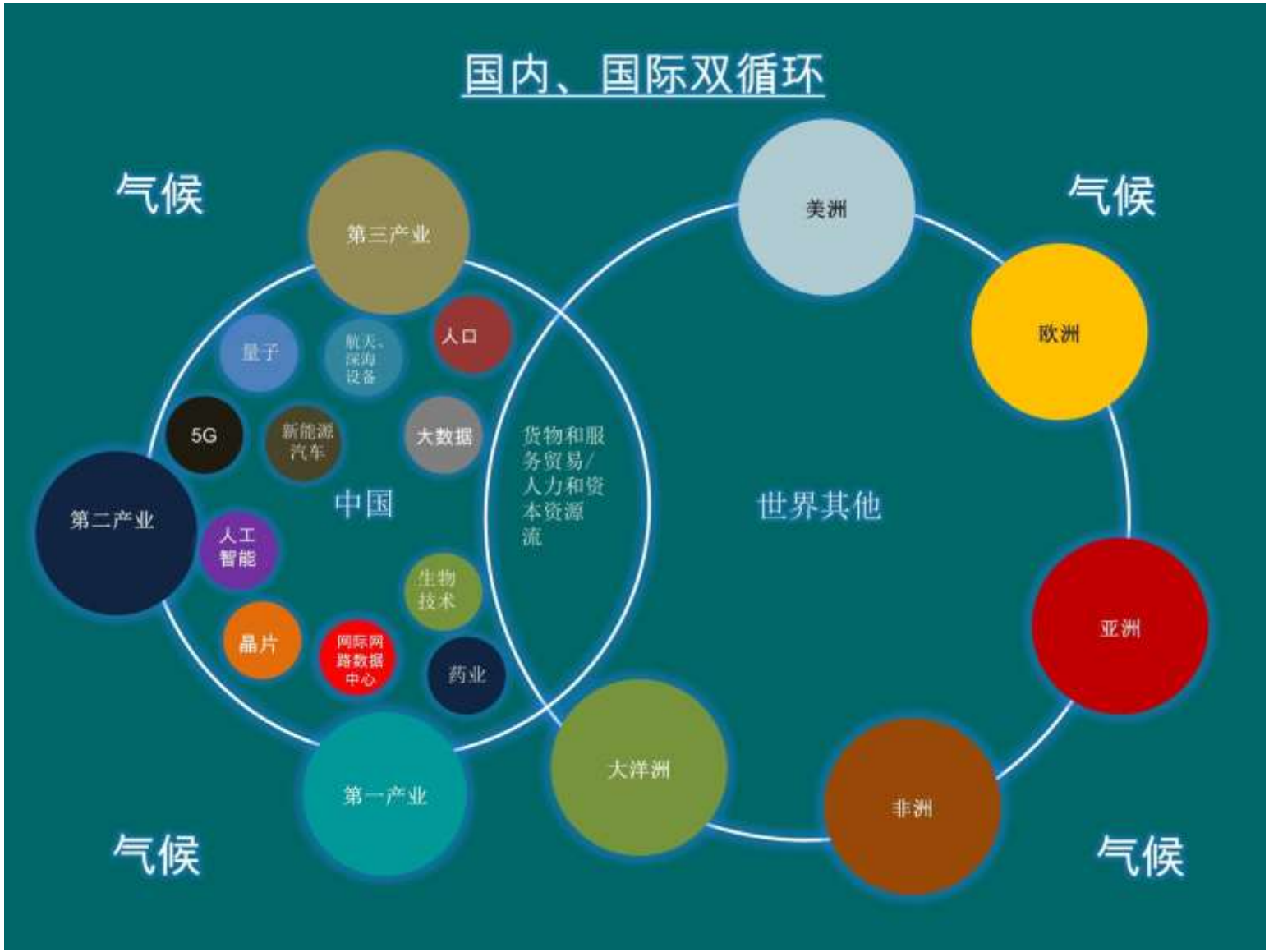
農銀國際
ABC INTERNATIONAL
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



2021
经济展望及投资策略
农银国际中国/香港股票研究

智能科技
重塑世界

2020 年 12 月 4 日


国内、国际双循环
气候
气候
气候
气候
第三产业
量子
航天、深海设备
人口
5G
新能源汽车
大数据
第二产业
人工智能
生物技术
晶片
网际网路数据中心
药业
第一产业
中国
货物和服务贸易/人力和资本资源流
世界其他
美洲
欧洲
亚洲
非洲
大洋洲

目录

2021 年全球经济展望	5
2021 年中国经济展望	10
2021 年投资策略	17
香港 IPO 市场	33
中国银行业 - 正面	36
中国房地产业 - 正面	41
中国机场业 -正面	46
中国替代能源业-中性	49
中国证券业 -中性	52
中国互联网媒体与消费商务业-正面	54
中国消费业 - 正面	56
中国教育业 -正面	58
中国电信业 - 正面	60

于 **2020** 年 **12** 月 **4** 日发布
另有指明外,数据截至 **2020** 年 **12** 月 **1** 日

陈宋恩 (研究部主管)
投资策略
philipchan@abci.com.hk
852-2147 8805

姚少华 (经济师)
经济展望
yaoshaohua@abci.com.hk
852-2147 8863

欧宇恒 (分析员)
中国银行业
johannesau@abci.com.hk
852-2147 8802

周秀成 (分析员)
中国证券业 /中国互联网媒体与消费商务业
stevechow@abci.com.hk
852-2147 8809

董耀基 (分析员)
中国房地产业
kennethtung@abci.com.hk
852-2147 8311

吴景荃 (分析员)
中国机场业/替代能源业
kelvinng@abci.com.hk
852-2147 8869

潘泓兴 (分析员)
中国消费业/中国教育业
paulpan@abci.com.hk
852-2147 8829

黎柏坚 (分析员)
中国电信业
rickylai@abci.com.hk
852-2147 8895



全球经济展望

2021 年全球经济展望

经济师:姚少华

- 全球经济在 2020 年上半年因新冠疫情受到重创，随着限制措施的放松和商业活动的重启，全球经济增长在 2020 年第 3 季明显反弹
- 然而，在 2020 年第 4 季新一波的新冠疫情冲击再次浮现，特别在美国、欧洲、印度及巴西的情况更为严重。不少国家的经济再次受挫，其中服务业受到的打击尤其大
- 2020 年年初至今全球通胀水平因经济陷入衰退和能源价格回落保持温和水平。由于总需求的疲弱似乎超过了全球供应链中断的影响，撇除食品及能源价格外的核心通胀整体上亦维持温和态势
- 展望 2021 年，我们预计随着疫苗覆盖范围的扩大和治疗方法的改进，新冠疫情将在 2021 年第 2 季逐渐消退。由于较低的基数效应以及拜登当选为第 46 任美国总统，全球贸易紧张局势或会有所缓解，我们预计全球经济增长将在 2021 年大幅反弹
- 我们预期 2020 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长-3.7%[1]、2.0%、-7.5%、-5.4%及-11.0%，2021 年则分别增长 4.0%、8.0%、5.0%、2.5%及 5.5%，相比而言，上述国家在 2019 年经济分别增长 2.2%、6.1%、1.3%、0.7%及 1.5%

