夏幸福的产城项目则主要由于开发周期较长；泰禾是 2017 年激进拿地（17 年底的净负债率达到 473%），遇到 2018 年的市场下滑。

三条红线的具体要求：

1） 资产负债率 =（总负债 – 预收款和对应增值税）/ (总负债 – 预收款和增值税) < 70%
2） 净负债率 =（总债务 – 现金和限制性现金）/ 所有者权益 < 100%; 其中 2020 年 8 月以前发行的永续债可以计算为权益。
3） 现金短债比 = 现金（不包括限制性现金）/短债 >100%

然后按照三个指标的情况，将房企分成 4 个档。

1） 绿档：1H20 为止，三个指标都达标。总债务按年可以增长不超过 15%
2） 黄档：1H20 为止，三个指标中有二个达标。总债务按年可以增长不超过 10%
3） 橙档：1H20 为止，三个指标中有一个达标。总债务按年可以增长不超过 5%
4） 红档：1H20 为止，三个指标中有零个达标。总债务按年不可以增长

图 311: 主要房企的三个指标

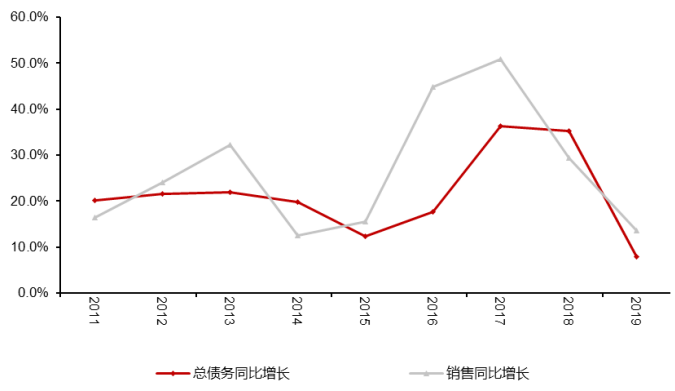
	资产负债率			净负债率			现金短债比			分档	总债务要求
	1H19	2019	1H20	1H19	2019	1H20	1H19	2019	1H20	1H20	到1H21
中国海外	54%	53%	53%	34%	33%	32%	3.56	2.90	3.24	绿档	<15% YoY
华润置地	60%	54%	58%	44%	30%	46%	4.05	2.89	1.42	绿档	<15% YoY
龙湖	64%	65%	66%	53%	51%	51%	4.21	4.36	4.55	绿档	<15% YoY
世茂	69%	70%	70%	57%	57%	54%	1.44	1.42	1.57	黄档	<10% YoY
万科 - H	76%	75%	74%	36%	34%	28%	1.94	1.68	1.91	黄档	<10% YoY
龙光地产	76%	76%	75%	65%	67%	68%	1.58	1.18	1.13	黄档	<10% YoY
合景泰富	81%	81%	77%	77%	75%	59%	4.50	2.17	1.45	黄档	<10% YoY
时代中国	72%	74%	77%	71%	67%	75%	2.19	1.39	1.23	黄档	<10% YoY
奥园	77%	81%	80%	64%	75%	80%	1.43	1.39	1.12	黄档	<10% YoY
禹洲	82%	79%	80%	73%	70%	68%	2.62	1.86	1.57	黄档	<10% YoY
碧桂园	83%	82%	81%	59%	46%	58%	1.83	2.14	1.78	黄档	<10% YoY
雅居乐	70%	72%	72%	81%	83%	73%	0.92	0.79	0.95	橙档	<5% YoY
融创	87%	84%	82%	206%	172%	149%	0.82	0.57	0.61	红档	<0% YoY

资源来源: 公司

三条红线后房企业绩会靠销售和利润率双驱动

房企的销售主要是靠货值和去化率来驱动。在市场相对平稳的阶段，货值起绝对主导。而货值则是由买地和借贷能力来决定。根据我们的研究，销售和总债务的增长保持一致。三条红线实施后，我们预计主要房企销售依然能有 10%的每年增长，与债务增长一致；再加上行业的销售利润率能有所回升，我们相信房企业绩依然能保持双位数增长。

图 312: 主要房企的总债务和销售增长高度正相关



资源来源: 公司

投资亮点三：消费恢复下的商场租金收入加速

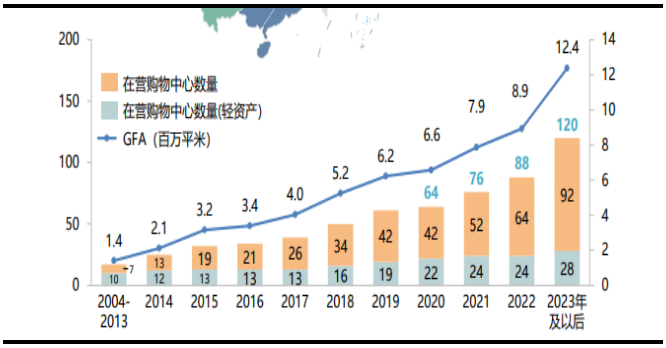
上文提到的居民高存款率和财富效应也会帮助到整体消费的复苏，从而有利于商场收租业务的收入加速。地产行业里面，以华润和龙湖的商场租金收入占比相对多于同行。从两家的月度数据来看，下半年的租金收入已经同比反弹很快，配合 2021 年的加速开店（龙湖和华润都预计在 2021 年开 10 家自营店，创单年开店记录。所以我们相信这两家公司租金收入占比会进一步提高，从而继续推动估值上升。

图 313:华润和龙湖的租金收入

租金收入增长	2016	2017	2018	2019	1H20	7-10月20
华润	8.0%	22.6%	24.5%	26.3%	-12.5%	15.0%
龙湖	35.2%	35.6%	57.7%	41.5%	30.0%	32.0%
社会零售	8.3%	8.2%	5.7%	3.7%	-9.0%	1.8%
租金收入占比	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020E**	
华润	6.6%	7.5%	7.9%	8.1%	8.1%	
龙湖	3.5%	3.6%	3.5%	3.8%	4.0%	

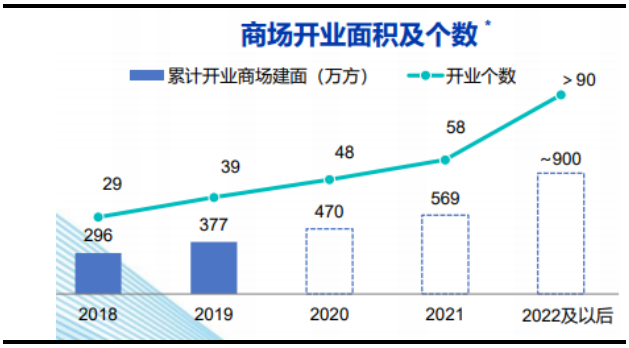
资料来源：万得及招银国际证券预测

图 314: 华润开店计划



资料来源：公司

图 315: 龙湖开店计划

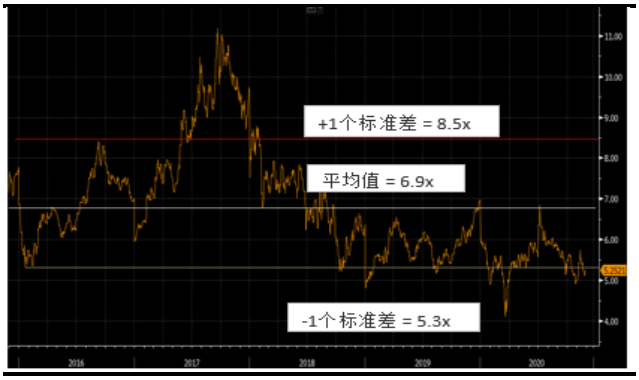


资料来源：公司

投资亮点四：处于底部+估值切换会迎来一轮修复

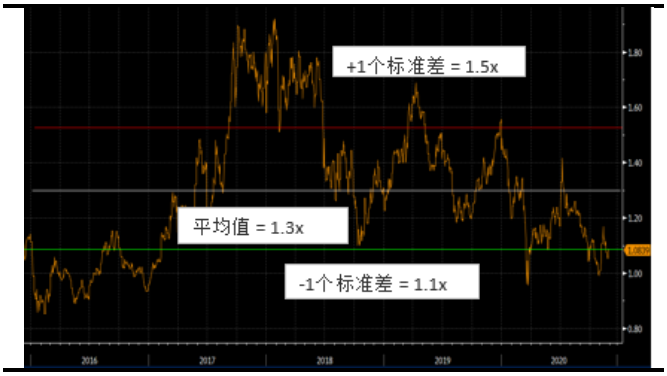
最后从估值的角度看，整个行业在 2020 年一直处于历史较低的位置，主要是受到政策面的打压和销售基本面的价格走弱。我们认为随着政策面将走入一个相对的真空期，而基本面在下半年销售价格和金额的回暖会令到行业有一轮价值修复。另外在年底也会处于一个估值切换看 21/22 年的盈利，令到估值显得更加吸引。

图 316: 预估 PE：现在处于平均值下一个标准差



资料来源：彭博及招银国际证券预测

图 317: PB：现在也处于平均值下一个标准差



资料来源：彭博及招银国际证券预测

2021 年个股选择

抓住 1Q21 年的政策真空期和信贷较松期，偏好受惠于消费大年和准绿线的公司：华润（1109HK）和世茂（813HK）

2021 年我们认为地产的主要投资方向为：1）商场收租物业占比较高的公司。我们预测 2021 年为一个大的个人消费大年，主要受惠于 2020 年的高存款率（1-支出/收入比），股市的财富效应，还有疫苗的逐步使用。2）准绿线公司：地产公司基本面主要的驱动力为地产销售，而在政策偏紧市场平稳的基础上，销售的增长主要还是基于货值的增长，而货值的增长主要还是依靠相应债务的增加。所以受制于三条红线，绿线和准绿线公司（2020 年底能达标的公司）会有 5-10%的债务增长优势，在土地价格收到抑制销售毛利率开始回升的基础上，我们认为这个优势会进一步扩大。

■ **华润（买入，目标价: HK44.79）**

华润的投资亮点主要集中在 **1）2021 年商场收租业务 30%+的增长：**这个主要一是受惠于 21 年为消费大年的整体环境，和 20 年的低基数（1-10 月租金收入同比为-1.1%，但 7-10 月已经恢复到 10%+的增长），但更重要的是 21 年集团计划增加 10 个自营购物中心（20 年为 42 个），这个会带来更多新店的收入贡献。预计 2021 年的收租业务在公司的毛利占比会提升到接近 20% （19 年为 15%），有助于估值提升 **2）200 亿销售额 70%毛利率的华润城 4 期帮助公司业绩修复**：自从 2018 年深圳华润城三期（毛利率在 50-60%）销售以后，公司一直缺乏在深圳重磅的推盘，导致收入占比和整体毛利率的下滑。刚刚开盘并 1 取得 200 亿销售的华润城 4 期预计会给公司 140 亿的毛利（毛利率接近 70%），大概占 2019 年开发毛利的 30%，从而支持公司的业绩在 2021 年修复到高双位数以上增长。**3）收租业务的分拆可能会释放价值:** 对于收租业务，公司之前的目标是收入达到 100 亿门槛后会进行。由于 19 年业绩已经提前完成，我们认为集团有可能在 2021 年逐步推动，同而释放价值（现在公司 NAV 折让在 50%，而商业收租一般为 40%）**催化剂：**1）2021 年 3 月公布的全年业绩； 2）2021 年 3 月收租业务分拆的指引；**估值：**公司现在对应的 21 年 PE 估值为 8x，相对于历史平均的 9x 有折让。而且收租业务占比的提高会带来重估，参考现在龙湖已经接近 12x 21 年 PE。

■ **世茂（买入，目标价: HK44.94）**

世茂的投资亮点主要集中在 **1）2020 年销售可能超市场预期：**我们预计 2020 年的销售增长可以达到同比 20%到 3100 亿左右，排名更上一步来到全国第九。1-10 月集团已经完成 2310 亿（同比+17%），11/12 月我们认为公司会加快周转率，销售可能会达到平均单月 400 亿 （同比+27%）。**2）2020 年底能在黄线集团里率先达到绿线，有利于帮助 2021 年销售现实 15%的增长**：根据 1H20 年的数据，公司唯一还没有达到三线红线标准的就是扣除预售款的资产负债率（1H20 为 70%），由于 2H20 的销售周转加快和完工的高峰期，再加上物业的分拆，公司能年底全部达标是非常可能的。这样子相比于其他民企（绝大部分绿线都是国企）在 2021 年债务上和销售上的优势会更加明显。我们预测 2021 年销售可能继续保持 15%的增长，和债务增长一致。**3）20-21 年核心利润能维持 20%的复合增长:** 基于公司 2017-19 年销售 61%的复合增长（权益金额 44%的复合率），我们认为公司的 20-21 年结算收入增长可以抵消毛利率的下滑，从而保持核心利润的 20%增长，继续高于行业平均的 10%。**4）派息率继续维持 40-45%:** 现在股价对应的股息率在 6%，相对吸引。如

果集团有继续资本动作的话，比如拆分酒店，有可能还会像拆分物业一样派发特别股息。**催化剂：**1)11/12 月的销售；2）2021 年的销售指引；3）2021 年 3 月公布的全年业绩；**估值：**公司现在对应的 21 年 PE 估值为 5.4x，相对于历史平均的 6x 有折让，比较吸引。

图 318:行业估值表

公司	代码	收市价	市值	评级	目标价	市盈率			每股资产净值	折让
		(当地货币)	(当地货币 百万)		(当地货币)	19A	20E	21E	(当地货币)	
万科 - H	2202 HK	28.40	405,276	买入	33.92	7.3	6.5	5.8	48.46	41%
中国海外	688 HK	18.80	205,956	买入	30.49	4.4	4.2	4.0	43.55	57%
碧桂园	2007 HK	10.26	226,083	买入	13.36	5.0	5.0	4.2	26.72	62%
华润置地	1109 HK	33.20	236,747	买入	44.79	7.2	8.0	6.7	63.98	48%
龙湖	960 HK	49.90	299,754	持有	34.27	14.3	14.0	11.2	48.95	-2%
世茂	813 HK	28.15	99,586	买入	44.94	7.6	6.8	5.8	59.92	53%
龙光地产	3380 HK	12.66	69,882	买入	17.43	5.6	4.8	4.2	29.05	56%
雅居乐	3383 HK	10.90	42,696	买入	13.89	5.1	4.8	4.1	27.78	61%
合景泰富	1813 HK	10.40	33,052	买入	17.87	3.0	4.3	3.7	25.52	59%
奥园	3883 HK	7.84	21,191	买入	15.48	4.5	2.9	2.6	30.95	75%
时代中国	1233 HK	11.20	21,748	买入	16.20	3.7	3.1	2.8	32.40	65%
禹洲	1628 HK	3.02	16,759	买入	4.82	3.8	3.3	2.8	9.65	69%
中骏置业	1966 HK	3.47	14,651	买入	5.60	3.7	3.5	3.0	9.34	63%
弘阳地产	1996 HK	2.80	9,301	买入	3.52	6.3	5.8	4.4	5.87	52%
新力控股	2103 HK	4.20	14,995	买入	5.06	6.6	5.5	4.5	10.11	58%
万科 - A	000002 CH	30.63	343,421	买入	31.36	8.8	7.8	6.9	48.46	37%
保利发展	600048 CH	16.74	200,338	买入	22.16	7.1	6.0	5.2	27.73	40%
平均						**6.1**	**5.7**	**4.8**		**52.6%**

资料来源：彭博及招银国际证券预测

中国工程机械 / 商用车板块 优于大市

分析师：冯键嵘, CFA – waynefung@cmbi.com.hk

重点看好细分板块龙头

投资亮点

工程机械和重卡板块表现在 2020 年大幅超越大市，主要由于在新冠疫情的背景下，政策趋向宽松，稳投资成为政策大方向，地方债发行量大幅上升，充裕资金拉动工程机械和重卡的需求。另一方面，环保以及治超政策力度有增无减，进一步对工程机械和重卡需求带来强力拉动。展望 2021 年，我们预期在高基数效应下总体上将进入相对稳定的阶段。我们判断宏观和政策的利好因素包括：(1) 基建增速加快有利于拉动需求；(2) 严格的排放标准以及治超政策将继续为更新换代需求带来支持。此外，我们相信细分板块的差异化在 2021 年将更为明显，我们看好混凝土机械(更新换代需求进入高峰+排放标准升级+治超政策)、高空作业平台(人工替代+低渗透率)、挖掘机(人工替代+排放标准升级)以及关键供应链环节液压零部件。竞争格局方面，我们相信头部企业在份额提升和新业务推进等优势将进一步扩大。重点看好**中联重科(1157 HK/000157 CH, 买入), 三一重工 (600031 CH, 买入), 恒立液压(601100 CH, 买入)**和**浙江鼎力 (603338 CH, 买入)**。

宏观因素：基建投资加速为工程机械需求带来支持

十四五规划建议再次强调“两新一重”，即“推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设”。招银国际宏观团队预测 2021 年基建投资(不含电力)增长将从 2020 年 1.5%的低基数加速至 6-8%。此外，大型建筑承包商新增合同额增长预示未来工程机械需求强劲。另一方面，2020 年中国提出的国内大循环，保障本土关键零部件供应是其中重要一环，我们预期包括高端液压零部件以及发动机等进口替代趋势将得以加快。

严格排放标准 + 治超政策：更新换代周期持续

重型商用车的国六(a)标准将于 2021 年 7 月实行。与此同时，对国三标准车的淘汰仍将持续，我们预期对国四车的淘汰也有机会陆续开展，对更新换代需求带来支持。非道路移动机械方面(工程机械和农业机械)，我们预期“国四”排放标准有机会于 2021 年实行。治超政策方面，工信部于今年 7 月份发出关于开展货车非法改装专项整治工作的通知，决定自 2020 年 7 月至 2021 年 5 月组织开展货车非法改装专项整治工作，目标为实现到 2022 年基本消除货车非法改装等违法违规问题，我们预期政策将为 2021 及 22 年更新换代需求带来支持。

主要风险

(1) 基建和房地产投资低于预期，(2) 竞争转趋激烈导致毛利率受压，(3) 第二季度高基数效应开始显现

2021 年行业展望

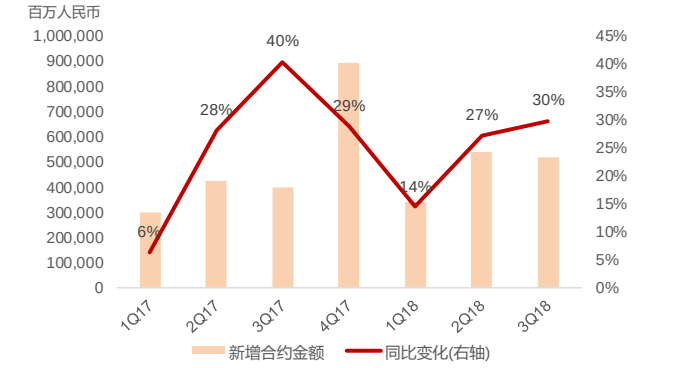
宏观因素：基建投资加速为工程机械需求带来支持

十四五规划建议再次强调“两新一重”，即“推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设”。招银国际宏观团队预测 2021 年基建投资(不含电力)增长将从 2020 年 1.5%的低基数加速至 6-8%，而房地产投资增速则从 2020 年的 5.9%略为放缓至 4.5%，我们认为总体上有利于为工程机械及重卡需求带来支持。

大型建筑承包商新增合同额增长预示未来工程机械需求强劲。今年三季度，中国铁建（1186 HK，未评级）及中交建（1800 HK，未评级）新增合同额均同比增长 30%。增速较前两季度提升，主要由基建及市政工程项目拉动。此外，中铁(390 HK，未评级)和中国建筑（601668 CH，未评级）新增合同额分别同比增长 25%和 20%。我们相信由于政策支持基建投资，有助承包项目顺利推进。

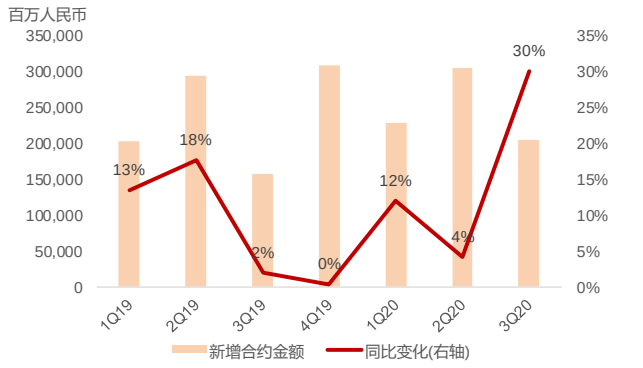
国内大循环：进口替代加速。2020 年中国提出的国内大循环，当中产业循环以产业链供应链安全为基础，以产业高级化、产业链现代化为方向的产业循环体系，是形成“国内循环”主体的重要保障。在政策支持下，保障本土关键零部件供应是其中重要一环，我们预期包括高端液压零部件以及发动机等进口替代趋势将得以加快。

图 319：中铁建季度新增合约金额



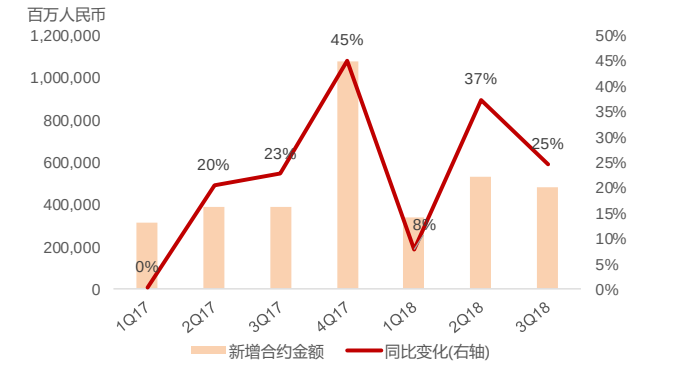
资料来源：公司，招银国际证券

图 320：中交建季度新增合约金额



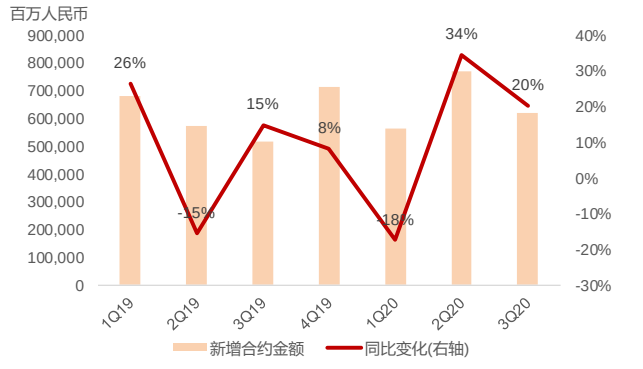
资料来源：公司，招银国际证券

图 321：中铁季度新增合约金额



资料来源：公司，招银国际证券

图 322：中国建筑季度新增合约金额



资料来源：公司，招银国际证券

严格排放标准 + 治超政策: 更新换代周期持续

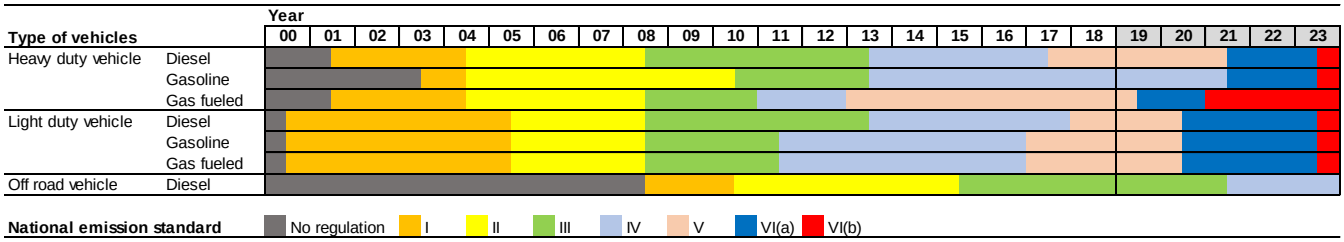
排放标准

为了进一步减少污染物排放，中国政府一直致力提升道路及非道跟移动机械的排放标准。重型商用车方面，国六（a）标准将会在 2021 年 7 月实行。所有新车销售必须符合新的排放标准。 由于新的排放标准更趋严格，所需的发动机技术要求更高,我们认为龙头企业如潍柴动力在规模以及技术优势下将得以提升市场份额，行业集中度将进一步提高。

在推进新排放标准的同时，对运营中的老旧车型的淘汰仍在继续。重卡方面，对国三车的淘汰一直在进行，部份主要地区包括山东和河南在今年 9 月份已订下淘汰共 43 万辆的目标，当中 70%目标于今年底完成。山东进一步把淘汰国三车的补贴延至 2021 年。此外，在河南，部份城市开始对国四车实施限制，我们预期未来一年将看到更多地区对国四进行淘汰，为重卡的更新需求带来支持。潍柴动力、中国重汽、中集车辆、三一重工以及中联重科将得以受惠。

非道路移动机械方面(主要包括工程机械和农业机械)，生态环境部于 9 月份发出关于〈非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法（中国第三、四阶段）〉的二次征求意见稿，我们预期“国四”排放标准有机会于 2021 年实行，并将利好工程机械头部企业包括三一重工以及中联重科。

图 323: 排放标准升级时间表



资料来源：生态环境部，招银国际证券

打击货车非法改装政策

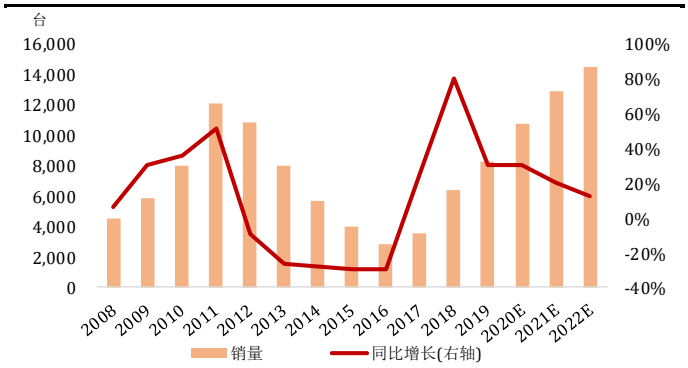
工信部于今年 7 月份发出关于开展货车非法改装专项整治工作的通知， 决定自 2020 年 7 月至 2021 年 5 月组织开展货车非法改装专项整治工作，通过集中排查、重点检查、突击抽查、专项治理等方式，强化危险货物运输车辆、自卸货车、半挂车、轻型载货汽车、混凝土搅拌运输车等 5 类重点货车生产改装监管，目标为实现到 2022 年基本消除货车非法改装、“大吨小标”等违法违规问题。按照时间表， 现时已进入排查整治阶段。 我们预期政策将为 2021 及 22 年更新换代需求带来支持。

混凝土机械：更新换代需求确定性高

混凝土泵车：上一次周期高峰为 2011 及 12 年，年销售量分别达到 1.2 万和 1.1 万辆。由于泵车的使用寿命约 10 年，因此 2021 各 22 年将进入更新换代的高峰，为未来两年需求带来强大支持。我们预期未来两年的需求将保持双位数的增长。

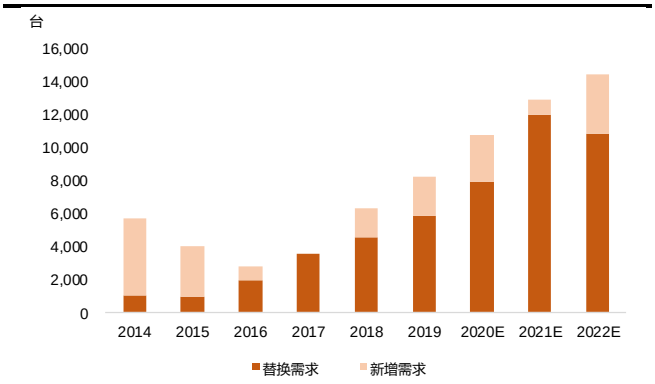
混凝土搅拌车：上一次周期高峰长达四年(2011-2014 年)，按照平均 10 年的设备寿命，搅拌车的自然更新需求将于 2021-24 年进入高峰期，加上治超政策对违规车进行限制，更新需求将进一步提前，预期未来两年的需求将保持双位数的增长。

图 324：招银国际混凝土泵车销售量预测



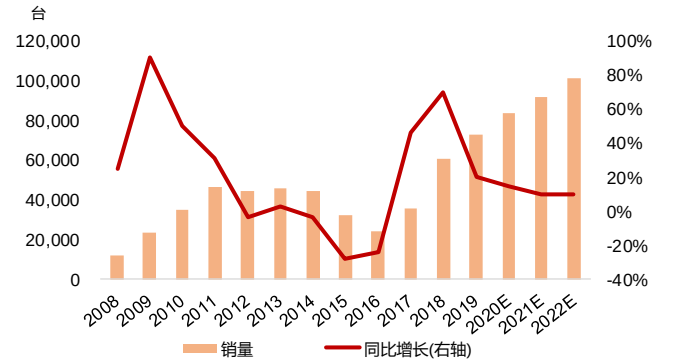
资料来源：中国工程机械工业协会，公司，招银国际证券预测

图 325:混凝土泵车替换和新增需求



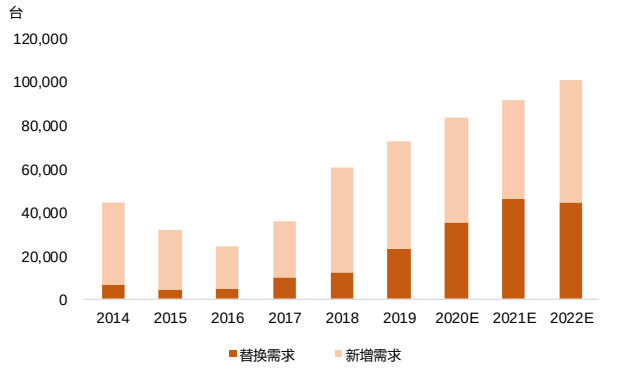
资料来源：中国工程机械工业协会，公司，招银国际证券预测

图 326：招银国际混凝土搅拌车销售量预测



资料来源：中国工程机械工业协会，公司，招银国际证券预测

图 327：混凝土搅拌车替换和新增需求

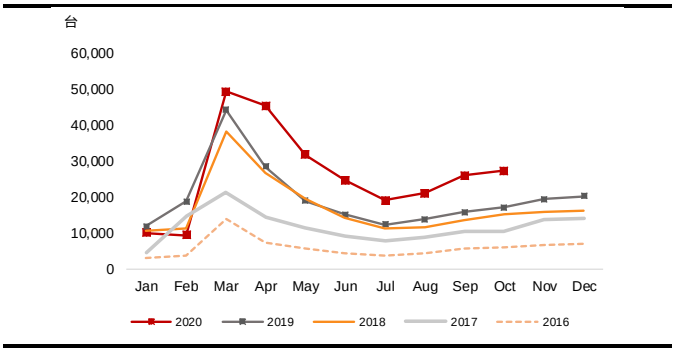


资料来源：中国工程机械工业协会，公司，招银国际证券预测

挖掘机: 人工替代和排放标准升级支持温和增长

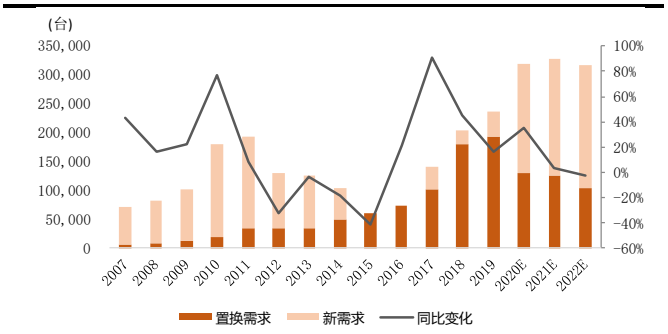
今年首 10 月,挖掘机销售上升 35%, 我们预期 2020 年全年增长超过 40%, 实现连续 5 年的上升周期。尽管在高基数效应下, 我们预期 2021 年挖掘机需求仍将录得单位数的增长, 增长来自于基建和农村建设的持续需求、人工替代、对装载机的替代以及非道路机械排放标准升级。

图 328: 挖掘机月度销售量



资料来源: 中国工程机械工业协会,招银国际证券

图 329: 招银国际挖掘机销售预测

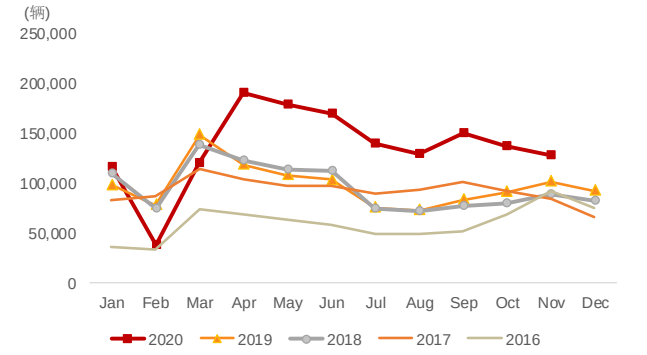


资料来源: 中国工程机械工业协会, 招银国际证券预测

重卡: 预期需求有所回调, 但絶对需求量仍然庞大

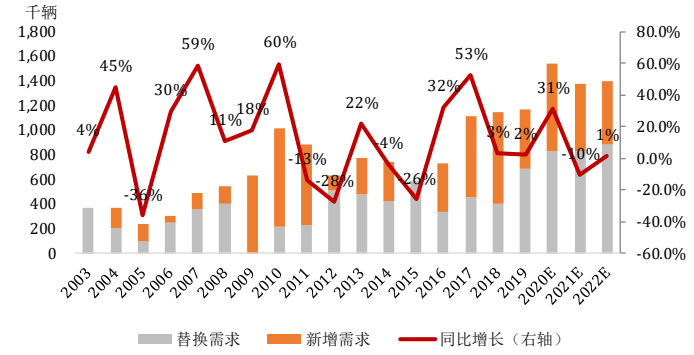
中国重卡今年前 11 个月销售量达到 150 万辆, 同比上升 39%, 我们预期全年增速超过 30%。据我们了解, 主要重卡制造商对的行业需求预测大约在 120-130 万辆, 相比今年有所回调, 但絶对量仍然高于 2017-2019 的年销售水平, 国三车甚至国四车的淘汰将继续为需求带来支持。

图 330: 重卡月度销售



资料来源: Wind, 第一商用车网, 招银国际证券

图 331: 招银国际重卡销售预测



资料来源: Wind, 第一商用车网, 招银国际证券

焦点股份

中联重科 (1157 HK, 买入, 目标价: HK$10.5 / 000157 CH, 买入, RMB9.56)

我们看好中联重科，主要由于 2021 年增长具有高确定性：1) 混凝土机械将于 2021-22 年处于上升周期；2) 中型至大型塔式起重机在预制式组件建筑应用上升的趋势下具备有结构性增长动力；3) 挖掘机和高空工作平台等新业务料将带来盈利惊喜；4) 管理层将于增发计划中认购 H 股，将有助增强投资者信心。我们预期明年盈利增长 27%。

三一重工 (600031 CH, 买入, 目标价: RMB34.6)

三一重工挖掘机的市场份额从 2011 年的 12%上升至今年 10 月的 29%，持续领先其他竞争对手，我们预期挖掘机市占率将进一步提升。此外，公司的第二大业务板块混凝土机械将受惠于强劲的更新换代周期。总体而言， 我们相信三一重工在研发投放，市场营销方面的优势持续，加上在灯塔工厂陆续投产后，成本优势和产品性能等优势将进一步扩大，有助未来进一步提升份额及扩大海外市场。我们预期 2021 年盈利增长 17%。

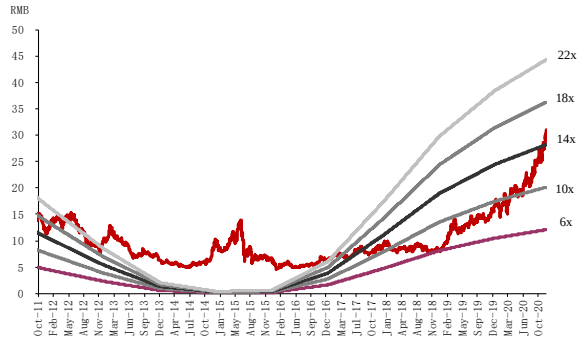
恒立液压(601100 CH, 买入, 目标价: 检讨中)

我们继续看好液压油缸的絶对龙头恒立液压。我们预期国产品牌挖掘机市场份额持续提升下加上恒立产能提升下，恒立的液压油缸和泵阀的市场份额将进一步提升。此外，在保障供应链安全的政策大趋势下，恒立的非标液压件将迎来进口替代加速的结构性机遇。我们预期恒立 2020 年四季度的业绩有机会超预期，明年一季度的需求将仍保持强劲。我们预期 2021 年盈利增长 25%，但我们相信存在上调空间。

浙江鼎力 (603338 CH, 买入, 目标价: RMB117)

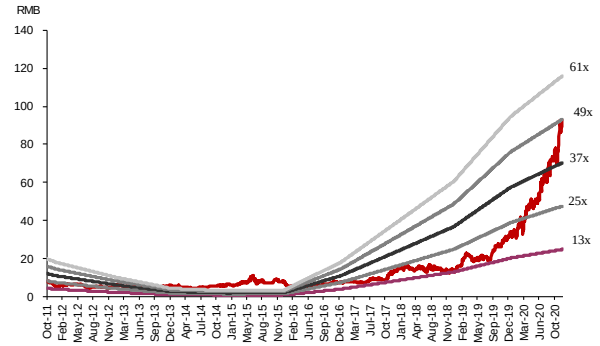
相较于其他工程机机，高空作业平台在中国仍处于起步阶段，我们看好高空作业平台渗透率持续提升的长期增长趋势。 浙江鼎力作为国产品牌的领导者，在主要客户远东宏信(3360 HK，未评级)持续扩张下将继续成为主要受惠者 。我们预期鼎力的臂式高空作业平台生产线全面营运后将拉动 2021 年的销售和毛利率。 我们预期 2021 年盈利增长 40%。