2020 年第 4 季新冠疫情再次升温

随着限制措施的放松和商业活动的重启，全球经济增长在 2020 年第 3 季反弹。 如图表 1 所示， 2020 年第 3 季美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长-2.9%、4.9%、-4.4%、-5.8%及-9.6%，均较第 2 季-9.0%、3.2%、-14.8%、-10.2%及-21.5%的经济增速明显反弹。特别值得指出的是，由于较好控制了新冠疫情的传染，中国经济在 2020 年首 3 个月在全球主要经济体里率先重返增长。 自 2020 年 4 月以来，JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数持续回升，显示全球经济增长明显反弹(图表 2)。

图表 1: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2020 年第 1 季	2020 年第 2 季	2020 年第 3 季
美国	0.3	(9.0)	(2.9)
中国	(6.8)	3.2	4.9
欧元区	(3.3)	(14.8)	(4.4)
日本	(1.8)	(10.2)	(5.8)
英国	(2.1)	(21.5)	(9.6)

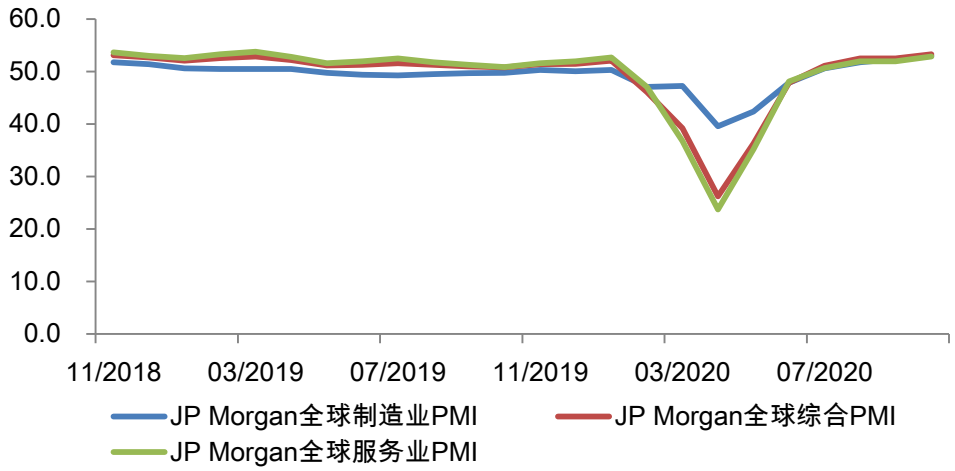
来源: 彭博、农银国际证券

然而，在 2020 年第 4 季新一波的新冠疫情冲击再次浮现，特别在美国、欧洲、印度及巴西的情况更为严重。目前，全世界每天的确诊病例和死亡人数不断冲击新高。许多国家推迟了经济活动的重新开放，甚至实施了新的封锁措施来遏制疫情蔓延。不少

[1]除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

国家的经济再次受挫，其中服务业受到的打击尤其大。比如欧元区综合 PMI 从 10 月的 50.0 降至 11 月的 45.3，服务业 PMI 从同期的 46.9 降至 41.7，表明欧元区经济在第 4 季前 2 个月出现放缓。

图表 2: JP Morgan 全球 PMI 指数(%)



来源: 彭博、农银国际证券

全球贸易自 2020 年初以来急剧下降，主要因为新冠疫情和大范围的封锁扰乱了全球工业生产和消费支出。根据世贸组织最新的季贸易量统计，货物贸易在 2020 年第 1 季下降 6.0%之后， 第 2 季再下降 21.0%。商业服务贸易在第 1 季下降 6.0%之后，在第 2 季再下降 30.0%。尽管世贸组织公布的货物贸易晴雨表从 8 月的 84.5 大幅反弹至 11 月的 100.7，但由于近期美国和欧洲的新冠肺炎感染人数再创新高，全球贸易增长可能在 2020 年第 4 季再次放缓。

2020 年年初至今全球通胀水平因经济陷入衰退和能源价格回落保持温和水平。由于总需求的疲弱似乎超过了全球供应链中断的影响，撇除食品及能源价格外的核心通胀整体上亦维持温和态势。由于劳动力市场持续疲弱以及工资增长乏力，大多数发达经济体的核心通胀未达到央行目标。在新兴经济体中，大多数因经济增速大幅放缓导致核心通胀低于 2%水平。然而，少数新兴经济体因货币贬值部分抵消了通胀下行压力。由于猪肉价格大幅下跌，中国整体 CPI 通胀从 2020 年 1 月的 5.4%大幅回落至 10 月的 0.5%，而同期核心通胀率亦从 1.5%降至 0.5%。

全球主要央行为家庭、企业及金融市场提供了全所未有的金融支持。美联储将联邦基金目标利率下调至 0.00%至 0.25%的近零区间，并宣布无上限购买美国国债及抵押支持证券来支持金融市场。美联储还宣布改变其货币政策框架，宣布引入平均通胀率为 2%的新的通胀目标。欧洲央行进一步降低了定向长期再融资操作的利率，并将抗疫紧急购债规模增加至 1.35 万亿欧元。英伦银行及日本央行均增加了国债购买规模，并保持利率水平不变。而年初至今中国人民银行推出宽松货币政策措施以稳定经济增长，包括数次的降息及降准。

2021 年全球经济增速将显着反弹

展望 2021 年，我们预计随着疫苗覆盖范围的扩大和治疗方法的改进，新冠疫情将在 2021 年第 2 季逐渐消退。疫苗试验在 2020 年下半年以前所未有的速度推进，有些疫苗在获得批准之前于 2020 年第 4 季进入了最后的测试阶段。由于较低的基数效应以及拜登当选为第 46 任美国总统，全球贸易紧张局势或会有所缓解，我们预计全球经济增长将在 2021 年大幅反弹。在 10 月发布的最新预测中，世贸组织预计 2021 年货物贸易额将增长 7.2%，而 2020 年预计将下跌 9.2%。根据 IMF 于 2020 年 10 月发布的最新《世界经济展望》，2021 年全球经济增长预计为 5.2%，而 2020 年的预计下跌 4.4%（图表 3）。然而，债务负担的上升和潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是 2021 年的主要挑战。

我们预计 2021 年美国经济增长将从 2020 年估计的-3.7%大幅上升至 4.0%，主要因为新冠疫情影响的减弱和宽松的货币政策。较低的失业率和不断上升的消费者信心水平将支持 2021 年的家庭支出。建筑活动和住房开工量的激增料会促进住宅投资。在拜登政府的领导下，经济增长将受益于基础设施投资的增加以及缓和的中美贸易冲突。然而，共和党或在 2021 年继续控制参议院，拜登政府提出的财政刺激方案可能会遇到挑战。在货币政策方面，我们预计美联储将在 2021 年维持现有的政策。美联储料会将联邦基金利率的目标区间维持在 0.00%-0.25%的近零水平，并维持其对美国国债、机构住宅和商业抵押支持证券的购买速度。

随着对新冠疫情的有效控制、国内需求的改善以及潜在的中美冲突缓和，中国经济增长有望在 2021 年大幅反弹。我们维持中国经济 2020 年及 2021 年分别增长 2.0%及 8.0%的预测不变。货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。人民银行预计将保持流动性充裕以支持对民营企业及中小企业的信贷供给。我们预期人民银行或在 2021 年继续宣布下调 RRR 及降低 OMO、MLF 及 LPR 利率。我们预期中央政府将采用常规的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、加速基建投资以及出台鼓励消费的政策。

我们预计 2021 年欧元区的经济增速或由 2020 年估计的-7.5%大幅反弹至 5.0%，主要因为欧盟复苏基金的支持，超宽松的货币及财政政策，以及全球经济重启后带来的强劲的外需。然而，不断上升的公共债务水平亦为欧元区带来了下行风险。货币政策方面，根据欧洲央行的 10 月份货币政策会议，我们预计欧洲央行将在 2021 年维持主要目标利率不变。欧洲央行料会把规模达 1.35 万亿欧元的抗疫紧急购债计划延长至 2021 年 6 月或以后。欧洲央行亦会维持至少每月 200 亿欧元的资产购买计划。有见于欧元区疲弱的经济增长前景以及持续的低通胀水平，我们预计欧洲央行将再为商业银行提供大量的低成本资金来支持经济增长。此外，由于新冠疫情的消退以及财政和货币政策的支持，我们预计 2021 年英国经济将增长 5.5%，大幅高于 2020 年的-11.0%的估计值。

我们预计 2021 年日本的经济增长将从 2020 年估计的-5.4%反弹至 2.5%，主要因为政府的持续支出将提振国内需求。此外，我们预计外需将在 2021 年恢复，从而带动日本的出口增长。有见于通胀前景仍疲弱及当前通胀水平远低于日本央行 2.0%的目标，我们预期 2021 年日本的超宽松货币政策或维持不变，日本央行短期政策利率料维持在-0.10%的负利率水平不变。

图表 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2019 年	2020 年预测	2021 年预测
美国	2.2	(3.7)	4.0
中国	6.1	2.0	8.0
欧元区	1.3	(7.5)	5.0
日本	0.7	(5.4)	2.5
英国	1.5	(11.0)	5.5
世界(国际货币基金组织)	2.8*	(4.4)*	5.2*

来源: 国际货币基金组织、经济合作与发展组织、彭博、农银国际证券预测
注释: *代表国际货币基金组织的估计及预测



中国经济展望

2021 年中国经济展望

经济师:姚少华

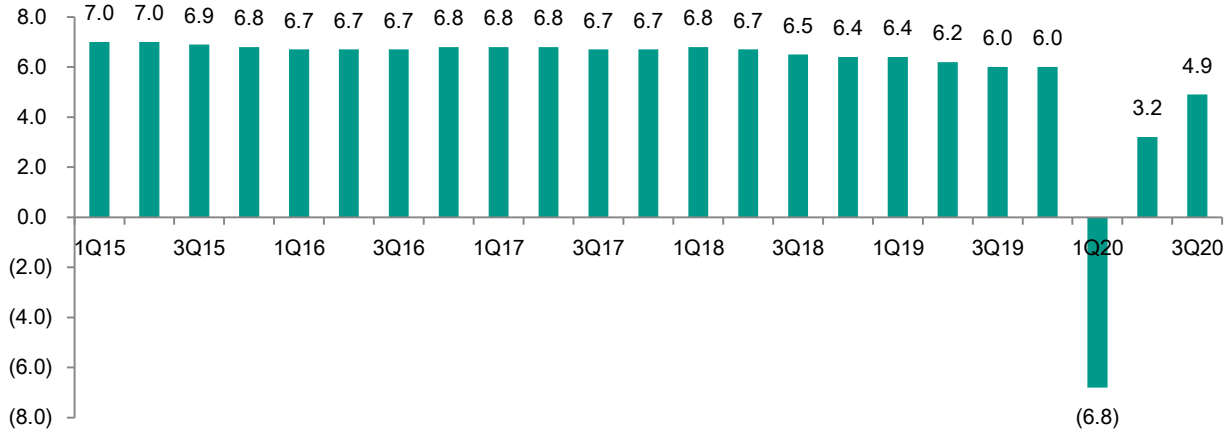
- 受累于新冠肺炎疫情的冲击，中国 2020 年第 1 季 GDP 同比下降 6.8%[1]。然而，随着疫情逐步受控、复工复产的推进，中国经济自第 2 季开始逐步反弹。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2020 年前 3 季经济增长 0.7%，为全球主要经济体中唯一恢复增长的国家
- 展望未来，有见于内需改善和中美冲突或缓和，以及低基数效应，我们相信 2021 年中国经济增长将显着反弹。整体上我们预期 2021 年中国 GDP 增长 8.0%，大幅高于 2020 年 2.0%的预估增速
- 货币政策方面，我们预期人民银行在 2021 年将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。我们预计 2021 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.65%及 4.55%。2021 年底大型存款类金融机构的 RRR 料跌至 10.0%，而中小型金融机构的 RRR 料跌至 8.0%
- 随着经济复苏，我们预计 2020 年超积极的财政政策将在 2021 年回归常态。2020 年针对新冠疫情采取的临时和分阶段的特别措施或在 2021 年适度撤消。然而，常态的的财政政策料维持以支持经济增长，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及部分支持基建投资的政策。我们预期 2021 年政府的预算财政赤字约占国内生产总值 3.3%，较 2020 年的 3.6%为低
- 2021 年是中国“十四五”规划的开局之年。根据中国共产党第 19 届中央委员会第 5 次全体会议的精神，“十四五”时期以及到 2035 年中国经济的发展将以高质量为主题。在中期以及长期中国经济将由高速增长向高质量发展转变
- 展望“十四五”时期，尽管以美国为首的西方国家技术封锁力度加大是中国经济社会发展面临最为严峻的外部挑战，但有赖于中国经济超大规模性优势和以 5G、互联网+为代表的新兴产业快速发展，中国有能力、有条件、有信心将经济增长保持在合理区间内。我们预计“十四五”时期中国经济年均增速在 5%-5.5%。在“十四五”期间，中国将加快产业转型升级、培育壮大实体经济、持续挖掘内需潜力，特别会加强前沿基础科学研究、加快关键技术自主攻关

中国经济在新冠疫情后重返增长

受累于新冠肺炎疫情的冲击，中国 2020 年第 1 季 GDP 同比下降 6.8%。然而，随着疫情逐步受控、复工复产的推进，中国经济自第 2 季开始逐步反弹。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2020 年前 3 季经济增长 0.7%，为全球主要经济体中唯一恢复增长的国家(图表 1)。国内生产总值各个组成部分的分析显示，消费开支成为 2020 年前 3 季经济增长的主要拖累，降低整体经济增长 2.5 个百分点。反而投资为整体经济增长贡献 3.1 个百分点，而货物及服务净出口亦贡献 0.1 个百分点。