图 332: 三一重工股价及估值



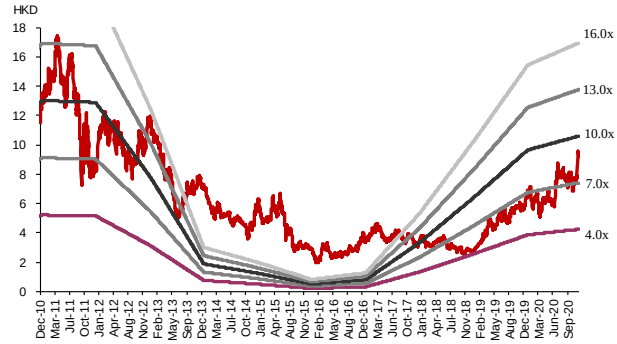
资料来源：彭博，招银国际证券预测

图 333: 恒立液压股价及估值



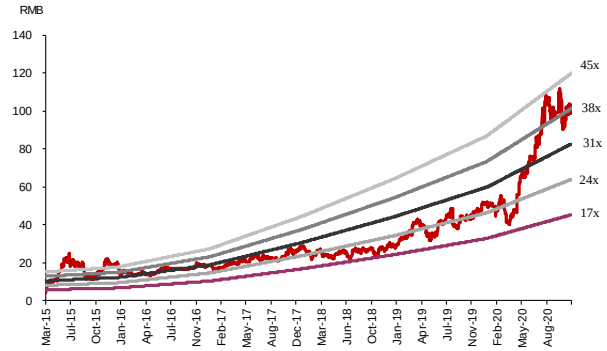
资料来源：彭博，招银国际证券预测

图 334: 中联重科(H)股价及估值



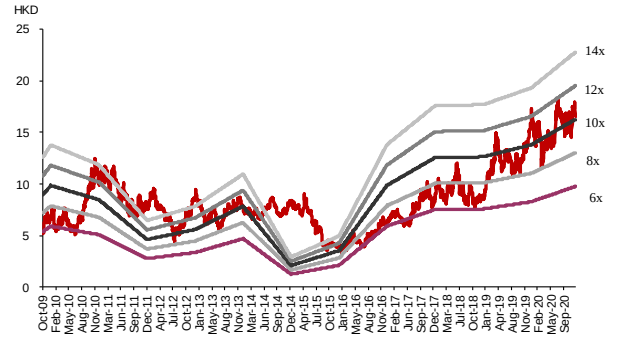
资料来源：彭博，招银国际证券预测

图 335: 浙江鼎力股价及估值



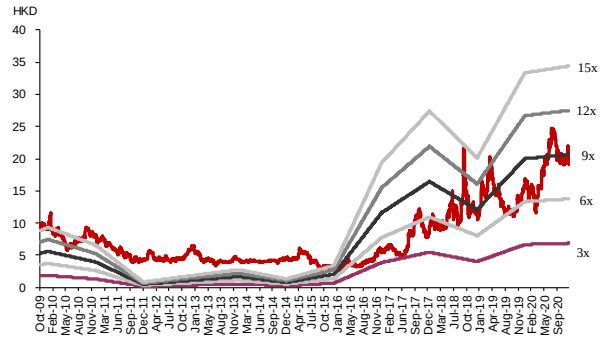
资料来源: 彭博，招银国际证券预测

图 336: 潍柴动力(H)股价及估值



资料来源：彭博，招银国际证券预测

图 337: 中国重汽股价及估值



资料来源: 彭博，招银国际证券预测

图 338: 估值表

股票代码	公司	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/(下行)	市值 (百万美元)	市盈率 (x) FY20E	市盈率 (x) FY21E	市净率(x) FY20E	市净率(x) FY21E	EV/EBITDA (x) FY20E	EV/EBITDA (x) FY21E	股息率 (%) FY20E
港股													
631 HK Equity	三一国际	买入	4.51	5.89	31%	1,816	12.0	9.3	1.6	1.4	7.1	5.7	3.3
3339 HK Equity	中国龙工	卖出	2.33	2.22	-5%	1,287	6.2	7.9	0.9	0.9	3.3	4.2	9.7
1157 HK Equity	中联重科	买入	9.19	10.50	14%	11,755	8.2	7.4	0.9	0.8	6.7	6.1	3.0
2338 HK Equity	潍柴动力	买入	15.76	20.80	32%	19,098	10.9	9.2	2.1	1.8	5.2	4.5	3.7
3808 HK Equity	中国重汽	买入	18.70	28.30	51%	6,661	8.2	7.7	1.5	1.3	3.5	3.3	4.2
1839 HK Equity	中集车辆	买入	6.94	检讨中	-	1,580	8.5	7.9	1.1	1.0	5.3	5.0	3.5
564 HK Equity	郑煤机	-	11.58	-	-	3,033	11.4	10.0	1.5	1.1	6.0	5.3	1.3
	平均						**9.3**	**8.5**	**1.4**	**1.2**	**5.3**	**4.9**	**4.1**
A股													
000338 CH Equity	潍柴动力	买入	16.53	17.90	8%	19,098	13.6	11.4	2.6	2.2	6.5	5.6	2.9
601100 CH Equity	恒立液压	买入	96.80	检讨中	-	19,328	62.3	50.1	17.8	14.4	50.4	41.6	0.6
603338 CH Equity	浙江鼎力	买入	104.00	117.00	13%	7,723	52.6	37.5	12.5	9.7	47.4	33.5	0.3
600031 CH Equity	三一重工	买入	31.50	34.60	10%	40,838	18.0	15.5	4.8	3.9	14.7	12.7	1.7
000157 CH Equity	中联重科	买入	10.12	9.56	-6%	11,755	10.7	9.7	1.2	1.1	8.7	8.0	2.3
000425 CH Equity	徐工机械	-	5.60	-	-	6,710	10.3	8.5	1.3	1.1	9.5	8.5	1.4
000528 CH Equity	柳工	-	7.76	-	-	1,752	9.3	8.3	1.0	0.9	10.1	9.0	2.4
603638 CH Equity	艾迪精密	-	59.13	-	-	5,416	61.5	45.9	13.7	11.0	46.9	35.8	0.4
600761 CH Equity	安徽合力	-	16.03	-	-	1,815	15.4	13.6	2.2	2.0	8.8	7.7	2.4
603298 CH Equity	杭叉集团	-	21.06	-	-	2,791	22.4	18.9	3.4	3.0	15.3	13.3	1.4
000951 CH Equity	中国重汽	-	34.37	-	-	3,528	13.6	12.8	2.8	2.4	9.7	9.0	2.0
601717 CH Equity	郑煤机	-	11.72	-	-	3,033	13.6	12.0	1.8	1.4	7.2	6.4	1.1
600582 CH Equity	天地科技	-	3.28	-	-	2,076	12.1	10.6	n/a	n/a	n/a	n/a	2.1
	平均						**18.7**	**15.6**	**3.6**	**3.0**	**14.5**	**12.3**	**1.7**
海外工程机械													
CAT US Equity	CATERPILLAR INC	-	178.71	-	-	97,086	32.9	23.9	6.8	7.0	15.5	12.7	2.3
DE US Equity	DEERE & CO	-	252.01	-	-	78,974	20.1	16.8	6.1	5.1	14.4	12.6	1.3
6305 JP Equity	HITACHI CONST	-	2,946.00	-	-	6,087	29.1	16.4	1.3	1.2	12.1	9.2	1.5
6301 JP Equity	KOMATSU LTD	-	2,659.50	-	-	24,853	28.7	17.7	1.4	1.3	12.6	9.6	1.6
042670 KS Equity	DOOSAN INFRACORE	-	8,000.00	-	-	1,591	9.5	7.5	0.7	0.6	6.6	5.8	0.0
VOLVB SS Equity	VOLVO AB-B	-	193.15	-	-	46,733	22.0	14.7	2.6	2.5	10.9	8.5	5.4
	平均						**23.7**	**16.1**	**3.1**	**3.0**	**12.0**	**9.7**	**2.0**
海外液压													
PH US Equity	PARKER HANNIFIN	-	271.54	-	-	34,974	22.2	19.0	5.0	4.4	15.8	14.2	1.3
ETN US Equity	EATON CORP PLC	-	117.40	-	-	46,796	28.2	23.4	3.2	3.3	18.7	16.5	2.5
7012 JP Equity	KAWASAKI HVY IND	-	1,612.00	-	-	2,587	n/a	45.2	0.6	0.6	18.1	9.0	1.6
7242 JP Equity	KYB CORP	-	2,500.00	-	-	618	n/a	n/a	0.9	0.8	n/a	n/a	n/a
6474 JP Equity	NACHI-FUJIKOSHI	-	4,270.00	-	-	1,022	65.1	18.7	0.9	0.8	8.4	6.9	1.0
6268 JP Equity	NABTESCO CORP	-	4,265.00	-	-	5,126	29.6	23.7	2.7	2.5	14.0	12.0	1.8
	平均						**36.3**	**26.0**	**2.2**	**2.1**	**15.0**	**11.7**	**1.6**

资料来源：彭博, 公司及招银国际证券预测

中国光伏设备板块 优于大市

分析师： 隋晓萌 – suixiaomeng@cmbi.com.hk
冯键嵘, CFA – waynefung@cmbi.com.hk

下游扩产和技术变革拉动结构性上升周期

投资亮点

强劲的光伏新增装机需求、光伏产品制造商积极的产能扩张计划以及新兴的技术变革，将使得中国光伏设备提供商成为下游行业资本开支上升周期的主要受益者。我们给予光伏设备行业优于大市评级，看好国内行业龙头**晶盛机电（300316 CH）**及**捷佳伟创（300724 CH）**并给予买入评级。

全球光伏迎来新一轮装机潮。我们认为光伏发电平价时代的到来，将进一步 推动全球光伏装机需求的增长。根据招银国际新能源研究团队预测，在基准情 形下，2020 至 2025 年，全球光伏新装机容量将较 2014 至 2019 年的 503GW 激增 112%至 1,064GW，为光伏设备需求的增长提供良好条件。

光伏设备提供商将受益于光伏产品制造商积极的产能扩张计划。为了通过规 模效应扩大市场份额及提升成本竞争优势，中国光伏产品制造商相继提出了规 模宏大的产能扩张计划。我们按项目预测，国内主要光伏产品制造商已规划新 增 221GW 硅片产能及 320GW PERC 电池产能。我们预测 2020 至 2022 年 间，在基准情形下，扩产计划将转化为每年 340 亿元人民币的设备需求，较 2019 年的市场规模高 32%。若光伏产品制造商宣布进一步的扩产计划，我们 的预测还将有上行空间。

下一代技术进一步推动设备需求增长。对于光伏电池，在下一代技术路线中， 我们预期异质结技术（HJT）在三到五年后可能会得到更广泛应用，并将刺激 更多的设备需求，因其与当前主流技术生产线设备无法兼容，且每 GW 资本开 支更高（5 亿元人民币，高于 PERC 一倍）。目前中国光伏电池生产商规划的 HJT 产能或将刺激设备需求较我们基准情形下的电池设备需求再提升 29%。 对于硅片而言，新兴的超大尺寸（182mm 及 210mm）将带来全产业链的设备 升级或替换需求。

世界一流设备提供商的崛起。就目前主流技术而言，中国已基本实现光伏设 备生产的自给自足，并正在经历下一代技术的设备本土化。晶盛机电及捷佳伟 创已经在中国光伏硅片生产设备及光伏电池设备领域确立龙头地位，2019 年 市场份额分别为 11%及 9%。我们相信，两家公司将成为下游产业资本开支上 升周期的主要受益者。

主要风险：1）下游扩产计划不及预期；**2）**技术风险；**3）**与客户关系恶化或客户财务状况恶化。

焦点股份

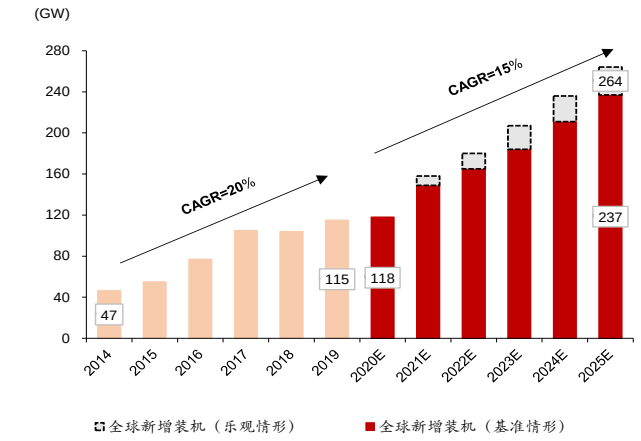
晶盛机电 (300316, 买入, 目标价: RMB 40.20)

晶盛机电作为国内领先的光伏硅片生产设备提供商，可依托其与单晶硅片寡头之一的中环股份（002129 CH，未评级）之间牢固的关系、多样化的客群以及领先的研发能力抓住下游需求增长的发展机遇。我们预测 2019 至 2022 年，公司净利润的年复合增长率将达到 34%。我们给予公司目标价 40.20 元人民币，对应 45 倍 2021 年预测市盈率，相当于其历史平均倍数加 0.5 个标准偏差，以反映当前的上升周期。

捷佳伟创 (300724 CH, 买入, 目标价 RMB138)

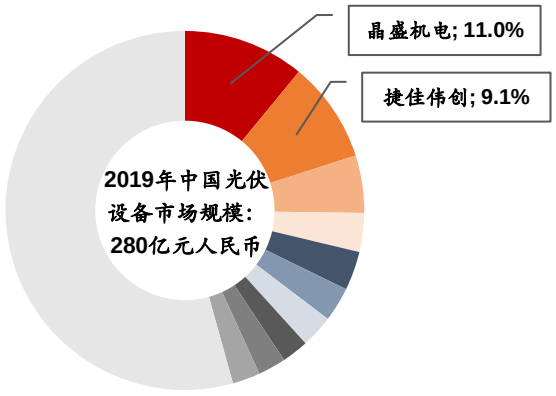
我们看好公司的行业龙头地位，提供覆盖主流 PERC 技术约 70%资本开支的丰富产品线，以及其在开发 HJT 生产设备上的先发优势，因此即使技术改变，公司也能享受设备需求的上升周期带来的红利。我们预测 2019 至 2022 年，公司净利润的年复合增长率将达到 47%。我们给予公司目标价 138 元人民币，对应 49 倍 2021 年预测市盈率。

图 339:全球光伏新增装机预测



资料来源：IEA PVPS, Solarpower Europe, 招银国际证券预测

图 340: 2019 年中国光伏设备市场市占率



资料来源：中国光伏行业协会, 招银国际证券预测

图 341: 估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价 (人民币)	当前股价 (人民币)	市盈率 (x)		ROE (%)	
					FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
晶盛机电	300316 CH	买入	40.20	29.63	46.2	32.4	17.1	21.2
捷佳伟创	300724 CH	买入	138.00	124.78	70.0	44.4	20.4	26.0

资料来源：公司及招银国际证券预测

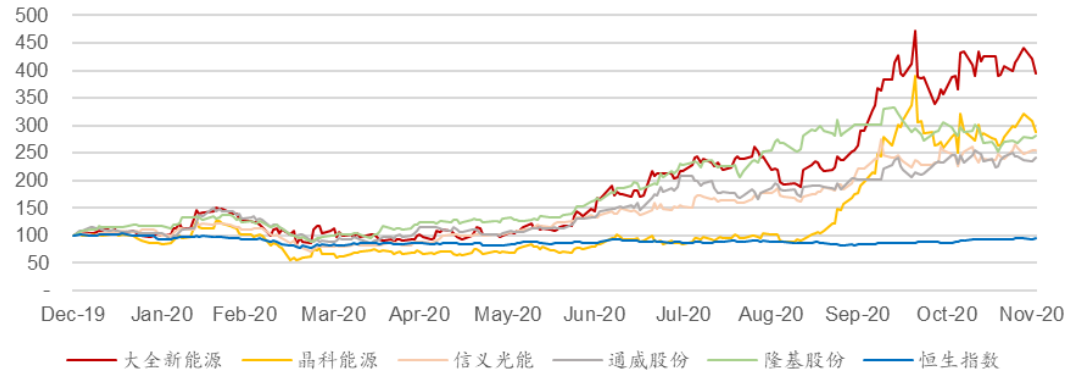
中国光伏板块 优于大市

分析师：萧小川 – robinxiao@cmbi.com.hk

2020 跌宕起伏，昂首迈向平价时代

中国光伏制造业经历了跌宕起伏的 2020 年。一季度受到了中国市场因疫情封城以及资本市场剧烈波动的冲击。二季度在国内市场逐步恢复过程中又遭遇了海外疫情扩散，极大影响了上半年光伏组件的需求。自 6 月份开始，尽管疫情影响犹在，全球市场对于光伏装机的炽热需求点燃了市场热情。7 月下旬，多晶硅生产受新疆生产事故影响，叠加四川多晶硅产能受洪灾影响导致供应紧张，多晶硅料以及单晶硅片历经了多次价格上调，推动市场情绪进一步高涨。进入四季度，则是受结构性供应紧张影响，触发光伏玻璃多次大幅上调销售价格。多次事件叠加影响之下，光伏制造企业股价表现气贯长虹，大部分上市企业实现了股价倍增，整个板块则是连续第二年跑赢大市。

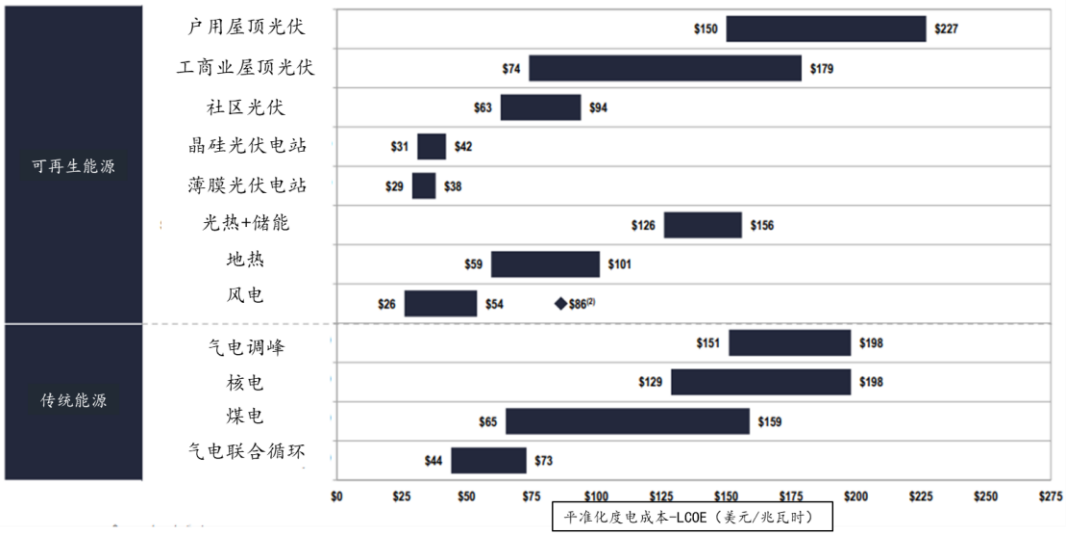
图 342:光伏制造业多支焦点股份 2020 年股价倍增



资料来源：彭博，招银国际证券

板块热度的持续上升，体现了资本市场对于绿色能源发展的关注，更体现了光伏能源的竞争力。根据 Lazard 的平准化度电成本分析（LCOE），地面光伏电站在海外市场的度电成本已显着低于传统能源，对比风电也在更窄幅的成本区间波动。在中国市场，经过 2 年的光伏补贴竞价，我们测算 2020 年加权平均补贴强度较 2019 年下降 49%至每度电 3.3 分，距离与煤电平价仅一步之遥。发电成本的持续降低和竞争力提升有赖于制造企业对于技术和成本的不懈追求，中国的光伏行业发展已经独步全球，昂首迈向平价时代，在价格公平的环境下与传统能源同台竞争。

图 343:在不含补贴情形下，光伏发电项目已具备较高的度电成本竞争力



资料来源：Lazard

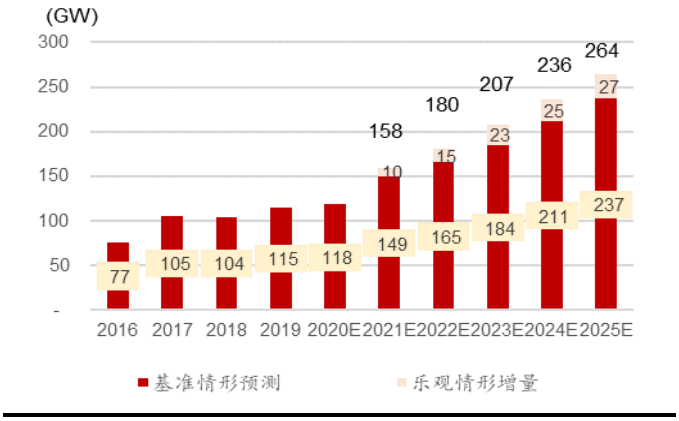
2021 年竞争仍将激烈

展望 2021 年，尽管光伏平价已大范围打开全球市场，但受技术持续革新驱动以及组件企业垂直一体化扩张趋势进入新一轮扩产周期影响，我们认为光伏产业链在硅片、电池片和组件环节将呈较为显著的产能过剩状态，意味着这些环节的竞争态势将会加剧，成本压力仍旧持续，并且新的高效产能将对老旧落后产能维持快速替代趋势。在光伏上游的多晶硅料以及光伏玻璃两个细分环节，由于产能扩张资本开支较大，周期较长并涉及政府产能控制等多重因素，供求关系显着由于产业链上的其它环节。结合产业链各个环节的价格状况、利润水平以及 2021 年新增产能投放的节奏，我们对于光伏行业子板块的推荐顺序为：光伏玻璃>多晶硅片>硅片>组件>电池。

2021 年全球需求有望增长至 150-160 吉瓦

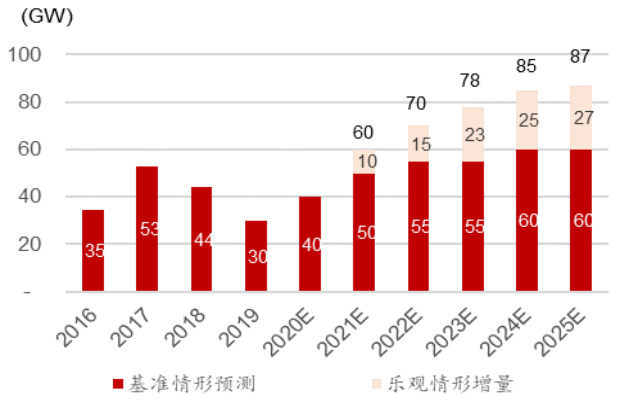
尽管全球疫情影响犹在，并势将延续至 2021 年，我们仍旧预测全球光伏装机将同比增长 26.6%至 149 吉瓦。我们认为光伏能源较高的市场竞争力，以及全球的低息环境将有助于光伏发电在更多的区域实现平价上网，从而使光伏地面电站及屋顶项目的投资变得更有吸引力。我们对全球光伏装机增长的主要变量将来自中国，十四五非水可再生能源占比目标的设定将显着影响中国新增装机计划。基于 2025 年非水可再生能源占比 18.4%的基准情形假设，我们测算未来 5 年年均新增装机 55.2 吉瓦。若国家基于碳中和目标考虑在十四五提升非水可再生能源占比目标至 20%，我们测算未来五年年均装机可提升至 76.2 吉瓦。考虑项目审批、电网接入等实际条件制约，我们预计十四五期间的装机趋势将呈前低后高。对于 2021 年，我们基准情形展望中国光伏新增装机 50 吉瓦，在乐观情形下还有 10 吉瓦的上升潜力，而全球装机则有望随之上升至 160 吉瓦。

图 344: 全球新增光伏装机



资料来源：IRENA,招银国际证券预测

图 345: 中国新增光伏装机



资料来源：IRENA, 招银国际证券预测

垂直一体化加剧供应过剩

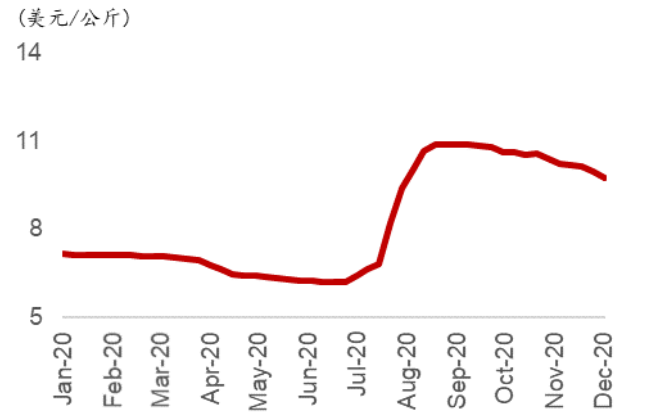
2020 年电池和组件两个环节扩产动能仍在持续。根据 InfoLink 预测，2020 年全球新增电池片产能近 100 吉瓦，主要来自于专业电池厂及前十大垂直整合组件厂；而组件部分，2020 年新增产能 70 吉瓦，其中垂直一体化厂商占比 78%。今年产业链多次受到供应扰动影响，8 月份因意外导致的硅料、硅片价格连番上升也使组件厂商感受到了供应端的瓶颈对位未来产能释放的威胁，因而纷纷加大了向上垂直整合的计划。展望 2021 年，根据各大厂商的产能扩张计划，到年底电池和组件产能将远超 300 吉瓦，是我们对于全球年度需求预期的两倍。在硅片端，随着一体化厂商产能陆续释放，我们预期硅片也将告别偏紧的供应状态。预料 2021 年，硅片、电池及组件环节将出现较激烈的价格竞争，新产线、新规格（大尺寸 182/210mm）将加速对老产线老产品规格进行替代，同时行业对于新的技术路线，HJT、TOPCON 以及 PERC+的投资将继续加快。在新技术路线实现性价比超越以前，我们认为电池和组件环节将维持马太效应，强者恒强。在产业链不断加强技术投入的背景下，新的技术路线或将在未来 1-2 年内迎来规模替代临界点，届时，电池片环节将面临更加激烈的技术竞争以及技术淘汰的风险。

硅料和光伏玻璃仍是最优环节

多晶硅料环节投资门槛较高，资本投入大并且扩产周期长达 18-24 个月。受行业需求波动以及产能集中释放影响，2018-19 年硅料行业处下行周期。2020 年，海外产能退出及国内主要产能意外事件导致多晶硅料从供应过剩转为结构性供应紧张，推动多晶硅料价格从年内低点跃升超过 70%，在产多晶硅企业盈利能力获得大幅提升。未来 6-9 个月内，除检修产能复产以外没有新的产能释放，我们预计目前多晶硅料供应偏紧的局面将在 2021 年前三季度持续，意味多晶硅环节将维持较高的行业景气和盈利水平。

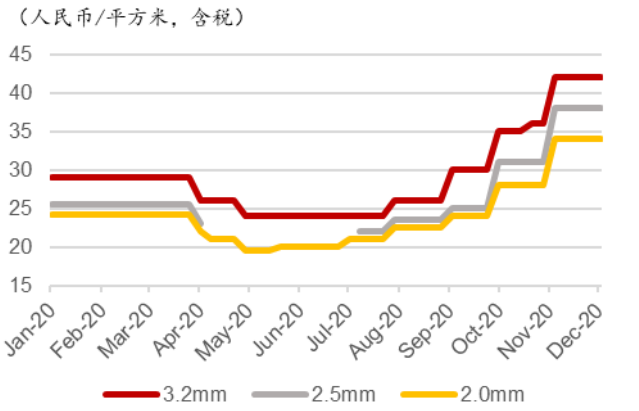
光伏玻璃环节则是因疫情而导致主要企业产能释放有所延期，同时受电池和组件企业产品规格变化影响以及双玻组件渗透率提升带来的需求增量使光伏玻璃从 9 月份开始供不应求。光伏玻璃价格从年内 5-7 月低点 24 元/平方米上涨 75%至 11 月的 42 元/平方米，我们测算行业双寡头的毛利率水平超 65%。极端紧张的供应状况导致光伏玻璃已成为行业扩产的瓶颈。根据主要厂商的新增产能释放计划，我们预测 2021 年有效产能增量仅为 15%，若全球光伏装机超过 160 吉瓦，光伏玻璃产能仍将维持供应偏紧状态。我们预料光伏玻璃价格将在 2021 年维持高位运行，主要厂商盈利将实现快速增长。

图 346: PV insight 多晶硅料价格显示自 7 月下旬起多晶硅价格强势反弹



资料来源：彭博，招银国际证券

图 347:一线厂商光伏玻璃产品报价趋势



资料来源：卓创资讯，招银国际证券

2021 年板块策略：拥抱盈利增长确定性

展望 2021，光伏行业的发展态势非常明确，但产能过剩和价格竞争将在硅片、电池及组件端带来不确定性。我们建议光伏行业选股拥抱盈利增长高度确定的子版块，推荐盈利能力和行业竞争格局更优的光伏玻璃和多晶硅料子行业。

我们对光伏行业的首选股份为信义光能（968 HK，买入，目标价：HK$15.50），公司的产品价格有望在紧俏的供求关系支持下维持高位运行，随着公司新增产能释放带动盈利快速提升。我们同时推荐福莱特玻璃（6865 HK/601865 CH，未评级），作为光伏玻璃双寡头之一在 2021 年具有较高的产能产能增长，在行业景气高点获得量价齐声。

在上游多晶硅料端，我们建议关注通威股份（600438 CH，未评级）以及大全新能源（DQ，US，未评级）。

图 348:光伏行业估值表

上市公司	股票代号	市值（百万美元）	股价（当地货币）	年内涨幅 (%)	目标价（当地货币）	评级	每股盈利 19E	20E	21E	EPS-CAGR 19-21E	市盈率 19A	20E	21E	市净率 19A	20E	21E
多晶硅料																
通威股份	600438 CH	19,186	29.2	122.4	n/a	未评级	0.68	0.97	1.20	32.9%	19.3	30.2	24.4	6.5	5.4	4.6
大全新能源	DQ US	2,721	39.16	282.4	n/a	未评级	0.45	1.99	3.49	178.3%	25.6	19.7	11.2	4.8	3.8	2.5
保利协鑫	3800 HK	2,973	1.09	269.5	n/a	未评级	(0.01)	(0.07)	(0.02)	41.4%	N/A	N/A	N/A	0.9	0.9	0.9
新特能源	1799 HK	829	6.15	20.6	n/a	未评级	0.34	N/A	N/A	N/A	13.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均											19.5	24.9	17.8	4.0	3.4	2.6
电池片																
通威股份	600438 CH	19,186	29.2	122.4	n/a	未评级	0.68	0.97	1.20	32.9%	19.3	30.2	24.4	6.5	5.4	4.6
爱旭股份	600732 CH	5,130	16.44	111.0	n/a	未评级	0.37	0.38	0.75	42.3%	21.1	42.8	21.9	12.4	9.4	6.7
平均											20.2	36.5	23.2	9.4	7.4	5.7
硅片																
隆基股份	601012 CH	41,927	72.54	192.1	90.00	买入	1.47	2.15	2.77	37.2%	16.9	33.8	26.2	10.9	7.8	6.1
中环股份	002129 CH	11,033	23.74	101.0	n/a	NR	0.32	0.47	0.65	42.0%	36.4	50.1	36.3	4.4	4.4	3.9
平均											26.6	41.9	31.3	7.6	6.1	5.0
组件																
晶科能源	JKS US	2,641	58.36	159.5	n/a	未评级	21.22	21.30	27.49	13.8%	5.9	17.9	13.9	1.7	1.4	1.3
阿特斯	CSIQ US	2,345	39.71	79.7	n/a	未评级	2.88	1.61	1.90	-18.8%	6.4	24.7	20.9	1.7	1.4	1.3
晶澳科技	002459 CH	8,065	32.99	195.1	n/a	未评级	1.27	1.10	1.58	11.6%	8.8	30.1	20.9	9.1	4.4	3.6
天合光能	688599 CH	6,462	20.39	N/A	n/a	未评级	0.36	0.69	0.91	59.0%	N/A	29.6	22.4	N/A	3.1	2.7
平均											7.0	25.6	19.5	4.2	2.6	2.2
光伏玻璃																
信义光能	968 HK	14,425	13.14	137.6	15.50	买入	0.30	0.44	0.59	40.1%	18.3	29.6	22.1	7.4	6.2	5.2
福莱特玻璃	6865 HK	8,656	21.3	313.6	n/a	未评级	0.37	0.65	1.07	69.8%	12.4	27.5	16.8	7.8	5.6	4.2
福莱特玻璃A	601865 CH	8,656	32.18	165.3	n/a	未评级	0.37	0.67	1.04	68.0%	12.4	48.0	30.8	14.2	9.7	7.4
亚玛顿*	002623 CH	963	39.29	76.2	n/a	未评级	(0.61)	0.66	1.27	92.0%	N/A	59.3	30.9	N/A	2.8	2.5
平均											14.4	41.1	25.2	9.8	6.1	4.8
逆变器																
阳光电源	300274 CH	11,585	51.88	392.7	n/a	未评级	0.61	1.14	1.59	61.3%	17.3	45.6	32.7	8.8	7.4	6.1
锦浪科技	300763 CH	2,618	117.3	380.2	n/a	未评级	0.99	2.04	3.28	81.7%	24.6	57.4	35.7	37.8	13.5	9.6
平均											20.9	51.5	34.2	23.3	10.4	7.8
EVA胶膜																
福斯特	603806 CH	8,618	73.08	110.5	n/a	未评级	1.31	1.64	####	24.2%	26.6	44.7	36.2	8.7	6.8	5.9
全行业平均											**17.8**	**36.5**	**25.2**	**9.0**	**5.5**	**4.4**

资料来源：彭博，招银国际证券

注：亚玛顿盈利增速计算周期为 2020-21 年

中国风电板块

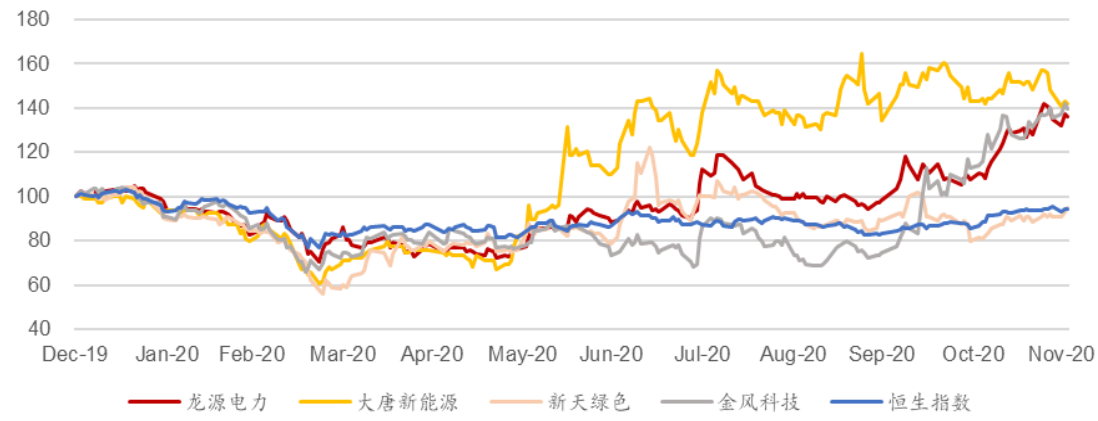
优于大市

分析师：萧小川 – robinxiao@cmbi.com.hk

伴政策春风，续写新篇章

风电行业股份 2020 年全年大致维持估值修复趋势。受资本市场剧烈波动影响，行业估值水平在 3 月份跌落至多年低点，随后则开启了持续反弹，行业企业股价表现跑赢大市。我们观察到驱动风电企业估值反弹的主要因素有三个，一是年内多家国企宣布并启动了私有化退市，私有化邀约价格大幅溢价于股价，引起了市场对于风电国企私有化预期及投机推动股价在 5-9 月持续攀升。二是进入 9 月以后，财政部、发改委、能源局三部委对于新能源补贴问题的讨论引起市场关注，诱发了市场对于存量巨额补贴问题解决的憧憬。最后则是市场对十四五提高非水可再生能源比例以及碳中和发展的预期，推导风电产业有望长期维持高速发展的态势。

图 349: 焦点风电行业股份股价表现图



资料来源：彭博，招银国际证券

展望 2021 年，陆上风电和光伏项目均进入平价时代，可再生能源年度补贴需求的封顶有望推动政府提出切实可行的办法来解决存量补贴资金的缺口问题。我们认为风电运营商将有望加速补贴资金回笼，并极大改善现金流水平，重新回到绿色电力公用事业企业合理的估值水平。在国家能源结构转型和碳减排方面，市场对十四五新增风电装机增长赋予了极大憧憬，若利好政策获得落实将继续驱动风机制造、材料设备、以及风电运营商的收入和利润维持高增长势头，有望伴随政策春风，续写新的发展篇章。

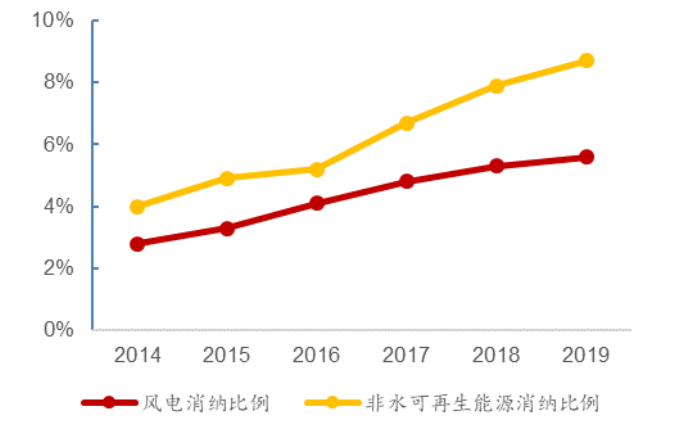
私有化趋势告一段落

华能新能源在 2020 年 2 月份完成私有化以后，又再有中广核新能源（1811 HK）、华电福新（816 HK，已退市）、京能清洁能源（579 HK）等新能源电力运营商提出了私有化计划。其中华电福新在 6 月份提出私有化邀约后，在 10 月份即完成私有化退市；中广核新能源撤回了私有化计划，而京能清洁能源则是在 11 月下旬提出了私有化报价，继续推进私有化进程。我们认为国企新能源运营商的私有化退市趋势将告一段落，一方面板块的估值水平已实现较为显着的修复，增加了私有化成本。另一方面，市场对于补贴拖欠的解决以及未来增长的憧憬将持续推动估值修复，环节企业资金需求同时亦可恢复港股的融资功能。在连续两家风电国企私有化退市后，我们需要指出龙源电力（916 HK）和大唐新能源（1798 HK）这两家具有较大规模的风电运营国企在港股绿色电力标的中具有一定稀缺性，若政策刺激落地，这两家企业或将持续受市场追捧。

2021 年风电装机能见度较低

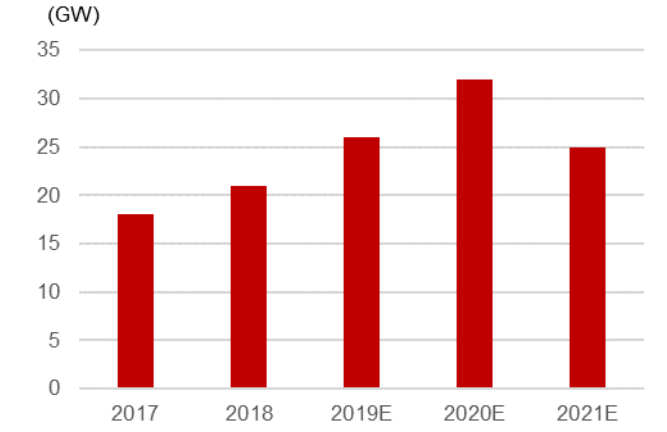
2020 是陆上风电补贴的最后一年，风电运营商均加大力度“抢装”以锁定高回报项目。然而上半年受疫情影响，风电装机及材料供应均受一定程度阻碍。国家能源局披露，前三季度风电装机 13.92 吉瓦，其中海上风电装机 1.58 吉瓦。结合行业信息，我们预料 4 季度风电装机步伐将会明显加快，全年实现 30-35 吉瓦新增风电并网规模。2021 是海上风电国家补贴的截止年份，我们判断风电抢装的趋势将从陆上转到海上，而陆上风电开发的重心则转向三北区域的平价大基地项目。在十四五乐观展望背景下，我们观察到风电行业对 2021 年风电装机提出了积极预期。但结合过往抢装过后的消纳压力，以及电网新增消纳指标，以及平价项目的回报率将有所降低等因素的考虑下，我们认为十四五期间风电装机将是前低后高，而 2021 年新增风电装机将呈明显回落。

图 350: 风电消纳比重仍有较大提升空间



资料来源：能源局、中国电力企业联合会

图 351: 中国风电吊装容量

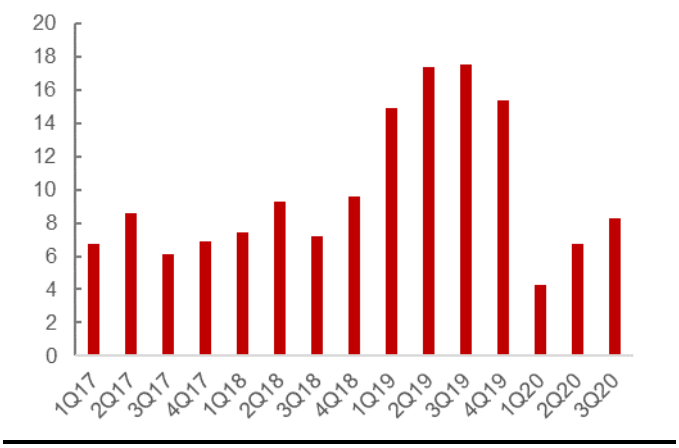


资料来源：招银国际证券预测

风机价格回归理性

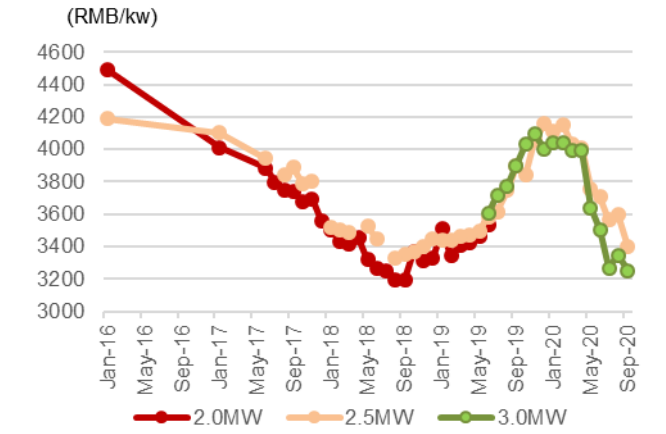
2020 年风机价格逆转了受风电抢装因素影响而扶摇直上的趋势，公开招标市场价格回归理性。受风机供应周期的影响，2020 年的新增公开市场招标主要反应的是 2021 年以后平价项目的需求。在陆上风电告别补贴的时代，风电项目开发商势必对风电机组的经济型，发电效率等因素提出更高的要求，也将促使风机厂商在技术进步和成本控制方面增加投入，以捕捉平价时代的先机。在技术发展趋势上，风电机组平台化和大型化已成为行业共识，主要风机企业均通过机组大型化推动风电平价发展，并通过零部件标准平台化以追求成本控制。目前国内的风电整机厂商的销售仍以中国市场为主，海外销售比例较小。展望未来，伴随国内平价项目的发展，国内风机厂商的技术和产品将愈发成熟，有望加速将海外市场扩张。

图 352: 季度风机招标量 2020 年显着回落



资料来源：金风科技，招银国际证券

图 353: 2020 年风机招标价格已回归理性



资料来源：金风科技，招银国际证券预测

2021 年板块策略：优选风电运营商

展望 2021 年，补贴问题解决曙光已现，叠加国家碳中和目标以及十四五能源结构继续调整的预期，我们认为风电板块有望持续享受价值重估。尽管主要股份年内股价实现显着反弹，目前港股风电运营商的前瞻市盈率平均仅为 5.57 倍，前瞻市净率仅为 0.52 倍，仍具有较大的估值修复潜力。我们认为风电行业 2021 年的表现将优于大市，对于子版块的推荐顺序为风电运营商>风机制造。

我们的行业首选为龙源电力（916 HK, 买入，目标价：HK$7.38）。公司具备全球最大的在运风电机组，同时累积了最多的风电补贴应收。2021 年若补贴解决方案落地，将持续推动价值重估。在未来发展方面，龙源电力规划十四五新能源装机目标翻倍，将为公司长期增长奠定基础。除龙源电力以外，我们还建议关注大唐新能源（1798 HK，未评级），在电力央企调整电源结构的背景下，我们预料大唐新能源将获得大唐集团层面更多的资源支持。