[1] 除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

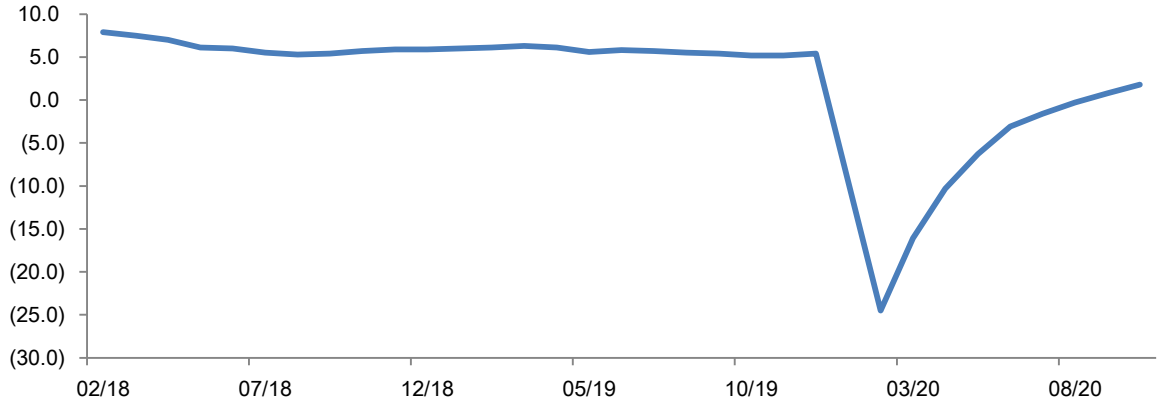
图表 1: 中国 GDP 增长(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

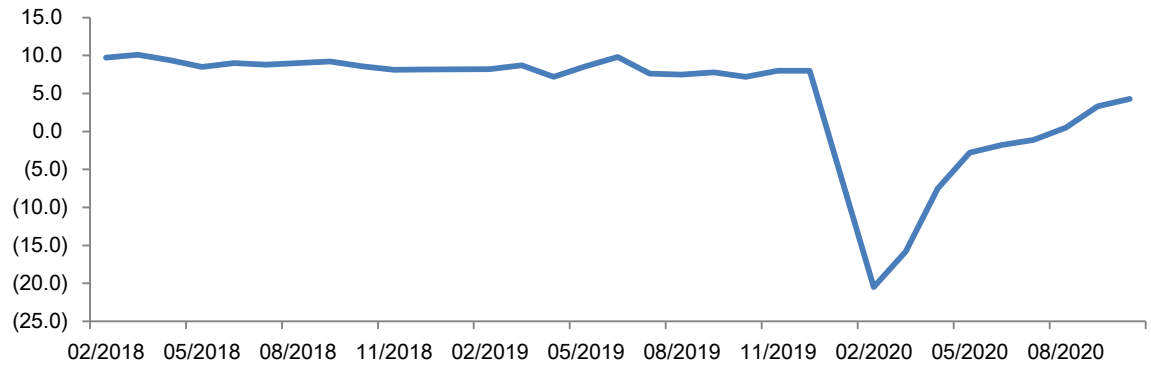
进入第 4 季，中国经济继续全面复苏。内需方面持续走强，投资及消费在 10 月强劲回升。城镇固定资产投资增长由 9 月份的 8.7%反弹至 12.2%，主要因为制造业和房地产投资在较低的融资成本下回升，以及财政政策支持下基础设施投资的改善(图表 2)。同期社会消费品零售销售亦由 3.3%反弹至 4.3%，主要归因于餐饮收入和可选消费的强劲回升(图表 3)。从供给侧看，10 月内地实质工业产出增长维持在 6.9%的高位，高于市场所预期的 6.7%的增长(图表 4)。

图表 2:中国城镇固定资产投资年初至今增长(%)



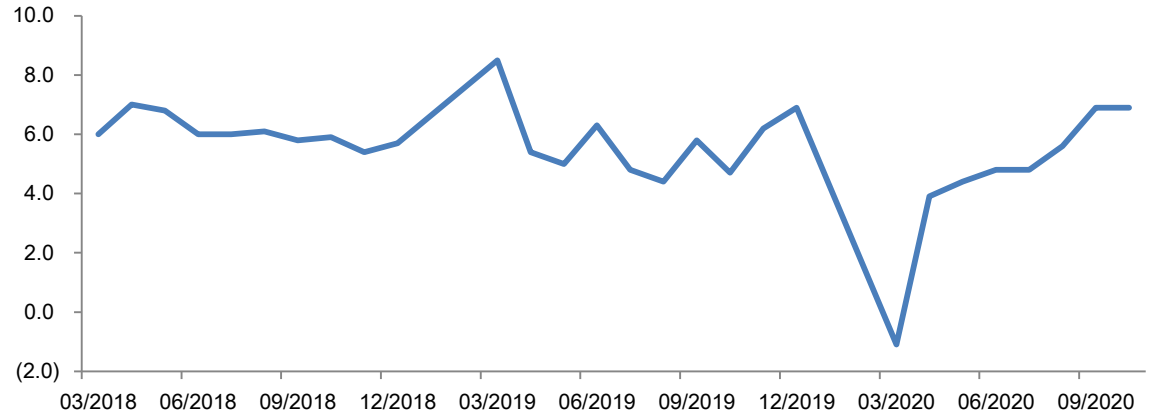
来源: 国家统计局、 农银国际证券

图表 3: 中国零售销售增长(%)



来源: 国家统计局、 农银国际证券

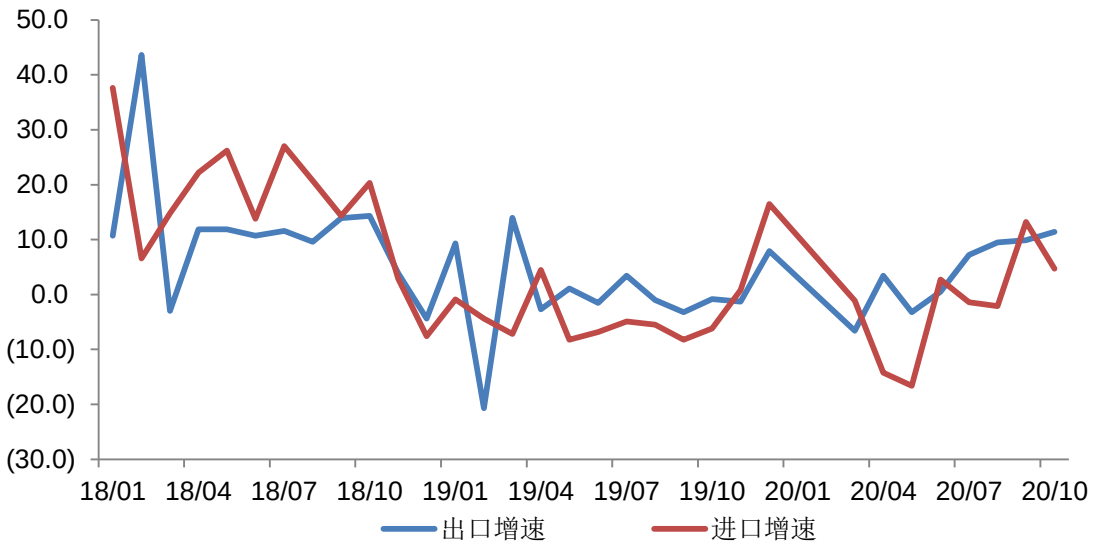
图表 4: 中国工业产出增长(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

外需方面，10 月出口继续回升，但进口增速大幅回落(图表 5)。尽管受到人民币升值的不利影响，但以美元计价 10 月出口增速由 9 月的 9.9%加快至 11.4%。同期进口增速由 9 月的 13.2%放缓至 4.7%。由于进口大幅下跌，10 月贸易盈余由 9 月的 370 亿美元扩大至 584 亿美元。

图表 5:中国出口及进口增长 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

通胀在 10 月放缓。由于食品价格特别是猪肉价格回落，10 月 CPI 通胀由 9 月的 1.7%放缓至 0.5%。其中猪肉价格在 10 月同比下跌 2.8%，而 9 月同比上涨 25.5%。撇除食品和能源价格以外的核心 CPI 在 10 月亦维持在 0.5%的低位。由于国际能源及原材料价格低迷，10 月 PPI 通胀维持在-2.1%的低位。

货币政策方面， 2020 年年初至今人民银行采用了偏松的货币政策来支持经济增长。年初至今人民银行 3 次实施降准来支持实体经济，特别是中小企业及民营企业。尽管人民银行维持基准存款利率不变，但 2 次降低贷款市场报价利率(LPR)。10 月份广义货币供给(M2)的增速由 2019 年 12 月份的 8.7%反弹至 10.5%， 首 10 个月衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从去年同期的 21.5 万亿元人民币升至 31 万亿元人民币。

2021 年中国经济增速将显着反弹

展望未来，有见于内需改善和中美冲突或缓和，以及低基数效应，我们相信 2021 年中国经济增长将显着反弹。整体上我们预期 2021 年中国 GDP 增长 8.0%，大幅高于 2020 年 2.0%的预估增速(图表 6)。强劲的外需和稳定的消费支出将是主要的增长动力。相反，沉重的债务负担和潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是主要挑战。

图表 6:经济预测

经济指标	2019 年	2020 年预测	2021 年预测
实质 GDP 增长，%	6.1	2.0	8.0
固定资产投资增长，%	5.4	2.5	6.0
零售销售增长，%	8.0	(4.0)	14.0
以美元计出口增长，%	0.5	2.0	7.0
以美元计进口增长，%	(2.8)	(1.0)	9.0
工业产出增长，%	5.7	2.3	7.0
消费物价通胀，%	2.9	2.7	1.2
生产物价通胀，%	(0.3)	(2.0)	1.5
M2 增长，%	8.7	11.0	9.5
社会融资规模增量，10 亿人民币	25,674	34,000	33,000
整体新增人民币贷款，10 亿人民币	16,816	20,000	20,500
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.9632	6.6000	6.4500
1 年期 LPR，%	4.31	3.85	3.65
5 年期 LPR，%	NA	4.65	4.55

来源: 国家统计局、中国人民银行、农银国际证券预测

内需方面，尽管基建投资的财政支持或减少，但由于较低的基数效应，基建投资有望在 2021 年低位回升。有见于房地产调控政策仍将从严，以及针对房地产企业的“三条红线”融资政策料拖累房地产投资，我们预期房地产投资在 2021 年或小幅回落。制造业投资在盈利改善以及强劲的外需支持下料大幅反弹。我们预计 2021 年整体固定资产投资或由2020年估计的2.5%回升至6.0%。由于居民收入将上升和失业率将回落，以及极低的基数效应，2021 年社会消费品零售销售的增长料显着反弹。我们预计 2021 年零售销售增速或由 2020 年估计的-4.0%大幅攀升至 14.0%。外需方面，随着拜登当选为美国第 46 任总统，中美贸易摩擦或缓和。同时随着新冠疫情或逐步受控，外需料明显改善。我们预计 2021 年中国的出口及进口的增速或由 2020 年估计的 2.0%及-1.0%分别回升至 7.0%及 9.0%。

有见于食品价格或回落，特别是猪肉价格因供应改善或下跌，2021 年 CPI 通胀或由 2020 年预计的 2.7%放缓至 1.2%。由于大宗商品价格或反弹以及内需改善，2021 年 PPI 通胀或由 2020 年预计的-2.0%回升至 1.5%。我们相信 2021 年的宏观政策制定将不会受到通胀的制约。

货币政策方面，我们预期人民银行在 2020 年将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对民营企业以及中小企业的信贷。我们预计 2021 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至 20.5 万亿元人民币及 33.0 万亿元人民币。另外，尽管我们预期人民银行在 2021 年将维持基准利率不变，但货币当局或下调 OMO、MLF 及 LPR 等政策利率水平。我们预计 2021 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.65%及 4.55%。有见于通胀水平较疲弱和人民币较强的升值压力，我们预期 2021 年人民银行将继续下调 RRR。我们预计 2021 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 10.0%，而中小型金融机构为 8.0%。2021 年底广义货币供给(M2)预计增长 9.5%。汇率方面，由于中美实际利差或进一步走阔，我

们预期 2021 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.4500 左右，而 2020 年年底预计为 6.6000。

随着经济复苏，我们预计 2020 年超积极的财政政策将在 2021 年回归常态。2020 年针对新冠疫情采取的临时和分阶段的特别措施或在 2021 年适度撤消，包括减少赤字率和不再发行特别国债等。然而，常态的的财政政策料维持以支持经济增长，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及部分支持基建投资的政策。我们预期 2021 年政府的预算财政赤字约占国内生产总值 3.3%，较 2020 年的 3.6%为低。

2021 年是中国“十四五”规划的开局之年。根据中国共产党第 19 届中央委员会第五次全体会议的精神，“十四五”时期以及到 2035 年中国经济的发展将以高质量为主题。在中期以及长期中国经济将由高速增长向高质量发展转变。

展望“十四五”时期，尽管以美国为首的西方国家技术封锁力度加大是中国经济社会发展面临最为严峻的外部挑战，但有赖于中国经济超大规模性优势和以 5G、互联网+为代表的新兴产业快速发展，中国有能力、有条件、有信心将经济增长保持在合理区间内。我们预计“十四五”时期中国经济年均增速在 5%-5.5%。在“十四五”期间，中国将加快产业转型升级、培育壮大实体经济、持续挖掘内需潜力，特别会加强前沿基础科学研究、加快关键技术自主攻关。中国有望跨越中等收入陷阱并迈入高收入国家行列。



投资策略

2021 年投资策略

未来 10 年的投资主题

科技竞赛: 开发智能技术的能力

研究部主管：陈宋恩

2019-20 年的中美角力和 COVID-19 新冠病毒大流行推高了经济风险，但也导致全球流动性供应急剧增加。由于许多发达国家 2020-21 年的货币和财政扩张，未来几年全球经济增长中的资本约束将显着降低。随着资本约束的降低，人才资源竞争将成为焦点。决定经济增长速度的主导因素将是全要素生产率（TFP)。在我们看来，国家之间的竞争将取决于哪一个国家可以实现更好的全要素生产率的能力。全要素生产率是人力和资本投入导致技术进步的结果。简而言之，未来几年国家间的竞争是一场科技竞赛。我们确定了未来 10 年出现的几个主要趋势。.