图 354: 风电行业估值表

上市公司	股票代号	市值 百万人民币	股价 (当地货币)	年初至今 (%)	目标价 (HK$)	评级	每股盈利 19	每股盈利 20E	每股盈利 21E	EPS-CAGR 19-21E	市盈率 19	市盈率 20E	市盈率 21E	市净率 19	市净率 20E	市净率 21E
港股风电运营商																
龙源电力	916 HK	43,898	6.49	31.6	7.38	买入	0.54	0.59	0.66	10.9%	9.87	9.24	8.25	0.86	0.78	0.73
大唐新能源	1798 HK	6,612	1.08	36.7	N/A	未评级	0.11	0.15	0.17	21.3%	6.72	6.18	5.48	0.50	0.41	0.38
新天绿能-H	956 HK	20,838	2.03	-9.8	2.50	买入	0.36	0.38	0.41	7.0%	4.69	4.52	4.15	0.55	0.48	0.44
中广核新能源	1811 HK	4,009	1.11	0.0	N/A	未评级	0.03	0.03	0.03	7.6%	4.32	4.77	4.77	0.60	0.53	0.46
协合新能源	182 HK	3,239	0.46	21.1	N/A	未评级	0.07	0.08	0.09	12.3%	5.48	4.96	4.25	0.53	0.52	0.49
平均											**6.22**	**5.94**	**5.38**	**0.61**	**0.54**	**0.50**
港股风电运营商																
新天绿能-A	600956 CH	20,838	8.80	#N/A N/A	N/A	未评级	0.36	0.37	0.40	5.4%	24.18	23.78	22.00	N/A	2.53	2.37
福能股份	600483 CH	13,731	7.80	-15.2	N/A	未评级	0.80	0.93	1.08	16.3%	12.01	8.43	7.21	1.26	0.99	0.92
嘉泽新能	601619 CH	6,575	3.17	-17.0	N/A	未评级	0.15	N/A	N/A	N/A	25.98	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
江苏新能	603693 CH	7,126	11.53	13.3	N/A	未评级	0.41	0.78	0.78	37.9%	17.31	14.78	14.78	N/A	1.56	1.49
节能风电	601016 CH	13,913	2.79	15.8	N/A	未评级	0.14	N/A	N/A	N/A	16.93	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均											**19.28**	**15.67**	**14.66**	**1.26**	**1.69**	**1.59**
风机制造																
金风科技-H	2208 HK	51,291	12.46	37.7	N/A	未评级	0.51	0.75	0.89	31.7%	20.03	14.06	11.85	1.44	1.35	1.24
金风科技-A	002202 CH	51,291	12.51	4.7	N/A	未评级	0.51	0.77	0.94	35.8%	20.67	16.23	13.31	1.73	1.60	1.47
明阳智能	601615 CH	32,263	17.21	39.9	N/A	未评级	0.53	0.96	1.33	58.3%	20.94	17.91	12.96	4.48	2.71	2.30
平均											**20.55**	**16.06**	**12.71**	**2.55**	**1.89**	**1.67**
风电设备及材料																
中材科技	002080 CH	32,371	19.29	55.6	N/A	未评级	0.82	1.18	1.35	28.2%	17.31	16.38	14.28	2.75	2.40	2.06
大金重工	002487 CH	4,879	8.78	61.4	N/A	未评级	0.32	N/A	N/A	N/A	12.86	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
天能重工	300569 CH	6,356	16.22	84.8	N/A	未评级	0.70	0.92	1.13	26.7%	16.80	17.63	14.35	3.09	3.66	3.32
泰胜风能	300129 CH	4,948	6.88	41.6	N/A	未评级	0.21	0.39	0.49	51.5%	20.21	17.64	14.04	2.14	1.96	1.77
平均											**16.80**	**17.22**	**14.22**	**2.66**	**2.68**	**2.38**
行业平均											**15.08**	**12.61**	**10.83**	**1.66**	**1.54**	**1.39**

资料来源：彭博，招银国际证券

中国城市燃气板块 优于大市

分析师：萧小川 – robinxiao@cmbi.com.hk

十四五开局 – 迈入城燃 3.0 时代

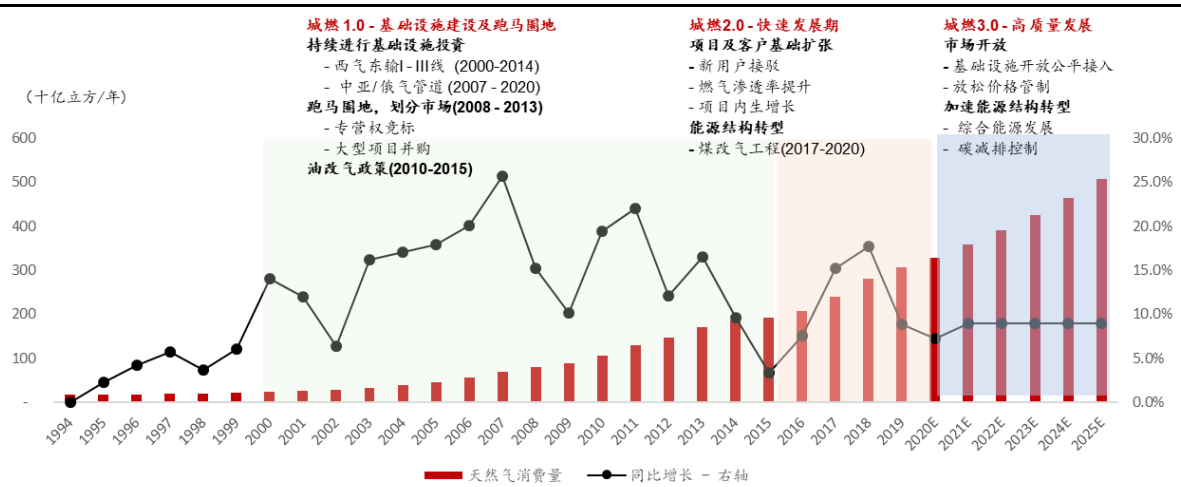
城市燃气迈入 3.0 时代

回顾过去 20 年城市燃气发展历史，我们可以将城市燃气的发展阶段大致划分为两个阶段，分别是 1）2000-2015 年城燃 1.0 时代，以及 2）2016-2020 城燃 2.0 时代。城燃 1.0 时代，中国构筑了天然气供应体系，并对天然气输送的主干网络，进口管道，以及 LNG 接收站等基础设施进行了大量投资，并极大丰富了天然气供应，从而大力推动了城市燃气行业的发展。形成了以 4 大燃气分销商为首，通过特许权竞标以及项目并购等方式跑马圈地，瓜分了主要的中东部地区市场的竞争格局。在漫长的 15 年快速发展历程，中国天然气消费年均增长达到了 14.8%。城燃 2.0 时代覆盖了整个十三五阶段，城燃的主要发展依托于城市燃气项目的内生式增长，以及快速增长的新增居民以及工商业用户接驳。与此同时，中国政府大力推行的煤改气政策在 2017 年开始极大促进了天然气消费量增长，为城燃企业带来了高双位数的天然气销售量增长。2015-2020 年，我们测算中国天然气年均消费增速为 11.2%。

我们认为城市燃气行业将自 2020 年开始迈入 3.0 时代。我们预判天然气消费量将在 2021-25 年十四五期间维持 8-10%的年均消费增长速度，同时整个行业的发展将从快速扩张进程逐步导向高质量发展。我们总结了几个将对城燃发展动态带来影响的几个关键趋势，包括

1） 城市居民接驳势将放缓；
2） 基础设施的开放将带来挑战与机遇并存；
3） 城燃企业将寻找新的增长点；以及
4） 上游气源能力将对存量业务的利润水平构成支持。

图 355: 城燃行业将自 2020 年开始迈入 3.0 时代



资料来源: 万得资讯, 招银国际预测
注: 图中，我们对 2021-25 年期间中国年均天然气消费量增速预期为 9%

天然气将成为实现碳中和的关键

习近平主席在联合国大会承诺中国将在 2060 年实现碳中和之后，市场对于中国实现碳中和之路展开了积极的讨论。市场对于可再生能源如风电和光伏在碳中和中的地位和角色非常明确，而对天然气基于其化石能源的角色而对其未来的发展定位则有所怀疑。基于天然气消费对煤炭消费显着的碳减排效益，天然气对大气污染治理效果显着，以及天然气发电灵活调峰特性有利于支持可再生能源发电的稳定发展，我们认为市场的担忧明显过虑。我们预判天然气将成为中国未来 10 年实现碳减排的关键抓手。对于碳中和更长远的展望，我们能够看到多项降低天然气碳强度的技术仍在积极演进之中，包括加入氢气掺混，以及碳捕捉技术等。我们对天然气实现零碳排放持积极展望。

碳排放强度较煤炭低 33-50%

燃气轮机及锅炉对比煤炭轮机及锅炉具有更高的能源使用效率。从能源系统的整体能效来说，燃气能源系统的能效可达 56-80%，而煤炭热电联产的效率最高仅为 48%。较高的系统能效将在能源的消费端带来较为显着的碳减排效果，但市场仍旧担忧在天然气开采过程中的甲烷泄露所带来的温室气体排放将抵消掉消费端的碳减排。根据国际能源署（IEA）对于天然气在生产和消费全生命周期的碳排放研究，天然气较煤炭在制热和发电的碳排放分别少 33%/50%。由于目前中国尚未实现碳达峰，我们认为采用天然气能够带来的减排效果将非常显着。

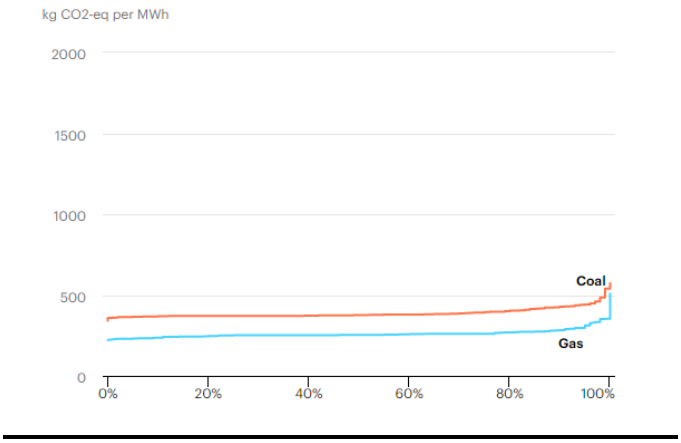
图 356: 天然气驱动的能源系统具有较高的效率

能源形式	系统效率
煤电	
亚临界煤电项目 （<300MW）	35-38%
超临界煤电项目 （600MW）	40%
超超临界煤电项目 （1000MW）	42%
热点联产	48%
燃气发电	
单循环燃气轮机	35-42%
联合循环燃气电厂 （CCGT）	56-60%
冷热电三联供 （CCHP）	80%
新奥能源泛能系统	**目标效率**
燃气轮机、余热锅炉，蒸汽锅炉多技术组合	85%*
新奥能源泛能项目展示	
广东豪丰新奥泛能站	80%
中德生态园	81%

资料来源：招银国际证券

注：* 泛能系统效率目标引自新奥能源 2017 年环境、社会及管制报告

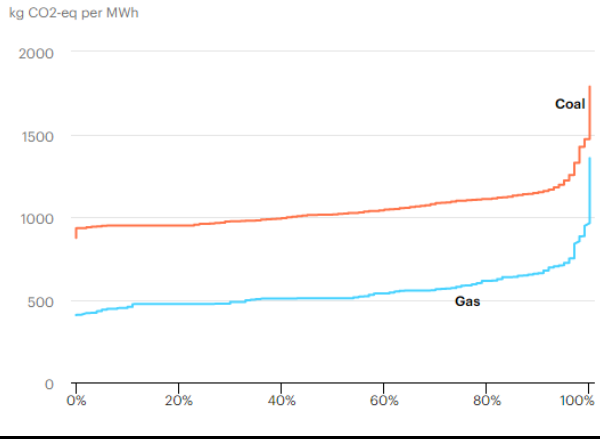
图 357: 煤改气制热可带来 33%的碳减排效果



资料来源: 国际能源署

注: 图示引用自下列报告 Full lifecycle emissions intensity of global coal and gas supply for heat generation, 2018, IEA, Paris https://www.iea.org/data-and-statistics/charts/full-lifecycle-emissions-intensity-of-global-coal-and-gas-supply-for-heat-generation-2018

图 358: 煤改气发电可带来 50%的碳减排效果



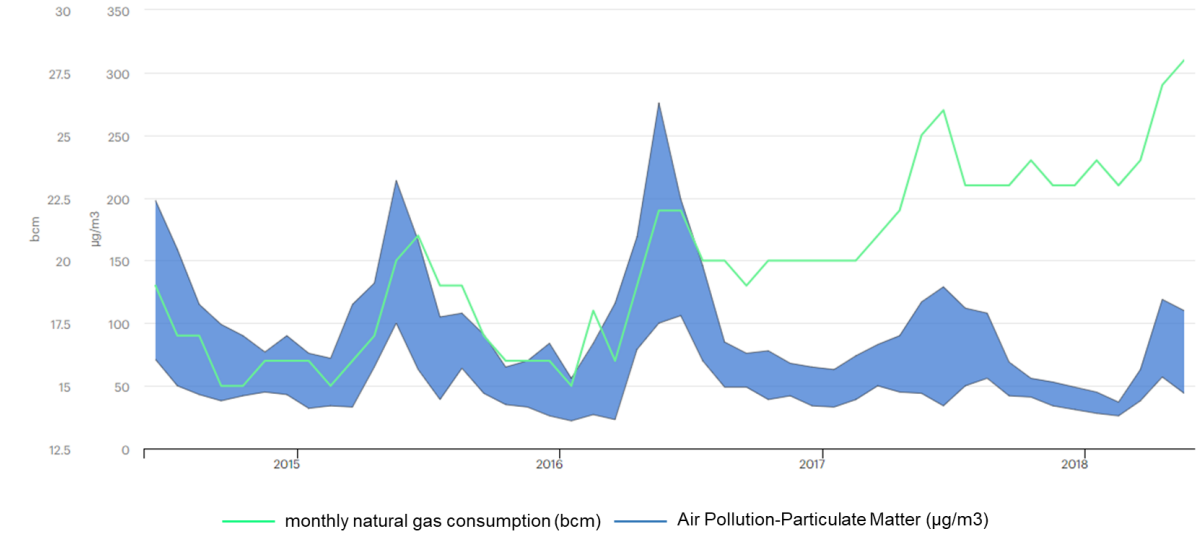
资料来源: 国际能源署

注:图示引用自下列报告- Full lifecycle emissions intensity of global coal and gas supply for power generation, 2018, IEA, Paris https://www.iea.org/data-and-statistics/charts/full-lifecycle-emissions-intensity-of-global-coal-and-gas-supply-for-power-generation-2018

天然气对于大气污染治理带来显着贡献

过去三年，我国在“大气污染防治计划”以及“打赢蓝天保卫战三年行动计划”等政策的支持下在大气污染治理方面取得了积极的成效。过去几年内，中国在华北地区完成了约 1800 万户煤改气工程，煤改气工程的推广为华北地区的空气质量改善带来了显着贡献。在多管齐下的作用下，全国 PM2.5 平均浓度 2019 年较 2015 年水平下降 20%。在重污染的“2+26”城市区域，2019 年 PM2.5 浓度较 2015 年下降 28%，并且重污染的天数同期亦取得 45%的下降。结合国际能源署（IEA）的分析，天然气消费量的提升与中国空气污染水平的下降呈正相关关系，体现出天然气消费对我国大气污染治理的积极贡献。

图 359 :煤改气业务对中国的空气质量改善带来显着贡献



资料来源: 国际能源署

注: 绿线显示中国天然气月消费量，蓝色区间显示空气污染强度水平

天然气的灵活调峰对高比例可在省能源应用构成有力支持

天然气发电系统的瞬时启停的特性非常适用于电力调峰，有助于增加电网的灵活性，从而实现高比例的可再生能源消纳。对比煤电，我们认为天然气发电的调峰能力更强，将在未来 10-20 年间对于提升可再生能源消纳水平影响关键。我们看好分布式天然气项目未来在中国能源系统中的定位及角色。

十四五期间天然气消费年均增速将维持较快增长

我们认为市场对于十四五天然气消费增速预期保守，主要的顾虑为天然气的碳排放影响，以及快速增长的消费需求使得国家天然气进口依存度快速提升，在贸易纷争加剧的背景下带来了关于能源安全的顾虑。基于我们上述关于天然气对于碳减排、碳中和、以及大气污染治理贡献的讨论，我们仍然肯定天然气对于十四五期间的能源转型维持重要地位。结合国家对于三大油增产上储的要求，以及全球 LNG 供应快速增长的态势，我们认为不必对能源安全角势过度担忧。在我们对十四五天然气年均消费增速 9%的基准情形预测中，到 2025 年，我们预测天然气消费量将增加 1,770 亿立方米，一次能源消费占比将提升至 12.2%，同时天然气进口依存度仅略微提升 2.6 百分点至 45.1%。

一次能源消费占比将是天然气十四五的关键控制目标

十二五阶段，中国天然气在一次能源中的占比仅从 4.4%提升至 5.9%。根据我们测算，预料十三五收官，该比重将提升至 8.8%，基本达到十三五设定目标。在 2016 年发布的《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》中，中国政府对于能源结构转型的长远规划是到 2030 年，天然气在一次能源消费占比要达到 15%。基于天然气对于碳减排及大气污染治理的作用和角色，我们预料政府将维持战略定力，并就十四五设定一个合理的一次能源占比目标水平。

图 360: 天然气十二五及十三五主要目标及成果汇总

		十二五			十三五			
项目	单位	2010	2015	2010-15 CAGR / 2015 vs.2010	2019A	2020T	2020E	2015-20E CAGR / 2015 vs.2020E
能源消费总量	十亿吨标准煤	3.61	4.30	3.6%	4.86	<5.0	4.85	2.4%
累计探明储量	万亿立方米	9.1	13	7.4%	16.3	16	17.3	5.9%
产量	亿立方米	95.2	135	7.2%	177.3	207	189	7.0%
表观消费量	亿立方米	107.5	193.1	12.4%	306.7	312-360	329	11.2%
一次能源消费占比	%	4.4	5.9	6.0%	8.3	8.3-10	8.8	2.9ppt
天然气进口量	亿立方米	17	61.4	29.3%	132.2	N/A	140	17.9%
对外依存度	**%**	**15.8%**	**31.8%**	**+16.0ppt**	**43.1%**	**N/A**	**42.6%**	**+10.8ppt**

资料来源: 国家发改委, 招银国际证券预测

图 361: 基准情形下，我们预测十四五天然气年均消费增速为 9%

		十四五展望 2025E			2020-25E CAGR 基准情形
项目	单位	悲观	基准	乐观	2025E vs. 2020E
能源消费总量	十亿吨标准煤	5.50	5.50	5.50	2.5%
产量	亿立方米	265	278	291	8.0%
2020-25年均增速假设		7.0%	8.0%	9.0%	n/a
表观消费量	亿立方米	483	506	530	9.0%
2020-25年均增速假设		8.0%	9.0%	10.0%	n/a
一次能源消费占比	%	11.7	12.2	12.8	3.4ppt
天然气进口量	亿立方米	218	229	239	10.3%
对外依存度	**%**	**45.2%**	**45.1%**	**45.1%**	**+2.6ppt**

资料来源: 招银国际预测

能源安全顾虑及天然气增产上储计划

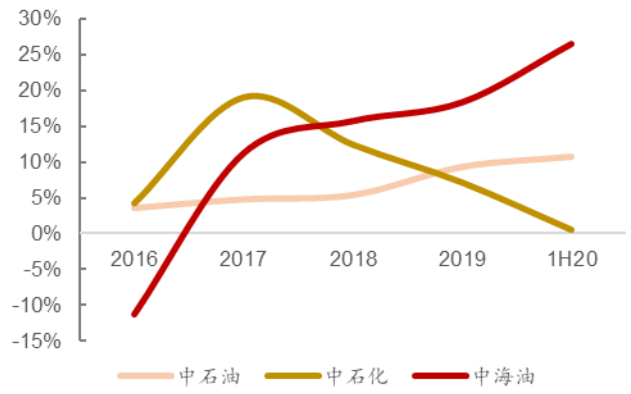
结合十三五天然气的发展情况，我们认为对于十四五天然气发展的最大制约将来自能源安全方面的考虑。预料到 2020 年，中国天然气对外依存度将自 2015 年的 31.8%上升至 42.6%。在国际形势处于百年未有之大变局背景下，对外摩擦以及贸易形式显着加剧，引起了国家对于能源供应安全的关注，也带来了 2019 年国家对煤改气政策导向进行了调整，抑制消费增速过快上涨。

在供应端，政府推动三桶油在 2019 年提出了增产上储“七年行动计划（2019-2025）”，加大了对于石油和天然气资源的勘探和开发。在 2020 年上半年，我们已观察到中石油及中海油的国内天然气产量增速显着加快，预料中石化也将加快天然气勘探和生产步伐。回顾十二五及十三五期间，国内天然气产量年均增速分别为 7.2%和 7.0%（十三五增速为招银国际预测值）。受勘探和生产投资增加所驱动，我们预判十四五期间的国内天然气产量增速区间为 7-9%。结合天然气消费增速略有放缓，到 2025 年，我们预判天然气对外依存度将控制在 45%左右，将处于较为合理的控制区间。我们认为国内天然气产量增速仍有上修空间，将有可能进一步带动天然气消费增长。

国际供需环境有利于天然气消费增长

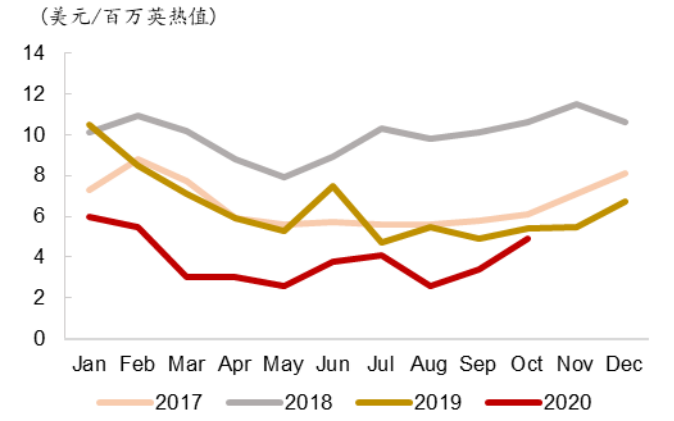
除国内天然气产量增加外，根据我们对十四五天然气年均增速 9%的基准条件假设，预计到 2025 年，中国天然气进口量将净增长 890 亿方，其中 350 亿方来自于 2019 年 12 月投运的中俄输气管线，而其余的 540 亿方则来自于 LNG 进口。根据国际能源署预测，在 2020-25 年间全球将有多个 LNG 出口项目投运带来超过 1200 亿方的年供应增量，带动供应量增长 20%，而全球 LNG 贸易需求增速则低于此增长速度。供应宽松的局面将加剧供应商之间的竞争，对未来几年的 LNG 贸易带来极具的价格环境，从而带动 LNG 进口量的增长。

图 362: 三桶油正在加速国内油气勘探开发，在国内天然气产量增长呈显着增长态势



资料来源：公司资料，招银国际证券

图 363: 日本到岸 LNG 价格指数显示亚洲市场 LNG 价格处于多年低位

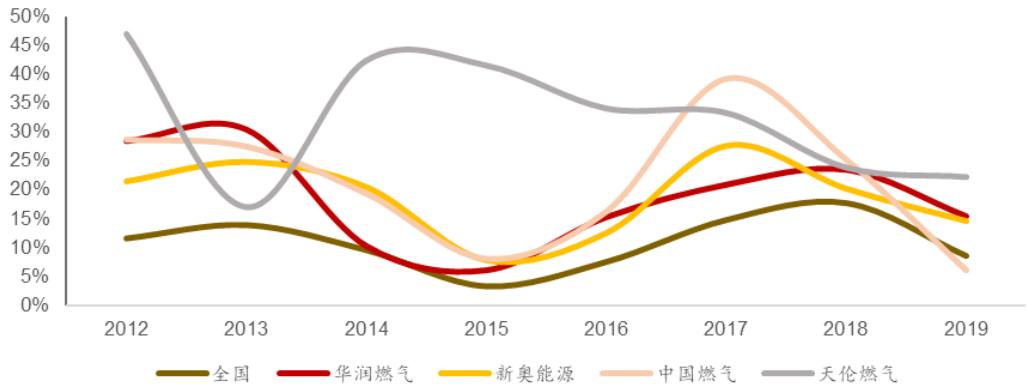


资料来源：彭博，招银国际证券

十四五期间主要城燃气量增长快于全国平均

结合过去 9 年的历史增速，我们所覆盖的几家城燃企业城市燃气（零售部分）销售气量均显着高于国家平均增速。未来几年，结合各家企业的业务发展计划，我们认为这样的趋势仍将持续。

图 364: 我们所覆盖城燃企业零售气量增速快于全国水平



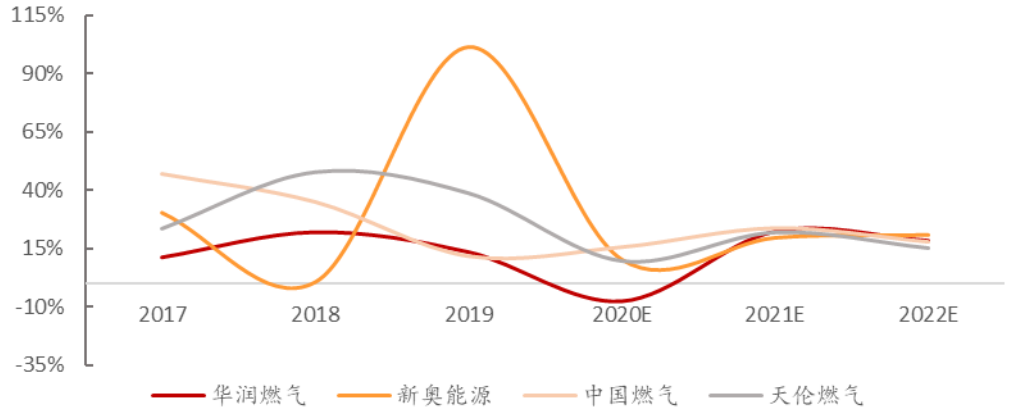
资料来源: 万得资讯，招银国际证券

注: 中国燃气的销售气量数据基于三月结财年数据，2019 年数据对应 2020 财年，在 2020 年 1-3 月受疫情影响导致显着下滑，低于全国水平。

板块评级：优于大市

2020 年，受公共卫生事件的影响，市场对城燃企业的销售气量以及工程接驳等核心业务均具呈较大不确定性，导致城燃企业的股价表现（除新奥燃气以外）跑输大市。结合 2021 年经济复苏的展望，以及我们对于天然气在碳中和道路的角色和十四五期间天然气消费需求增长的预判，我们认为城燃企业在十四五政策端可能与市场观感存在预期差。我们所覆盖的四家城燃企业 2019-22 年的年均盈利预测增长区间在 10.1% - 19.7%，继续保持较快增速。我们对 2021 年城燃板块的评级为跑赢大市。

图 365: 城燃企业盈利增速及展望



资料来源: 公司资料, 招银国际预测

注: 中国燃气 2017-22 年盈利增速分别对应 2018-23 财年

板块首选：中国燃气（384 HK）

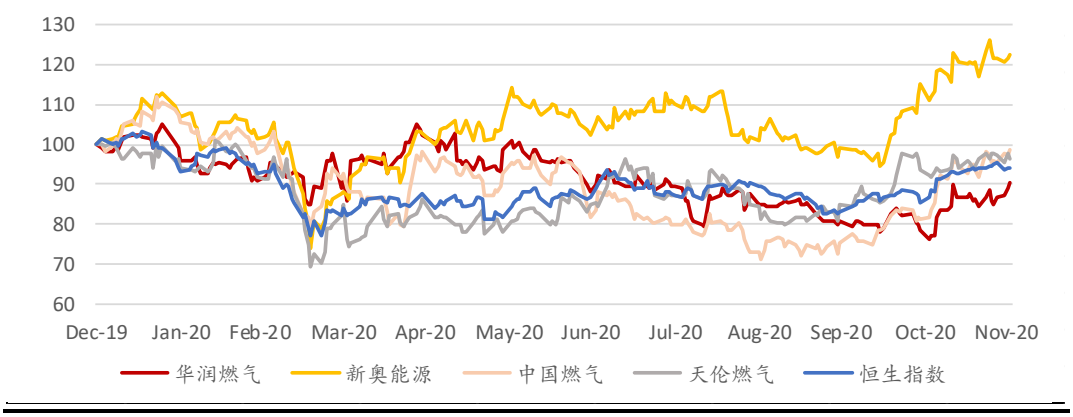
根据城燃企业的 2021 年的盈利增速，和估值情况，我们对于城燃板块的首选是中国燃气（384 HK，买入，目标价：37.12 港元）,公司在受公共卫生事件影响背景下 2021 财年上半年实现较好的天然气销售量增速以及核心盈利增长，同时在备受市场关注的自由现金流方面实现了转正，有助于持续提振市场情绪。预料中国燃气将在 2021 年持续推进农村及乡村工程接驳，并加快增值服务业务带动气量、收入和盈利增长。我们还偏好新奥能源（2688 HK，买入，目标价：120.00 港元），公司在促进工商业客户的能源结构转型方面领先同业，并在气量销售增长以及核心盈利增速上具备较高的可见度。我们对于城燃企业的推荐顺序为：中国燃气>新奥能源>天伦燃气>华润燃气。

图 366: 城燃企业估值表

上市公司	代号	收盘价（港元）	市值（百万港元）	评级	目标价（港元）	每股盈利 FY0	每股盈利 FY1	每股盈利 FY2	3年 CAGR	市盈率 FY0	市盈率 FY1	市盈率 FY2	市净率 FY0	市净率 FY1	市净率 FY2
跨区域城燃企业															
中国燃气	384 HK	28.60	149,074	买入	37.12	1.76	2.07	2.36	15.8%	15.9	13.8	12.1	3.3	3.1	2.6
新奥能源	2688 HK	102.80	115,940	买入	120.00	5.05	5.38	6.27	11.4%	19.4	16.1	13.8	3.6	3.2	2.7
华润燃气	1193 HK	38.20	88,395	持有	42.00	2.32	2.23	2.53	4.3%	18.5	17.2	15.1	2.9	2.6	2.4
昆仑能源	135 HK	5.92	51,260	未评级	N/A	0.67	0.66	0.77	7.2%	9.0	7.6	6.5	0.9	0.8	0.8
港华燃气	1083 HK	3.46	10,273	未评级	N/A	0.46	0.48	0.54	8.3%	8.8	7.2	6.4	0.6	0.5	0.5
天伦燃气	1600 HK	6.40	6,423	买入	8.31	0.80	0.89	1.01	12.3%	7.0	6.1	5.3	1.3	1.2	1.0
行业平均										**13.1**	**11.3**	**9.9**	**2.1**	**1.9**	**1.7**

资料来源：彭博，招银国际证券

图 367: 焦点城燃企业股价表现



资料来源：彭博，招银国际证券

中国快递板块

同步大市

分析师：冯键嵘, CFA – waynefung@cmbi.com.hk

市场份额争夺战仍将持续，看好细分赛道冠军

投资亮点

中国快递行业正处于竞烈的价格战之中，但我们认为这种割喉式的价格战无法长期持续，我们预期快递单票价格有机会于 2021 年稳定下来。长达而言，我们看到行业整合的巨大空间。我们维持快递行业**同步大市**评级，选择性看好高端时效市场的冠军**顺丰(002352 CH, 买入)**以及在中低端市场最具成本优势的**中通快递(2057 HK / ZTO US, 买入)**。

行业集中度具有相当大的提升空间

中国快递行业集中度仍然偏低，2020 年上半年前三名(按快递件数)占市场总量只有 52%。我们看到相当大的提升空间，我们预期未来将出现通过并购提升行业集中度的趋势。以日本快递市场为例，前三名占全行业的份额从 04 财年的 82%上升至 20 财年的 94%。

割喉式价格战无法长期持续

2020 年快递行业进入了一场前所未有价格战，主要原因包括: (1) 极兔速递快速扩张，(2) 顺丰和中通采取更进取的市场策略，(3) 大部份公司拥有稳健的资产负债表。今年前 10 月，快递业务量同比大幅上升 30%，单票价格则同比下降 10%。我们认为现时的价格战不可持续，主要由于这个价格下部份大型快递公司也没法做到盈亏平衡，我们相信转折点有机会在 2021 年出现。

看好长期快快递需求增长

我们预期快递行业在消费复苏、稳定的电商渗透率以及冷链物流需求持续增长的支持下，2021-22 年的业务量将增长 16-18%。

股价催化剂

(1) 单票价格回稳; (2) 头部企业进行大型并购

主要风险

(1) 出现旷日持久的价格战; (2) 网上消费不及预期; (3) 营运成本上升

2021 年行业展望

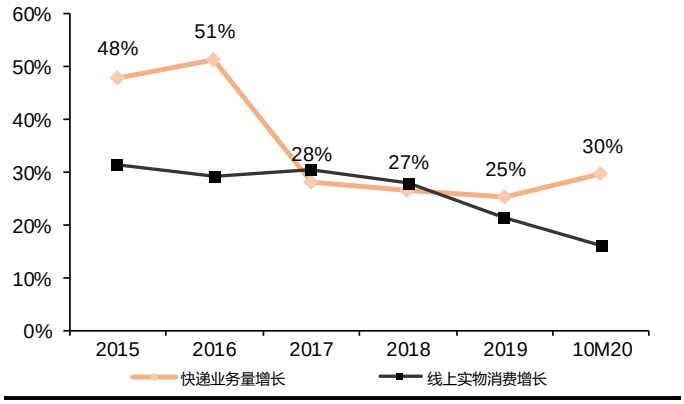
需求预测

中国快递业务量从 2014 年的 140 亿件大幅上升至 2019 年的 635 亿件，相当于 35%的复合年增长，主要受惠同期 28%的电商复合年增长。

2020 年，新冠疫情加上直播带货进一步拉动在线消费。今年前 10 月在线实物销售同比上升 16%，电商渗透率从 2019 年的 20.7%大幅上升至今年前 10 月的 24%，拉动快递业务量于今年前 10 月同比大幅增长 30%。

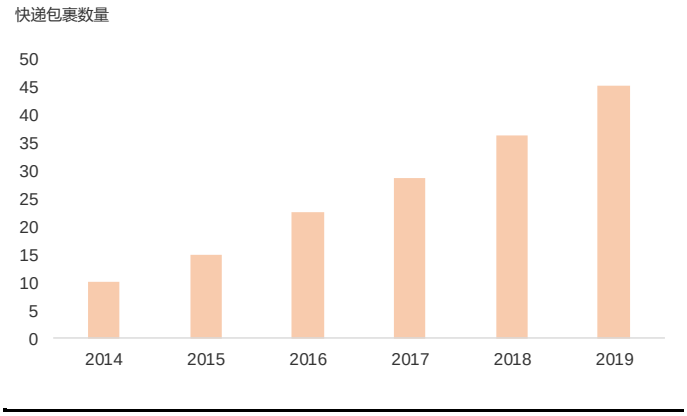
招银国际宏观团队预期 2021 年社会零售消费在总需求回暖和低基数效应的提振下增长 13%，我们预期我们预期快递行业在消费复苏、稳定的电商渗透率以及冷链物流需求持续增长的支持下，2021-22 年的业务量将增长 16-18%。

图 368: 中国快递业务量和在线实物消费



资料来源：国家邮政局，招银国际证券

图 369: 中国快递人均包裹数量



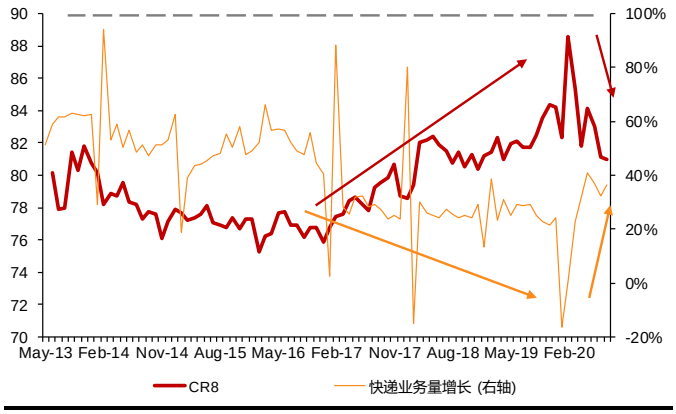
资料来源：国家邮政局，招银国际证券

行业整合是长期趋势

中国快递行业现时集中度较低，前三位占行业只有 52%(今年上半年)。从历史数据可以看到，市场集中度和快递业务量呈相反走势 (过去 7 年相关度: -52%)，以快递业务量计算，前八名市场份额从 2013 年初的 80%下降至 2016 末的 76%，主要由于快递需求高速增长吸引更多参与者。集中度从 2017 年初的 76% 回升至 2020 年初的 88%，主要由于行业增速放缓令头部企业获得更多市场份额。然而，2020 年二季度起由于快递需求快速增长加上更多新竞争加入，前八名市占率于今年首 10 月回落至 83%。

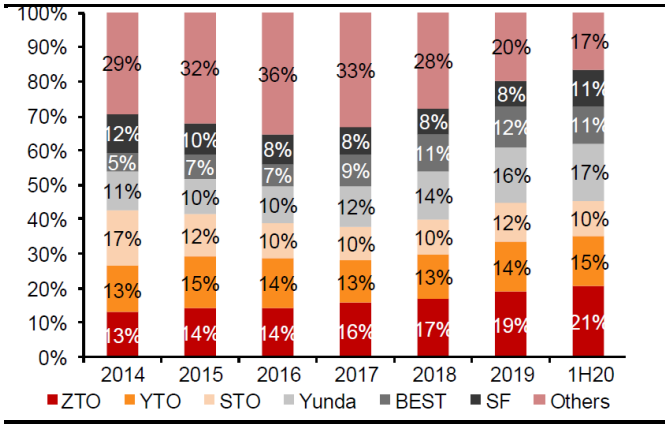
在过去数年的激烈竞争中，中通(2057 HK / ZTO US)的市场份额从 2014 年的 13%快速上升至今年三季度的 21%。另一方面， 过去一直坚守时效快递市场的顺丰（002352 CH）也开始在中低端市场采取更进取的策略，带动业务量自 2019 年下半年开始加速上升。

图 370: 中国快递前八名市场份额和业务量成反比



资料来源：国家邮政局，招银国际证券

图 371: 中国快递市场份额



资料来源：国家邮政局，公司，招银国际证券

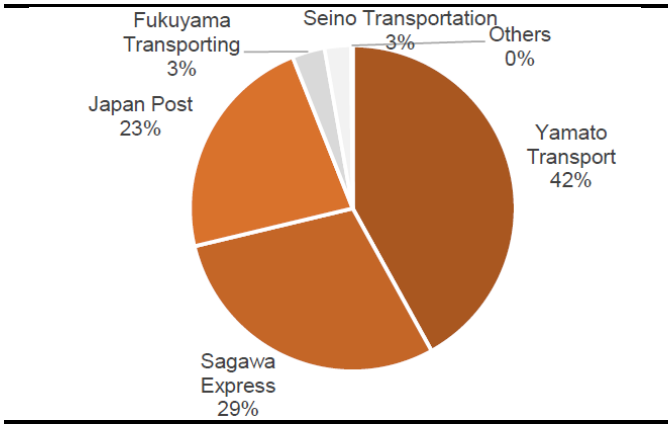
以日本快递行业发展作参考

参考日本的快递行业，Yamato Transport (9064 JP), Sagawa Express (SG Holding [9143 JP] 旗下)以及 Japan Post (6178 JP)是日本三大快递企业。过去日本快递行业竞争激烈，但经过一段时间的价格战，市场集中度(前三)从 2004 财年(三月结)的 82%上升至 2020 财年的 94%。此外，快递公司数目从 2002 财年的 36 家下降至 2014 财年的 21 家，而寡头竞争格局一直维持至现在。

2017 财年，Yamato 20 年来首次把快递价格上调，上调的因素包括劳动力短缺、电商需求上升以及通胀等宏观因素，而我们相信行业集中度提升是一个重要因素。2017-20 财年期间，Yamato 和 Sagawa Express 的单票价格分别上升 17%和 26%。

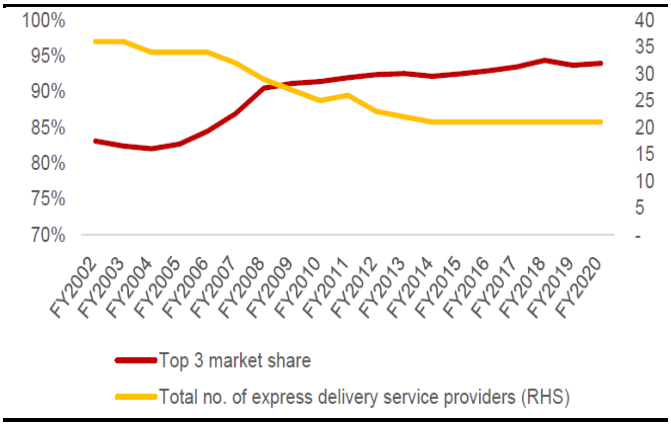
我们相信中国快递行业的集中度将会在头部企业的规模优势持续扩大以及更多大型并购而得以提升。

图 372: 日本快递市场份额 （2 0 财年）



资料来源：日本国土交通省，招银国际证券

图 373: 日本快递前三市场份额和快递企业数量



资料来源：日本国土交通省，招银国际证券

焦点股份

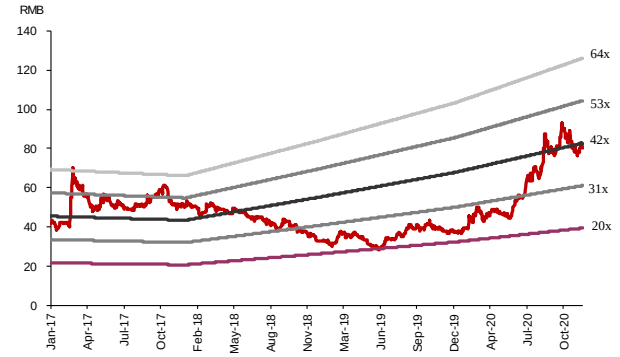
中通快递 (2057 HK, 买入, 目标价: HK$292 / ZTO US, 买入, US$37.7)

我们看好中通快递超卓的成本优势以及市场份额提升的良好往绩， 我们相信中通是少数能在激烈价格战中受惠的公司，并将成为行业整合战的胜利者。我们预期中通 2020 年盈利下跌 11%, 2021 年盈利回升 41%。

顺丰 (002352 CH, 买入, 目标价: RMB114)