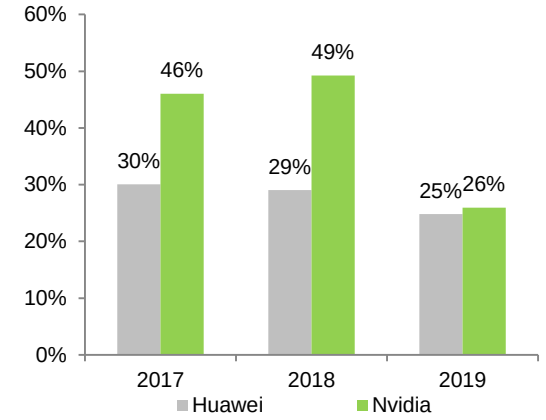
从人联网到物联网：人工智能芯片和人工智能服务器是新经济基础设施的大脑和头颅

人联网：在 2020-21 年 5G 基础设施网络建成后，未来五年互联网数据中心（IDC)服务需求将激增。中国几家 IDC 公司计划筹集资金，为其扩张计划融资。AI、大数据和云服务（“ABC”)的共同基础是提供这些功能的计算机服务器，它们保存在 IDC 中心。从投资角度看，在中国计算服务器市场高度集中，主要由**浪潮科技（000977 CH)**和**华为**主导。就收入而言，他们占据了中国计算服务器市场约 60%的市场份额。人工智能服务器方面，浪潮在 2019 年占据了一半的市场份额。我们预计，未来几年 IDC 的大量供应将导致机架租赁成本的下降，进而促使 ABC 供应商迅速扩张。这一发展趋势将推动对高端计算服务器（如人工智能服务器)的需求。从概念上讲，人工智能服务器类似于人类头颅，而人工智能芯片则类似于人类头颅内的大脑。人工智能芯片是人工智能服务器的核心部件，是几乎所有 ABC 服务的核心设备。

物联网：人工智能物联网 (AI-IoT)是一个朝阳产业。物联网已经进入市场多年，但物联网设备本身无法思考和判断。因此，AI-IoT 是一个突破，它允许连接的设备进行学习、思考、判断和做相应的反应行动。我们预计 AI-IoT 技术将在未来 20 年迅速发展。人联网的目标是为数十亿人服务，但物联网可以为数以万亿计的设备和事物提供服务。IDC 的发展可以满足日益增长的人联网服务需求（如在线游戏、在线教育、在线购物、在线医疗等)。边缘计算和机器学习的发展可以满足物联网服务的需求。人工智能物联网芯片使机器学习成为可能。人工智能芯片是人工智能物联网的核心。随着 5G 基础设施的建成，智能工厂、智能新能源汽车（NEV)和智能手机将引发对 AI-IoT 和 AI 芯片的强劲需求时代。

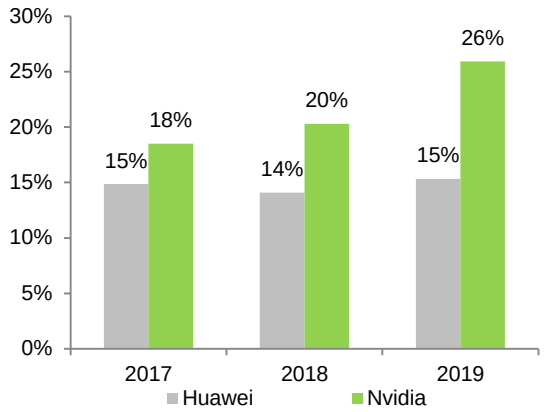
未来五年，专注于人工智能芯片设计和生产的科技公司将成为焦点。在中国市场，云服务中人工智能计算的核心是 NVIDIA Tesla GPU:边缘计算的核心是华为的芯片和 NIVDIA Jetson 系列芯片。目前的市场主要是双寡头垄断 – NVIDIA (NVDA US) 和 华为 (Huawei)，但我们相信市场规模的增长将为在相关人工智能软件或硬件领域具有专业实力的新公司提供空间。到目前为止，**寒武纪（688256 CH)**、**商汤科技**、**依图科技（已提交 A 股 IPO 申请)**、**旷视科技**和**云从科技**等几家小公司都是人工智能芯片设计和应用领域的独角兽。

图表 1: 华为与 NVIDIA 的平均股东权益回报率(ROAE)



来源：公司、农银国际证券

图表 2: 华为与 NVIDIA 的研发费用(占收入的百分比)



来源：公司、农银国际证券

寿险业前景看好

中国的目标是到 2035 年人均产出翻番，成为中等发达经济体。对于寿险业而言，长期收入增长意味着生命经济价值的持续提升，这是寿险行业长期业务增长的主要催化剂。发达国家的保险渗透率和保险密度高于发展中国家，这意味着从长期来看，以保费收入增长衡量，中国保险业的增长将快于人均收入的增长。2019 年，中国的保险密度（人均保费)和保险渗透率（保费占 GDP)分别为人均 440 美元和 4.3%。2018 年，经合组织 (OECD) 国家的平均保险密度和平均保险渗透率分别为人均 3630 美元和 8.9%。如果到 2035 年中国的保险渗透率达到经合组织国家的平均水平，我们预测 2020-2035 年期间中国保险总保费将以 10%的复合年增长率增长。到 2035 年，中国保险业总保费将增至 2.85 万亿美元，相当于经合组织总保费的 32.5%。我们相信大型保险公司，尤其是中国人寿（2628 HK)和新华人寿（1336 HK)等人寿保险公司是长期受益人。

图表 3: 2020-35 年中国保险业市场总保费复合年增长（CAGR)率为 10%

	2015	2019	2020E	2035E	2015-20E CAGR	2020E-35E CAGR
中国经济：						
GDP 总值（RMB 万亿元)	68.9	99.1	100.1	209.8	7.8%	5.1%
人口（亿)	13.75	14.00	14.07	14.71	0.5%	0.3%
人均国内生产总值（RMB 万元)	50.2	70.9	71.3	142.6	7.3%	4.7%
汇率 RMB/US$（期末)	6.494	6.963	6.580	6.580*		
人均 GDP (US$'000)	7.7	10.2	10.8	21.7		
中国保险业：						
中国的保费收入（10 亿美元)	374	612	686	2,850	12.9%	10.0%
OECD 的保费收入(10 亿美元)	4,843	5,458	5,621	8,758	3.0%	3.0%
中国 / OECD 比率	7.7%	11.2%	12.2%	32.5%		
中国保险密度 (人均保费 RMB)	1,766	3,046	3,208	12,747	12.7%	9.6%
中国保险密度 (人均保费 US$)	272	437	487	1,937	12.4%	9.6%
中国保险渗透率 (% to GDP)	3.5%	4.3%	4.5%	8.9%		
人寿险保费(RMB 亿元)	13,242	22,754	24,633	101,266	13.2%	9.9%
人寿保险市场份额	54.5%	53.4%	54.6%	54.0%		

注*：预测基于当前汇率

来源：经合组织、国家统计局、银保监会、农银国际证券估算

智能新能源汽车(Smart-NEV)取得进展

我们认为，未来 10 年，智能新能源汽车将推动国内和出口市场对新能源汽车的需求。在供应方面，中国计划到 2025 年将新能源汽车产量占汽车总产量的比例从 2020 年的 5%提高到 20%。根据这一目标比率，我们可以预期主要汽车生产商在未来几年将增加新能源汽车生产设施的资源配置。2020 年，特斯拉已经开始从上海的生产工厂出口新能源汽车，这表明中国的新能源汽车供应链能够满足国际标准和出口需求。

在需求方面，我们认为，新能源汽车的需求激增将由提供给新能源汽车购买者的智能功能（自动驾驶、风险检测、多媒体支持、移动办公功能、与附近其他智能新能源汽车的连通性等)而非其电池供电性质所引发。电池技术的进步将使汽车制造商在其新能源汽车中融入更多的智能功能。智能新能源汽车的发展模式将类似于智能手机取代无绳电话的发展。智能手机在过去 10 年的繁荣是由其广泛的智能功能引发的。在我们看来，电池是智能手机或智能新能源汽车发展的一个必要因素:然而，它本身还不足以引发智能设备的广泛采用。智能新能源汽车的增长带动了对电池的需求，同时也对车载光学摄像头、天线、边缘计算 AI-IoT 芯片、多媒体系统、电源控制芯片 (IGBT)、操作系统等提出了新的需求，以传统化石燃料能源或清洁化学能源为动力的智能汽车将对相关智能应用的硬件和软件产生需求。

图表 4: 中国智能新能源汽车需求推动 2020-35 年新能源汽车产量增长

	2016	2019	2020E	2025E	2035E	2016-20E CAGR	2020-25E CAGR	2025-35E CAGR
汽车产量 (百万辆)	28.2	25.5	23.9	26.0	28.7	-4.0%	1.7%	1.0%
非 NEV 产量 (百万辆)	27.7	24.3	23.0	20.8	12.9	-4.6%	-2.0%	-4.6%
非 NEV 市场份额	98.4%	95.3%	95.9%	80.0%	45.0%			
NEV 产量 (百万辆)	**0.46**	**1.19**	**0.97**	**5.20**	**15.80**	**20.5%**	**39.9%**	**11.8%**
NEV 市场份额	1.6%	4.7%	4.1%	20.0%	55.0%			

注：2020E 年的产量受到 COVID-19 大流行的不利影响
来源：国家统计局、农银国际证券估算

图表 5： 我们对国家智能驾驶技术路线图的看法

目前主流	2021-2025 年	2025 年后
先进的驾驶辅助系统(ADAS)	**自动驾驶 (AD)**	
技术水平 L0: 无自动化操作 L1: 辅助驾驶员 L2: 部分自动化	技术水平 L3: 有条件的自动化 L4: 先进的自动化	技术水平 L5: 完全自动化
技术功能: 支持驾驶	技术功能: 自动驾驶	技术功能: 自动驾驶
司机: 人	司机: 人+ AI （AI 扮演更多角色）	司机: AI
优胜者: 汽车及汽车零件生产商	**优胜者:** AD 系统集成提供商，导航芯片生产商， AI 芯片生产商，车辆光学生产商，传感器生产商，射频天线生产商，电源管理芯片生产商，多媒体服务提供商，石墨烯生产商，电机制造商，汽车零件生产商	

备注：从 2020 年 7 月开始，对外国汽车制造商在中国生产新能源汽车的所有权没有限制。
到 2022 年，将取消对内燃机(ICE)乘用车的汽车制造商的外资所有权的限制。
智能驾驶并非 NEV 汽车制造商所独有。ICE 汽车制造商还可以在其产品中嵌入智能驾驶。
来源：农银国际证券估计

农村电子商务：电子商务产业的主要增长动力

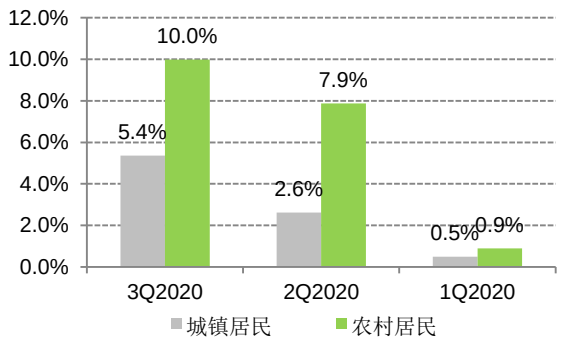
地方政府正投入更多的财力支持农村经济。2020 年 9 月，国务院发布关于调整完善土地出让收入使用范围优先支持乡村振兴的意见》。《意见》提高了政府出让土地收益用于振兴农村经济的最低比例。未来几年，由于资金来源的调整，农村的生活和工作环境将得到改善。到 2019 年底，农村人口达到 5.52 亿，占中国总人口的 39%。中国农村人口相当于美国人口的 1.7 倍或欧元区人口的 1.6 倍。庞大的人口规模和不断增强的农村居民购买力，为未来 10-15 年第二、第三产业提供了强大的动力。农村电子商务将是未来几年电子商务行业的增长动力。在各个省份中，沿海地区富裕省份的农村地区将成为农村电子商务兴起的先锋，而**拼多多（PDD US)**在这一领域具有先发优势。