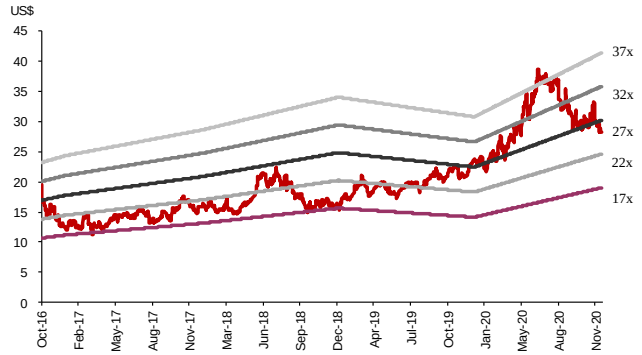
我们看好顺丰在时效快递的强大竞争优势，加上扩展电商快递的有效策略， 拉动产能使用率和提升市场份额， 我们预期顺丰 2020/21 年盈利增长 46%/28%。我们相信鄂州机场于 2021 年底开始运营后顺丰可通过幅射式模式扩展地区覆盖范围。

图 374: 顺丰股价及估值



资料来源：彭博, 招银国际证券预测

图 375: 中通(ZTO US)股价及估值



资料来源：彭博, 招银国际证券预测

中国汽车板块

同步大市

分析师：白毅阳 – jackbai@cmbi.com.hk

重归增长属性，聚焦细分赛道

预计 2021 年批发销量将实现双位数增长

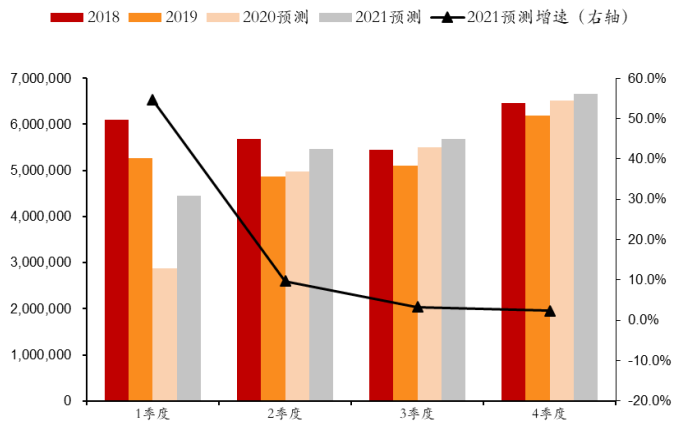
2020 年 1-10 月，中国乘用车产销分别完成 1951.9 万辆和 1969.9 万辆，同比下降 4.6%和 4.7%。从乘用车来看，1-10 月产销分别完成 1531.6 万辆和 1549.5 万辆，分别同比下降 10.1%和 9.9%。受到新冠疫情影响，预计中国整体乘用车销量将连续三年下滑，**预计 2020 年乘用车销量同比下滑 7-9%。**

中国乘用车销量自 2018 年开始下滑（-4%），并在 2019 年继续负增长（-9%）。2020 年由于疫情原因，整体销量仍将同比下滑（-7%-9%）。销量连续下滑使得部分车企陷入持续亏损，而新冠疫情成为压倒骆驼的最后一根稻草。从 2020 年下半年开始，汽车行业逐步出清，尾部车企开始退出市场。据不完全统计，曾经的耀眼明星力帆汽车（601777 CH）、华晨集团、众泰汽车（000980 CH）等均已破产重整。我们认为行业的出清，对整体行业未来健康发展起到至关重要的作用。恶性竞争不仅导致头部车企的销量下滑，更拖累了行业整体盈利能力。我们预计随着行业洗牌逐步完成，车企的盈利能力将有大规模地提升。

重启汽车下乡将拉动首购需求，国三换购政策将有助消费升级。我们在 2019 年底曾预测汽车下乡的政策，虽然推出时间略晚于我们预测，但是我们却更加欣赏在此时的政策推出。主要原因在于汽车下乡政策在惠及老乡的同时，主要拉动首购、小排量的购车需求，车型具有单价低、配置简单等特点。在市场未完成出清之前，政策副作用将使得汽车生产端出现软约束，阻碍市场在资源配置中发挥决定性作用。而在 2020 年市场逐步完成出清后，首购需求将支撑头部车企的跑量车型销售，带动销量及经营杠杆的稳步提升。

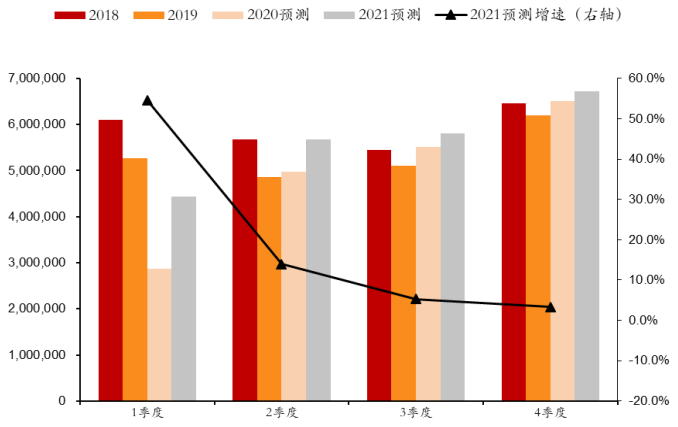
受惠于销量企稳叠加政策支持，我们预计 2021 年将是中国汽车行业由周期重归增长的重要一年。**我们预计 2021 年全年乘用车将有望实现 12-14%的高速增长。**

图 376: 2021 年乘用车销量预测（基准情形）



资料来源：中汽协及招银国际证券预测

图 377: 2021 年乘用车销量预测（利好情形）



资料来源：中汽协及招银国际证券预测

自动驾驶赛道 – ADAS 下沉 + 新基建启动

2019 年，DSRC 在政策推动下完成戴维斯双击后，二级市场车联网相关标的迎来平台期。而 C-V2X 基建的部署主要停留在少数示范区内，并且 LTE-V2X 应用主要集中于支持 ADAS，提升道路安全及提高效率等和舒适性。2020 年 7 月，5G 国际标准 R16 正式冻结。5G NR-V2X 是 LTE-V2X 的升级版本，利用 5G 通信技术中 eMBB 特征，支持高级别自动驾驶场景应用。在此背景下，我们认为车联网相关基础设施建设有望加速普及，未来两年将会陆续有相关产品服务落地。伴随 5G 逐步商用化，我们预计 NR-V2X 基建及测试认证等领域进入快速发展期。从时间点上我们认为上游（通信芯片、通信模组、终端与设备）的盈利弹性高于下游（整车制造、测试认证、运营服务）。我们建议投资者关注高精地图供应商四维图新（002405 CH），智慧交通解决方案提供商千方科技（002373 CH）等。

我们同时看好 L2/L3 级 ADAS 下沉细分领域。在完全自动驾驶还未充分放量之前，我们认为短期内合资品牌及自主品牌将更多装配 ADAS 系统，以提升产品竞争力。在八大分类中（自适应巡航、前向碰撞报警、智能车速辅助、车道偏离报警、车道保持、换道辅助、驾驶员状态监控、泊车辅助），我们认为泊车辅助在乘用车领域以及驾驶员状态监控在商用车领域的渗透有望快速提升。因此在 ADAS 细分赛道中，我们更偏向相关摄像头和毫米波角雷达（24GHz）领域。相关个股包括光学镜片及镜头组供应商舜宇光学，模组供应商欧菲光，具备 24GHz 毫米波量产能力的华域汽车（600741 CH）等。

智能座舱赛道 – 软硬件兼顾

相比自动驾驶赛道，我们认为由特斯拉（TSLA.US）在汽车行业引发的智能化革命，影响更加深远。智能座舱渗透率的提升主要由供给端算力提升及需求端消费升级双向驱动。我们注意到智能座舱六大产品（车载信息娱乐系统、驾驶信息系统、流媒体后视镜、行车记录仪、后排液晶显示、HUD）中，IVI 渗透率水平接近 90%，而 DIC 等产品仍具备增长空间。我们推荐智能座舱 Tier 1 德赛西威（002920 CH）、车载软件定制化供应商中科创达（300496 CH）等。

新能源汽车

2020 年 11 月，国务院正式发布《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，使得未来 15 年中国新能源汽车发展具备了顶层设计的利好。根据新的 20%的渗透率作为参考，我们测算 20%的新能源渗透率对应 2025 年 500 万辆新能源汽车销量，2020E-25E CAGR 为 37%。我们认为 20%的渗透率目标与今年 6 月份发布的新版“双积分”政策趋势一致，体现该政策将成为十四五期间促进新能源汽车产业发展的重要推手。

从双积分角度来看，《发展规划》将 2025 年纯电动乘用车新车平均电耗降至 11.0 千瓦时/百公里上调为 12.0 千瓦时/百公里，有助于缓解整车厂新能源积分压力，改善整车厂盈利预期。我们认为《发展规划》提出“遏制盲目上马新能源汽车整车制造项目等乱象，支持兼并重组、做大做强”，有助于车企良性竞争，避免进入价格战。利好头部造车新势力蔚来汽车（NIO.US）、小鹏汽车（XPEV.US）、理想汽车（LI.US），新能源汽车销售占比较高的比亚迪（1211HK/002594 CH）以及传统车企中具备较强新能源实力的参与者如广汽集团（2238 HK）、吉利汽车（175 HK）、长城汽车（2333 HK）。

我们相信龙头零部件企业有望进行全球化配套，拓展海外市场，形成世界级新能源零部件企业。我们推荐投资者关注上游产业链国内动力电池行业领导者宁德时代（300750 CH）、刀片电池龙头比亚迪（1211 HK/002594 CH）。我们同时推荐投资者继续关注锂业龙头赣锋锂业（1772 HK/002460 CH）天齐锂业（002466 CH），正极龙头当升科技（300073 CH），负极龙头璞泰来（603659 CH）、隔膜龙头恩捷股份（002812 CH）、电解液龙头新宙邦（300037 CH）等。

我们注意到相比征求意见稿，发展规划在增加了“氢燃料技术突破”、“氢燃料供给体系建设”等内容，反应出发展规划在技术路线方面更加多样化。我们推荐投资者关注在制氢、膜电极、燃料电池电堆、燃料电池发动机系统等方面完成布局的氢燃料龙头雄韬股份（002733 CH）。我们同时推荐具有清华大学背书并有望拓展 2022 年冬奥会氢燃料示范业务的氢燃料系统供应商亿华通（688339 CH）。

充换电桩产业链。《发展规划》增加“对充电桩建设及运营提供政策支持”的描述。我们认为通过财政补贴的方式能够加快充电桩的建设，并促进运营端盈利能力的形成。我们推荐投资者关注电动汽车充电桩的投建及运营绝对龙头特锐德(300001 CH）。在基建设备端，我们推荐直流电、配电及充换电设备龙头许继电气(000400 CH）。

循环利用体系建设。《发展规划》特别增加“回收利用等环节的管理制度”及“建设动力电池高效循环利用体系”等描述，意在完善动力电池的全生命周期管理。在动力电池回收缓解，《发展规划》特别提出“落实生产者责任延伸制度”。我们认为未来回收利用主体责任将大概率落实到动力电池生产企业，小型生产商将无力完成全生命周期管理而退出市场，而龙头电池企业有望受益于循环利用体系建设。在相关标的上，我们推荐投资者关注动力锂电池回收处理再利用唯一标的格林美（002340 CH）。

行业估值仅反映周期性反弹，布局成长属性仍有上车机会

汽车整车板块。随着汽车销量增速恢复正增长，整车行业估值在 2020 年下半年连续抬升，A 股汽车行业市盈率在 11 月底达到，超过 2015 年水平。部分市场参与者认为整车估值水平已经过高，未来将面临回调风险。而我们认为，整车行业估值的抬升仅仅反映了销量周期性反弹，未来随着汽车销量重回增长属性，行业估值也将从周期切换至增长属性，未来行业估值有望继续抬升。我们认为自主龙头吉利汽车（175 HK）及长城汽车（2333 HK）有望利用自身新产品周期，叠加行业政策刺激，迎来业绩高速增长。

汽车经销商板块。从 2020 年上半年经销商。疫情过后，豪华品牌占比由顶峰 15%逐步恢复至 12%。2020 年下半年以来，部分汽车经销商上市公司出现债务危机，如正通汽车（1728 HK）、润东汽车（1365 HK）等。我们认为未来汽车经销商行业将出现并购整合潮。同时，1）解除限迁政策的全面落实以及 2）二手车经销减按 0.5%征收增值税等政策呵护下，二手车交易量有望迎来高速增长的机遇期。2020 年 8、9、10 二手车交易量连续双位数增长（8 月同比+12% / 9 月+12%/10 月+17%）。从长期来看，我国新旧比在 0.7:1 左右，如果我们参照新车和二手车交易量的比例为 1：1 甚至 2:1 来看，中国二手车市场发展潜力是巨大的。我们认为随着行业规范以及信用体系的建立，阻碍市场发展的核心问题将逐步解决，我国二手车市场未来有望加速向成熟市场收敛。我们看好豪华汽车经销商龙头中升控股（881 HK）及美东汽车（1268 HK），关注永达汽车（3669 HK）。

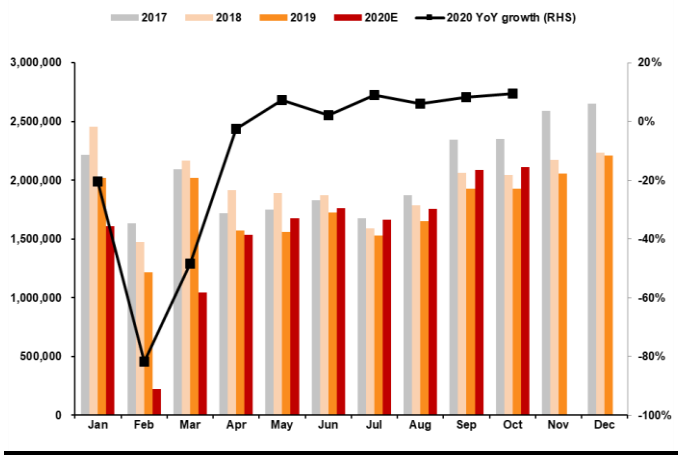
图 378: 估值表

公司	代码	股价 (LC)	目标价 (LC)	评级	涨幅空间	市值 （百万人民币）	每股盈利（LC）			市盈率 (基于目标价)			每股盈利增长
							FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E	
广汽集团	2238 HK	8.8	12.1	买入	38%	118,667	0.7	0.9	1.0	13.2	10.1	8.9	22%
吉利汽车	175 HK	22.7	NA*	买入	NA	180,300	0.8	1.1	1.2	29.5	21.5	19.1	24%
华晨中国*	1114 HK	7.0	10.3	NA	NA	29,236	1.6	1.8	1.6	4.4	4.0	4.4	1%
长城汽车	2333 HK	16.1	17.0	买入	6%	209,661	0.5	0.8	0.9	32.4	21.2	18.6	32%
比亚迪	1211 HK	186.9	230.0	买入	23%	457,782	1.5	1.7	2.2	127.9	107.8	84.0	23%
东风集团股份	489 HK	8.0	12.0	买入	50%	58,920	1.1	1.4	1.5	7.5	5.9	5.5	17%
北京汽车*	1958 HK	3.0	3.5	NA	18%	19,925	0.4	0.5	0.6	8.0	5.9	5.1	25%
上汽集团	600104 CH	27.1	33.9	买入	25%	306,574	2.0	2.4	2.7	13.7	11.2	10.1	16%
长安汽车*	000625 CH	23.9	16.0	NA	-33%	122,907	0.9	0.9	1.1	28.1	26.9	22.0	13%
江淮汽车*	600418 CH	9.7	9.6	NA	-1%	18,422	0.2	0.3	0.4	59.8	36.3	27.6	47%
长城汽车*	601633 CH	27.3	25.0	NA	-8%	209,661	0.5	0.8	0.9	53.8	35.8	29.7	35%
广汽集团*	601238 CH	13.9	16.0	NA	15%	118,667	0.7	0.9	1.1	20.4	15.3	13.0	25%
江铃汽车*	000550 CH	19.9	10.3	NA	-48%	12,211	0.4	0.5	0.6	52.6	42.3	34.9	23%
比亚迪	002594 CH	174.1	223.8	买入	28.5%	457,782	1.5	1.9	2.4	114.7	93.8	73.5	25%
平均										15.3	12.6	10.8	16%

资料来源：招银国际证券预测 / *基于彭博一致预期 / 目标价检视中

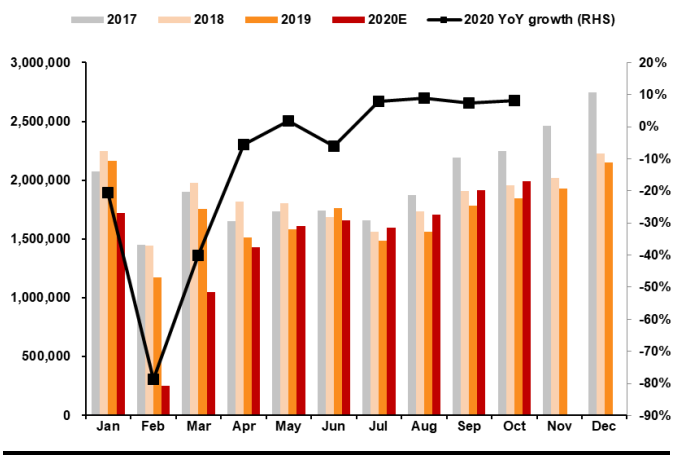
重要图表

图 379: 中国乘用车月度批发销量



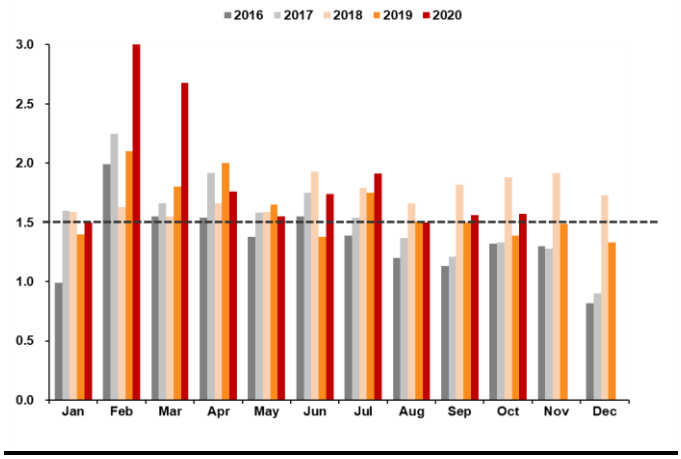
资料来源：中国汽车工业协会及招银国际证券

图 380: 中国乘用车月度零售销量



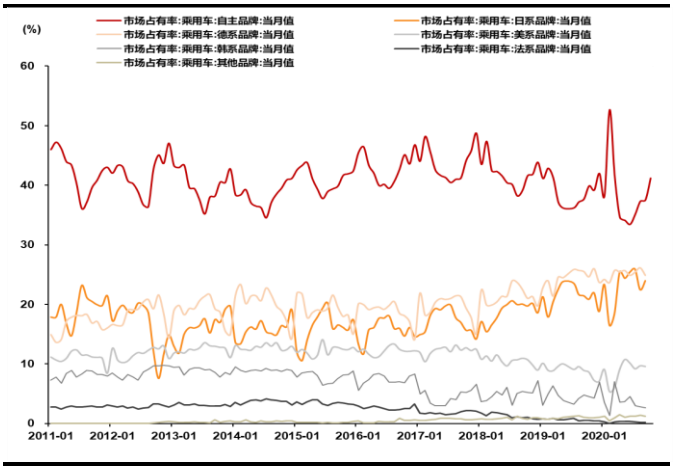
资料来源：乘联会及招银国际证券

图 381: 经销商库存系数



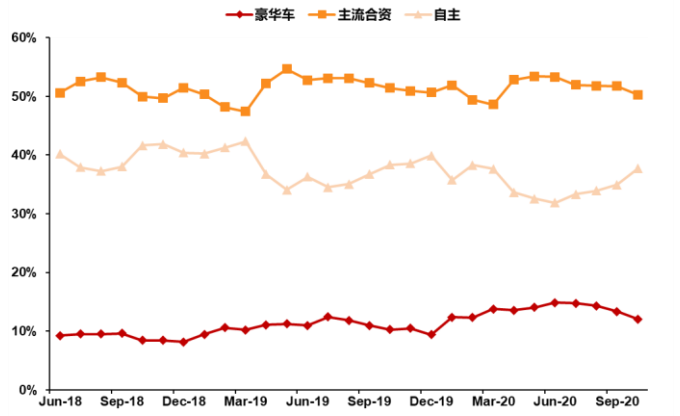
资料来源：中国汽车流通协会及招银国际证券

图 382: 市占率：分国家品牌



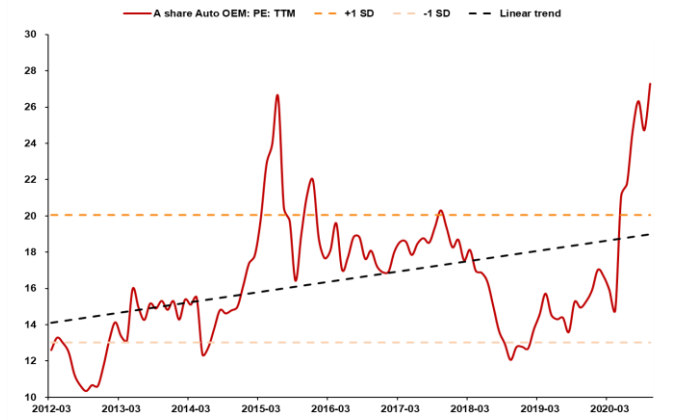
资料来源：万得及招银国际证券

图 383: 市占率：分级别



资料来源：乘联会及招银国际证券

图 384: 汽车制造业 A 股滚动市盈率



资料来源：万得及招银国际证券

行业首选股份

- 中国互联网板块 – 美团 (3690 HK)、哔哩哔哩 (BILI US)
- 中国科技板块 – 小米集团 (1810 HK)、比亚迪电子 (285 HK)
- 中国必需消费板块 – 华润啤 (291 HK)
- 中国非必需消费板块 – 九毛九 (9922 HK)
- 中国医药板块 – 锦欣生殖 (1951 HK)
- 中国教育板块 – 希望教育 (1765 HK)
- 中国银行板块 – 中国邮政储蓄银行 (1658 HK)
- 中国保险板块 – 中国太保 (2601 HK)
- 中国证券板块 – 中金公司 (3908 HK)
- 中国房地产板块 – 华润置地 (1109 HK)、世茂 (813 HK)
- 中国工程机械 / 商用车板块 – 中联重科 – H (1157 HK)
- 中国光伏设备板块 – 晶盛机电 (300316 CH)
- 中国光伏板块 – 信义光能 (968 HK)
- 中国风电板块 – 龙源电力 (916 HK)
- 中国城市燃气板块 – 中国燃气 (384 HK)

美团（3690 HK）

3Q20 业绩强劲；憧憬社区团购新动能

买入（维持）

目标价	HK$348
(此前目标价	HK$290)
潜在升幅	+21%
当前股价	HK$288

美团 3Q20 业绩亮眼，收入/调整后净利润同比增长 29%/6%（较市场预期高 4%/95%）。所有分部业绩均超我们预期。我们看好社区团购 TAM，并期待美团发挥其供应链和流量优势带来进一步提升空间。4Q20 收入将持续加速。我们将收入预测上调 3%/8%/12%，目标价由 290 港元上调至 348 港元。

- **3Q20 业绩强劲。**3Q20 收入同比增速加快至 29%，较市场预期高 4%。经调净利润达 21 亿元人民币，较市场预期高 95%，主要是由于到店酒旅利润率高于预期。分部来看，外卖/到店酒旅/新业务收入分别同比增长 33%/5%/43%（我们预期为 27%/3%/23%），营业利润率分别为 3.7%/43.0%/-24.7%。
- **4Q20 收入加速有望持续。**美团第三季度各分部业务收入均录得正增长。受益于强季节性和丰富的消费类别（例如夜宵、下午茶），外卖交易额/订单量/平均订单金额分别同比增长 36%/30%/4.5%（2Q20 为 17%/7%/9%），变现率为 13.6%（2Q20 为 13.4%）。展望未来，我们预计 4Q20 外卖收入将同比增长 34%，运营利润率为 3.1%。3Q20 到店酒旅收入同比增长 5%（2Q20 为-13%），疫情后首次实现正增长，其中国内酒店间夜量同比增长 4%（2Q20 为-17%）。我们预计 4Q20 该细分市场将实现双位数增长，源于低线城市复苏较快及高端酒店持续扩张。
- **憧憬社区团购新动能。**3Q20 新业务收入同比增长 43%（2Q20 为 22%）。市场聚焦社区团购业务策略及竞争格局。疫情刚需+资本试错催生社区团购千亿市场。我们看好社区团购空间，各平台投资力度亦将加大。与同行的激进扩张策略相比，美团更加注重体系管理、能力提升（在覆盖度的前提下），未来将持续发挥供应链优势、地推能力及产品矩阵协同效应（美团优选+买菜+闪购）。其中，优选聚焦低线城市、买菜强在高线（平均订单金额及利润率较高），闪购高低线兼顾。我们预计中短期社区团购将依旧处于投入期，各平台将完善供应链体系及次日履约能力以构筑差异化壁垒。
- **维持买入评级。**我们上调 2020/21/22 财年收入预测 3%/8%/12%，并下调净利润预测 3%/12%/2%。我们基于分布加总的新目标价为 348 港元（相当于 9.7 倍/7.3 倍的 2021/22 财年预测市销率）。看好美团长期增长态势及结构性机遇（例如食杂零售、数字化运营）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	65,227	97,529	114,545	178,025	236,437
同比增长 (%)	92	50	17	55	33
净收入 (百万元人民币)	(8,517)	4,657	5,060	14,751	25,257
每股盈利 (元人民币)	(3.13)	0.79	0.84	2.39	3.97
每股盈利变动 (%)	NA	NA	7	183	66
市场预测每股盈利 (元人民币)	NA	NA	0.90	2.78	4.70
市盈率 (倍)	NA	316	294	104	62
市帐率 (倍)	22.2	14.8	12.6	8.1	6.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	(133.5)	3.7	1.6	9.9	16.8
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

中国互联网行业

黄群
(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

卢秋阳
(852) 3761 8728
miriamlu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	1,692,065
3 月平均流通量 (百万港元)	6,333.01
52 周内股价高/低 (港元)	338.20/70.10
总股本 (百万)	5,148

资料来源：彭博

股东结构

Tencent	20.48%
Sequoia Capital	7.42%
Baillie Gifford	5.02%

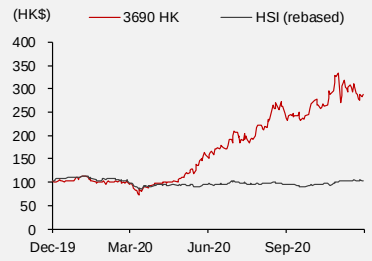
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-13.6%	-16.2%
3-月	13.8%	5.5%
6-月	77.6%	66.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

财务分析

利润表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	65,227	97,529	114,545	178,025	236,437
餐饮外卖	38,143	54,323	65,704	101,152	132,333
到店、酒店及旅游	15,840	22,275	21,635	32,343	41,127
新业务及其他	11,244	20,410	27,205	44,529	62,977
销售成本	(50,122)	(65,208)	(77,745)	(113,185)	(145,032)
毛利	15,105	32,320	36,800	64,840	91,405
销售及营销开支	(15,687)	(18,602)	(21,076)	(32,222)	(41,376)
行政开支	(5,168)	(3,559)	(4,353)	(6,409)	(8,086)
研发开支	(6,104)	(7,309)	(8,419)	(11,038)	(13,926)
其他收入/(亏损)	768	475	(1,545)	(4,335)	(5,469)
经营(亏损)/收入	(11,086)	3,326	1,407	10,836	22,546
财务开支	249	(25)	85	122	223
公允价值变动	(104,606)	-	-	-	-
其他(亏损)/收入	(48)	107	54	-	-
税前(亏损)/利润	(115,491)	3,408	1,546	10,958	22,770
所得税(开支)/抵免	(2)	(526)	127	(986)	(3,415)
净利润	(115,493)	2,236	1,390	9,972	19,354
调整后净利润	(8,517)	4,657	5,060	14,751	25,257

现金流量表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
净利润	(115,491)	2,236	1,390	9,972	19,354
折旧和摊销	5,367	4,846	4,463	2,554	5,189
营运资金变动	(4,987)	(3,697)	(1,081)	5,963	4,858
其他	105,931	2,189	2,864	4,451	5,615
经营活动所得现金净额	(9,180)	5,574	7,636	22,940	35,017
购买物业、厂房及设备	(2,210)	(2,210)	(4,295)	(5,697)	(7,188)
联营公司	(15,970)	(8,710)	0	0	0
其他	(5,259)	746	6,190	(4,001)	616
投资活动所得现金净额	(23,439)	(10,174)	1,894	(9,698)	(6,572)
资本变化	28,516	-	-	-	-
净银行借贷	1,718	1,749	-	-	-
其他	(939)	(635)	-	-	-
融资活动所得现金净额	29,295	1,114	-	-	-
现金增加净额	(3,323)	(3,486)	9,530	13,242	28,444
年初现金及现金等价物	19,409	17,044	13,396	21,308	34,549
受汇率变动的影响	1,010	(173)	(1,619)	-	-
年末现金及现金等价物	17,044	13,396	21,308	34,549	62,994

资产负债表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	47,512	49,878	42,611	49,962	51,552
物业、厂房及设备	3,979	5,376	5,376	8,057	10,239
按公允价值计入损益的投资	6,242	7,166	7,166	7,166	7,166
无形资产	33,876	32,700	31,719	30,805	30,007
其他	3,415	4,636	3,726	3,934	4,141
流动资产	73,149	82,135	88,251	103,840	133,475
现金及现金等价物	17,044	13,396	21,308	34,549	62,994
受限制现金	4,256	8,760	8,760	8,760	8,760
贸易应收款项	466	677	491	611	690
其他	51,383	59,302	57,692	59,920	61,032
流动负债	31,825	36,593	32,031	40,418	46,632
贸易应付款项	5,341	6,766	6,753	11,020	15,368
应付商家款项	7,596	7,495	6,503	8,086	9,128
交易用户预付款	3,226	3,856	2,465	3,064	3,459
递延收入	3,103	4,567	3,051	3,794	4,535
其他	12,558	13,908	13,259	14,454	14,142
非流动负债	2,327	3,366	2,522	2,653	2,695
借款	470	467	467	467	467
其他	1,857	2,899	2,056	2,187	2,228
少数股东权益	5	(58)	(61)	(63)	(66)
净资产总值	86,510	92,054	96,308	110,731	135,700

主要比率

年结: 12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
餐饮外卖	58.5	56.2	57.4	56.8	56.0
到店、酒店及旅游	24.3	22.8	18.9	18.2	17.4
新业务及其他	17.2	20.9	23.8	25.0	26.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	92.3	49.5	17.4	55.4	32.8
毛利	23.6	114.0	13.9	76.2	41.0
经营利润	NA	NA	10.1	362.0	82.2
调整后净利润	NA	NA	8.7	191.5	71.2
盈利能力比率 (%)					
经营利润率	(17.0)	3.4	1.2	6.1	9.5
税前利率	(177.1)	3.5	1.3	6.2	9.6
调整后净利润率	(13.1)	4.8	4.4	8.3	10.7
有效税率	(0.0)	(0.5)	0.1	(0.6)	(1.4)
回报率 (%)					
资本回报率	(133.5)	3.7	1.6	9.9	16.8
资产回报率	(8.3)	3.7	3.8	10.4	14.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	(3.13)	0.79	0.84	2.39	3.97
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股账面值(人民币)	31.76	15.54	16.04	17.93	21.36

资料来源：公司资料，招银国际证券预测

哔哩哔哩（BILI US）

用户破圈、变现优化

买入（维持）

目标价	重审中
潜在升幅	NA
当前股价	US$73

我们看好哔哩哔哩的收入及用户增长前景，源于其年轻化强交互社区、独特鲜明的内容生产、及丰富的内容储备。我们预测 2019 至 2022 年，公司收入年均复合增长率高达 47%。随着变现多元化推进，公司有望在用户拓张的同时实现经营效率优化。公司 3Q20 收入及 4Q20E 指引均超预期，预计 4Q20E 游戏加速增长，同时 VAS 及广告将受益于爆款剧集及电商旺季。基于现金流贴现模型给予目标价 70 美元，相当于 9 倍 2021 年预测市销率。

- **Z 世代泛娱乐文化社区。**哔哩哔哩于 2009 年成立，从最初的二次元小众网站，围绕用户+内容不断延展破圈，现已成长为高粘性的泛文娱视频社区，第三季度月活规模达 1.97 亿。基于其庞大的年轻用户群体及独特的用户生产内容，我们预测 2019 至 2022 年，公司月活/收入年均复合增长率高达 28%/47%，受益于用户增长及货币化加强。
- **用户破圈：衔接泛文娱社区，打开用户天花板。**凭借鲜活的用户生产内容和弹幕互动特色，哔哩哔哩迅速捕捉 Z 世代（90-00 后）社交需求释放的机遇。在全面渗透 Z 世代之余，公司从二次元亚文化圈逐渐拓展至泛文娱领域，衔接主流价值观以打开用户天花板。随着内容品类的扩展（20 多种）及品牌建设初现成效，我们看好月活上升、用户粘性提升空间。我们预测 2019 至 2022 年，月活年均复合增速达 28%，至 2022 年达 2.5 亿。而受益于平台旺季、高效获客、及热门内容上线（例如：《天官赐福》），预计 2021 年有望提前完成月活目标 2.2 亿。
- **变现多元化：内容扩展，变现优化。**随着内容品类的衍生扩张，哔哩哔哩有望进一步实现变现多样化，降低对手游变现的依赖。一方面，游戏代理及联运有望迎来更多头部产品，目前已有 10 款新游取得版号，备受期待的《刀剑神域》预计 2021 年初发行。FGO 作为核心头部游戏，流水稳健，同时《原神》、《超异域公主连结》等游戏表现良好。另一方面，我们长期看好公司直播增值服务及广告变现潜力，预测 2019-2022 年收入年均复合增速达 68%及 72%，受益于：1）英雄联盟独家直播版权、丰富剧集储备下付费率及 ARPU 的提升；2）广告形式富媒体化、花火平台推进后广告营销价值的释放。其中，4Q20E VAS 及广告将保持三位数增长。
- **维持买入评级。**基于现金流贴现模型，此前目标价 62 美元（重审中），分别相当于 9/7 倍 2021/22 年预测市销率，倍数略高于行业平均。催化剂：1）第四季度业绩或将表现强劲；2）年度晚会；3）新游及剧集上线潜在利好。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	4,129	6,778	11,793	16,616	21,351
同比增长 (%)	372	67	64	74	41
净收入 (百万元人民币)	(377)	(1,116)	(2,662)	(2,369)	(591)
每股盈利 (元人民币)	(1.84)	(3.41)	(7.62)	(7.34)	(1.69)
每股盈利变动 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市场预测每股盈利 (元人民币)	不适用	不适用	(7.56)	(4.18)	0.60
市盈率 (倍)	不适用	不适用	不适用	不适用	364
市帐率 (倍)	28.2	17.2	9.9	7.0	5.5
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	(7.5)	(16.6)	(21.7)	(25.6)	(12.0)
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

中国互联网行业

黄群
(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

卢秋阳
(852) 3761 8728
miriamlu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	25,206
3 月平均流通量 (百万美元)	230.62
52 周内股价高/低 (美元)	74.00/ 16.90
总股本 (百万)	262

资料来源：彭博

股东结构

FMR LLC	4.61%
Alibaba Group Holding	3.82%
Wells Fargo & Co	2.73%

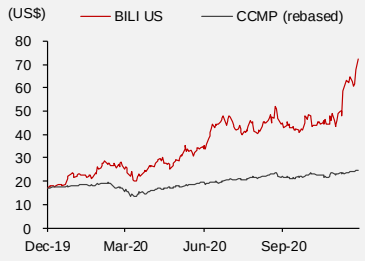
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	48.5%	41.0%
3-月	54.3%	39.4%
6-月	110.3%	64.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

财务分析

利润表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	4,129	6,778	11,793	16,616	21,351
游戏	2,936	3,598	4,921	5,913	6,979
直播及增值服务	586	1,641	3,864	5,974	7,755
广告	463	817	1,750	2,880	4,171
其他	143	722	1,258	1,849	2,446
销售成本	(3,273)	(5,588)	(9,023)	(12,094)	(14,464)
毛利	855	1,190	2,770	4,522	6,887
销售及营销开支	(586)	(1,199)	(3,609)	(4,565)	(5,021)
行政开支	(461)	(592)	(894)	(1,114)	(1,225)
研发开支	(537)	(894)	(1,475)	(1,917)	(2,147)
经营收入	(729)	(1,495)	(3,208)	(3,074)	(1,507)
其他收入净额	190	227	282	236	241
税前亏损	(539)	(1,268)	(2,926)	(2,838)	(1,265)
所得税开支	(26)	(36)	(88)	(85)	(38)
净利润	(565)	(1,304)	(3,014)	(2,923)	(1,303)
调整后净利润	(429)	(1,101)	(2,655)	(2,369)	(591)

现金流量表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	(565)	(1,304)	(3,017)	(2,923)	(1,303)
折旧和摊销	642	1,177	1,593	2,146	2,673
营运资金变动	565	223	2,094	1,165	563
其他	95	98	352	555	713
经营活动所得现金净额	737	195	1,022	942	2,645
购买物业、厂房及设备	(1,334)	(1,565)	(2,426)	(3,158)	(3,471)
为购买短期投资付款	(6,667)	(9,974)	-	-	-
其他	4,804	7,580	-	-	-
投资活动所得现金净额	(3,196)	(3,958)	(2,426)	(3,158)	(3,471)
资本变化	-	-	-	-	-
净银行借贷	-	42	-	-	-
发行可转债所得现金	-	3,356	8,500	-	-
其他	4,975	1,681	-	-	-
融资活动所得现金净额	4,975	5,079	8,500	-	-
现金增加净额	2,777	1,423	7,097	(2,216)	(825)
年初现金及现金等价物	763	3,540	4,963	12,059	9,843
受汇率变动的影响	261	108	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,540	4,963	12,059	9,843	9,018

资产负债表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	3,940	5,193	6,025	7,038	7,835
物业、厂房及设备	395	516	752	918	918
长期投资	980	1,251	1,251	1,251	1,251
无形资产	1,419	1,657	2,305	3,150	3,893
其他	1,146	1,768	1,717	1,718	1,773
流动资产	6,550	10,324	18,717	17,022	17,884
现金及现金等价物	3,540	4,963	12,059	9,843	9,018
受限制现金	-	-	-	-	-
贸易应收款项	324	745	1,194	1,082	1,491
其他	2,686	4,617	5,464	6,096	7,376
流动负债	3,299	4,273	7,663	9,349	11,600
贸易应付款项	1,308	1,904	3,282	4,008	4,710
应付工资及职工福利	247	356	356	356	356
应计费用	670	576	1,402	1,315	1,855
递延收入	985	1,369	2,370	3,323	4,248
其他	89	68	253	348	431
非流动负债	-	3,608	3,608	3,608	3,608
长期借款	-	3,608	3,608	3,608	3,608
少数股东权益	240	584	584	584	584
净资产总值	7,191	7,636	13,471	11,103	10,512
股东权益	6,951	7,052	12,887	10,519	9,928

主要比率

年结: 12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
游戏	71.1	53.1	41.7	35.6	32.7
直播及增值服务	14.2	24.2	32.8	36.0	36.3
广告	11.2	12.1	14.8	17.3	19.5
其他	3.5	10.7	10.7	11.1	11.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	67.3	64.2	74.0	40.9	28.5
毛利	55.8	39.1	132.7	63.2	52.3
经营利润	NA	NA	NA	NA	NA
调整后净利润	NA	NA	NA	NA	NA
盈利能力比率 (%)					
经营利润率	(17.7)	(22.1)	(27.2)	(18.5)	(7.1)
调整后净利润率	(10.4)	(16.2)	(22.5)	(14.3)	(2.8)
有效税率	(0.6)	(0.5)	(0.7)	(0.5)	(0.2)
回报率 (%)					
资本回报率	(7.5)	(16.6)	(21.7)	(25.6)	(12.0)
资产回报率	(4.1)	(7.1)	(10.7)	(9.8)	(2.3)
每股数据					
每股盈利(人民币)	(1.84)	(3.41)	(7.62)	(7.34)	(1.69)
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股账面值(人民币)	15.19	15.36	34.64	30.48	25.86

资料来源：公司资料，招银国际证券预测

小米集团（1810 HK）

预计 2021 全球份额加速增长；重申买入评级

小米 3Q20 经调整净利润 4,128 百万元人民币，同比增长 19%，较我们/市场一致预期高 13%/20%，主要由于智能手机出货量强劲（+45%）、IoT 业务复苏（+16%）以及运营杠杆持续改善。3Q 收入同比增长 34%，略超预期，智能手机/物联网/互联网收入分别同比增长 48%/16%/9%。我们相信公司明年持续增加研发投入，完善“智能手机 x AIoT”生态系统，以及加快海外网络扩张，因此我们预期小米继续获得华为市场份额，2021/22 年的智能手机出货量将分别同比增长 25%/20%至 1.86/2.23 亿台。我们 2020-22 财年预测每股收益较市场一致预期高 15-18%，主要由于我们看好公司智能手机市场份额上升和运营杠杆提高。重申买入评级，目标价为 31.1 港元，基于 35 倍 2021 财年预测市盈率，以反映行业估值修复以及 2020-22 年 EPS CAGR 33%，

- **智能手机和 IoT 复苏，第三季度表现强劲。**尽管互联网收入疲软，我们认为小米成功执行全球扩张和高端产品策略，叠加物联网复苏，公司第三季度业绩强劲。我们相信智能手机收入提升（单价同比上涨 1.5%）是高端市场份额增长（小米 10 系列）的积极信号，而互联网业务同比增速较低（9%），原因是近期游戏与金融科技业务疲软。
- **受益于华为禁令，小米在中国/欧洲/拉美市场份额迅速增长。**鉴于小米的研发投入、中国线下渠道扩张、以及在欧洲和拉丁美洲的运营商/电商合作伙伴加快，我们相信 2021 年小米将继续受益于华为在中国和欧洲的份额下降。总体而言，我们预计小米智能手机出货量将在第四季度同比增长 38%，并在 2021/22 财年加速增长 25%/20%至 1.86/2.23 亿部。此外，我们预计 2021 年小米在中国/欧洲高端市场的份额增长将有助于推动互联网变现，提高整体盈利能力。
- **我们 2020-22 财年预测每股收益较市场一致预期高 15-18%，目标价为 31.1 港元。**凭借强大的产品组合和不断扩张的全渠道分销网络，我们相信小米在中国的市场份额将会提升，并在海外市场的表现超越其他中国手机品牌。我们 2020-22 财年预测每股收益较市场一致预期高 15-18%，主要我们预期智能手机市场份额快速增长和更高的毛利率。我们的目标价为 31.1 港元，基于 35 倍 2021 财年预测市盈率（此前为 25 倍），以反映行业估值修复、2020-22 财年预测每股收益复合年增长率达 33%、及智能手机市场全球份额增长。未来的催化剂包括更强劲的出货量增长和更快的互联网复苏。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入 (百万元人民币)	174,915	205,839	249,659	323,983	414,370
同比增长 (%)	52.6	17.7	21.3	29.8	27.9
经调整净收入 (百万元人民币)	8,743	11,532	13,486	19,014	23,761
经调整每股盈利 (元人民币)	0.54	0.49	0.57	0.80	1.00
同比增长 (%)	-	(10.7)	16.5	41.0	25.0
市场预测每股盈利 (元人民币)	NA	NA	0.49	0.68	0.86
市盈率 (倍)	51.2	46.2	39.6	28.1	22.5
市帐率 (倍)	6.3	8.1	6.8	5.5	4.5
权益收益率 (%)	19	12.3	16.4	18.8	18.5
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

买入（维持）

目标价	HK$31.1
(此前目标价	HK$31.1)
潜在升幅	+13.1%
当前股价	HK$27.5

中国科技行业

伍力恒
(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

杨天薇
Tel: (852) 3916 3716
Email: lilyyang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	663,918
3 月平均流通量 (百万港元)	4,847.22
52 周内股价高/低 (港元)	28.40/ 9.20
总股本 (百万)	19,449

资料来源：彭博

股东结构

Smart Mobile Holdings Ltd	11.79%
Lin Bin	9.46%
Apoletto Ltd	4.40%

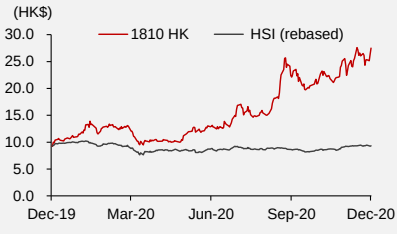
资料来源：Bloomberg

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.0%	2.6%
3-月	17.6%	10.1%
6-月	104.9%	93.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：PricewaterhouseCoopers

财务分析

利润表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**174,915**	**205,839**	**249,659**	**323,983**	**414,370**
销售成本	(152,723)	(177,285)	(213,414)	(276,500)	(353,527)
毛利	**22,192**	**28,554**	**36,245**	**47,483**	**60,843**
销售及营销开支	(7,993)	(10,378)	(13,164)	(15,227)	(19,061)
行政开支	(12,099)	(3,104)	(3,362)	(4,212)	(5,387)
研发开支	(5,777)	(7,493)	(9,122)	(12,311)	(15,332)
其他收入/(亏损)	4,874	4,181	8,995	9,273	9,273
经营(亏损)/收入	**1,196**	**11,760**	**19,592**	**25,005**	**30,336**
财务开支	216	402	(1,641)	1,218	1,718
其他(亏损)/收入	12,514	-	-	-	-
税前(亏损)/利润	**13,927**	**12,163**	**17,951**	**26,223**	**32,055**
所得税(开支)/抵免	(449)	(2,060)	(2,032)	(3,724)	(4,808)
少数股东权益	(76)	59	(38)	(53)	(65)
净利润	**13,554**	**10,044**	**15,957**	**22,553**	**27,311**
调整后净利润	**8,743**	**11,532**	**13,486**	**19,014**	**23,761**

现金流量表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前(亏损)/利润	13,927	12,163	17,951	26,223	32,055
折旧和摊销	748	2,192	1,092	1,565	2,171
营运资金变动	(13,396)	9,641	1,176	10,958	3,881
其他	(2,693)	(186)	(2,032)	(3,724)	(4,808)
经营活动所得现金净额	**(1,415)**	**23,810**	**18,187**	**35,022**	**33,298**
购置固定资产	(3,758)	(4,117)	(4,993)	(6,480)	(8,287)
其他	(3,750)	(27,453)	-	-	-
投资活动所得现金净额	**(7,508)**	**(31,570)**	**(4,993)**	**(6,480)**	**(8,287)**
净银行借贷	(236)	-	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	26,810	3,121	-	-	-
融资活动所得现金净额	**26,574**	**3,121**	-	-	-
现金增加净额	17,652	(4,639)	13,194	28,543	25,011
年初现金及现金等价物	11,563	30,230	25,920	39,114	67,656
受汇率变动的影响	1,015	328	-	-	-
年末现金及现金等价物	**30,230**	**25,920**	**39,114**	**67,656**	**92,667**

资产负债表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流动资产	**106,013**	**137,539**	**141,168**	**199,855**	**219,826**
现金及现金等价物	30,230	25,920	39,114	67,656	92,667
应收贸易款项	5,598	6,949	9,515	11,850	15,476
存货	29,481	32,585	20,454	48,264	39,597
短期银行存款	1,366	21,523	21,523	21,523	21,523
其他	39,337	50,562	50,562	50,562	50,562
非流动资产	**39,215**	**46,090**	**49,991**	**54,906**	**61,023**
物业、厂房及设备	5,068	6,992	10,894	15,808	21,925
预付所得税	1,312	1,283	1,283	1,283	1,283
无形资产	2,061	1,672	1,672	1,672	1,672
其他	30,774	36,142	36,142	36,142	36,142
总资产	**145,228**	**183,629**	**191,160**	**254,761**	**280,848**
流动负债	**61,940**	**92,181**	**83,792**	**124,894**	**123,735**
借债	3,075	12,837	12,837	12,837	12,837
应付贸易账款	46,287	59,528	51,139	92,241	91,082
应付税项	662	479	479	479	479
其他	11,916	19,337	19,337	19,337	19,337
非流动负债	**12,038**	**9,791**	**9,791**	**9,791**	**9,791**
借债	7,856	4,787	4,787	4,787	4,787
应付税项	778	580	580	580	580
其他	3,404	4,424	4,424	4,424	4,424
总负债	**73,978**	**101,972**	**93,583**	**134,685**	**133,526**
股本	0	0	0	0	0
储备	71,323	81,330	97,287	119,840	147,151
少数股东权益	(73)	327	289	236	171
股东权益	**71,250**	**81,658**	**97,577**	**120,077**	**147,323**
总权益	**145,228**	**183,629**	**191,160**	**254,761**	**280,848**

主要比率

年结: 12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
智能手机	65	59	61	63	62
IoT 与生活消费产品	25	30	28	27	28
互联网服务	9	10	10	9	9
其他	1	1	1	1	1
增长率 (%)					
收入	52.6	17.7	21.3	29.8	27.9
毛利	46.4	28.7	26.9	31.0	28.1
经营利润	-	882.9	66.6	27.6	21.3
调整后净利润	63.1	31.9	16.9	41.0	25.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	12.7	13.9	14.5	14.7	14.7
经营利润率	0.7	5.7	7.8	7.7	7.3
净利润率	7.7	4.9	6.4	7.0	6.6
资产负债比率					
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率 (x)	1.7	1.5	1.7	1.6	1.8
平均应收账款周转天数	32	30	30	30	30
平均存货周转天数	7	8	8	8	8
平均应付帐款周转天数	4	4	4	4	4
回报率 (%)					
资本回报率	19.0	12.3	16.4	18.8	18.5
资产回报率	9.3	5.5	8.3	8.9	9.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.54	0.49	0.57	0.80	1.00
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-

资料来源：公司资料，招银国际证券预测

比亚迪电子（285 HK）

携手小米迎来新一轮增长期

在 11 月 5 日的小米 MIDC 2020 年度开发者大会上，比亚迪电子 CEO 作了专题演讲，反映比亚迪电子与小米一直以来保持紧密合作，并连续四年蝉联小米“最佳战略合作伙伴奖”，公司同时重申了未来几年将持续加强与小米的全方位战略合作。我们相信小米于 2021 年成为比亚迪电子的第二大客户，预计小米收入占公司 2021 年总收入的 19%（对比 2020 年占 9%），并抵消自 2020 年下半年以来华为收入放缓的影响。我们维持对比亚迪电子未来发展的乐观看法，预计比亚迪电子将会成为行业整合的赢家，并受益于苹果/小米等厂商供应链多样化的发展策略。鉴于对未来口罩需求的放缓以及小米、iPad 出货量增加的综合考虑，我们略微调低了口罩业务的目标估值水平，基于分类加总估值法得出股票目标价为 49.5 港元。我们相信近日股价的波动已经反映了对于口罩销量放缓的预期，我们看好比亚迪电子未来的成长空间，建议投资者逢低买入。

- **携手小米助力增长新驱动。**我们预计在组装业务中小米的收入占比将从 2020 年的 10-20%提升至 2021 年的 40%，小米收入将提高两倍至 2021 年的 200 亿元水平。管理层表示比亚迪电子针对小米的产能将在 2021 年达到 1 亿台水平（对比 2020 年为 2 千万台）。我们认为随着美国禁令的影响，明年华为的手机业务将会持续下滑，但来自小米的订单增加将会抵消其对公司收入的负面影响。
- **苹果：平板/手表电子组装、零部件业务进展顺利。**我们预期比亚迪电子将在 2020 年下半年供货苹果最新平板产品，相关份额达 20-30%，在 2021 年可增至全类平板产品的 30-40%。整体来看，我们预计公司明年来自苹果的收入同比增长 280%至 380 亿元（占总收入的 37%）。我们相信苹果对其供应链多样化的策略将会持续，我们认为比亚迪电子将会在苹果手机、手表产品中获得更多的份额，并会切入到平板产品的金属外壳以及前盖玻璃业务。我们预计 2022 年来自苹果的收入将会达到 500 亿元。
- **我们的 2020-22 财年预测每股收益较市场一致预期高 28-38%；维持买入评级。**受益于 5G 时代产品更新换代需求、与手机大厂的紧密合作以及公司业务切入到医疗相关产品，我们维持对比公司未来发展的乐观看法。我们预计未来口罩需求将会减弱，因此下调口罩业务估值水平至 8 倍。依据分类加总估值法，我们给予公司目标股价为 49.5 港元，相对 2021 年 PE 为 16.3 倍。未来股价催化剂包括更快的市场份额增长、口罩销售超预期以及小米/苹果新产品的发布。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	41,047	53,028	76,422	102,923	130,941
同比增长 (%)	5.9	29.2	44.1	34.7	27.2
净收入 (百万元人民币)	2,146	1,598	5,489	6,148	6,627
每股盈利 (元人民币)	0.95	0.71	2.44	2.73	2.94
同比增长 (%)	(17.2)	(25.5)	243.6	12.0	7.8
市场预测每股盈利 (元人民币)	NA	NA	2.55	2.13	2.42
市盈率 (倍)	35.3	47.4	13.8	12.3	11.4
市帐率 (倍)	6.0	5.5	4.3	3.4	2.8
股息收益率 (%)	0.6	0.2	0.7	0.8	0.9
权益收益率 (%)	14	9.4	25.0	22	20
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

买入（维持）

目标价	HK$49.5
(此前目标价	HK$49.5)
潜在升幅	+27.6%
当前股价	HK$38.8

中国科技行业

伍力恒
(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

杨天薇
Tel: (852) 3916 3716
Email: lilyyang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	87,424
3 月平均流通量 (百万港元)	553.39
52 周内股价高/低 (港元)	45.60/10.40
总股本 (百万)	2,253

资料来源：彭博

股东结构

Golden Link Worldwide Ltd	65.76%
Gold Dragonfly Ltd	5.99%
Vanguard Group Inc	1.17%

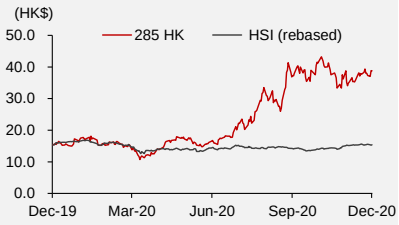
资料来源：Bloomberg

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.3%	4.9%
3-月	5.4%	-1.3%
6-月	134.9%	121.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：Ernst & Young

相关研报：

1. BYDE (285 HK) - Positive profit alert and strong outlook; Reiterate BUY – 14 Oct 2020
2. BYDE (285 HK) –Multiple growth drivers ahead; Lift TP to HK$37.7 - 31 Aug 2020
3. BYDE (285 HK) - A strong year despite CONV-19; Upgrade to BUY – 4 May 2020

财务分析

利润表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**41,047**	**53,028**	**76,422**	**102,923**	**130,941**
销售成本	(36,875)	(49,071)	(66,720)	(91,940)	(118,093)
毛利	4,172	3,957	9,702	10,983	12,847
销售及营销开支	(229)	(300)	(400)	(412)	(524)
行政开支	(536)	(477)	(590)	(618)	(786)
研发开支	(1,589)	(2,186)	(3,134)	(3,911)	(4,976)
其他收入/(亏损)	-	-	-	-	-
经营(亏损)/收入	**1,818**	**994**	**5,577**	**6,043**	**6,562**
财务开支	(43)	(31)	(45)	(45)	(45)
其他(亏损)/收入	718	734	650	685	687
税前(亏损)/利润	**2,493**	**1,696**	**6,182**	**6,683**	**7,204**
所得税(开支)/抵免	(347)	(99)	(693)	(535)	(576)
少数股东权益	-	-	-	-	-
净利润	**2,146**	**1,598**	**5,489**	**6,148**	**6,627**

现金流量表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前(亏损)/利润	2,493	1,696	6,182	6,683	7,204
折旧和摊销	1,926	2,157	2,454	2,855	3,366
营运资金变动	608	(3,596)	(2,237)	(698)	(1,382)
其他	(289)	(20)	(648)	(489)	(531)
经营活动所得现金净额	**4,738**	**237**	**5,751**	**8,351**	**8,657**
购置固定资产	(2,276)	(3,140)	(2,751)	(3,705)	(4,714)
其他	(16)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	**(2,292)**	**(3,140)**	**(2,751)**	**(3,705)**	**(4,714)**
股息	(518)	(160)	(549)	(615)	(663)
其他	(43)	(31)	(45)	(45)	(45)
融资活动所得现金净额	**(561)**	**(191)**	**(594)**	**(660)**	**(708)**
现金增加净额	1,885	(3,095)	2,406	3,986	3,235
年初现金及现金等价物	2,822	4,699	1,651	4,057	8,042
受汇率变动的影响	(9)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	**4,699**	**1,651**	**4,057**	**8,042**	**11,277**

资产负债表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流动资产	**17,089**	**17,082**	**26,108**	**33,614**	**42,880**
现金及现金等价物	4,741	1,651	4,057	8,042	11,277
应收贸易款项	7,209	9,567	12,267	15,179	17,556
存货	4,768	5,453	9,373	9,982	13,636
短期银行存款	-	-	-	-	-
其他	371	411	411	411	411
非流动资产	**8,147**	**9,950**	**10,220**	**10,992**	**12,218**
物业、厂房及设备	7,634	8,617	8,914	9,764	11,112
预付所得税	128	159	159	159	159
其他	385	1,173	1,146	1,069	947
总资产	**25,236**	**27,032**	**36,328**	**44,607**	**55,098**
流动负债	**10,062**	**10,399**	**14,782**	**17,605**	**22,254**
递延收入	16	-	-	-	-
应付贸易账款	7,892	7,340	11,723	14,546	19,195
应付税项	30	108	108	108	108
其他	2,123	2,951	2,951	2,951	2,951
非流动负债	**164**	**639**	**639**	**639**	**639**
借债	120	122	122	122	122
应付税项	45	18	18	18	18
其他	-	-	-	-	-
总负债	**10,226**	**11,038**	**15,421**	**18,243**	**22,893**
股本	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052
储备	11,773	12,937	17,877	23,410	29,375
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	**15,825**	**16,989**	**21,929**	**27,463**	**33,427**
总权益	**26,051**	**28,027**	**37,350**	**45,706**	**56,320**

主要比率

年结: 12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
零部件	44	35	28	22	19
组装	43	51	41	58	63
口罩业务		-	19	7	4
新型智能产品	11	11	11	11	12
汽车智能系统	3	3	2	2	2
增长率 (%)					
收入	5.9	29.2	44.1	34.7	27.2
毛利	(2.2)	(5.1)	145.2	13.2	17.0
经营利润	(24.2)	(45.4)	461.3	8.4	8.6
净利润	(17.0)	(25.5)	243.6	12.0	7.8
盈利能力比率 (%)					
毛利率	10.2	7.5	12.7	10.7	9.8
经营利润率	4.4	1.9	7.3	5.9	5.0
净利润率	5.2	3.0	7.2	6.0	5.1
资产负债比率					
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率 (x)	1.7	1.6	1.8	1.9	1.9
平均应收账款周转天数	70	58	52	49	46
平均存货周转天数	46	38	41	38	37
平均应付帐款周转天数	84	57	52	52	52
回报率 (%)					
资本回报率	13.6	9.4	25.0	22.4	19.8
资产回报率	8.5	5.9	15.1	13.8	12.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.95	0.71	2.44	2.73	2.94
每股股息(人民币)	0.20	0.07	0.24	0.27	0.29

资料来源：公司，招银国际证券预测

九毛九（9922 HK）

经营杠杆的威力即将来临

维持买入评级，并将目标价上调至 20.88 港元，基于 15 倍九毛九和 60 倍太二的 21 财年市盈率 (之前为 15 倍九毛九和 50 倍太二）。疫情带来的亏损是短暂的，太二和九毛九已经从 2020 年 4 月和 5 月起恢复盈利，所以现在我们对未来重拾增长充满信心。基于 19-22 财年 62%的利润复合年增长率，我们认为公司目前的估值，47 倍 21 财年市盈率，仍然是吸引的（行业平均值为 30 倍）。

- **20 财年上半年利润略超预期。** 九毛九 20 财年上半年净亏损为人民币 8,900 万元，是略为好于盈利预警中的“不超过人民币 1.2 亿元的亏损”，这要归功于好于预期的人民币 4,000 万元递延税收抵免。需要留意的是，2800 万元人民币的减值损失可以被 2700 万元人民币的其他收入大致抵消。
- **太二复苏速度非常亮丽。** 太二的复苏远胜于行业水平，都已经证明了他们的超高人气。根据管理层的分享，翻坐率已经在 2020 年 4 月的 91%恢复至 2020 年 7 月的 108%（对比 2019 年 12 月 4.8 次翻坐率），主要是受惠于外卖业务的强劲需求，分别在 2020 年 4 月和 7 月，占到 26%和 14%的销售。此外，20 财年下半年，当堂食完全恢复，公司会慢慢退出外卖业务，这个对整体毛利润率带来积极影响。
- **太二的扩展计划，进度良好。** 即使受到新冠肺炎影响，太二在上半年仍增加了 35 家新店，增速与 19 财年上半年相约。尽管北京的扩张计划可能会被推迟，但我们仍对太二在 20 财年实现 80 家新开店目标充满信心，因为它开店所需时间非常短（从签订合同到开业仅 1-1.5 个月），而且也受到很多购物中心的邀请（公司可以挑选更优质的租金条件和地点）。
- **九毛九也正在健康复苏。** 九毛九的人流明显落后于行业水平，但仍在复苏当中，翻坐率已经从 2020 年 4 月的 41%恢复至 2020 年 7 月的 86%。而且因为公司主动关闭了许多表现参差的门店的，所以品牌自 2020 年 5 月起已经恢复了盈利。
- **在严格的成本控制下，当需求回升，利润率会急速上升。** 公司目前对于成本管控的意识相当高，可以看到员工人数对比 19 财年年末，已经有所下降。我们认为当需求正常化时，利润是可以强劲地恢复，因此预计公司运营利润率可以从 20 财年上半年的-5.9%上升至下半年的 9.9%，以及 21 财年的 19.3%。
- **维持买入评级，目标价调整为 20.88 港元。** 考虑到以下的因素：1）2020 年 8 月同店销售增长强劲；2）2020 年 7 月的新股发行融资，我们将 20 财年/21 财年/ 22 财年的每股收益预测 下调 226%/ 上调 29%/ 上调 2%。我们维持买入评级，并将目标价上调至 20.88 港元，基于 15 倍九毛九和 60 倍太二的 21 财年市盈率（原本为 15 倍九毛九和 50 倍太二的 21 财年市盈率)。考虑公司未来的复苏，应可带动 62%19-22 财年每股收益的复合年增长，我们认为公司目前的 47 倍的 21 财年市盈率的估值并不算高。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业额 (百万人民币)	1,893	2,687	2,452	4,665	6,722
同比增长 (%)	28.8	42.0	(8.7)	90.2	44.1
净利润 (百万人民币)	70	164	(29)	519	754
每股收益 (人民币)	0.050	0.119	(0.021)	0.357	0.519
每股收益变动 (%)	4.2	136.1	(117.8)	(1,790.2)	45.3
市盈率(x)	328.3	141.6	(796.7)	47.1	32.4
市帐率 (x)	112.3	136.4	7.4	6.7	5.7
权益收益率 (%)	34.2	96.3	-0.9	14.2	17.6
财务杠杆 (x)	70.8	187.9	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK$20.88
(此前目标价	HK$16.10)
潜在升幅	+10.9%
当前股价	HK$18.82

中国餐饮行业

胡永匡
(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	24,853
3 月平均流通量 (百万港元)	146.25
52 周内股价高/低 (港元)	17.86/7.60
总股本 (百万)	1,453.4

数据源：彭博

股东结构

管毅宏先生	42.28%
上海领语	9.24%
MT BVI	5.24%
MX BVI	5.24%
自由流通	37.94%

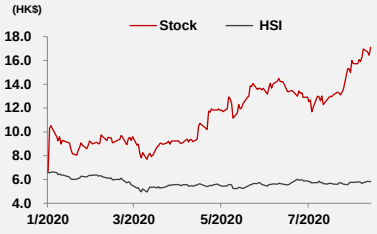
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	39.0%	34.7%
3-月	39.0%	27.5%
6-月	80.0%	88.5%
12-月	不适用	不适用

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：毕马威

财务分析

利润表

年结:12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	**1,893**	**2,687**	**2,452**	**4,665**	**6,722**
九毛九	1,334	1,372	666	984	1,161
太二	540	1,277	1,755	3,637	5,502
其他品牌	19	39	31	43	58
销售成本	**(672)**	**(985)**	**(969)**	**(1,869)**	**(2,661)**
毛利	**1,221**	**1,702**	**1,483**	**2,796**	**4,060**
其它收入	**3**	**12**	**50**	**68**	**95**
营运支出	**(1,060)**	**(1,385)**	**(1,440)**	**(1,963)**	**(2,848)**
员工成本	(523)	(697)	(717)	(1,008)	(1,524)
使用权资产折旧和其他租金	(184)	(263)	(292)	(405)	(569)
折旧和摊销	(81)	(97)	(110)	(136)	(183)
公用事业费用	(94)	(108)	(102)	(128)	(172)
其它运营费用	(178)	(220)	(219)	(287)	(401)
息税前收益	**163**	**329**	**92**	**900**	**1,307**
融资成本净额	(58)	(67)	(68)	(75)	(90)
合资及联营企业	(2)	2	2	3	4
特殊项目	1	(5)	(44)	(19)	(26.89)
税前利润	**104**	**259**	**(18)**	**809**	**1,195**
所得税	(31)	(73)	(12)	(218)	(309)
减：非控制股东权益	4	21	(1)	73	131
净利润	**70**	**164**	**(29)**	**519**	**754**

现金流量表

年结:12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前利润	**163**	**329**	**92**	**900**	**1,307**
折旧和摊销	81	97	110	136	-
营运资金变动	(1)	(9)	2	77	58
已缴纳所得税	(40)	(67)	(12)	(218)	(309)
其它	168	227	14	27	209
经营活动所得现金流	**373**	**577**	**206**	**922**	**1,264**
资本开支	(150)	(184)	(164)	(257)	(316)
联营公司	(2)	(2)	-	-	-
利息收入	1	2	-	-	-
其它	(1)	(6)	-	-	-
投资活动所得现金净额	**(152)**	**(190)**	**(164)**	**(257)**	**(316)**
股份发行	-	-	2,942	-	-
净借贷	29	171	-	-	-
支付股息	(25)	(36)	-	-	(156)
其它	(218)	(455)	(68)	(75)	(90)
融资活动所得现金净额	**(214)**	**(320)**	**2,873**	**(75)**	**(246)**
现金增加净额	**7**	**67**	**2,915**	**590**	**703**
年初现金及现金等价物	52	60	127	3,042	3,632
汇兑	-	0	-	-	-
年末现金及现金等价物	**60**	**127**	**3,042**	**3,632**	**4,335**
其它					

资产负债表

年结:12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	**960**	**1,271**	**1,313**	**1,410**	**1,521**
固定资产	268	323	364	457	564
无形资产和商誉	578	808	808	808	808
预付租金	57	66	66	66	66
合资及联营公司投资	4	8	10	13	17
其它非流动资产	54	66	66	66	66
流动资产	**227**	**383**	**3,262**	**4,004**	**4,848**
现金及现金等价物	60	127	3,042	3,632	4,335
存货	36	75	42	77	109
贸易和其他应收款	17	12	19	36	52
预付款	88	122	111	212	305
其它流动资产	26	47	47	47	47
流动负债	**440**	**794**	**759**	**988**	**1,187**
银行贷款	49	220	220	220	220
应付款	72	97	80	143	190
应计费用和其他应付款	145	200	183	348	501
应付税款	12	23	23	23	23
其它流动负债	162	253	253	253	253
非流动负债	**543**	**690**	**690**	**690**	**690**
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	21	27	27	27	27
递延所得税	-	-	-	-	-
其它	522	663	663	663	663
少数股东权益	**-**	**-**	**-1**	**72**	**203**
净资产总额	**204**	**171**	**3,127**	**3,665**	**4,290**
股东权益	**204**	**171**	**3,127**	**3,665**	**4,290**

主要比率

年结:12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
九毛九	70.5	51.0	27.2	21.1	17.3
太二	28.5	47.5	71.6	78.0	81.9
其他品牌	1.0	1.4	1.3	0.9	0.9
合计	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率					
毛利率	64.5	63.3	60.5	59.9	60.4
经营利润率	8.6	12.2	3.8	19.3	19.4
税前利率	5.5	9.6	-0.8	17.3	17.8
净利润率	3.7	6.1	-1.2	11.1	11.2
有效税率	28.7	28.5	-60.0	27.0	26.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.5	0.5	4.3	4.1	4.1
速动比率 (x)	0.4	0.4	4.2	4.0	4.0
现金比率 (x)	0.1	0.2	4.0	3.7	3.7
平均库存周转天数	19	21	16	15	15
平均应收款周转天数	3	3	3	3	3
平均应付帐款天数	34	31	30	28	26
债务 / 股本比率 (%)	103	277	15	13	11
净负债/股东权益比率 (%)	71	188	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	34.2	96.3	-0.9	14.2	17.6
资产回报率	5.9	9.9	-0.6	9.6	11.8
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.05	0.12	-0.04	0.36	0.52
每股股息 (人民币)	0.04	-	-	0.11	0.16
每股账面价值 (人民币)	0.15	0.12	2.26	2.52	2.95

资料来源：公司及招银国际证券预测

华润啤酒（291 HK）

高端化提速引领净利润更快增长

管理层在 2020 年全国渠道合作伙伴大会上提出了 20-22 年“战高端、提质量、增效益”及 23-25 年“赢高端、双对标、做一流”的发展目标，加速发展高端啤酒及提升效益，以达到 2025 年在高端啤酒市场份额及市值上超越领先的对手。由于高端化已成为行业共识，酒业协会预测啤酒行业利润在十四五期间可以增长一倍。我们上调 20-22 财年经调整净利润 2-6%，目标价上调至 73.10 港元，对应 21 财年 51 倍 P/E，仍然对应在 21 财年 2.5 倍 PEG，PEG 估值仍然低于百威亚太(4.3 倍)及嘉士伯(2.7 倍)，维持买入。

- **高端化提速。**集团在 21 年进一步丰富喜力的品牌矩阵，引入超高端白啤品牌悠世及普高端品牌红爵，达致从次高端到超高端实现全覆盖，结合雪花的品牌矩阵，全力争夺高端市场份额。20 年 1-9 月次高端及以上(统称高端)啤酒销售量同比增长 7%，较上半年的 2.9%增速明显加快。管理层预期 20 年高端啤酒销售量达 148 万千升，并定下了 25 年 319 万千升的宏大目标，相当于 16.6%年均复合增长率，较我们的低双位数预期更高。
- **继续提升生产效率。**虽然是中央企业，但是华润果断关闭低效工厂。其啤酒厂数量由 2016 年的 98 个削减至 2020 上半年的 72 个，然其 2019 年产能利用率仍旧低于青岛啤酒及百威亚太。未来，我们预期公司将继续关闭工厂及推行优化产能措施。此外，公司计划 2020 年底前提升瓶装啤酒的不连瓶销售占比至 50%以上，以节约成本。
- **高端化为行业共识，啤酒行业利润增长可期。**根据中国酒业协会数据，3 月份行业税前利润曾同比下跌 90%以上，但单位产品利润却从 5 月份之后开始呈现两位数的增长，其中 9 月份的增幅达到 47.4%，反映行业高端化有加速的趋势。随着企业继续加码及推进高端化。加上行业玩家数量持续下跌，行业竞争局面稳定，中国酒业协会预测规模以上企业在 20 年至 25 年期间，收入的年均复合增长率为 7%，税前利润期内的年均复合增长率高达 15%，我们认为集团作为行业龙头企业的利润增速应该更加强劲。
- **维持买入评级，目标价提高至 73.10 港元。我们调高了高端啤酒 20-22 财年年均复合增长率至 16%**，共将 20/21/22 财年经调整净利润上调 2%/6%/5%，调整后 19-22 财年每股盈利年均复合增长率 21%。我们将华润啤酒目标价从 61.90 港元上调至 73.10 港元，相当于 51.0 倍 21 财年经调整市盈率，维持对应在 21 财年 2.5 倍 PEG。我们认为喜力中国很有增长潜力，品牌知名度高而渗透率低，预期与喜力中国的合并将成为华润的关键增长动力之一。**催化剂：**收入及利润率好于预期。**风险：**成本压力，食品安全。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万人民币)	31,867	33,190	32,228	36,873	39,499
同比增长 (%)	7	4	(3)	14	7
净利润 (百万人民币)	977	1,312	2,509	3,735	4,632
调整后净利润 (百万人民币)	2,538	2,838	2,959	4,110	4,982
调整后每股盈利 (人民币)	0.782	0.875	0.912	1.267	1.536
同比增长 (%)	60	12	4	39	21
市场每股盈利预测(人民币)	na	na	0.812	1.154	1.419
市盈率 (倍)	72.0	65.9	63.3	45.6	37.6
股息率 (%)	0.2	0.3	0.5	0.8	1.0
市净率 (倍)	9.7	9.5	8.7	7.9	7.0
股本回报率(%)	13.6	14.7	14.3	18.1	19.8

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK$73.10
潜在升幅	+12%
当前股价	HK$65.35

中国必需消费行业

叶建中，CFA
(852) 3900 0838
albertyip@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	212,007
3 月平均流通量 (百万港元)	425.30
52 周内股价高/低 (港元)	66.70/ 30.45
总股本 (百万)	3,244.0

数据源：彭博

股东结构

华润集团	31.24%
喜力	20.67%

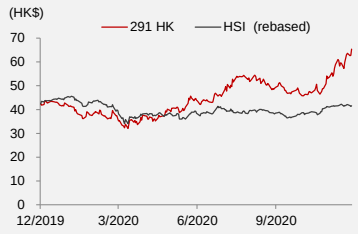
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	28.5%	25.6%
3-月	28.6%	20.4%
6-月	43.4%	35.1%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

截止 12 月底 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	**31,867**	**33,190**	**32,072**	**36,584**	**39,158**
销售成本	(20,669)	(20,964)	(19,595)	(21,800)	(22,773)
毛利	11,198	12,226	12,477	14,784	16,384
其他收入	784	741	910	972	1,039
销售费用	(5,570)	(5,925)	(6,126)	(6,988)	(7,440)
管理费用	(3,140)	(3,168)	(3,279)	(3,525)	(3,701)
息税前收益	3,272	3,874	3,982	5,244	6,283
净财务收入	67	39	109	145	191
出售固定资产收益	94	167	100	100	100
减值损失	(1,301)	(1,052)	(700)	(600)	(550)
员工赔偿	(483)	(826)	(100)	(75)	(50)
一次性年金拨备	(483)	0	0	0	0
税前利润	1,532	2,202	3,391	4,814	5,974
所得税	(547)	(892)	(949)	(1,226)	(1,498)
非控制股东权益	(8)	2	(3)	(3)	(3)
净利润	**977**	**1,312**	**2,438**	**3,485**	**4,373**
经调整净利润	**2,538**	**2,838**	**2,888**	**3,860**	**4,723**

现金流量表

截止 12 月底 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前收益	**1,532**	**2,202**	**3,391**	**4,714**	**5,874**
折旧和摊销	1,654	1,724	1,825	1,818	1,808
净财务收入	(63)	(44)	(109)	(145)	(191)
运营资金变动	542	75	638	153	441
其它	269	141	(737)	(1,088)	(1,438)
经营活动所得现金流	**3,934**	**4,098**	**5,008**	**5,452**	**6,495**
资本开支	(1,641)	(1,490)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
收购	0	(2,216)	0	0	0
其它	627	938	304	353	427
投资活动所得现金净额	**(1,014)**	**(2,768)**	**(1,696)**	**(1,647)**	**(1,573)**
净借贷	(2,862)	(241)	(511)	0	0
股息	(529)	(494)	(561)	(1,612)	(1,660)
其它	(63)	(143)	(103)	(86)	(81)
融资活动所得现金净额	**(3,454)**	**(878)**	**(1,175)**	**(1,698)**	**(1,741)**
现金增加净额	**(534)**	**452**	**2,138**	**2,107**	**3,180**
年初现金及现金等价物	2,361	1,858	2,340	4,478	6,585
汇兑	31	30	0	0	0
年末现金及现金等价物	**1,858**	**2,340**	**4,478**	**6,585**	**9,765**

资产负债表

截止 12 月底 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	**30,821**	**31,816**	**31,991**	**32,173**	**32,365**
固定资产	19,632	19,413	19,652	19,898	20,154
商誉及每形资产	8,514	9,749	9,685	9,621	9,557
其它	2,675	2,654	2,654	2,654	2,654
流动资产	**8,450**	**9,775**	**11,473**	**14,474**	**18,129**
库存	5,379	6,018	5,625	6,228	6,506
应收账	443	329	318	363	388
其它应收账	463	671	648	740	792
其它	307	417	417	417	417
现金及现金等价物	1,858	2,340	4,465	6,726	10,026
流动负债	**18,370**	**19,856**	**19,902**	**21,107**	**22,150**
应付款	2,340	2,713	2,536	2,808	2,933
其它应付款	15,297	16,348	17,087	18,023	18,946
借贷	704	511	0	0	0
其它	29	284	280	275	271
非流动负债	**1,991**	**2,008**	**1,968**	**1,933**	**1,901**
借贷	9	0	0	0	0
其它	1,583	1,330	1,290	1,255	1,223
递延税负债	399	678	678	678	678
净资产总额	**18,910**	**19,727**	**21,595**	**23,608**	**26,443**
股东权益	**18,848**	**19,670**	**21,535**	**23,545**	**26,378**
少数股东权益	**62**	**57**	**60**	**63**	**66**

主要比率

截止 12 月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
盈利能力比率(%)					
毛利率	35.1	36.8	38.9	40.4	41.8
息税前利润率	10.3	11.7	12.4	14.3	16.0
净利润率	3.1	4.0	7.6	9.5	11.2
调整后净利润率	8.0	8.6	9.0	10.6	12.1
派息比率	39.8	40.8	40.0	40.0	40.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
平均应收账天数	6	4	4	3	3
平均应付账天数	35	44	49	45	46
平均库存天数	99	99	108	99	103
资产周转率 (x)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
净现金 (百万元人民币)	1,212	1,897	4,546	6,653	9,833
回报率 (%)					
经调整资本回报率	13.6	14.7	14.0	17.2	19.1
经调整资产回报率	6.4	7.0	6.8	8.6	9.8
每股数据					
经调整每股盈利 (人民币)	0.78	0.87	0.89	1.19	1.46
每股股息 (人民币)	0.12	0.17	0.30	0.43	0.54
每股净资产 (人民币)	5.81	6.06	6.64	7.22	8.06

资料来源：公司、招银国际证券预测

锦欣生殖（1951 HK）

内生增长和并购双轮驱动，巩固行业领先优势

公司现有医院网络在疫情期间极具挑战性的经营环境下，依然取得了非常好的表现。维持买入评级，目标价 15.51 港元。

- **疫情期间 HRC 的美国本地周期数创历史新高。**HRC 共有 14 名医生，每位医生每年产能为 700 个周期。自 2020 年 6 月，HRC 复苏速度远远快于美国本土的竞争对手。尽管美国疫情影响了辅助生殖医院的经营环境，但 HRC 的本土周期从 6 月开始持续环比增加，并于 10 月达到历史新高。我们预计全球疫情将在 2021 年逐步得到控制，主要是受益于疫苗供应的逐步增加。因此，我们预计 HRC 的国际周期数（大部分国际患者来自中国大陆）将在 2021 年得到显着恢复。HRC 也在积极进行外延扩张，计划通过几项收购共新增 500~600 周期/年。
- **武汉和老挝的新医院建设快速推进。**公司聘请杨菁教授担任武汉锦欣医院的院长，杨教授是辅助生殖领域的著名专家，具备强大的市场号召力。我们期待武汉锦欣医院将在 2021/2022 年分别完成 1,000/ 2,000 个周期。此外，公司任命公司质控总监耿丽红博士领衔老挝中心，该院的年产能为 3,000 周期。我们预计，在中国大陆与老挝的旅行签证开通后，老挝中心将实现周期数的快速增长。
- **并购提供可持续增长动力。**公司成立以来，通过并购，锦欣的网络医院从成都扩展到深圳、美国、老挝和武汉。得益于公司卓越的运营经验、强大的技术水平、良好的品牌知名度和充足的现金储备，我们相信并购将持续驱动公司业务扩张。我们预期公司每年完成一到两笔并购交易，包括在中国大陆以及海外的并购交易。此外，我们预期公司将继续扩大在深圳的运营能力，以进一步提升其在广东市场的领先地位。
- **目标价提升至 15.51 港元。**基于 DCF 模型（WACC：10.2%，永续增长率：3%），我们的目标价 15.51 港元。
- **催化剂：**收购优质资产；**风险：**疫情影响。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	922	1,648	1,481	2,096	2,600
同比增长 (%)	39	79	-10	42	24
净收入 (百万元人民币)	167	410	345	554	714
每股盈利 (元人民币)	不适用	0.19	0.14	0.23	0.29
每股盈利变动 (%)	不适用	不适用	-24	61	29
市场预测每股盈利 (元人民币)	不适用	不适用	0.21	0.26	0.32
市盈率 (倍)	不适用	52.0	68.0	42.3	32.8
市帐率 (倍)	不适用	2.8	3.0	2.8	2.6
股息率 (%)	不适用	0.71	0.29	0.47	0.61
权益收益率 (%)	3.7	6.7	4.5	6.8	8.2
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

买入（维持）

目标价	HK$15.51
(此前目标价	HK$13.80)
潜在升幅	+10.60%
当前股价	HK$14.02

中国医疗行业

武煜, CFA
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

胡学森, PhD
(852) 3900 0882
samhu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	34,062
3 月平均流通量 (百万港元)	187.90
52 周内股价高/低 (港元)	14.58/7.12
总股本 (百万)	2,430

资料来源：彭博

股东结构

JINXIN Fertility Investment Group	15.82%
Warburg Pincus	12.85%
HRC Investment	14.82%

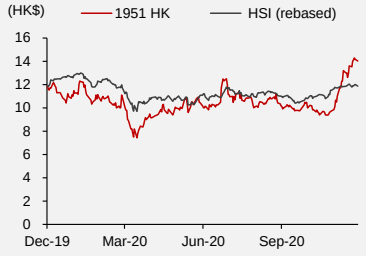
资料来源：港交所，彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	45.5%	39.4%
3-月	35.6%	24.8%
6-月	35.6%	25.2%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

网址: www.jxr-fertility.com

相关报告:

1. Long-term growth outlook intact – 2 Sep 2020
2. First domestic acquisition deal since IPO; Big step in domestic expansion – 2 Jul 2020

财务分析

利润表

YE 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**922**	**1,648**	**1,481**	**2,112**	**2,727**
ARS	801	932	1,068	1,487	1,972
管理服务费	90	648	346	555	684
辅助医疗和设备服务	31	68	66	69	72
存货成本	(509)	(832)	(838)	(1,119)	(1,391)
毛利	**413**	**817**	**643**	**992**	**1,336**
其他收入	22	63	62	70	81
其他费用	(4)	(2)	0	0	0
其他亏损	(1)	28	0	0	0
研发费用	(12)	(13)	(10)	(14)	(18)
管理费用	(103)	(211)	(201)	(264)	(327)
上市费用	(38)	(63)	0	0	0
财务成本	0	(9)	(9)	(9)	(9)
税前利润	**277**	**548**	**444**	**716**	**986**
所得税	(64)	(127)	(90)	(143)	(197)
净利润	**212**	**421**	**354**	**573**	**789**
非控股权益	(46)	(11)	(9)	(15)	(21)
归母利润	**167**	**410**	**345**	**558**	**768**

现金流量表

YE 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	**277**	**548**	**444**	**716**	**986**
折旧和摊销	29	66	75	80	85
经营资本变动	82	(74)	(170)	25	24
其他	4	38	(2)	(10)	(21)
所得税	(35)	(126)	(90)	(143)	(197)
经营现金流	**356**	**453**	**257**	**668**	**877**
资本开支	(21)	(277)	(240)	(120)	(100)
收购子公司	0	0	0	0	0
其他投资活动	(367)	(2,429)	(275)	53	64
投资现金流	**(388)**	**(2,706)**	**(515)**	**(67)**	**(36)**
股份发行	1,129	2,934	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
关联方借款	104	30	0	0	0
其他融资活动	(466)	(1,317)	(152)	(69)	(112)
融资现金流	**767**	**1,647**	**(152)**	**(69)**	**(112)**
净现金变动	736	(606)	(410)	532	730
年初现金及现金等价物	449	1,184	580	170	702
年末现金及现金等价物	**1,184**	**580**	**170**	**702**	**1,431**

资产负债表

YE 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	**5,123**	**5,515**	**5,957**	**5,954**	**5,926**
物业、厂房及设备	138	857	1,022	1,062	1,077
商誉	802	809	1,129	1,129	1,129
牌照	401	388	375	362	349
提供管理服的合约权利	1,939	1,963	1,963	1,963	1,963
商标	1,292	1,305	1,305	1,305	1,305
其他	550	193	163	133	103
流动资产	**1,436**	**3,426**	**2,982**	**3,527**	**4,270**
存货	17	26	25	34	42
应收贸易款	77	46	12	17	22
应收关联方款项	71	50	50	50	50
现金和现金等价物	1,184	580	170	702	1,431
其他	**87**	**2,725**	**2,725**	**2,725**	**2,725**
流动负债	**1,377**	**436**	**231**	**270**	**307**
应付贸易账款	391	320	115	153	191
资本缴付	0	0	0	0	0
应付关联方款项	917	41	41	41	41
即期税款	69	46	46	46	46
非流动负债	**682**	**863**	**863**	**863**	**863**
租赁负债	5	0	0	0	0
递延税款	677	709	709	709	709
净资产	**4,500**	**7,642**	**7,845**	**8,349**	**9,027**
少数股东权益	**137**	**116**	**125**	**140**	**161**
股东权益	**4,363**	**7,527**	**7,720**	**8,209**	**8,866**

主要比率

YE 12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
ARS	86.9	56.5	72.2	70.4	72.3
管理服务费	9.7	39.3	23.4	26.3	25.1
辅助医疗和设备服务	3.4	4.1	4.5	3.3	2.6
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	45	50	43	47	49
折旧摊销息税前利润率	34	38	36	38	39
息税前利润率	30	33	30	34	36
净利润率	18	25	23	26	28
有效税率	23	23	20	20	20
资产负债比率					
流动比率 (x)	1	8	13	13	14
平均应收账款周转天数	4	3	3	3	3
平均应付帐款周转天数	103	50	50	50	50
净负债/ 总权益 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	3.7	6.7	4.5	6.9	8.8
资产回报率	2.5	5.3	3.9	6.1	7.8
每股数据					
每股盈利(人民币)	N/A	0.19	0.14	0.23	0.32
每股股息(人民币)	N/A	0.07	0.03	0.05	0.06
每股账面值(人民币)	N/A	3.46	3.23	3.44	3.72

资料来源：公司及招银国际证券预测

希望教育（1765 HK）

内生增长前景强劲

买入（维持）

目标价	HK$3.41
潜在升幅	+71%
当前股价	HK$2.00

2021 财年 39%的学生总数增长和强劲的海外升学招生人数再次显示出公司在提高收购目标业绩方面的强大执行能力。我们预计公司在 2021-23 财年的每股收益复合年增长率为 25.4%，高于同行 22%的平均水平。我们预计四所独立学院的转设可进一步将 2023 财年净利润提升 19%。维持买入评级，目标价 3.41 港元，对应 2021 财年 25.4 倍市盈率。

- **强劲的内生增长和并购是增长动力。**2021 财年，学生总数增长 39%至 194,554 人。今年 10 月，公司收购了南昌的一所职业学院（2,753 名学生），并计划在 2022 财年和 2023 财年分别开设两所职业学院。内生增长方面，管理层计划 3-5 年内收入实现 15-20%的复合年增长率，净利润增长实现更高的复合年增长率。截至 8 月 31 日，公司坐拥 31 亿元人民币现金，由于受疫情影响新学年开学时间较往常更晚，学宿费预付款只收取了 4 亿元，代表公司将持有更多的现金。丰厚的现金有助公司进行收购，目标主要考虑国内本科学校，目前资产负债表中有一笔 2.9 亿元的预付款用作收购用途，我们认为这代表公司已锁定了收购目标。
- **强劲的海外留学需求推动英迪增长。**公司海外升学招生（包括英迪和其他项目）人数由 2019 财年的 1,964 人飙升至 2020 财年的 17,315 人。这些学生将在 2-3 年后逐渐成为海外学生。管理层目标 2018-2024 年英迪净利润实现 40%的复合年增长率。利润率提升动力来自(1)公司输出升学学生；(2)师生比目前为 1:16，距离上限 1:26 还有很大空间；(3)英迪非员工工资费用率为公司国内业务的一倍，有优化空间。
- **四所独立学院转设将提高收入。**2020 财年独立学院管理费用总额为 1.7 亿元，占调整后净利润的 29%。管理层预计将在 2021 年底前对两所独立学院进行转设，并在 2022 年底前对剩余两所进行转设。我们预计这些转设可进一步将 2023 财年净利润提升 19%。
- **维持买入评级。**我们给予公司目标价 3.41 港元，相当于 25.4 倍 2021 财年预测市盈率，维持 1 倍 PEG。**催化剂：**（1）并购；（2）解除政策风险；（3）独立学院转设。**风险：**教师成本飙升。

财务资料

(截至 12 月/8 月 31 日)	FY19A-D	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入 (百万元人民币)	1,331	1,568	2,468	3,095	3,590
变动 (%)	29	NA	57	25	16
净利润 (百万元人民币)	490	456	785	1,053	1,278
经调整净利润 (百万元人民币)	474	576	859	1,127	1,352
经调整每股盈利 (人民币)	0.071	0.086	0.119	0.156	0.187
变动 (%)	26	NA	39	31	20
市场每股盈利预测	NA	NA	0.115	0.150	0.185
经调整市盈率 (倍)	24.8	21.1	14.9	11.3	9.5
股息率 (%)	1.3	0.5	2.1	2.8	3.4
市净率 (倍)	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6
净现金 (百万元人民币)	255	329	759	947	1,561

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测，2019 年度年结为 12 月 31 日

中国教育行业

叶建中, CFA
(852) 3900 0838
albertyip@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	14,468
3 月平均流通量 (百万港元)	45.60
52 周内股价高/低 (港元)	2.93/ 1.30
总股本 (百万)	6,736.4

数据源：彭博

股东结构

Hope Education Investment	57.86%

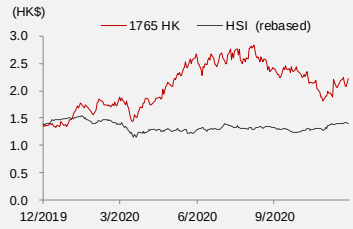
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.6%	3.2%
3-月	-10.0%	-15.7%
6-月	-13.4%	-18.4%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

截止 12/8 月底 (百万元人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	**1,331**	**1,568**	**2,468**	**3,095**	**3,590**
学费	1,093	1,317	2,062	2,625	3,076
住宿费	103	102	172	207	237
其他	136	149	234	263	277
销售成本	(657)	(791)	(1,157)	(1,411)	(1,605)
毛利	675	777	1,312	1,684	1,985
其他收入	130	260	187	230	258
销售费用	(45)	(61)	(99)	(121)	(133)
管理费用	(152)	(195)	(321)	(390)	(431)
其它费用	(16)	(52)	(81)	(102)	(118)
息税前收益	591	728	998	1,301	1,561
财务收入	94	na	103	107	111
财务费用	(171)	(209)	(191)	(176)	(170)
合资企业	5	10	18	21	23
非经营性项目	36	8	10	10	10
税前利润	556	537	937	1,262	1,535
所得税	(66)	(81)	(152)	(208)	(256)
非控制股东权益	0	0	0	0	0
净利润	**490**	**456**	**785**	**1,053**	**1,278**
经调整净利润	**474**	**576**	**859**	**1,127**	**1,352**

现金流量表

截止 12/8 月底 (百万元人民	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
息税前收益	**556**	**492**	**785**	**1,053**	**1,278**
折旧和摊销	218	294	335	372	401
运营资金变动	(47)	251	2,138	502	470
其它	(29)	19	(147)	2	3
经营活动所得现金流	**697**	**1,056**	**3,112**	**1,929**	**2,153**
资本开支	(279)	(500)	(900)	(900)	(900)
收购	(447)	(56)	(1,236)	(385)	(93)
其它	(1,137)	1,056	25	12	2
投资活动所得现金净额	**(1.865)**	**500**	**(2,111)**	**(1,273)**	**(991)**
股份发行	-	1,128	-	-	-
净借贷	313	1,033	(100)	-	-
股息	(105)	(150)	(60)	(275)	(361)
其它	(272)	122	(208)	(194)	(188)
融资活动所得现金净额	**(65)**	**2,133**	**(369)**	**(468)**	**(548)**
现金增加净额	**(1,232)**	**3,689**	**633**	**188**	**614**
年初现金及现金等价物	3,039	829	2,894	3,527	3,715
汇兑	1,806	4,518	3,527	3,715	4,328
年末现金及现金等价物	**1,690**	**4,518**	**3,527**	**3,715**	**4,328**

资产负债表

截止 12/8 月底 (百万元人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	**7,348**	**8,458**	**10,476**	**11,038**	**11,546**
固定资产	4,564	5,065	6,649	7,267	7,862
土地租赁预付款	1,163	1,319	1,251	1,178	1,098
合资及联营公司投资	196	196	214	234	258
其它非流动资产	1,425	1,877	2,361	2,358	2,329
流动资产	**3,508**	**3,958**	**4,611**	**4,821**	**5,459**
现金及现金等价物	1,690	2,894	3,527	3,715	4,328
预付款	252	202	222	244	268
其它流动资产	1,565	847	847	847	847
流动负债	**3,143**	**3,368**	**5,296**	**5,384**	**5,719**
合约负债	806	404	2,549	2,982	3,366
其它应付款	1,176	1,345	1,328	983	933
借贷	1,003	1,443	1,243	1,243	1,243
应付税款	65	88	88	88	88
其它	91	88	88	88	88
非流动负债	**3,149**	**3,361**	**3,379**	**3,284**	**3,178**
递延收入	1,073	1,253	1,197	1,129	1,050
借贷	1,594	1,670	1,770	1,770	1,770
其它	482	439	412	385	358
净资产总额	**4,565**	**5,686**	**6,411**	**7,190**	**8,108**
股东权益	**4,562**	**5,683**	**6,408**	**7,187**	**8,104**
少数股东权益	**3**	**3**	**3**	**4**	**4**

主要比率

截止 12/8 月底	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
学费	82.1	84.0	83.5	84.8	85.7
住宿费	7.7	6.5	7.0	6.7	6.6
其他	10.2	9.5	9.5	8.5	7.7
合计	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率					
毛利率	50.7	49.6	53.1	54.4	55.3
息税前利润率	44.4	46.4	40.4	42.0	43.5
有效税率	11.8	15.1	16.2	16.5	16.7
净利润率	35.6	35.0	34.8	36.4	37.7
派息比率	31.7	11.0	32.0	32.0	32.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.1	1.2	0.9	0.9	1.0
资产周转率 (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
净现金 (百万元人民币)	255	329	759	947	1,561
回报率 (%)					
经调整资本回报率	10.9	11.5	14.2	16.6	17.7
经调整资产回报率	4.9	3.8	6.2	7.3	8.2
每股数据(人民币)					
经调整每股盈利 (人民币)	0.071	0.086	0.119	0.156	0.187
每股股息 (人民币)	0.023	0.008	0.038	0.050	0.060
每股净资产 (人民币)	0.684	0.786	0.886	0.993	1.120

资料来源：公司及招银国际证券预测

中国邮政储蓄银行（1658 HK）

优异的资产质量支持盈利扩张

买入（维持）

目标价	HK$ 6.50
(此前目标价	HK$ 4.80)
潜在升幅	+50.1%
当前股价	HK$ 4.33

中国银行业

孙明，CFA
(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

公司数据

市值 (百万港元)	425,134
3 月平均流通量 (百万港元)	194
52 周内股价高/低 (港元)	5.44/3.02
总股本 (百万)	**19,856(H)**
	67,122(A)

资料来源：彭博

股东结构

中国邮政集团	65.2%
中国人寿	3.8%
中国电信	1.3%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.3%	6.0%
3-月	28.1%	18.8%
6-月	-9.7%	-15.6%
12-月	-14.4%	-14.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

邮储银行在疫情冲击下展现出良好的风险抵御能力，三季度不良率企稳回落，拨备进一步夯实。作为唯一以零售业务为战略重心的大型银行，随着宏观经济复苏和政策让利消退，邮储将充分释放利润增速潜力。近期公布的 300 亿人民币定增计划可提升该行核心一级资本充足率 54bp，支持其快于同业的信贷投放，并减小削减派息的风险。

- **资产质量改善，信用成本回落。**三季度银行业不良仍处于加速暴露阶段，而邮储银行不良率环比下行1bp至0.88%，拨备覆盖率提升3.1个百分点至403.2%，信用成本亦大幅回落至 0.5%。该行零售贷款占比达 56.5%，对公高风险行业（制造业、批发零售、采矿业）信贷敞口仅为 9.3%，且不良认定严格（不良贷款与 90 天逾期贷款比值为 1.48x）。预计邮储将继续表现出优于同业的资产质量趋势，净利润增速因信贷成本下行而持续回升。
- **流动性边际收紧，息差预期向好。**邮储银行具有差异化的资产负债表，资产端非信贷资产占比高，负债端存款占比高。该行会继续推进“三个提升”和“一个稳定”，即提升信贷资产占比、中长期贷款占比、非信贷高收益资产占比，稳定零售贷款占比。预计 2021 年货币政策回归常态，信用供给边际收紧。邮储银行核心存款占负债比重达 95%，负债成本显着低于同业，将更受益于流动性趋紧的宏观环境。
- **中收提升潜力大。**邮储银行拥有广阔的网点覆盖及庞大的零售客群，在信用卡、理财、支付业务等方面有较大发展空间。前三季度手续费增速亮眼，达同比 11.2%，但中收占营收比重仅为 7%。我们预计该行手续费可保持双位数增长，推动中收占持续提升。
- **三季度盈利强劲复苏，市场预期有上调空间。**受益于信用成本的回落，邮储银行三季度净利润增长大幅反弹至同比 13.5%（二季度为同比 -28.1%），显着超预期。累计净利润跌幅由上半年的同比-10.0%收窄至前三季度的同比-2.7%，预计全年增速将转正至同比 1.3%，四季度单季利润增速超过同比 30%。而彭博的平均盈利预测似乎仍未完全反应业绩改善趋势，我们判断有一定上修空间。
- **维持买入评级，上调目标价至 6.50 港元。**鉴于四季度宏观经济持续回稳、让利政策逐步消退，预计邮储银行业绩表现将进一步改善。我们将 2020-21 年净利润预测上调 12.9-14.2%，并基于 0.85 倍目标市账率及 2021 年预测每股净资本 6.7 元人民币，给予 6.50 港元目标价。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	261,245	277,116	295,215	322,682	353,515
净利润 (百万元人民币)	52,311	60,933	61,711	68,197	76,461
每股盈利 (元人民币)	0.62	0.72	0.68	0.73	0.80
每股盈利变动 (%)	4.7	16.9	(5.0)	7.1	9.3
每股盈利市场预期 (元人民币)	NA	NA	0.66	0.73	0.82
市盈率 (倍)	6.2	5.3	5.5	5.2	4.7
市帐率 (倍)	0.72	0.66	0.61	0.57	0.52
股息率 (%)	5.1	5.6	5.6	5.8	6.6
股权回报率 (%)	12.3	12.7	11.4	11.3	11.5
不良贷款率 (%)	0.86	0.86	0.88	0.87	0.87
拨备覆盖率 (%)	347	389	408	434	447

资料来源：公司、彭博、招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
利息收入	360,166	388,238	419,641	461,960	505,830
利息支出	(126,044)	(148,014)	(163,461)	(180,862)	(197,452)
净利息收入	234,122	240,224	256,180	281,098	308,378
净手续费及佣金收入	14,434	17,085	18,794	21,049	23,575
其他	12,689	19,807	20,242	20,536	21,562
经营收入	261,245	277,116	295,215	322,682	353,515
经营支出	(152,324)	(157,976)	(164,754)	(181,515)	(197,105)
拨备前利润	108,921	119,140	130,462	141,167	156,410
资产减值损失	(55,434)	(55,395)	(65,904)	(69,836)	(76,448)
经营利润	53,487	63,745	64,557	71,331	79,962
非经营收入	-	-	-	-	-
税前利润	53,487	63,745	64,557	71,331	79,962
所得税费用	(1,103)	(2,709)	(2,744)	(3,031)	(3,398)
少数股东权益	(73)	(103)	(103)	(103)	76,461
净利润	52,311	60,933	61,711	68,197	76,461

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
存放中央银行款项	1,155,444	1,110,921	1,210,443	1,312,896	1,424,057
同业资产	665,660	445,364	454,271	463,357	472,624
金融投资	3,729,149	3,984,138	4,109,544	4,239,966	4,341,695
贷款总额	4,276,865	4,974,186	5,770,056	6,520,163	7,367,784
减: 贷款减值准备	127,327	166,124	207,758	247,701	285,893
其他资产	(183,580)	(131,779)	(123,227)	(82,289)	(63,634)
总资产	9,516,211	10,216,706	11,213,330	12,206,391	13,256,633
向中央银行借款	-	-	-	-	-
同业负债	248,929	171,706	197,462	227,081	261,143
存款总额	8,627,440	9,314,066	10,152,332	11,015,280	11,951,579
已发行债券	76,154	96,979	111,526	128,255	147,493
其他负债	88,375	89,076	82,542	89,128	96,273
总负债	9,040,898	9,671,827	10,543,862	11,459,744	12,456,488
股东总权益	474,404	543,867	668,456	745,635	799,133
其中: 永续债	-	-	79,989	79,989	79,989
其中: 优先股	47,869	47,869	47,869	47,869	47,869
少数股东权益	909	1,012	1,012	1,012	1,012
总权益	475,313	544,879	669,468	746,647	800,145

财务比率

年结: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
经营收入结构					
净利息收入	90%	87%	87%	87%	87%
净手续费及佣金收入	6%	6%	6%	7%	7%
其他	5%	7%	7%	6%	6%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净利息收入	24.5%	2.6%	6.6%	9.7%	9.7%
净手续费及佣金收入	13.3%	18.4%	10.0%	12.0%	12.0%
营业收入	16.2%	6.1%	6.2%	9.8%	9.6%
拨备前利润	39.9%	9.4%	4.0%	9.5%	9.1%
净利润	9.7%	16.5%	1.3%	10.5%	12.1%
贷款总额	17.8%	16.3%	16.0%	13.0%	13.0%
存款总额	7.0%	8.0%	9.0%	8.5%	0.0%
经营效率					
成本收入比	57.6%	56.3%	54.8%	55.2%	54.7%
资产质量					
不良贷款率	0.86%	0.86%	0.88%	0.87%	0.87%
拨备覆盖率	347%	389%	408%	434%	447%
拨贷比	2.98%	3.34%	3.60%	3.80%	3.88%
信贷成本	1.09%	1.03%	1.08%	1.00%	0.95%
资本充足率					
核心一级资本充足率	9.8%	9.9%	9.8%	10.2%	10.1%
一级资本充足率	10.9%	10.9%	12.1%	12.3%	12.0%
资本充足率	13.8%	13.5%	14.7%	14.9%	14.6%
盈利能力					
净息差	2.67%	2.50%	2.39%	2.40%	2.42%
平均权益回报率	12.3%	12.7%	11.4%	11.3%	11.5%
平均资产回报率	0.54%	0.59%	0.55%	0.56%	0.58%
平均风险资产回报率	1.14%	1.26%	1.13%	1.14%	1.16%
每股数据 (元人民币)					
每股净利润	0.62	0.72	0.68	0.73	0.80
每股股息	0.19	0.21	0.21	0.22	0.25
每股账面值	5.26	5.75	6.22	6.69	7.27

资料来源: 公司、招银国际证券预测

中国太保（2601 HK）

业务基础稳固，寿险弹性大

买入（维持）

目标价	HK$38.52
(此前目标价	HK$31.74)
潜在升幅	+30.6%
当前股价	HK$29.50

尽管 2020 年由于疫情的持续影响，公司的业务扩张面临压力，但公司在数字化、“保险+健康/养老”等商业模式创新方面积极耕耘，取得显着进步，将有助于其增强竞争力。

- **寿险业务 2020 年受到疫情余震影响，2021 年反弹空间较大。**公司前三季度代理人渠道首年期交保费收入同比下降 34.2%（1Q/2Q/3Q 的增速分别为-37.7%/-30.5%/-30.5%），2020 上半年新业务价值同比下降 24.8%，我们预计下半年随着价值率的企稳新业务价值降幅收窄，全年下降 21.5%。尽管受到疫情影响，但太保寿险并未停止产品和服务创新的探索。2020 年，寿险探索尝试保险产品与健康管理、康养服务的结合，取得不错成绩，也提升了太保寿险产品的差异化竞争能力，为疫情后销售的回暖奠定基础。
- **财险维持较高承保品质，保费增长加速。**2020 年前三季度，太保财险的车险/非车险业务保费收入分别同比增长 7.2%/30.9%，高于行业平均水平。特别的是，太保财险抓住新车销售回暖机遇，加深渠道整合，三季度单季车险保费收入同比增长+14.3%，高于上半年的 8.7%。随着宏观经济复苏，非车险保费增长也逐季加快，从上半年的 29.8%增长至三季度的 33.2%。更为难得的是，在疫情导致保费承压、信用风险上升的背景下，太保产险综合成本率管控较好，2020 年上半年同比下降 0.3 个百分点至 98.3%，而主要同业均录得上升。我们认为明年随着宏观环境逐步向好，太保产险高质量发展的态势能够得到巩固。
- **投资稳步推进。**2020 年前三季度总投资收益率同比增长 0.4 个百分点至 5.5%，净投资收益率同比微跌 0.2 个百分点至 4.6%。资产配置基本保持稳定，集团投资资产为人民币 1.6 万亿元，较年末增长 12.7%。我们认为 2021 年在更为友好的利率环境以及监管放开险资股权直投领域等背景下，公司在投资端的表现值得期待。
- **得益于长期战略的落地。**太保集团制定了五年大健康发展战略，与一流外部资源合作，促进保险和医疗保健一体化业务模式。此外，集团也将积极探索十四五规划、长三角一体化和上海自贸区新片区政策落地对于保险领域带来的新机遇。
- **估值。**我们将估值调整至基于 2021 年底预测值（基于 0.82 倍 2021 年底预测寿险内含价值、1 倍财险账面价值和 0.5 倍其他业务价值）。我们上调目标价至 38.52 港元，对应 0.71 倍 2021 年末集团内含价值。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
保费收入（百万人民币）	321,895	347,517	364,565	385,751	404,566
保费收入变动（%）	14.3	8.0	4.9	5.8	4.9
总收入（百万人民币）	353,103	382,682	403,374	423,838	444,417
净利润（百万人民币）	18,019	27,741	23,898	29,555	31,275
每股收益（人民币）	1.99	3.06	2.48	3.07	3.25
每股收益变动（%）	22.90	53.95	(18.85)	23.67	5.82
一致预期每股收益（人民币）	n.a.	n.a.	2.83	3.10	3.47
市账率 (x)	1.67	1.40	1.31	1.19	1.08
P/EV (x)	0.74	0.63	0.62	0.56	0.52
股息率（%）	3.63	4.36	3.53	4.37	4.63
净资产收益率（%）	12.55	16.92	12.21	13.89	13.36

资料来源：公司及招银国际证券预测

中国保险行业

丁文捷, PhD
(852) 3900 0856 / (86) 755 2367 5597
dingwenjie@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	385,705
3 月平均流通量 (百万港元)	381.98
52 周内股价高/低 (港元)	31.55/16.92
总股本 (百万)	9,620

资料来源：彭博

股东结构

中能（集团）	14.64%
华宝投资	14.17%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.9%	7.0%
3-月	33.5%	22.5%
6-月	27.2%	20.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

近期报告

1. “创新巩固发展基础，寿险业务压力犹存” – 2020 年 11 月 2 日
2. “Steady increase in operating profit” – 25 Aug 2020
3. “Prepared for headwinds” - 23 Mar 2020
4. “价值率提升或抵消期交保费下滑” – 2019 年 10 月 31 日

财务分析

利润表

年结：12 月 31 日（百万人民币）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
保费收入	321,895	347,517	364,565	385,751	404,566
其中：寿险保费收入	202,414	212,514	214,530	222,428	228,053
产险保费收入	117,808	132,979	150,034	163,322	176,513
已实现净保费收入	299,724	313,246	325,667	343,786	359,441
投资收益	49,999	65,730	73,854	75,984	80,724
总收入	353,103	382,682	403,374	423,838	444,417
保险给付和赔付	(226,444)	(260,850)	(276,628)	(280,550)	(293,724)
其他支出	(98,986)	(94,360)	(97,835)	(103,555)	(108,643)
保险业务支出及其他费用合计	(325,430)	(355,210)	(374,463)	(384,105)	(402,367)
联营企业和合营企业收益净额	335	494	519	545	572
税前利润	28,008	27,966	29,429	40,277	42,622
所得税	(9,574)	388	(5,003)	(10,069)	(10,655)
减：少数股东权益	(415)	(613)	(528)	(653)	(691)
净利润	18,019	27,741	23,898	29,555	31,275

资产负债表

年结：12 月 31 日（百万人民币）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
投资资产	1,233,222	1,419,263	1,674,548	1,855,830	2,027,217
其他资产	102,737	109,070	73,687	84,176	104,686
总资产	1,335,959	1,528,333	1,748,235	1,940,006	2,131,903
保险合同负债	981,926	1,143,527	1,308,241	1,472,881	1,634,852
其他负债	199,985	201,486	231,964	237,048	245,265
总负债	1,181,911	1,345,013	1,540,205	1,709,929	1,880,118
归属于公司股东权益	149,576	178,427	202,160	223,531	244,524
少数股东权益	4,472	4,893	5,871	6,546	7,261
总权益	154,048	183,320	208,030	230,077	251,785

主要比率

年结：12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
集团 (%)					
保费收入增速	14.3	8.0	4.9	5.8	4.9
总收入增速	10.6	8.4	5.4	5.1	4.9
净利润增速	22.9	54.0	(13.9)	23.7	5.8
内含价值增速	17.5	17.8	8.0	9.7	-
净投资收益率	4.9	4.9	4.3	4.2	4.2
总投资收益率	4.6	5.4	4.8	4.3	4.2
投资资产增速	14.1	15.1	18.0	10.8	9.2
寿险 (%)					
保费收入增速	15.3	5.0	0.9	3.7	2.5
个险渠道首年期交保费增速	(9.7)	(22.4)	(28.7)	12.4	8.0
新业务价值增速	1.5	(9.3)	(21.5)	13.3	9.9
个险渠道新业务价值率	63.2	73.1	79.5	79.9	81.0
综合偿付能力充足率	260.8	256.8	279.9	276.6	274.6
产险 (%)					
保费收入增速	12.6	12.9	12.8	8.9	8.1
车险保费占比	74.7	70.1	65.5	62.0	58.5
赔付率	56.3	60.2	59.5	59.3	59.2
费用率	42.1	38.1	39.2	39.0	39.0
综合成本率	98.4	98.3	98.7	98.3	98.2
综合偿付能力充足率	305.9	292.6	263.2	260.9	254.9
回报率 (%)					
寿险内含价值收益率	24.7	23.1	13.8	13.6	13.2
产险权益收益率	10.0	16.6	12.1	12.9	12.4
每股数据 (人民币)					
每股收益	1.99	3.06	2.48	3.07	3.25
每股股息	1.00	1.20	0.97	1.20	1.27
每股内涵价值	37.09	43.70	44.47	48.78	53.00
每股净资产	16.51	19.69	21.01	23.24	25.42

资料来源：公司及招银国际证券预测

中金公司（3908 HK）

投行机构实力领先，资本夯实提升收益

我们认为中金公司在当前中国资本市场改革及机构化发展趋势下，具备领先地位，同时，在服务新经济公司境内外上市及参与大型并购中具备其他同业难以比拟的优势。今年 11 月，公司完成 A 股 IPO，夯实资本后更有利于其扩充重资本业务，提升收益水平。**维持买入评级。**

- **资本市场改革凸显投行优势。**今年前三季度，中金投行收入在去年高基数背景下依然保持强劲表现，同比增速达到 68%。这主要归因于在科创板及创业板注册制实施下，公司 IPO 承销额的稳健增长（同比+29%），以及公司在公司债承销市场中份额大幅提升（承销额同比+40%）；同时公司也受惠于港股 IPO 发行的畅旺。在全面注册制预期及提升上市公司质量的预期下，我们认为公司仍将受惠于深厚的 IPO 项目储备，尤其是在新经济类公司境内外上市、美股公司回归以及国企混改等方面，公司具备其独特优势，有助于投行收入的进一步增长。

- **资管、基金管理业务实力强劲。**中金公司的资管规模扩张迅速，月均管理规模自 2019 年四季度起进入行业前 20，而其主动管理月均规模在今年二季度占比达到 83%。受惠资管行业需求的复苏和增长，我们认为公司将凭借其强劲的主动管理能力继续完成规模扩张及收入贡献的提升。此外，公司旗下中金资本是行业规模最大的私募子公司，2020 年二季度月均规模达到 1,118 亿元人民币，同时基金管理收入构成了公司上半年整体资管收入的 62%，我们认为公司领先的私募基金管理能力也将为其资管收入的增长做出重要贡献。

- **A 股上市夯实资本，有助扩张重资本业务提升收益水平。**中金于 11 月 2 日完成 A 股首次公开募股并在上交所上市，募集资金 132 亿元人民币。公司资本利用能力较强，截至 2020 年三季度末，在已发行 50 亿元永续债情况下，杠杆率仍维持在 7.4 倍的高位，同时前三季度年化 ROE 高达 13%。我们认为 A 股 IPO 补充的资本将助力中金重资本业务的扩张，提升其收益能力。

- **维持买入评级。**公司当前股价相当于 1.05 倍一年预估市账率，低于历史平均水平的 1.16 倍。我们将 2020 年至 2022 年盈利预测上调 10%-18%，目标价由此轻微上调至 23.60 港元，相当于 1.3 倍 2021 年预测市账率。维持买入评级，并将其作为我们的行业首选之一。

- **催化剂：**1）更多境内外大型 IPO 保荐承销机会。2）财富管理业务转型取得更多成绩。**风险因素：**股市大幅下挫、成交收缩；资本市场改革受阻。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	12,876	15,484	20,829	23,262	26,601
净利润 (百万元人民币)	3,492	4,239	6,050	6,939	8,092
每股盈利 (元人民币)	0.83	0.99	1.35	1.43	1.66
每股盈利变动 (%)	9	19	36	6	17
市场预测每股盈利 (元人民币)	N/A	N/A	1.39	1.61	1.89
市盈率 (倍)	19.4	16.2	11.9	11.3	9.7
市帐率 (倍)	1.64	1.49	1.17	1.07	0.91
股息率 (%)	1.0	0.0	1.3	1.3	1.6
权益收益率 (%)	8.9	9.5	10.5	9.9	10.5
财务杠杆 (x)	5.5	6.0	6.1	6.2	6.2

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

买入（维持）

目标价	HK$23.60
(此前目标价	HK$22.40)
潜在升幅	+30.5%
当前股价	HK$17.94

中国证券行业

隋晓萌
(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	244,587
3 月平均流通量 (百万港元)	231.39
52 周内股价高/低 (港元)	20.70/10.72
总股本 (百万)	**1,904 (H)**
	2,924 (A)

资料来源：彭博

股东结构

汇金	44.4%
海尔集团	9.1%
腾讯	4.8%

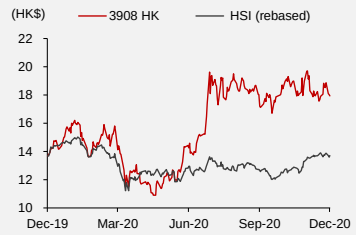
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.1%	-7.2%
3-月	0.0%	-6.4%
6-月	25.0%	17.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

年结: 12 月 31 日（百万元人民币）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
经纪业务净收入	2,617	2,979	4,395	4,963	5,511
投行业务净收入	3,171	4,248	4,186	4,685	5,733
资管业务净收入	618	754	910	1,011	1,114
净利息收入	(284)	(1,095)	(1,569)	(1,954)	(2,010)
自营收益	4,871	6,959	11,135	12,484	14,385
其他	1,883	1,641	1,771	2,044	1,810
营业收入	**12,876**	**15,484**	**20,829**	**23,232**	**26,543**
营业支出	(8,415)	(10,023)	(13,037)	(14,421)	(16,349)
拨备前利润	4,462	5,461	7,791	8,811	10,194
减值拨备	(74)	(160)	(256)	(181)	(138)
所得税前利润	4,387	5,302	7,535	8,631	10,057
所得税费用	(853)	(1,054)	(1,507)	(1,726)	(2,011)
少数股东权益	(42)	(9)	22	26	29
净利润	**3,492**	**4,239**	**6,050**	**6,931**	**8,074**

资产负债表

年结: 12 月 31 日（百万元人民币）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
客户存款	31,267	40,960	68,723	72,762	80,610
结算备付金	8,885	10,964	26,115	30,054	33,295
融出资金	17,716	23,190	30,147	36,176	40,517
买入返售金融资产	19,553	14,299	20,447	25,559	28,115
金融投资	150,485	197,178	266,190	319,428	367,342
其他资产	47,514	58,380	99,429	78,777	68,017
总资产	**275,421**	**344,971**	**511,051**	**562,757**	**617,898**
代理买卖证券款	41,318	48,338	79,031	83,676	92,702
短期负债及借款	71,246	70,031	104,866	116,680	130,046
长期负债及借款	61,993	79,391	119,087	136,950	150,645
其他负债	58,487	98,680	136,398	147,579	159,279
总负债	**233,044**	**296,440**	**439,382**	**484,886**	**532,671**
股东总权益	**42,184**	**48,294**	**71,407**	**77,597**	**84,944**
其中：永续债	1,000	1,000	5,000	5,000	5,000
少数股东权益	193	238	262	275	283

主要比率

年结: 12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入结构					
经纪业务净收入	20%	19%	21%	21%	21%
投行业务净收入	25%	27%	20%	20%	22%
资管业务净收入	5%	5%	4%	4%	4%
净利息收入	-2%	-7%	-8%	-8%	-8%
自营收益	38%	45%	53%	54%	54%
其他	15%	11%	9%	9%	7%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
经纪业务净收入	-6%	14%	48%	13%	11%
投行业务净收入	14%	34%	-1%	12%	22%
资管业务净收入	1%	22%	21%	11%	10%
净利息收入	-1%	286%	43%	25%	3%
自营净收益	22%	43%	60%	12%	15%
营业收入	**15%**	**20%**	**35%**	**12%**	**14%**
拨备前利润	26%	22%	43%	13%	16%
净利润	**26%**	**21%**	**43%**	**15%**	**16%**
总资产	16%	25%	48%	10%	10%
经营效率					
成本收入比	65%	64%	62%	61%	61%
杠杆水平					
财务杠杆（倍）	5.5	6.0	6.1	6.2	6.2
金融投资/ 股东权益	357%	408%	373%	412%	432%
盈利能力					
平均权益回报率	8.9%	9.5%	10.5%	9.9%	10.5%
平均资产回报率	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
每股数据					
每股净利润（元人民币）	0.83	0.99	1.35	1.42	1.66
每股股息（元人民币）	0.16	0.00	0.20	0.21	0.25
每股账面值（元人民币）	9.82	10.83	13.76	15.04	17.60

资料来源：公司及招银国际证券预测

华润置地（1109 HK）

商业加速+华润城 4 期高毛利带来业绩修复

买入（维持）

目标价	HK$44.79
潜在升幅	+45.4%
当前股价	HK$30.80

我们认为今年以来公司的估值（21 年 PE8x）被龙湖（12x）远远甩开的原因在于 2020 年商场收租业务的减速。上半年华润由于支持疫情减租 10 亿，导致收租业务同比下滑-12.5%（相比龙湖+30%）。随着疫情的好转，公司在下半年收租业务的同比已经恢复到+15%以上。借着 2020 年居民的高存款率推动 2021 年的消费大年，公司会加速增开 10 个自营购物中心（创历史记录）。我们预计收租业务能重回 30%+的增长区间，推动投资业务毛利占比接近整体的 20%，带来估值的修复。另外，公司刚刚在深圳取得华润城 4 期的 200 亿销售（接近 70%毛利率），从而也能带来业绩上的修复到 2021 年重回高双位数。最后我们认为收租业务在 2021 年的有可能分拆也会带来潜在释放价值（现在公司 NAV 折让在 50%，而商业收租公司折让一般为 40%）。催化剂：1）2021 年 3 月公布的全年业绩； 2）2021 年 3 月收租业务分拆的指引；

- **2021 年商场收租业务 30%+的增长：**这个主要一是受惠于 21 年为消费大年的整体环境，和 20 年的低基数（1-10 月租金收入同比为-1.1%，但 7-10 月已经恢复到 10%+的增长），但更重要的是 21 年集团计划增加 10 个自营购物中心（20 年为 0），这个会带来更多新店的收入贡献。预计 2021 年的收租业务在公司的毛利占比会提升到接近 20%（19 年为 15%），有助于继续推高估值。
- **200 亿销售额 70%毛利率的华润城 4 期帮助公司业绩修复：**自从 2018 年深圳华润城三期（毛利率在 50-60%）销售以后，公司一直缺乏在深圳重磅的推盘，导致收入占比和整体毛利率的下滑。刚刚开盘并 1 取得 200 亿销售的华润城 4 期预计会给公司 140 亿的毛利（毛利率接近 70%），大概占 2019 年开发毛利的 30%，从而支持公司的业绩在 2021 年修复到高双位数以上增长。
- **收租业务的分拆可能会释放价值：**对于收租业务，公司之前的目标是收入达到 100 亿门槛后会进行。由于 19 年业绩已经提前完成，而物业的分拆在 20 年会完成，我们认为集团有可能在 2021 年逐步推进收租业务的分拆，释放价值（现在公司 NAV 折让在 50%，而商业收租公司折让一般为 40%）。
- **行业首选，维持买入评级：**公司现在对应的 21 年 PE 估值为 8x，相对于历史平均的 9x 有折让。收租业务占比的提高加上 20/21 年业绩在华润 4 期 200 亿销售 140 亿毛利润的帮助上，我们预计会带来估值上的修复，参考现在龙湖已经接近 12x 21 年 PE，有一定的上升空间。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	121,189	147,736	181,240	242,568	166,783
同比增长 (%)	18.9	21.9	22.7	33.8	19.2
净收入 (百万元人民币)	24,238	28,672	26,383	31,809	16,584
每股盈利 (人民币)	3.50	4.12	3.70	4.46	4.79
每股盈利变动 (%)	23.1	17.7	-10.1	20.6	20.3
市场平均盈利预测 (人民币)	NA	NA	3.43	4.01	4.49
市盈率 (倍)	8.3	7.1	7.9	6.5	4.6
市帐率 (倍)	1.5	1.2	1.1	1.0	0.8
股息率 (%)	3.6	3.7	4.2	5.1	7.2
权益收益率 (%)	17.5	16.5	13.7	14.6	18.1
净负债率 (%)	33.9	30.3	32.1	31.6	51.3

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

中国房地产行业

曾展
(852) 3916 3727
jeffreyzeng@cmbi.com.hk

李博文
(852) 3657 6239
bowenli@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	236,747
3 月平均流通量 (百万港元)	387.55
52 周内股价高/低 (港元)	40.45/ 27.05
总股本 (百万)	7,131

资料来源：彭博

股东结构

华润集团	59.51%
流通股	40.49%

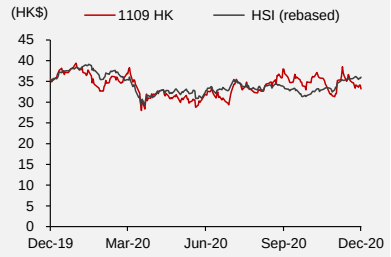
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	8.9%	0.4%
3-月	-10.3%	-15.0%
6-月	6.9%	-3.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**121,189**	**147,736**	**181,240**	**242,568**	**271,335**
物业发展	105,148	127,199	158,760	215,000	238,000
物业投资	9,519	12,028	12,268	14,906	17,887
其他	6,522	8,510	10,211	12,662	15,448
销售成本	(68,607)	(91,736)	(117,715)	(162,121)	(181,150)
毛利	**52,582**	**56,000**	**63,525**	**80,448**	**90,185**
其他收益	1,023	2,858	2,159	2,306	2,321
销售费用	(4,177)	(5,070)	(5,075)	(6,307)	(7,597)
行政费用	(4,159)	(5,745)	(6,343)	(7,762)	(8,683)
其他费用	0	0	0	0	0
息税前收益	**45,268**	**48,043**	**54,266**	**68,685**	**76,226**
融资成本	(1,743)	(1,327)	(1,442)	(1,593)	(1,719)
联营/合营公司	1,297	3,718	3,240	3,640	3,640
特殊收入	6,904	10,560	4,491	0	0
税前利润	**51,726**	**60,994**	**60,555**	**70,732**	**78,148**
所得税	(24,449)	(26,643)	(29,721)	(34,313)	(38,872)
税后利润	**27,277**	**34,352**	**30,834**	**36,419**	**39,276**
非控制股东权益	(2,752)	(5,390)	(4,230)	(4,610)	(4,610)
永续债	(288)	(289)	(221)	0	0
净利润	**24,238**	**28,672**	**26,383**	**31,809**	**34,666**
基础盈利	**19,296**	**21,647**	**23,015**	**31,809**	**34,666**

现金流量表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
息税前收益	45,268	48,043	54,266	68,685	76,226
折旧和摊销	565	761	788	800	825
营运资金变动	(58,618)	(30,193)	(40,666)	(28,540)	(31,160)
税务开支	(24,009)	(18,959)	(26,224)	(30,313)	(35,572)
其他	64,029	33,053	367	(2,784)	(3,268)
经营活动所得现金净额	**27,235**	**32,706**	**(11,468)**	**7,848**	**7,051**
购置固定资产	(14,526)	(17,688)	(9,530)	(4,300)	(13,125)
联营公司	(24,900)	(21,345)	(72)	(2,887)	(1,687)
其他	(5,692)	(3,850)	2,627	0	0
投资活动所得现金净额	**(45,118)**	**(42,883)**	**(6,975)**	**(7,187)**	**(14,812)**
股份发行	0	6,051	0	0	0
净银行借贷	28,884	111	22,275	8,180	17,190
股息	(6,417)	(8,780)	(7,666)	(8,914)	(10,910)
其他	11,497	4,736	20,071	(1,920)	(1,300)
融资活动所得现金净额	**33,963**	**2,118**	**34,680**	**(2,654)**	**4,980**
现金增加净额	16,080	(8,059)	16,237	(1,993)	(2,781)
年初现金及现金等价物	52,410	69,246	61,672	80,409	80,917
汇兑	756	485	2,500	2,500	2,500
受限制现金	1,723	2,027	2,027	2,027	2,027
资产负债表的现金	70,969	63,699	82,436	82,944	82,663

资产负债表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A	FY21A
非流动资产	**193,840**	**242,013**	**249,254**	**256,844**	**272,029**
物业、厂房及设备	14,006	15,769	16,000	16,500	16,800
投资物业	126,864	156,490	165,000	168,000	180,000
联营公司	41,340	53,048	54,200	58,300	61,200
无形资产	419	437	410	400	385
其他	11,210	16,270	13,644	13,644	13,644
流动资产	**461,903**	**520,095**	**586,606**	**642,501**	**703,285**
现金及现金等价物	70,969	63,699	77,313	78,431	78,795
应收贸易款项	43,515	50,563	52,300	56,400	63,000
存货	305,595	356,210	420,000	468,000	520,000
其他	41,823	49,622	36,993	39,670	41,490
流动负债	**347,948**	**391,067**	**436,584**	**466,404**	**499,734**
借债	22,101	21,345	31,820	35,000	38,190
应付贸易账款	88,246	98,420	105,000	113,000	121,000
合同负债	192,265	226,720	245,000	260,560	280,000
应付税项	22,407	28,562	30,000	32,000	34,000
其他	22,930	16,020	24,764	25,844	26,544
非流动负债	**127,090**	**137,569**	**151,800**	**159,300**	**175,000**
借债	110,111	113,200	125,000	130,000	144,000
其他	16,979	24,369	26,800	29,300	31,000
股东权益	**138,376**	**173,574**	**193,275**	**217,240**	**242,280**
少数股东权益	37,329	49,898	54,200	56,400	58,300
永续债	5,000	10,000	0	0	0
总权益	180,705	233,473	247,475	273,640	300,580

主要比率

年结: 12 月 31 日	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	86.8	86.1	87.6	88.6	87.7
物业投资	7.9	8.1	6.8	6.1	6.6
其他	5.4	5.8	5.6	5.2	5.7
合计	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	43.4	37.9	35.1	33.2	33.2
税前利率	37.4	32.5	29.9	28.3	28.1
净利润率	20.0	19.4	14.6	13.1	12.8
有效税率	47.3	43.7	49.1	48.5	49.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
平均应收账款周转天数	131.1	124.9	105.3	84.9	84.7
平均应付帐款周转天数	265.8	243.2	211.5	170.0	162.8
平均存货周转天数	1625.8	1417.3	1302.3	1053.7	1047.8
净负债比率 (%)	33.9	30.3	32.1	31.6	34.4
回报率 (%)					
资本回报率	17.5	16.5	13.7	14.6	14.3
资产回报率	3.7	3.8	3.2	3.5	3.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	3.50	4.12	3.70	4.46	4.86
每股股息(人民币)	1.06	1.07	1.24	1.50	1.68
每股账面值(人民币)	19.96	24.34	27.10	30.46	33.98

资料来源：公司及招银国际证券预测

世茂（813 HK）

预计 2021 年销售依然能保持>15%的增长

买入（维持）

目标价	HK$44.94
潜在升幅	+81.9%
当前股价	HK$24.70

世茂最近的股价回调可能是市场对 2021 年销售指引的担心。投资者可能认为销售会从 2017-19 的 61%复合增速，降到 2021 年 10%左右。但我们认为公司 21 年销售增速不太会低于 15%，高于行业平均。主要是因为 1）预计公司年底前就能完全达标 3 条红线的要求，所以能够支撑总债务的 15%增长来买地。2）2020 年公司买地依然比较积极，1H20 土地支出/销售比为 60%，大于行业平均的 40%。所以货值仍旧可以支持 2021 年的销售增长。再加上行业销售毛利率的在 3Q20 见底回升，我们相信公司的核心利润能继续未来 3 年 20%+的同比增长。**催化剂：**1)11/12 月的销售；2）2021 年的销售指引；3）2021 年 3 月公布的全年业绩；

- **2020 年销售可能超市场预期：**我们预计 2020 年的销售增长可以达到同比 20%到 3100 亿左右，排名更上一步来到全国第九。1-10 月集团已经完成 2310 亿（同比+17%），11/12 月我们认为公司会加快周转率，销售可能会达到 800 亿（同比+27%）。
- **2020 年底能在黄线集团里率先达到绿线，有利于帮助 2021 年销售现实 15%的增长：**根据 1H20 年的数据，公司唯一还没有达到三线红线标准的就是扣除预售款的资产负债率（1H20 为 70%），由于 2H20 的销售周转加快和完工的高峰期，再加上物业的分拆，公司能年底全部达标是非常可能的。这样子相比于其他民企（绝大部分绿线都是国企）在 2021 年债务上和销售上的优势会更加明显。我们预测 2021 年销售可能继续保持 15%的增长，和债务增长一致。
- **20-21 年核心利润能维持 20%的复合增长：**基于公司 2017-19 年销售 61%的复合增长（权益金额 44%的复合率），我们认为公司的 20-21 年结算收入增长可以抵消毛利率的下滑，从而保持核心利润的 20%增长，继续高于行业平均的 10%。
- **维持高派息率，估值吸引：**我们预计公司派息率继续维持 40-45%：现在股价对应的股息率在 6%，相对吸引。如果集团有继续资本动作的话，比如拆分酒店，有可能还会像拆分物业一样派发特别股息；从 PE 的角度，现在对应的 21 年 PE 估值为 5.4x，相对于历史平均的 6x 有折让。我们继续维持「买入」评级，为行业首选。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	85,513	111,517	142,281	169,660	196,407
同比增长 (%)	21.4	30.4	27.6	19.2	15.8
净收入 (百万元人民币)	8,835	10,898	12,978	15,507	18,250
每股盈利 (人民币)	2.65	3.31	3.71	4.38	5.16
每股盈利变动 (%)	13.9	25.1	12.0	18.2	17.7
市场平均盈利预测 (人民币)	N.A.	N.A.	4.23	4.85	5.85
市盈率 (倍)	9.1	7.3	6.5	5.5	4.7
市帐率 (倍)	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	4.4	5.3	5.8	6.5	6.5
权益收益率 (%)	14.9	16.4	16.1	17.0	17.6
净负债率 (%)	56.6	57.4	53.4	58.1	56.5

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

中国房地产行业

曾展
(852) 3916 3727
jeffreyzeng@cmbi.com.hk

李博文
(852) 3657 6239
bowenli@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	97,110
3 月平均流通量 (百万港元)	156
52 周内股价高/低 (港元)	38.49/20.24
总股本 (百万)	3,538

资料来源：彭博

股东结构

许荣茂	64.99%
流通股	35.01%

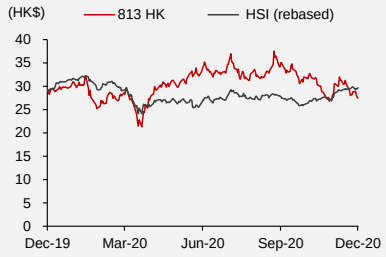
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.5%	-5.2%
3-月	-19.0%	-23.3%
6-月	-17.5%	-25.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

财务分析

利润表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**85,513**	**111,517**	**142,281**	**169,660**	**196,407**
物业发展	80,907	105,291	133,650	159,600	184,680
物业投资	1,091	1,428	1,528	1,757	2,021
酒店	1,908	2,097	2,265	2,605	2,995
物业管理	1,607	2,701	4,838	5,698	6,711
其他	0	0	0	0	0
销售成本	(58,564)	(77,386)	(100,830)	(120,632)	(139,673)
毛利	**26,949**	**34,131**	**41,451**	**49,028**	**56,734**
其他收益	323	281	600	720	720
销售费用	(2,023)	(2,825)	(2,846)	(3,563)	(4,125)
行政费用	(3,430)	(4,381)	(5,122)	(5,938)	(6,874)
其他费用	(520)	(338)	(711)	(848)	(982)
息税前收益	**21,298**	**26,868**	**33,372**	**39,399**	**45,473**
融资成本	(337)	(285)	(421)	(502)	(575)
联营/合营公司	(233)	97	(380)	(380)	(380)
特殊收入	1,910	2,335	309	0	0
税前利润	**22,638**	**29,015**	**32,880**	**38,516**	**44,518**
所得税	(10,327)	(12,635)	(15,047)	(17,796)	(20,581)
非控制股东权益	(3,214)	(5,141)	(4,514)	(4,871)	(5,345)
永续债	(262)	(342)	(342)	(342)	(342)
净利润	**8,835**	**10,898**	**12,978**	**15,507**	**18,250**
基础盈利	**8,551**	**10,478**	**12,669**	**15,507**	**18,250**

现金流量表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
息税前收益	21,298	26,868	33,372	39,399	45,473
折旧和摊销	664	955	724	750	783
营运资金变动	(6,717)	3,892	(56,606)	(16,400)	(15,200)
税务开支	(6,042)	(7,565)	(11,996)	(17,596)	(20,381)
其他	(6,994)	5,330	23,053	5,251	2,946
经营活动所得现金净额	**2,210**	**29,480**	**(11,453)**	**11,404**	**13,621**
购置固定资产	(2,768)	(3,262)	(4,072)	(5,750)	(4,767)
联营公司	(2,989)	(12,891)	(5,197)	(6,427)	(6,727)
其他	(452)	6	4,398	550	0
投资活动所得现金净额	**(6,208)**	**(16,146)**	**(4,871)**	**(11,627)**	**(11,494)**
股份发行	(1,647)	0	6,233	0	0
净银行借贷	17,996	7,582	8,945	14,500	6,000
股息	(3,373)	(5,783)	(4,644)	(5,300)	(5,649)
其他	6,135	(6,479)	6,479	(8,000)	(2,000)
融资活动所得现金净额	**19,111**	**(4,680)**	**17,013**	**1,200**	**(1,649)**
现金增加净额	15,113	8,653	689	977	478
年初现金及现金等价物	28,537	43,688	52,357	53,022	53,975
汇兑	38	16	(24)	(24)	(24)
年末现金及现金等价物	5,888	7,266	7,614	7,614	7,614
受限制现金	49,577	59,623	60,636	61,589	62,043
资产负债表的现金	**FY18A**	**FY19E**	**FY20E**	**FY21E**	**FY22E**

资产负债表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	**88,748**	**117,528**	**119,050**	**125,900**	**133,250**
物业、厂房及设备	22,543	24,141	25,000	26,100	26,850
投资物业	36,891	56,063	60,000	65,400	70,200
联营公司	18,556	24,167	25,300	26,200	28,000
无形资产	1,841	2,009	2,000	2,000	2,000
其他	8,917	11,148	6,750	6,200	6,200
流动资产	**288,849**	**353,926**	**417,356**	**442,189**	**467,843**
现金及现金等价物	49,577	59,623	60,636	61,589	62,043
应收贸易款项	19,923	18,733	21,400	24,800	28,000
存货	199,011	248,119	308,000	328,000	350,000
其他	20,338	27,451	27,320	27,800	27,800
其他					
流动负债	**187,895**	**257,350**	**288,000**	**298,000**	**314,500**
借债	31,306	36,782	35,000	40,000	43,500
应付贸易账款	50,585	79,058	85,000	92,000	102,000
合同负债	47,173	74,652	92,000	98,000	103,000
应付税项	20,595	25,216	28,000	28,000	28,000
其他	38,235	41,642	48,000	40,000	38,000
非流动负债	**84,422**	**97,399**	**108,365**	**118,072**	**120,775**
借债	77,825	89,773	100,500	110,000	112,500
其他	6,596	7,626	7,865	8,072	8,275
股东权益	**59,234**	**66,255**	**80,650**	**90,826**	**103,427**
少数股东权益	40,946	45,784	54,000	55,800	57,000
永续债	5,100	4,665	5,391	5,391	5,391
总权益	105,280	116,704	140,041	152,017	165,818

主要比率

年结: 12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
物业发展	94.6	94.4	93.9	94.1	94.0
物业投资	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0
酒店	2.2	1.9	1.6	1.5	1.5
物业管理	1.9	2.4	3.4	3.4	3.4
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
合计	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.5	30.6	29.1	28.9	28.9
税前利率	24.9	24.1	23.5	23.2	23.2
净利润率	10.3	9.8	9.1	9.1	9.3
有效税率	45.6	43.5	45.8	46.2	46.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.4	1.4	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	85.0	61.3	54.9	53.4	52.0
平均应付帐款周转天数	215.9	258.8	218.1	197.9	189.6
平均存货周转天数	1240.3	1170.3	1114.9	992.4	914.6
	56.6	57.4	53.5	58.2	56.7
回报率 (%)					
资本回报率	14.9	16.4	16.1	17.1	17.6
资产回报率	2.3	2.3	2.4	2.7	3.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	2.6	3.3	3.7	4.4	5.2
每股股息(港元)	1.2	1.5	1.6	1.8	1.8
每股账面值(人民币)	17.5	20.1	23.3	26.3	29.9

资料来源：公司及招银国际证券预测

中联重科 - H（1157 HK）

上升周期持续，2021 年增长确定性高

买入（维持）

目标价	HK$10.50
(此前目标价	HK$10.50)
潜在升幅	+14%
当前股价	HK$9.22

我们看好中联重科，主要由于 2021 年增长具有高确定性：1) 混凝土机械将于 2021-22 年处于上升周期；2) 中型至大型塔式起重机在预制式组件建筑应用上升的趋势下具备有结构性增长动力；3) 挖掘机和高空工作平台等新业务料将带来盈利惊喜；4) 管理层将于增发计划中认购 H 股，将有助提升 H 股估值。我们预期 2021/22 年盈利增长 27%/14%。我们维持买入评级，目标价 10.5 港元，基于 10 倍 2021 年预测市盈率。

- **混凝土机械：更新换代需求确定性高。**混凝土泵车方面，上一次周期高峰为 2011 及 12 年，行业年销售量分别达到 1.2 万和 1.1 万辆。 由于泵车的使用寿命约 10 年，因此 2021-22 年将进入更新换代的高峰，为未来两年需求带来强大支持。混凝土搅拌车方面，上一次周期高峰长达四年(2011-14 年)，按照平均 10 年的设备寿命，搅拌车的自然更新需求将于 2021-24 年进入高峰期，加上治超政策对违规车进行限制，轻量化继成为趋势，更新需求将进一步提前。我们预期混凝土机械未来两年的行业需求将保持双位数的增长，中联重科将直接受惠。
- **挖掘机:** 中联已订下进取的中期计划，目标于未来三年每年把挖掘机销售提升一倍，目标于 3 年后成为行业前五，并于 5 年后成为行业前三，长期实现 200 亿元年收入。现时挖掘机行业仍处于持续进口替代的过程，我们相信有利于中联抢占市场份额。
- **料毛利率持续改善。**动力来自于（1）新业务销售和利润率不断提高；（2）公司于第三季度开始实施的集中采购政策将有助于降低成本，因此管理层有信心在第四季度取得更高的利润率，我们预期毛利率于 2021 年将有所提升。
- **风险因素**: (1) 基建和房地产投资不及预期; (2) 新业务增长较预期为低

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入 (百万人民币)	28,697	43,307	63,942	76,025	84,903
同比增长 (%)	39.3	50.9	47.6	18.9	11.7
净利润 (百万人民币)	2,031	4,381	6,887	8,727	9,928
每股盈利 (人民币)	0.27	0.58	0.87	0.96	1.09
同比增长 (%)	51.5	119.2	50.0	9.3	13.7
市场共识 (人民币)	n/a	n/a	0.88	0.88	0.96
企业价值 / EBIDTA (倍)	18.0	11.8	8.8	7.3	6.5
市盈率 (倍)	31.1	14.6	10.0	9.1	7.8
市帐率 (倍)	1.7	1.7	1.5	1.4	1.2
股息率 (%)	3.0	0.0	4.3	4.4	5.1
权益收益率 (%)	5.4	11.4	16.3	16.8	16.1
净负债比率 (%)	33.6	31.3	20.8	4.7	3.6

2021 年每股盈利计入潜在增发后的摊薄效应

资料来源：公司及招银国际证券预测

中国设备行业

冯键嵘, CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	89,393
3 月平均流通量 (百万港元)	83
52 周内股价高/低 (港元)	9.89/4.99
总股本 (百万)	1,388 (H) 6,456 (A)

资料来源：彭博

股东结构

湖南省国资委	15.9%
管理层	4.9%
A 股流通股	61.4%
H 股流通股	17.7%

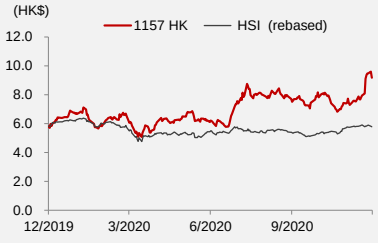
资料来源：港交所、上海证券交易所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	24.6%	22.3%
3-月	22.8%	13.3%
6-月	48.5%	40.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

财务分析

利润表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
总收益	**28,697**	**43,307**	**63,942**	**76,025**	**84,903**
销售成本	-20,923	-30,314	-45,605	-53,874	-60,132
毛利	**7,774**	**12,993**	**18,336**	**22,152**	**24,771**
其他收入	882	1,017	1,048	978	978
分销与销售开支	-2,379	-3,780	-4,604	-5,322	-5,858
行政开支	-2,063	-2,693	-3,709	-4,333	-4,839
研发费用	-581	-1,516	-2,877	-3,421	-3,821
息税前收益	**3,633**	**6,021**	**8,194**	**10,054**	**11,231**
净财务收入/(费用)	-1,205	-1,165	-519	-278	-90
利息收入	347	539	575	793	875
融资成本	-1,552	-1,704	-1,094	-1,071	-964
其他收益/(损失)	0	0	0	0	0
联营及合资公司利润	222	188	254	271	288
除税前溢利	**2,650**	**5,044**	**7,929**	**10,047**	**11,430**
所得税开支	-682	-759	-1,110	-1,407	-1,600
税后溢利	**1,968**	**4,285**	**6,819**	**8,640**	**9,830**
非控股权益	63	96	68	86	98
净利润	**2,031**	**4,381**	**6,887**	**8,727**	**9,928**
折旧及摊销	837	817	923	1,005	1,080
EBITDA	**4,470**	**6,838**	**9,117**	**11,059**	**12,311**

现金流量表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除税前溢利	2,650	5,044	7,929	10,047	11,430
融资成本	1,451	1,704	1,094	1,071	964
利息收入	-347	-539	-575	-793	-875
联营及合资公司溢利	-222	-188	-254	-271	-288
出售物业、厂房及设备亏损	-152	0	0	0	0
折旧及摊销	837	817	923	1,005	1,080
已付所得税	-431	-773	-1,110	-1,407	-1,600
营运资金变动	1,152	442	-2,404	-3,816	-4,238
其他	-221	-539	0	0	0
经营活动所得现金净额	**4,717**	**5,968**	**5,603**	**5,837**	**6,473**
购买物业、厂房及设备净投资	-272	-1,082	-2,246	-2,646	-2,500
投资/(出售)联营及合资公司	-4	-301	0	0	0
投资/(出售)控股公司	0	-177	0	0	0
购入无形资产	-103	-128	-100	0	0
联营及合资公司股息分派	4	45	0	0	0
已收利息	347	253	575	793	875
其他	-7,214	11,374	0	0	0
投资活动所用现金净额	**-7,242**	**9,984**	**-1,771**	**-1,853**	**-1,625**
股权融资	37	-2,145	0	6,906	0
净银行贷款	6,817	-14,008	-1,000	100	-4,100
已付股息	-1,308	-1,801	0	-2,941	-3,491
已付利息	-1,428	-1,707	-1,094	-1,071	-964
其他	-16	13	0	0	0
融资活动所得（所用）现金净额	**4,102**	**-19,648**	**-2,094**	**2,995**	**-8,555**
现金及等同现金（减少）增加净额	1,577	-3,696	1,738	6,978	-3,707
年初之现金及等同现金项目	7,148	8,754	5,073	6,811	13,789
汇兑及其他	29	15	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	8,754	5,073	6,811	13,789	10,082

资产负债表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	**28,657**	**37,979**	**43,810**	**46,636**	**51,975**
物业、厂房及设备	6,077	6,735	8,324	10,234	11,922
预付租赁款项	1,943	2,433	2,383	2,333	2,283
联营及合资公司	3,500	3,909	4,163	4,434	4,723
融资租赁应收款	3,656	7,771	9,047	10,116	10,354
商誉	2,046	2,017	2,017	2,017	2,017
应收账款及其他应收款	5,498	9,072	11,950	11,795	15,188
无形资产	2,153	2,043	1,927	1,708	1,489
可供出售投资	2,379	2,644	2,644	2,644	2,644
其他	0	0	0	0	0
递延税项资产	1,276	1,271	1,271	1,271	1,271
定期存款	129	84	84	84	84
流动资产	**64,762**	**54,052**	**70,624**	**75,370**	**86,854**
存货	9,551	11,772	14,217	14,417	17,543
应收账及其他应收款项	21,554	20,839	25,409	28,329	33,080
应收票据	8,835	9,229	17,048	11,695	19,009
金融资产	13,787	4,311	4,311	4,311	4,311
其他	1,097	1,413	1,413	1,413	1,413
已抵押银行存款	1,184	1,415	1,415	1,415	1,415
银行结余及现金	8,754	5,073	6,811	13,789	10,082
流动负债	**39,623**	**34,569**	**50,953**	**45,919**	**60,603**
应付账及其他应付款项	15,786	25,012	41,210	35,542	50,126
借贷	22,044	7,312	7,112	7,212	7,312
税项负债	151	186	186	186	186
合同负债	1,602	1,934	2,321	2,855	2,855
其他	40	125	125	125	125
非流动负债	**15,065**	**17,965**	**17,165**	**17,165**	**12,965**
借贷	13,645	14,515	13,715	13,715	9,515
递延税项负债	429	455	455	455	455
其他	991	2,995	2,995	2,995	2,995
资本及储备	**38,731**	**39,497**	**46,316**	**58,922**	**65,261**
股东权益	38,164	38,827	45,714	58,406	64,844
非控股权益	567	670	602	515	417

主要比率

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
混凝土机械	35%	32%	30%	29%	28%
起重机械	43%	51%	52%	50%	49%
其他机械	14%	11%	13%	16%	19%
农业机械	5%	4%	3%	3%	3%
金融服务	2%	2%	1%	1%	1%
环境产业 (终止经营业务)	0%	0%	0%	0%	0%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.1	30.0	28.7	29.1	29.2
息税前利润率	12.7	13.9	12.8	13.2	13.2
净利润率	6.9	9.9	10.7	11.4	11.6
增长率(%)					
收入	39.3	50.9	47.6	18.9	11.7
毛利	80.6	67.1	41.1	20.8	11.8
息税前利润	n/a	65.7	36.1	22.7	11.7
净利润	51.3	115.7	57.2	26.7	13.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.4	1.6	1.4
平均应收账款周转天数	342	240	192	186	190
融资租赁应收款周转天数	161	124	123	115	110
平均存货周转天数	161	128	104	97	97
平均应付帐款周转天数	268	246	265	260	260
净负债/ 总权益比率 (%)	33.6	31.3	20.8	4.7	3.6
回报率 (%)					
资产回报率	2.3	4.7	6.7	7.4	7.6
资本回报率	5.4	11.4	16.3	16.8	16.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.27	0.58	0.87	0.96	1.09
每股账面值(人民币)	4.89	4.93	5.80	6.40	7.10
每股股息(人民币)	0.25	0.00	0.37	0.38	0.44

资料来源：公司及招银国际证券预测

晶盛机电（300316 CH）

领先的国内晶体生长设备供应商

我们相信，晶盛机电作为国内领先的光伏硅片生产设备提供商，可依托其与单晶硅片寡头之一的中环股份（002129 CH，未评级）之间牢固的关系、多样化的客群以及领先的研发能力抓住下游需求增长的发展机遇。我们预测 2019 至 2022 年，公司净利润的年复合增长率将达到 34%。我们给予公司目标价 40.20 元人民币，对应 45 倍 2021 年预测市盈率，相当于其历史平均倍数加 0.5 标准差，以反映当前的上升周期；维持买入评级。

- **光伏晶硅生长设备的主要供应商。**晶盛机电是领先的中国晶硅生长和加工设备供应商，根据我们的测算，公司 2019 年在国内硅棒/硅片生产设备销售中占据了 26%的市场份额。公司产品涵盖光伏硅片生产中 90%以上的资本开支，其中晶体生长炉是其最核心产品。

- **与中环股份保持长期合作可确保业务增长。**公司是全球最大单晶硅片生产商之一中环股份的晶体生长炉核心供应商。我们认为公司能够继续从中环股份积极的产能扩张中获利，后者计划在 2023 年之前增加 50GW G12 产能，占我们预测国内新增产能的 25%。G12 是中环股份发布的超大型硅片，据我们了解，其在下游组件端正在获得越来越多的应用。我们相信大硅片的推广将为公司带来更多的设备更换需求。此外，我们预计公司在非隆基市场份额超过 60%，这将确保其能够从更多客户的产能扩张中获得增长。我们预测 2019 至 2022 年，公司晶体生长设备收入的年复合增长率将达到 40%。

- **提升研发能力以增强光伏设备优势，并开拓半导体设备行业机遇。**公司多年来保持高于同业的研发支出，使得其成为最早一批能够为大硅片提供所需设备、克服更高技术壁垒的设备供应商。此外，公司也是少数能够为半导体客户提供 8 英寸和 12 英寸晶体生长炉的国内供应商之一，这使其能够在国内半导体晶圆厂扩产和设备本土化的过程中打入这一潜力巨大的市场。

- **主要风险：1）**下游产业扩产计划不及预期；**2）**客户关系，特别是与中环股份的关系恶化；**3）**客户财务状况恶化。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	2,536	3,110	3,936	5,560	7,341
同比增长 (%)	30	23	27	41	32
净收入 (百万元人民币)	582	637	810	1,155	1,525
每股盈利 (元人民币)	0.52	0.50	0.63	0.90	1.19
每股盈利变动 (%)	34	(5)	27	43	32
市场预测每股盈利 (元人民币)	不适用	不适用	0.64	0.85	1.07
市盈率 (倍)	54.3	57.4	45.2	31.7	24.0
市帐率 (倍)	9.0	8.0	7.4	6.1	5.0
股息率 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
权益收益率 (%)	15.3	14.8	17.1	21.2	22.8
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	RMB 40.20
(此前目标价	RMB 40.2)
潜在升幅	+41.2%
当前股价	RMB 28.48

中国设备行业

隋晓萌
(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

冯键嵘，CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	36,616
3 月平均流通量(百万元人民币)	939.63
52 周内股价高/低(元人民币)	35.68/13.99
总股本(百万)	1,286

资料来源：彭博

股东结构

绍兴上虞晶盛投资管理咨询有限公司	48.32%
邱敏秀	2.97%
曹建伟	2.77%

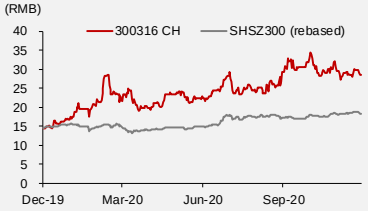
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 个月	-11.3%	-11.1%
3 个月	6.5%	-1.3%
6 个月	29.2%	5.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：天健

财务分析

利润表

截至 12 月底 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	**2,536**	**3,110**	**3,936**	**5,560**	**7,196**
晶体生长设备	1,940	2,173	2,934	4,342	5,775
智能化加工设备	277	504	428	480	528
设备改造服务	-	165	199	254	313
蓝宝石产品	125	66	171	240	288
其他	194	201	203	244	293
营业成本	**(1,534)**	**(2,004)**	**(2,566)**	**(3,560)**	**(4,562)**
毛利润	**1,002**	**1,105**	**1,370**	**2,000**	**2,634**
销售费用	(46)	(46)	(63)	(86)	(112)
行政费用	(114)	(126)	(161)	(234)	(302)
研发费用	(183)	(186)	(216)	(328)	(461)
其他营运费用	(24)	(15)	(58)	(72)	(88)
核心营业利润	**636**	**733**	**871**	**1,280**	**1,711**
减值拨备	(93)	(97)	(57)	(51)	(46)
其他收入及开支	82	70	71	51	37
税前利润	**649**	**721**	**943**	**1,352**	**1,789**
所得税	(80)	(97)	(146)	(209)	(277)
少数股东权益	14	13	13	13	13
净利润	**582**	**637**	**810**	**1,155**	**1,525**

现金流量表

截至12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税后利润	568	624	797	1,142	1,512
折旧与摊销	82	114	136	144	165
营运资金变动	(558)	(47)	422	(160)	(857)
其他	73	88	(155)	35	26
经营活动现金流	**166**	**779**	**1,199**	**1,161**	**846**
资本开支	(235)	(95)	(188)	(292)	(279)
其他	(213)	(441)	(648)	(280)	(459)
投资活动现金流	**(449)**	**(536)**	**(835)**	**(571)**	**(738)**
筹资活动	74	1	-	-	-
净借贷变动	4	(45)	(4)	3	(3)
支付股息及利息	(108)	(135)	(128)	(128)	(128)
其他	(0)	5	-	-	-
融资活动现金流	**(29)**	**(174)**	**(133)**	**(125)**	**(132)**
现金增加净额	**(312)**	**69**	**232**	**464**	**(24)**
期初现金	790	476	545	777	1,241
汇兑影响	(1)	(0)	-	-	-
减去：限制性现金	80	37	88	126	306
期末现金	**476**	**545**	**777**	**1,241**	**1,217**

资产负债表

截至 12 月底 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流动资产	**4,427**	**5,675**	**7,824**	**10,086**	**12,627**
现金及限制性现金	556	582	865	1,367	1,523
贸易应收款	1,583	2,865	3,936	5,004	6,460
存款	1,451	1,389	2,121	2,641	3,327
其他流动资产	837	839	902	1,074	1,317
非流动资产	**1,908**	**2,187**	**2,654**	**2,879**	**3,042**
长期股权投资	263	503	846	930	977
固定资产及在建工程	980	1,147	1,145	1,269	1,379
其他非流动资产	665	537	663	680	687
总资产	**6,335**	**7,863**	**10,478**	**12,965**	**15,669**
流动负债	**2,038**	**3,085**	**5,292**	**6,726**	**8,021**
短期借款	84	42	39	40	39
贸易应付款	1,230	1,869	2,309	3,204	3,720
合同负债	518	1,007	2,780	3,303	4,063
其他流动负债	207	167	164	179	199
非流动负债	**66**	**61**	**63**	**67**	**67**
长期借款	39	36	34	36	34
其他非流动负债	27	25	29	31	33
总负债	**2,104**	**3,146**	**5,355**	**6,793**	**8,088**
股本	1,285	1,284	1,284	1,284	1,284
储备	1,415	1,448	1,540	1,650	1,784
未分配利润	1,358	1,819	2,120	3,045	4,308
股东权益	**4,058**	**4,551**	**4,944**	**5,980**	**7,376**
少数股东权益	173	165	179	192	205
总权益	4,231	4,716	5,122	6,172	7,582

主要比率

截至 12 月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入结构 (%)					
晶体生长设备	76	70	75	78	80
智能化加工设备	11	16	11	9	7
设备改造服务	-	5	5	5	4
蓝宝石产品	5	2	4	4	4
其他	8	6	5	4	4
同比增长 (%)					
收入	30	23	27	41	32
毛利润	34	10	24	46	35
净利润	50	10	27	43	32
经营效率 (%)					
毛利率	39.5	35.5	34.8	36.0	36.6
核心经营利润率	25.1	23.6	22.1	23.0	23.3
净利润率	23.0	20.5	20.6	20.8	20.8
资产负债表比率 (%)					
财务杠杆	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
平均应收款周转天数	277	261	315	293	288
平均存货周转天数	180	167	163	156	150
平均应付款周转天数	273	282	297	283	274
回报率 (%)					
权益回报率	15.3	14.8	17.1	21.2	22.4
资产回报率	9.4	9.0	8.8	9.9	10.5
每股数据 (人民币)					
每股基本盈利	0.52	0.50	0.63	0.90	1.16
每股股息	0.10	0.10	0.10	0.10	0.12
每股净资产	3.16	3.54	3.85	4.66	5.72

资料来源：公司及招银国际证券预测

信义光能（968 HK）

玻璃价格再次上涨，进一步推升 20/21 年盈利

光伏玻璃价格在 9 月末再度上调 16-24%，体现出光伏下游组件端的强劲需求。我们认为当前光伏玻璃的供应非常紧张，部分较小的厂商提出更高的报价仍然获得市场订单支持。基于目前的光伏玻璃日熔量，我们测算目前的光伏玻璃供应对于月等效产能 13.4GW 以及年化 161GW。根据新产能释放规划，4 季度并无有效新增产能投放，而最早的有效供应增要到 21 年的 1 月底，且供应增长或比较温和。我们将 2020/2021 年的光伏玻璃销售均价分别上调 4.6%/8.7%，销售价格上涨将提升我们对于公司的盈利预测分别 14.0%/23.4%至 38.51/60.58 亿港元。**我们对公司的 DCF 目标价上调 32.5%至 15.50 港元。维持买入评级。**

- **光伏玻璃价格再度上调 4-6 元/平方米。**市场主流的 3.2 毫米光伏玻璃价格目前已涨至人民币 35-37 元/平方米，而 2.5/2.0 毫米产品亦分别上涨至人民币 31/28 元/平方米。价格调整对应 9 月份上一次涨价各类产品涨幅约 16-24%。价格上涨主要是受下游火热的光伏组件需求所驱动，而光伏玻璃的主要材料成本在 9 月份大致维持稳定。
- **受强需求驱动，2021 年价格有望维持高企。**我们预期信义光能的光伏玻璃毛利水平将在 4 季度继续攀升至 50%以上水平，我们同时预判超乎寻常的盈利水平将在 2021 年大部分时间获得支持。根据卓创资讯数据，目前有 47 座窑炉合共 28,060 吨光伏玻璃日熔量产能在运，据我们测算等效产能可供 161GW 年化需求。结合各大主要厂商的扩产计划安排，若需求增速高于 15%，我们判断有效产能供应将在 2021 年前 9 个月维持偏紧状态。我们预期较高的光伏玻璃价格将至少在 2021 年上半年获得支持。
- **2020/21 年盈利分别上调 14.0%/23.4%。**基于本轮的价格上调，我们将公司 2020/21 年光伏玻璃销售均价分别上调 4.6%/8.7%，较高的光伏玻璃销售价格将使公司光伏玻璃销售毛利率分别提升至 44.8%/52.1%。我们的盈利预测也据此分别上调 14.0%/23.4%至 38.51/60.58 亿港元。我们对公司 2020-22 年的每股盈利预测较一直市场预期分别高 13.6%/33.0%/27.4%。
- **上调 DCF 目标价 32.5%至每股 15.50 港元，维持买入。**我们对公司的目标价对应 2020/21 年预测市盈率分别为 32.7/21.8 倍。在目前光伏行业处于景气上行周期，对比行业估值 25-30 倍前瞻市盈率水平，我们认为对公司的目标估值水平处于合理估值范围。基于目前较强的基本面支持，我们信义光能较强的股价动能仍将获得持续。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万港元)	7,672	9,096	11,461	15,410	19,349
同比增长 (%)	(19.5)	18.6	26.0	34.5	25.6
净利润 (百万港元)	1,863	2,416	3,851	6,058	6,848
每股盈利 (港元)	0.25	0.30	0.47	0.71	0.80
每股盈利变动 (%)	(24)	22	56	50	13
市场平均盈利预期 (港元)	N/A	N/A	0.41	0.54	0.63
市盈率 (倍)	52.5	43.1	27.6	10.6	16.2
市帐率 (倍)	9.6	7.4	5.8	4.2	3.8
股息率 (%)	0.9	1.1	1.7	4.5	3.0
权益收益率 (%)	18.3	17.3	21.1	40.2	23.8
净负债率 (%)	76.5	40.3	19.1	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK$15.50
(此前目标价	HK$11.70)
潜在升幅	+18.6%
当前股价	HK$13.06

中国光伏行业

萧小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	111,127
3 月平均流通量 (百万港元)	642
52 周内股价高/低 (港元)	15.22/3.63
总股本 (百万)	8,509

资料来源：彭博

股东结构

信义集团（玻璃）	24.4%
李贤义及一致行动人	32.1%
流通股	43.5%

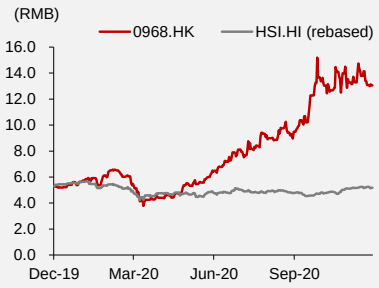
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.8%	-3.6%
3-月	45.6%	33.6%
6-月	100.7%	89.7%
12-月	146.6%	146.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

财务分析

利润表

年结：12/31（百万港元）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	**7,672**	**9,096**	**11,461**	**15,410**	**19,349**
光伏玻璃销售	5,562	6,767	9,179	12,856	16,516
太阳能发电业务	1,920	2,228	2,150	2,383	2,611
EPC 业务	189	101	131	171	222
销售成本	**(4,711)**	**(5,185)**	**(5,775)**	**(6,967)**	**(9,625)**
毛利	**2,960**	**3,912**	**5,686**	**8,443**	**9,723**
其他收入	176	131	139	139	139
其他（亏损）/盈利净额	(8)	(5)	(5)	(5)	(5)
销售及营销开支	(271)	(282)	(389)	(491)	(699)
行政开支	(413)	(427)	(498)	(638)	(776)
息税前收益	**2,443**	**3,314**	**4,933**	**7,448**	**8,382**
融资成本净额	10	49	29	50	71
合资及联营企业	(256)	(304)	(223)	(246)	(266)
额外其他	-	-	-	-	-
税前利润	**2,246**	**3,093**	**4,772**	**7,286**	**8,221**
所得税	(205)	(294)	(501)	(765)	(863)
少数股东权益	(179)	(382)	(420)	(462)	(509)
净利润	**1,863**	**2,416**	**3,851**	**6,058**	**6,849**

现金流量表

年结：12/31（百万港元）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前收益	**2,443**	**3,314**	**4,933**	**7,448**	**8,382**
折旧和摊销	707	795	944	1,139	1,412
运营资金变动	(255)	(1,818)	(620)	366	(863)
税务开支	(237)	(281)	(494)	(763)	(861)
其他	(348)	(427)	(612)	(650)	(697)
经营活动所得现金净额	**2,310**	**1,583**	**4,152**	**7,539**	**7,373**
资本开支	(2,248)	(1,382)	(4,187)	(3,698)	(3,281)
联营公司	17	23	-	-	-
其他	(805)	(904)	-	-	-
投资活动所得现金净额	**(3,035)**	**(2,262)**	**(4,187)**	**(3,698)**	**(3,281)**
股份发行	(456)	2,087	2,683	-	-
净借贷	837	(2,086)	800	700	614
股息	(1,095)	(761)	(1,603)	(2,378)	(3,097)
其他	888	2,887	420	462	509
融资活动所得现金净额	**174**	**2,127**	**2,300**	**(1,216)**	**(1,975)**
现金增加净额	**(551)**	**1,447**	**2,265**	**2,626**	**2,118**
年初现金及现金等价物	1,381	784	2,221	4,487	7,112
汇兑	(46)	(10)	-	-	-
年末现金及现金等价物	**784**	**2,221**	**4,487**	**7,112**	**9,230**

资产负债表

年结：12/31（百万港元）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	**17,089**	**18,930**	**22,335**	**24,909**	**26,805**
物业、厂房及设备	15,804	16,711	19,954	22,513	24,382
预付租金	320	-	-	-	-
合资企业投资	433	404	404	404	404
其他非流动资产	532	1,815	1,977	1,993	2,019
流动资产	**6,803**	**9,467**	**13,297**	**16,906**	**21,227**
现金及现金等价物	784	2,221	4,487	7,112	9,230
应收账款	4,154	5,437	6,238	6,716	8,411
存货	430	410	597	836	1,074
关联款项	4	6	-	-	-
其他流动资产	1,432	1,394	1,976	2,243	2,512
流动负债	**6,737**	**5,834**	**7,103**	**8,723**	**10,308**
应付帐款	2,780	2,220	3,259	4,559	5,858
关联欠款	102	91	91	91	91
递延税项	48	102	104	106	109
借贷	3,773	3,389	3,614	3,931	4,216
其他流动负债	34	32	35	35	35
非流动负债	**5,096**	**3,989**	**4,605**	**5,027**	**5,398**
借贷	4,997	3,921	4,533	4,956	5,327
其他应付	89	57	54	54	54
递延税项	11	12	17	17	17
净资产净额	**12,059**	**18,573**	**23,924**	**28,066**	**32,325**
少数股东权益	**1,625**	**4,396**	**4,817**	**5,279**	**5,788**
股东权益	**10,434**	**14,177**	**19,107**	**22,787**	**26,537**

主要比率

年结：12/31	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
光伏玻璃销售	72.5	74.4	80.1	83.4	85.4
太阳能发电业务	25.0	24.5	18.8	15.5	13.5
EPC 业务	2.5	1.1	1.1	1.1	1.1
合计	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	38.6	43.0	49.6	54.8	50.3
税前利率	29.3	34.0	41.6	47.3	42.5
净利润率	24.3	26.6	33.6	39.3	35.4
有效税率	9.1	9.5	10.5	10.5	10.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.0	1.6	1.9	1.9	2.1
速动比率 (x)	0.9	1.6	1.8	1.8	2.0
现金比率 (x)	0.1	0.4	0.6	0.8	0.9
平均应收周转天数	197.9	192.4	185.9	153.4	142.7
平均存货周转天数	31.1	29.6	31.8	37.5	36.2
平均应付周转天数	221.6	176.0	173.1	204.8	197.5
债务/股本比率(%)	72.7	42.7	34.1	31.7	29.5
净负债/股东权益比率(%)	76.5	40.3	19.2	7.8	1.2
回报率(%)					
股本回报率	17.9	17.0	20.2	26.6	25.8
资产回报率	7.8	8.5	10.8	14.5	14.3
每股数据					
每股盈利 (港元)	0.25	0.30	0.47	0.72	0.81
每股股息 (港元)	0.12	0.14	0.22	0.34	0.39
每股净值 (港元)	1.36	1.85	2.36	2.70	3.14

资料来源：公司及招银国际证券预测

龙源电力（916 HK）

三季度业绩如期，补贴加速回收现曙光

买入（维持）

目标价	HK$7.38
(此前目标价	HK$7.38)
潜在升幅	+18.3%
当前股价	HK$6.24

中国风电行业

萧小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	50,147
3 月平均流通量 (百万港元)	144.5
52 周内股价高/低 (港元)	7.19/3.30
总股本 (百万)	8,036

资料来源：彭博

股东结构 – H 股

威灵顿	13.0%
贝莱德	7.0%
流通股	80.0%

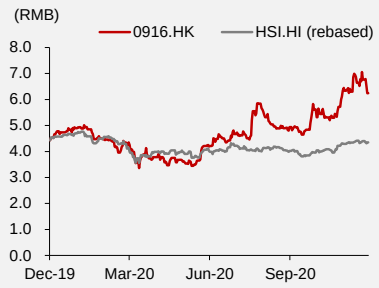
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.1%	1.4%
3-月	30.0%	19.3%
6-月	46.8%	38.8%
12-月	39.1%	38.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万德资讯

审计师：安永

龙源电力公布了季度业绩。前三季度扣除永续权益后，净利润为人民币 37.18 亿元，同比增长 11.7%，符合我们全年盈利增速预期。新增装机实现超过 1.2 吉瓦。管理层计划将 2020 全年装机目标从 2.3 吉瓦上调至 2.5 吉瓦，以锁定更多回报率较高的带补贴项目。对于近期补贴政策更新，管理层认为合理利用小时对于项目回报影响轻微，同时认为补贴封顶将有望加速补贴拖欠问题的解决。我们相信对补贴问题的解决方案将在短期内发布，重申对公司的买入评级，目标价维持每股 7.38 港元不变。

- **前三季度业绩符合预期。**3 季度收入录得轻微同比下跌 2.5%，主要受煤电电价较低以及生物质业务部门电量下降影响。前三季度的收入规模整体持平。运营支出同比下降 3.0%，主要受火电燃料成本及煤炭贸易减少所致。财务成本维持下降趋势，同比下降 7.5%。在扣除永续权益分派后，公司首三季度净利润为人民币 37.18 亿元，同比增长 11.7%，符合我们全年盈利增长 11.7%预期。
- **补贴款回收人民币 30 亿元。**根据管理层介绍，公司前三季度共计回收补贴款人民币 30 亿元。该数额较中期业绩交流数值显著增加。对于近期的政府补贴政策更新，管理层认为在引入合理利用小时后，到 2020 年底补贴的总规模将获得封顶，这对于解决补贴拖欠问题将是积极信号。管理层预期 2020 年补贴回收进展仍旧较慢，但在 2021 年将看到补贴款加速回收的可能。
- **2025 年新能源装机目标翻倍。**公司对十四五新能源装机设置了具备雄心的目标以加速对风电和光伏项目的投资。到 2025 年，公司计划实现 40GW 的新能源装机规模，较目前装机规模翻倍。除了海上风电项目一台，2021 年投产的陆上的风电及光伏项目均为平价项目。我们预期公司将会在未来数年维持较高的资本开支预算规模。
- **补贴回收已现曙光，重申买入评级。**我们认为管理层对于补贴政策的观点确认了我们此前对于补贴拖欠将在短期内获得解决的判断，这将显著提振市场对于行业的情绪以触发价值重估。我们对于公司的盈利预测维持不变，重申对于公司的买入评级。我们的目标价维持每股 7.38 港元，对应 2021/22 年前瞻市盈率为 8.8/7.6 倍。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	26,388	27,541	28,526	31,424	34,239
同比增长 (%)	7.3	4.4	3.6	10.2	9.0
净收入 (百万元人民币)	3,924	4,325	4,832	5,831	6,831
每股盈利 (元人民币)	0.49	0.54	0.60	0.73	0.85
每股盈利变动 (%)	6.39	10.22	11.7	20.7	17.1
市场预测每股盈利 (元人民币)	N/A	N/A	0.58	0.65	0.72
市盈率 (倍)	11.2	10.2	9.1	7.5	6.4
市帐率 (倍)	1.0	0.92	0.85	0.78	0.70
股息率 (%)	1.8	2.0	2.2	2.7	3.1
权益收益率 (%)	8.9	9.0	9.3	10.3	10.9
淨負債比率 (%)	163	156	167	163	144

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

财务分析

利润表

12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	**26,388**	**27,541**	**28,526**	**31,424**	**34,239**
风电	18,410	18,981	20,535	23,248	25,954
火电	7,314	7,784	7,255	7,488	7,598
其它	650	657	624	688	688
特许权收益	14	118	113	-	-
销售成本	(13,927)	(14,488)	(14,751)	(15,726)	(16,851)
毛利	**12,461**	**13,053**	**13,775**	**15,697**	**17,388**
其它净收入	917	843	881	990	1,061
行政费用	(588)	(564)	(584)	(644)	(701)
人员成本	(2,075)	(2,352)	(2,606)	(2,843)	(3,004)
其它费用	(1,473)	(1,034)	(998)	(1,100)	(1,198)
息税前收益	**9,242**	**9,946**	**10,466**	**12,101**	**13,546**
融资成本净额	(3,513)	(3,486)	(3,311)	(3,700)	(3,848)
合资及联营企业	167	(10)	(22)	22	22
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	**5,897**	**6,450**	**7,134**	**8,422**	**9,719**
所得税	(976)	(1,131)	(1,292)	(1,558)	(1,855)
减去:					
非控制股东权益	755	753	768	791	791
永续中期票据权益	242	242	242	242	242
净利润	**3,924**	**4,325**	**4,832**	**5,831**	**6,831**

现金流量表

12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
净利润	3,924	4,325	4,832	5,831	6,831
折旧和摊销	7,316	7,786	8,421	9,251	10,163
运营资金变动	(2,405)	(1,865)	(6,045)	(5,668)	(2,860)
其它	5,420	2,270	338	60	83
经营活动所得现金流	**14,255**	**12,515**	**7,546**	**9,475**	**14,217**
资本开支	(7,248)	(9,799)	(18,493)	(14,124)	(10,753)
联营公司	(78)	221	22	(22)	(22)
其它	(1,308)	(1,196)	(61)	(83)	(81)
投资活动所得现金净额	**(8,633)**	**(10,774)**	**(18,533)**	**(14,229)**	**(10,856)**
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	(2,459)	3,286	11,751	7,560	(1,132)
股息	(738)	(785)	(865)	(966)	(1,166)
其它	(4,605)	(4,202)	150	150	150
融资活动所得现金净额	**(7,802)**	**(1,700)**	**11,036**	**6,744**	**(2,148)**
现金增加净额	**(2,179)**	**41**	**49**	**1,989**	**1,213**
年初现金及现金等价物	5,071	2,861	2,908	2,957	4,946
汇兑	(31)	(7)	-	-	-
年末现金及现金等价物	**2,861**	**2,908**	**2,957**	**4,946**	**6,159**
受限制现金	253	523	323	350	347
资产负债表现金	**3,114**	**3,432**	**3,280**	**5,297**	**6,506**

资产负债表

12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	**128,718**	**133,773**	**143,805**	**148,600**	**149,111**
固定资产	110,001	114,607	124,809	129,979	130,873
预付租金	2,152	-	-	-	-
合资及联营公司投资	4,549	4,328	4,306	4,328	4,350
其它非流动资产	12,016	11,683	11,493	11,113	10,727
流动资产	**17,786**	**23,029**	**27,184**	**32,885**	**35,948**
现金及现金等价物	3,114	3,432	3,280	5,297	6,506
应收账款	10,542	16,365	19,987	23,583	25,351
预付款	2,819	1,963	2,495	2,567	2,648
其它流动资产	1,312	1,269	1,422	1,438	1,443
流动负债	**39,780**	**43,538**	**48,698**	**49,767**	**48,328**
应付账款	2,059	3,411	2,049	2,049	2,049
其它应付	9,122	10,840	10,465	8,480	7,474
借贷	28,336	28,965	35,876	38,935	38,514
其它流动负债	264	230	220	225	222
非流动负债	**50,158**	**52,610**	**57,520**	**61,931**	**61,130**
借贷	46,645	48,881	53,813	58,403	57,771
融资租赁	361	-	-	-	-
其它非流动负债	3,152	2,984	3,052	2,952	2,852
少数股东权益	**7,329**	**7,732**	**7,882**	**8,032**	**8,182**
永续中期票据	**4,991**	**4,991**	**4,991**	**4,991**	**4,991**
股东权益	**44,245**	**47,932**	**51,898**	**56,763**	**62,428**
净资产总额	**56,566**	**60,655**	**64,772**	**69,787**	**75,601**

主要比率

12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
风电	69.8	68.9	72.0	74.0	75.8
火电	27.7	28.3	25.4	23.8	22.2
其它	2.5	2.4	2.2	2.2	2.0
特许权收益	0.1	0.4	0.4	-	-
合计	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率					
毛利率	35.0	36.1	36.7	38.5	39.6
税前利率	22.3	23.4	25.0	26.8	28.4
净利润率	14.9	15.7	16.9	18.6	20.0
有效税率	16.5	17.5	18.1	18.5	19.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.45	0.53	0.56	0.66	0.74
速动比率 (x)	0.43	0.51	0.54	0.64	0.72
现金比率 (x)	0.07	0.07	0.06	0.10	0.13
平均存货周转天数	12.5	11.1	11.5	11.4	10.6
平均应收款周转天数	122.4	178.3	232.6	253.0	260.8
平均应付周转天数	51.8	68.9	67.5	47.6	44.4
债务 / 股本比率 (%)	169.5	162.4	172.8	171.5	154.2
净负债/股东权益比率 (%)	163.0	156.3	167.1	162.8	144.4
回报率 (%)					
资本回报率	8.9	9.0	9.3	10.3	10.9
资产回报率	2.7	2.8	2.8	3.2	3.7

资料来源：公司及招银国际证券预测

中国燃气（384 HK）

上半财年业绩表现优秀

买入（维持）

目标价	HK$37.12
(此前目标价	HK$37.12)
潜在升幅	+27.3%
当前股价	HK$29.15

中国燃气公布 2020 财年上半年核心盈利 51.93 亿港元，同比增长 5.5%。零售气量同比增长 10.5%至 76 亿方，而接驳量仅微跌 3.5%至 283 万户。上半年财报中比较亮眼的部分是现金流表现，公司期内实现自由现金流转正，录得 38 亿港元。我们认为，公司在 2020 财年上半年的出色表现将继续增强市场对其未来增长的信心。管理层维持全年指引不变，重申核心盈利增长 15-20%。我们对维持买入评级，目标价维持 37.12 港元不变。

- **上半年业绩表现优秀。**尽管由于疫情影响，运营环境极具挑战，但公司仍实现了 3.7%的盈利增长。剔除非经常性项目，核心盈利 51.93 亿港元，同比增长 5.5%。若撇除同期外汇影响，利润增幅会加速至 7.8%。公司宣布中期股息每股 10 港仙，与去年持平。
- **零售气量将在 21 财年下半年增速加快。**城市燃气/批发气量分别同比增长 10.5%/5.4%至 75.95/52.32 亿方。居民用气同比增长 19.7%，工业用气同比增长 9.8%。由于疫情及防控等若干因素制约，商业用气恢复速度相对缓慢。展望 21 财年下半年，管理层预计气量增长将超 17 亿方，其中 1）7 亿方来自今年新点火通气的煤改气接驳；2）3 亿方来自来自东北项目；3）7-9 亿方来自存量项目内生增长。我们认为公司指引具备较高的可见度，可实现全年 15%的城市燃气销售增速。
- **调整居民接驳结构。**由于应收账款拖延拖累现金流，公司调整了煤改气接驳速度。乡镇煤改气接驳同比下降 42.5%，仅为 70 万户，但很大程度上被城市接驳增长 23.7%至 210 万户所抵消。我们并不太担心接驳结构变化。管理层证实，中国东南的 LPG 智能微官网接驳将接替北方煤改气的接驳份额，前者资产投资更轻、现金流表现更更优。公司维持 21 财年全年接驳量 550-600 万户指引水平。
- **增值服务势头强劲。**增值服务收入同比增长 53.1%至 33.8 亿港元，该业务部门毛利增长较收入更快，为 65.4%，至 13.6 亿港元。增值服务为公司贡献 10 亿港元营运利润，占公司营运利润总额的 15.6%。在住宅用户价值开发方面，我们测算 21 财年上半年 ARPU 为 89.1 港元，同比增长 31.6%。

财务资料

(年结：3 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万港元)	59,386	59,540	66,567	78,480	90,805
同比增长 (%)	12.4	0.3	11.8	17.9	15.7
净收入 (百万元港元)	8,224	9,188	10,670	12,626	14,862
每股盈利 (港元)	1.63	1.76	2.04	2.42	2.79
每股盈利变动 (%)	32.7	8.1	16.1	18.3	15.5
市场平均一致预测（港元）	n/a	n/a	2.12	2.42	2.67
市盈率 (倍)	17.9	16.6	14.3	11.6	10.0
市帐率 (倍)	4.3	3.8	3.2	2.6	2.3
股息率 (%)	1.5	1.7	2.0	2.5	2.8
权益收益率 (%)	24.1	23.2	22.3	22.9	22.9
净负债比率 (%)	69.1	81.5	69.7	46.3	28.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际证券预测

中国城市燃气分销行业

萧小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	151,941
3 月平均流通量 (百万港元)	212.8
52 周内股价高/低 (港元)	32.14/20.50
总股本 (百万)	5,212

资料来源：彭博

股东结构

北京控股	23.7%
刘明辉	20.9%
邱达强	18.8%
流动股	36.6%

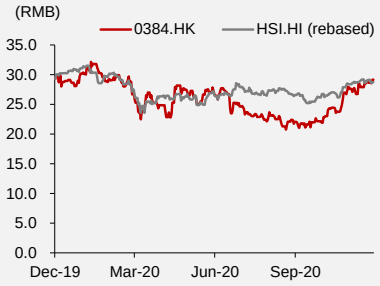
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.8%	6.0%
3-月	34.0%	23.0%
6-月	6.9%	1.0%
12-月	5.9%	5.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万得资讯

审计师：德勤

- **自由现金流转正。**上半年公司实现自由现金流 38 亿港元，主要得益于营运现金流强劲增长 26 亿港元，而固定资产和并购投资减少导致资本支出下降。上半年煤改气应收账款回收 34.5 亿港元（20 财年全年回收 49 亿港元）。由于今年公司已实现 150 万户新的煤改气用户点火通气，管理层对于全年应收帐款 80-90 亿港元信心十足。在 21 财年上半年现金流强劲和应收账款加速的支持下，我们认为 21 财年保持自由现金流入并不困难，我们认为自由现金流转正将显著提振市场对公司的信心。
- **盈利预测调整。**基于 21 财年上半年表现，我们将公司 21 财年全年每股收益略微下调 0.5%。由于公司零售气利润每立方米增加 3 分，在气量供应充足的环境下，我们提升公司零售气量未来利润前景，将 22/23 财年每股收益预测分别上调 4.1/4.2%至 2.52/2.91 港元。
- **估值继续持续。**公司股价自 6 月份年报后显著下行，主要受市场对于公司现金流担忧所致。公司股价进入 10 月份以后呈显著反弹，体现市场对于中国经济及社交活动恢复的乐观预期。我们认为公司上半财年较好的现金流表现有望刺激市场情绪，并继续带动价值重估。公司当前股价为 13.7/11.1 倍 21/22 财年预测市盈率，明显低于同行。维持买入评级，基于 DCF 的表面积不变为 37.12 港元，相当于 18.2/14.7 倍 21/22 财年预测市盈率。

财务分析

利润表

年结:3 月 31 日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	**59,386**	**59,540**	**66,471**	**79,360**	**92,248**
销售成本	**(45,327)**	**(42,443)**	**(47,349)**	**(56,054)**	**(65,262)**
毛利	**14,059**	**17,097**	**19,121**	**23,306**	**26,986**
其它收入	786	640	709	860	1,169
其他收益及亏损	295	(180)	50	50	50
销售及分销成本	(1,820)	(1,973)	(2,170)	(2,551)	(2,919)
行政开支	(2,442)	(2,447)	(2,698)	(3,182)	(3,652)
应占联营公司之业绩	520	405	565	572	574
应占合资公司之业绩	1,132	571	625	613	637
以股份为基础开支	(63)	-	(50)	(50)	(50)
息税前收益	**12,467**	**14,113**	**16,153**	**19,618**	**22,794**
财务收益	(1,284)	(1,388)	(1,411)	(1,529)	(1,615)
税前利润	**11,183**	**12,725**	**14,742**	**18,089**	**21,179**
所得税	(2,198)	(2,464)	(2,948)	(3,618)	(4,236)
减: 非控制股东权益	(760)	(1,072)	(1,173)	(1,331)	(1,457)
净利润	**8,224**	**9,188**	**10,620**	**13,140**	**15,486**

现金流量表

年结:3 月 31 日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
税前利润	**11,183**	**12,725**	**14,742**	**18,089**	**21,179**
折旧和摊销	1,326	1,591	1,910	2,203	2,495
运营资金变动	7,038	(8,091)	1,161	4,587	2,851
税费	(1,874)	(2,245)	(3,086)	(3,307)	(3,948)
其它	(7,556)	(1,001)	(671)	(933)	(900)
经营活动所得现金流	**10,117**	**2,979**	**14,056**	**20,641**	**21,677**
资本开支	(11,816)	(5,989)	(12,228)	(10,912)	(10,889)
其它	784	(950)	-	-	-
投资活动所得现金净额	**(11,032)**	**(6,939)**	**(12,228)**	**(10,912)**	**(10,889)**
股份发行	3,785	537	587	666	729
净借贷	5,526	1,790	4,158	2,755	2,288
股息	(2,172)	(2,937)	(3,280)	(3,836)	(4,739)
其它	(804)	(1,100)	-	-	-
融资活动所得现金净额	**6,335**	**(1,710)**	**1,465**	**(415)**	**(1,723)**
现金增加净额	**5,419**	**(5,670)**	**3,293**	**9,313**	**9,065**
年初现金及现金等价物	8,246	13,239	7,119	10,412	19,725
汇兑	(427)	(450)	-	-	-
年末现金及现金等价物	**13,239**	**7,119**	**10,412**	**19,725**	**28,791**
资产负债表现金	**13,239**	**7,119**	**10,412**	**19,725**	**28,791**

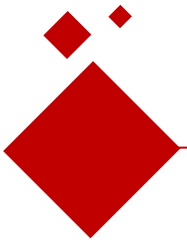
资产负债表

年结:3 月 31 日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	**68,277**	**72,558**	**82,851**	**91,569**	**99,975**
投资物业	556	524	566	571	571
物业、厂房及设备	42,965	46,128	55,163	62,291	69,114
预付租赁款项	2,148	2,458	2,673	2,958	3,215
于联营公司之投资	5,746	7,063	7,628	8,201	8,775
于合资公司之投资	8,022	7,815	7,963	8,606	9,273
其它非流动资产	8,840	8,570	8,858	8,943	9,028
流动资产	**41,603**	**39,509**	**44,391**	**53,445**	**63,098**
存货	3,412	3,246	3,624	4,168	4,661
应收客户合约工程款	-	-	-	-	-
合约资产	7,185	12,751	12,146	9,434	7,301
贸易及其他应收	10,061	9,893	11,565	13,497	15,689
银行结存及现金	13,239	7,119	10,412	19,725	28,791
其它流动资产	7,706	6,500	6,645	6,621	6,657
流动负债	**46,644**	**49,347**	**47,085**	**49,647**	**53,350**
应付账款及票就	23,699	17,700	18,940	21,301	22,842
预收账款	-	-	-	-	-
合约负债	5,168	5,998	6,753	7,736	8,684
应付税款	1,245	1,246	1,327	1,628	1,906
借贷	16,408	24,121	19,773	18,679	19,604
其它流动负债	125	282	293	303	314
非流动负债	**22,453**	**16,936**	**25,273**	**29,182**	**30,605**
借贷	21,491	15,568	24,073	27,923	29,285
递延所得税负债	962	1,368	1,200	1,260	1,320
净资产总额	**40,782**	**45,783**	**54,884**	**66,185**	**79,118**
少数股东权益	**5,461**	**6,178**	**7,352**	**8,683**	**10,140**
股东权益	**35,321**	**39,605**	**47,532**	**57,502**	**68,978**

主要比率

年结:3 月 31 日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合					
管道燃气销售	45.6	45.4	49.1	50.1	51.1
燃气接驳及其它合约工程	21.0	23.0	21.3	18.7	16.4
液化石油气销售	26.8	23.1	17.8	17.7	16.9
增值服务	6.6	8.4	11.7	12.2	13.2
其它	-	-	-	1.4	2.4
合计	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率					
毛利率	21.0	23.7	24.3	24.7	24.7
税前利率	18.8	21.4	22.2	22.8	23.0
净利润率	13.8	15.4	16.0	16.6	16.8
有效税率	19.7	19.4	20.0	20.0	20.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.89	0.80	0.94	1.08	1.18
速动比率 (x)	9.7	10.2	11.4	12.8	14.1
现金比率 (x)	0.3	0.2	0.2	0.4	0.6
存货周转天数	19.9	20.4	18.9	17.9	17.5
应收周转天数	58.6	61.2	58.9	57.6	57.7
应付周转天数	152	178	141	131	123
债务 / 股本比率 (%)	92.9	87.2	80.4	70.9	62.3
净负债/股东权益比率 (%)	69.1	81.5	69.7	46.3	28.8
回报率 (%)					
资本回报率	24.1	23.2	22.3	22.9	22.9
资产回报率	7.5	8.2	8.3	9.1	9.5
每股数据(人民币)					
每股盈利 (港元)	1.63	1.76	2.04	2.52	2.91
每股股息 (港元)	0.44	0.50	0.58	0.72	0.83
每股账面价值 (港元)	6.77	7.59	9.11	11.02	12.7

资料来源: 公司及招银国际证券预测



附录：招银国际覆盖股份

招银国际覆盖股份

	公司名称	代码	评级	收市价（当地货币）	目标价（当地货币）	市值(亿元)（当地货币）	市盈率 FY0	FY1	FY2
房地产	万科企业 - H	2202 HK	买入	26.10	33.92	3,771	6.8	6.0	5.3
	万科企业 - A	000002 CH	买入	28.45	31.36	3,184	8.2	7.3	6.5
	中国海外发展	688 HK	买入	17.34	30.49	1,900	4.1	3.9	3.7
	碧桂园	2007 HK	买入	10.06	13.36	2,217	4.9	4.9	4.1
	华润置地	1109 HK	买入	31.60	44.79	2,253	6.9	7.7	6.4
	龙湖集团	960 HK	持有	43.10	34.27	2,590	12.4	12.1	9.7
	世茂集团	813 HK	买入	24.20	44.94	856	6.6	5.9	5.0
	雅居乐集团	3383 HK	买入	10.32	13.89	404	4.8	4.6	3.9
	合景泰富集团	1813 HK	买入	9.91	17.87	315	2.9	4.1	3.5
	中国奥园	3883 HK	买入	7.35	15.48	199	4.2	2.7	2.4
	时代中国控股	1233 HK	买入	10.30	16.20	200	3.4	2.8	2.5
	禹洲集团	1628 HK	买入	2.85	4.82	162	3.6	3.1	2.7
	中骏集团控股	1966 HK	买入	3.30	5.60	139	3.5	3.3	2.8
	弘阳地产	1996 HK	买入	2.67	3.52	89	5.4	5.0	3.8
	新力控股集团	2103 HK	买入	4.04	5.06	144	5.7	4.8	3.9
	绿城服务	2869 HK	持有	9.29	9.11	299	43.9	39.7	30.9
	雅生活服务	3319 HK	买入	30.40	60.70	405	21.0	17.4	15.0
	弘阳服务	1971 HK	买入	4.86	7.91	20	16.2	13.9	9.7
	碧桂园服务	6098 HK	买入	49.35	37.06	1,362	71.4	56.8	39.9
	保利物业	6049 HK	买入	53.85	90.60	298	39.9	37.7	28.4
	蓝光嘉宝服务	2606 HK	买入	27.55	64.20	49	7.8	5.8	4.3
	永升生活服务	1995 HK	买入	15.08	14.00	252	90.2	61.5	42.3
科技硬件	舜宇光学科技	2382 HK	买入	148.90	146.10	1,633	36.6	34.1	25.2
	立讯精密	002475 CH	买入	51.68	74.20	3,609	58.7	38.9	29.2
	鸿腾六零八八精密科技	6088 HK	买入	2.51	4.10	173	9.0	13.3	9.1
	通达集团	698 HK	买入	0.46	0.56	30	7.4	10.0	5.8
	东江集团控股	2283 HK	买入	2.47	2.33	21	6.8	8.7	7.1
	瑞声科技	2018 HK	持有	40.80	47.50	493	19.9	26.3	19.3
	小米集团	1810 HK	买入	27.40	31.10	6,889	50.2	43.1	30.7
	比亚迪电子	285 HK	买入	37.90	49.50	854	47.9	13.9	12.5
	丘钛科技	1478 HK	买入	10.54	16.60	124	19.9	13.9	11.5
	歌尔股份	002241 CH	买入	39.19	46.00	1,272	100.5	51.6	34.1
互联网	腾讯控股	700 HK	买入	579.00	669.00	55,508	53.0	40.9	32.5
	阿里巴巴	BABA US	买入	263.80	358.60	7,137	28.9	21.9	18.2
	百度股份有限公司	BIDU US	买入	151.59	173.00	517	17.1	18.9	16.1
	拼多多公司	PDD US	买入	147.57	160.00	1,816	亏损	亏损	254.3
	哔哩哔哩公司	BILI US	买入	73.06	61.70	254	亏损	亏损	亏损
	陌陌公司	MOMO US	持有	13.75	15.50	29	5.1	8.2	6.8
	欢聚集团	YY US	买入	85.22	130.00	69	20.7	22.3	19.3
	同程艺龙	780 HK	买入	14.32	19.00	311	18.4	25.7	14.3
	兑吧	1753 HK	买入	2.21	4.10	24	16.5	6.6	5.1
	完美世界	002624 CH	买入	27.44	48.90	532	17.3	15.0	13.3
	三七互娱	002555 CH	买入	28.56	30.00	603	28.8	25.1	21.8
	美团－W	3690 HK	买入	287.80	348.00	16,932	364.3	342.6	120.4
	友谊时光	6820 HK	买入	2.03	4.00	44	8.5	6.8	5.6
	中手游	302 HK	买入	2.83	4.39	71	8.3	6.7	6.3
教育	睿见教育	6068 HK	买入	3.84	5.80	84	13.7	11.9	10.2
	中国东方教育	667 HK	买入	16.84	19.30	369	57.9	28.1	23.6
	卓越教育集团	3978 HK	买入	2.84	4.44	24	13.1	15.3	9.8
	中国新华教育	2779 HK	买入	2.35	2.97	38	11.5	10.1	9.0

	希望教育	1765 HK	买入	2.00	3.41	145	21.0	15.1	11.5
银行	工商银行 - H	1398 HK	买入	4.75	6.90	20,312	4.9	5.6	5.3
	工商银行 - A	601398 CH	买入	5.07	7.20	17,150	5.3	5.9	5.7
	建设银行 - H	939 HK	买入	5.83	8.50	14,764	5.0	5.6	5.3
	建设银行 - A	601939 CH	买入	6.58	9.30	12,466	5.6	6.3	6.0
	农业银行 - H	1288 HK	买入	2.86	4.20	13,130	4.3	4.9	4.6
	农业银行 - A	601288 CH	买入	3.24	4.60	11,086	4.9	5.5	5.2
	中国银行 - H	3988 HK	买入	2.67	3.90	10,296	3.9	4.5	4.3
	中国银行 - A	601988 CH	买入	3.23	4.40	8,693	4.7	5.5	5.2
	邮储银行 - H	1658 HK	买入	4.27	6.50	4,743	5.3	6.4	5.8
	邮储银行 - A	601658 CH	买入	4.90	7.00	4,005	6.1	7.3	6.7
	中信银行 - H	998 HK	买入	3.30	5.00	2,552	3.1	3.5	3.2
	中信银行 - A	601998 CH	买入	5.11	6.70	2,155	4.8	5.4	4.9
	交通银行 - H	3328 HK	持有	4.17	5.10	3,598	3.7	4.4	4.2
	交通银行 - A	601328 CH	持有	4.60	5.50	3,038	4.1	4.8	4.6
	民生银行 - H	1988 HK	持有	4.32	5.20	2,590	3.2	3.7	3.4
	民生银行 - A	600016 CH	持有	5.31	6.20	2,187	3.9	4.5	4.2
	中国光大银行 - H	6818 HK	买入	2.96	4.60	2,285	3.9	4.3	4.0
	中国光大银行 - A	601818 CH	买入	4.05	6.10	1,929	5.9	6.6	6.0
	平安银行	000001 CH	买入	18.48	26.00	3,586	12.0	14.4	12.5
互联网金融	360 数科公司	QFIN US	买入	11.93	20.30	18	0.7	0.6	0.5
	乐信金融控股有限公司	LX US	买入	6.51	11.80	12	0.5	1.0	0.6
	信也科技集团	FINV US	买入	2.14	2.90	7	0.3	0.4	0.3
	趣店公司	QD US	持有	1.31	1.90	3	0.1	亏损	0.4
非银金融	中信证券	6030 HK	买入	16.86	24.60	4,043	15.0	12.8	11.1
	中金公司	3908 HK	买入	17.96	22.40	2,420	16.3	13.0	12.0
	华泰证券	6886 HK	买入	11.86	18.80	1,831	10.2	9.3	8.1
	中信建投证券	6066 HK	买入	10.14	15.30	3,304	12.6	9.1	8.4
	海通证券	6837 HK	买入	6.58	9.40	1,695	7.1	8.0	6.7
	广发证券	1776 HK	持有	10.64	8.90	1,313	9.6	9.6	8.7
	中国银河	6881 HK	持有	4.71	4.20	1,111	8.1	6.8	6.1
	香港交易所	388 HK	持有	383.20	265.00	4,858	51.2	48.3	42.6
	中银航空租赁	2588 HK	买入	67.90	73.50	471	8.6	7.4	6.6
保险	中国太保	2601 HK	买入	29.40	38.52	3,837	8.6	8.5	7.4
	中国人寿 - H	2628 HK	买入	17.28	28.14	11,373	7.6	8.2	7.2
	中国人寿 - A	601628 CH	买入	40.90	38.04	9,603	20.0	21.5	18.9
	众安在线	6060 HK	买入	34.05	49.92	500	亏损	41.8	32.2
	中国太平	966 HK	买入	14.06	20.54	505	7.6	5.9	NA
	新华保险 - H	1336 HK	买入	31.70	41.60	1,803	6.1	6.7	6.3
	新华保险 - A	601336 CH	持有	59.74	53.51	1,523	12.8	14.1	13.2
	中国平安 - H	2318 HK	买入	94.75	96.06	18,392	11.3	12.7	10.8
	中国平安 - A	601318 CH	买入	88.35	86.21	15,529	10.5	10.4	9.2
	中国人民保险集团	1339 HK	买入	2.42	4.33	3,024	7.2	4.0	3.7
	中国财险	2328 HK	买入	6.09	9.06	1,355	5.0	5.5	4.0
装备制造	潍柴动力 - H	2338 HK	买入	15.32	20.80	1,440	11.9	11.4	9.5
	潍柴动力 - A	000338 CH	买入	16.10	17.90	1,216	14.0	13.3	11.1
	中国重汽	3808 HK	买入	19.00	28.30	525	14.1	8.4	7.8
	中国龙工	3339 HK	卖出	2.31	2.22	99	5.5	6.9	7.1
	三一国际 - H	631 HK	买入	4.59	5.89	143	13.7	11.5	8.6
	三一重工 - A	600031 CH	买入	31.01	34.60	2,628	22.8	17.7	15.2
	中联重科 - H	1157 HK	买入	9.05	10.50	890	14.0	9.3	8.5
	中联重科 - A	000157 CH	买入	9.88	9.56	751	17.0	11.4	10.3
	恒立液压	601100 CH	买入	98.23	87.00	1,282	99.2	63.4	50.9
	浙江鼎力	603338 CH	买入	103.60	117.00	503	72.4	52.3	37.3
	中集车辆	1839 HK	买入	6.98	6.60	123	8.2	8.0	8.5

	兴达国际	1899 HK	买入	1.84	3.44	30	9.2	7.2	5.9
	晶盛机电	300316 CH	买入	29.23	40.20	376	58.5	46.4	32.5
	捷佳伟创	300724 CH	买入	137.00	138.00	440	115.1	77.0	48.8
新能源/公用	信义光能	968 HK	买入	13.16	11.70	1,120	43.5	31.7	21.9
	龙源电力	916 HK	买入	6.06	7.38	487	11.1	10.1	9.0
	金风科技 - H	2208 HK	买入	11.92	7.70	582	20.9	16.5	11.2
	金风科技 - A	002202 CH	持有	11.99	11.40	492	21.0	16.6	11.3
	伟能集团	1608 HK	买入	2.81	5.47	74	25.4	10.5	6.4
	新天绿色能源	956 HK	买入	2.00	2.84	240	5.0	4.7	4.3
	天伦燃气	1600 HK	买入	6.30	8.31	63	7.1	6.2	5.3
	隆基股份	601012 CH	买入	74.65	90.00	2,816	50.8	33.2	24.1
	中国燃气	384 HK	买入	28.95	37.12	1,509	16.4	14.2	12.0
	新奥能源	2688 HK	买入	105.00	120.00	1,184	20.8	18.9	15.8
	华润燃气	1193 HK	持有	38.95	42.00	901	18.6	15.2	12.9
可选消费	普拉达	1913 HK	买入	45.10	120.00	1,154	20.8	18.9	15.8
	安踏体育	2020 HK	买入	108.20	42.00	2,925	18.6	15.2	12.9
	大家乐集团	341 HK	买入	17.60	32.82	103	50.7	亏损	57.8
	海底捞	6862 HK	买入	57.50	53.56	3,048	116.6	292.7	59.1
	九毛九	9922 HK	买入	20.15	20.88	293	152.1	亏损	50.6
	百胜中国	9987 HK	买入	443.80	562.71	1,861	219.9	225.9	197.4
	波司登	3998 HK	买入	3.35	3.26	361	26.7	22.2	18.8
	李宁	2331 HK	买入	44.95	36.52	1,119	67.1	63.4	45.7
	特步国际	1368 HK	买入	3.36	3.63	85	10.0	16.6	12.1
	江南布衣	3306 HK	买入	8.25	9.57	43	7.9	11.1	9.0
	中国利郎	1234 HK	买入	5.21	5.89	62	6.9	9.2	7.1
	JS 环球生活	1691 HK	买入	15.78	14.10	551	48.5	24.5	22.5
	美的集团	000333 CH	买入	85.29	86.57	5,989	23.9	24.4	19.7
	永辉超市	601933 CH	买入	7.37	13.04	701	44.4	26.7	20.9
	百联股份	600827 CH	持有	13.05	14.06	219	24.3	204.5	32.5
医药	石药集团	1093 HK	买入	7.44	10.10	891	11.2	17.6	14.2
	三生制药	1530 HK	买入	6.90	17.70	176	15.9	12.1	10.0
	复宏汉霖	2696 HK	买入	37.35	60.61	203	N/A	N/A	N/A
	东阳光药	1558 HK	持有	9.58	41.20	84	5.8	4.9	4.3
	香港医思医疗集团	2138 HK	买入	5.53	7.26	58	14.9	13.8	12.0
	爱康医疗	1789 HK	买入	12.20	17.90	136	42.1	35.3	25.4
	泰格医药	300347 CH	买入	137.50	146.43	1,192	109.1	67.4	78.6
	药明康德	603259 CH	买入	108.65	139.05	2,641	85.5	56.3	42.7
	药明生物	2269 HK	买入	79.25	196.85	3,235	86.7	62.9	43.9
	亚盛医药	6855 HK	买入	28.75	70.70	65	亏损	亏损	亏损
	康德莱医械	1501 HK	买入	42.90	39.30	71	N/A	128.3	89.5
	锦欣生殖	1951 HK	买入	13.92	15.51	338	N/A	54.3	44.6
	诺诚健华	9969 HK	买入	12.26	16.21	158	N/A	亏损	亏损
	开拓药业	9939 HK	买入	9.49	19.38	35	N/A	亏损	亏损
	天境生物科技	IMAB US	买入	37.96	52.57	27	N/A	亏损	亏损
	睿智医药	300149 CH	买入	16.45	25.52	82	53.1	37.5	25.9
	启明医疗	2500 HK	买入	75.40	95.67	319	N/A	1,690.8	99.5
必需消费	万洲国际	288 HK	买入	6.53	8.70	963	8.9	10.0	8.5
	中国旺旺	151 HK	买入	5.43	7.36	664	16.6	14.2	13.6
	蒙牛乳业	2319 HK	买入	42.20	42.00	1,666	38.3	46.1	28.1
	伊利股份	600887 CH	买入	40.03	45.90	2,435	34.8	32.9	27.8
	高鑫零售	6808 HK	买入	8.09	15.60	772	24.4	21.2	18.1
	家家悦	603708 CH	持有	23.91	41.44	145	31.8	26.7	22.2
	华润啤酒	291 HK	买入	64.70	73.10	2,099	66.3	63.6	45.8
	青岛啤酒股份 - H	168 HK	买入	78.60	78.10	1,344	43.1	36.8	32.4
	青岛啤酒股份 - A	600600 CH	持有	98.71	78.70	1,135	60.4	51.5	45.3

	贵州茅台	600519 CH	买入	1847.00	2153.30	23,202	50.3	40.1	34.7
	五粮液	000858 CH	买入	271.53	307.80	10,540	51.6	41.7	34.8
交通运输	新创建集团	659 HK	买入	7.02	12.78	275	117.0	7.0	5.8
快递	中通快递	ZTO US	买入	28.04	38.30	238	27.1	32.2	25.1
	中通快递 - H	2057 HK	买入	216.60	297.00	1,838	26.8	31.9	24.8
	顺丰控股	002352 CH	买入	77.74	114.00	3,542	58.9	48.0	37.4
汽车	广汽集团	2238 HK	买入	7.88	8.60	1,315	10.9	9.1	8.4
	吉利汽车	175 HK	买入	21.30	13.10	2,091	19.9	18.4	17.9
	东风集团股份	489 HK	持有	7.78	5.60	670	4.7	4.8	4.4
	长城汽车	2333 HK	持有	15.14	4.70	2,244	27.7	35.7	24.3
	上汽集团	600104 CH	持有	23.64	21.10	2,762	10.8	12.8	10.3
	中升控股	881 HK	买入	53.40	33.83	1,217	24.2	19.7	17.4
	美东汽车	1268 HK	买入	30.50	13.70	380	57.0	43.4	37.0
	永达汽车	3669 HK	买入	12.96	7.40	256	16.2	12.8	11.0
新能源汽车	比亚迪股份 - H	1211 HK	买入	175.70	100.00	5,262	351.4	262.2	168.9
	比亚迪股份 - A	002594 CH	买入	170.16	112.12	4,443	340.3	254.0	163.6

资料来源：招银国际证券研究；截至 2020 年 12 月 9 日

此页保留空白。

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼　　电话: (852) 3900 0888　　传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银国际证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。
本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。
本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。
本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。
如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（" FINRA"）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 "主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人
本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。