图表 6: 评估消费支出增长趋势

	收入增长	x	消费行为	➔	实际消费支出增长
城镇人口	低	x	不太愿意消费	➔	低
农村人口	高	x	愿意消费	➔	高

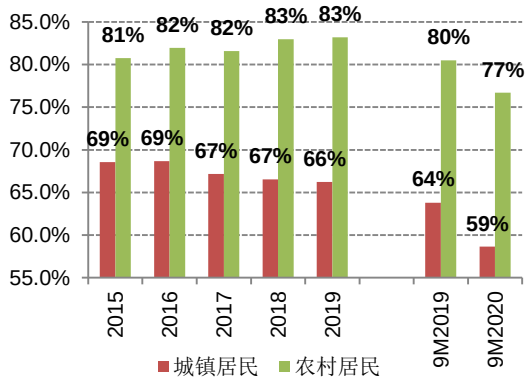
来源：农银国际证券

图表 7: 人均可支配收入(同比变化) - COVID-19 危机后农村地区人均可支配收入的快速恢复



来源：国家统计局，农银国际证券

图表 8: 人均消费支出/人均可支配收入比率表明，农村居民比城市居民更愿意消费



来源：国家统计局，农银国际证券

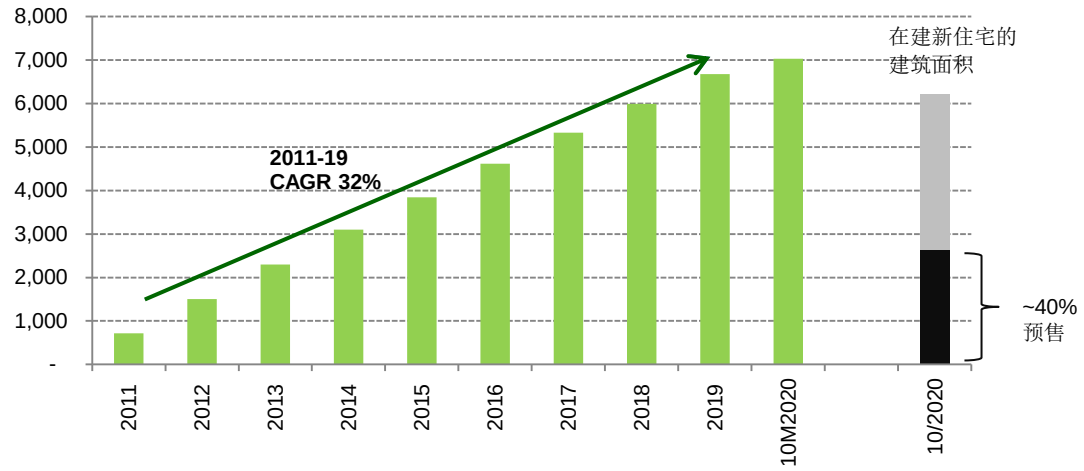
物业管理服务：朝阳产业

中国物业管理服务是朝阳产业:相反，房地产开发行业可能在未来几年进入下降周期。在“十二五”期间(2011-15 年)，住宅建筑总竣工面积为 38.4 亿平方米(或每年 7.68 亿平方米)。在“十三五”规划期间(2016-20 年)，我们估计住宅总建筑面积将达到 34.5 亿平方米(或每年 6.9 亿平方米)。2011-20 年间，新住宅总竣工面积将达到 72.9 亿平方米(或每年 7.29 亿平方米)。截至 2020 年 10 月底，在建新住宅的建筑面积为 62.2 亿平方米，相当于 2011-20 年十年期间总新住宅竣工面积的 85%。上述供应数据为私营部门数据，不包括公共住宅的供应。因此，中国住宅市场供过于求的风险极高。房地产市场供过于求的风险将通过陷入困境的房地产开发商的倒闭而转化为金融市场的系统性风险。尽管政府收紧贷款增长和房地产开发商资产增长的措施引发市场担忧，但投资者应该意识到采取措施的必要性和紧迫性，考虑减少在房地产开发行业的投资权重:如果需要保持投资权重，投资者应该将选择范围缩小到财务状况良好的大型开发商。政府限制房地产开发商贷款增长的“三条红线”政策将反过来

帮助财务状况良好的大型开发商捍卫其市场份额。由于贷款增长受限，中小型开发商将难以在短期内迅速扩张取代大型房地产开发商。

前几年和未来几年物业的高竣工将转化为对物业管理服务的巨大需求。物业管理服务公司(PMC)为居住或在受管理建筑物中工作的个人或公司提供服务:因此，PMC 的价值将取决于它们向客户提供增值服务的能力，而不是仅受管理的建筑面积的大小。提供增值服务的能力将取决于物业管理公司的管理人员业务发展和执行能力，行业对人才的需求将相应变化。如果物业管理服务公司能够向客户提供更多更高附加值的服务，我们预计其评级和价值将被上调。

图表 9： 自 2011 年以来累计的新住宅竣工面积(百万平方米)



来源：国家统计局、农银国际证券

前沿科学：寻找独角兽

我们认为，新科技的经济价值在于其满足未满足需求的能力。生命健康科学有助于降低家庭医疗支出，降低整个社会的经济成本:脑科学有助于老年人高血压和老年痴呆症的治疗和管理:航空航天技术有助于增强中国的太空防御能力:深入地下和深海勘探技术有助于发现新资源:生物育种技术有助于保障食品供应链的安全，以确保食品的保质保量供应:集成电路是人工智能和量子信息应用的核心硬件，在数据驱动的经济体中提高效率。上述领域的前沿科学将在私募股权市场上广泛讨论探索。

通过新技术商业化发展的新兴产业将成为经济的新增长动力。这些新技术涵盖了诸如 IT、生物技术、新能源、新材料、高端设备、新能源汽车、绿色环保、航空航天和船舶设备等领域。 5G 互联网、大数据和人工智能在先进制造业中的深度整合将增强新兴产业的竞争力。

全球股票市场

2020 年的新冠肺炎危机暴露了全球经济体的结构性弱点。我们认为，现在是工业国家或者发达国家重新考虑其经济结构平衡的时候了。

自疫情爆发以来，主要发达国家由于社交隔离和地区或国家封锁，第三产业或服务业遭受的打击 超过了第二产业。过度依赖第三产业意味着一个经济体存在高度集中的风险。

传统的药物研发和审批过程是漫长的，这就是为什么尽管健康危机升级，在 2020 年的大部分时间里都没有疫苗可用。尽管如此，疫苗在一年内研发出来的事实表明我们在生物科学领域已经走了多远。制药公司通过在短时间内为全球医疗危机提供解决方案，展示了他们的实力。

世界各国政府和中央银行在管理新冠肺炎大流行引发的经济和社会风险方面吸取了宝贵的经验教训。2020 年货币和财政扩张政策的积极影响在很大程度上被城市封锁和社交隔离措施的不利影响所抵消。

在新冠肺炎危机爆发之前，中美对抗被视为对全球经济的主要威胁。事实上，由新冠肺炎大流行造成的破坏，无论是社会、经济还是重大生命损失，都更加严重。

我们的观点

大多数国家可能在 2021-22 年启动疫苗接种计划，这将防止全球经济进一步恶化。但是，仅靠疫苗接种并不能完全扭转新冠肺炎大流行所造成的损害。

此外，由健康危机引起的不利经济因素(负收入效应或负财富效应)将延续至 2021-22 年。经济体需要在 2021 年进一步采取财政刺激措施。

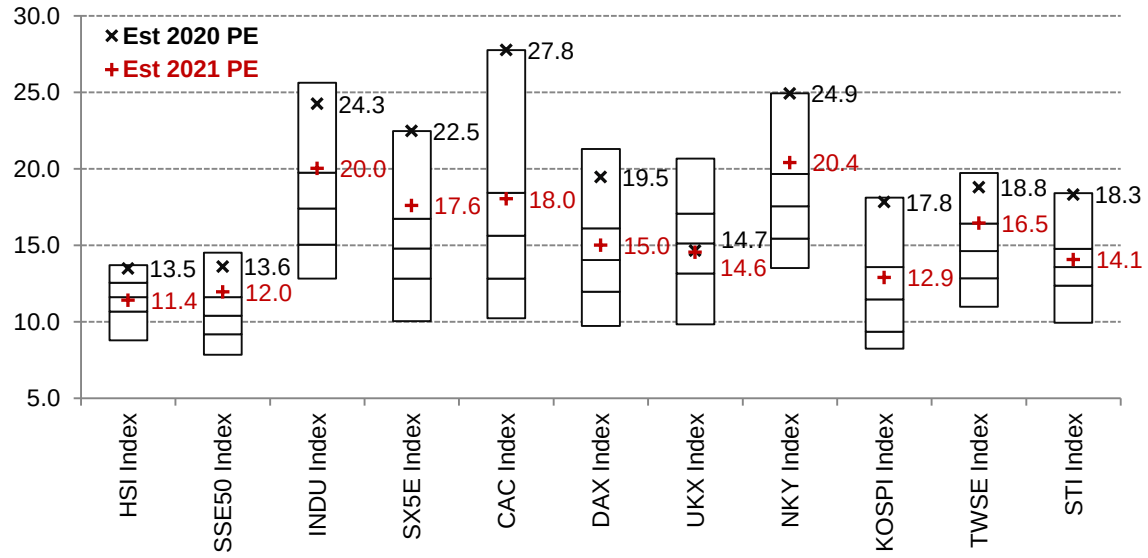
当 2021 年新冠肺炎的风险降低时，中美紧张局势将再次占据市场关注点上风。尽管美国新一任总统带来了两国对抗缓和的希望，但仍不清楚两国角力的方向是否发生变化或规模是否真的能够减少。

美国、欧元区和日本的央行不太可能在 2021-2022 年缩减资产负债表。在 9 月的联邦公开市场委员会(FOMC)会议上，美联储表示，到 2023 年，美联储基金利率可能会保持在现有的低水平。在全球范围内，由于 2020 年采取扩张性财政和货币措施，资本市场流动性将充裕。资本市场内资产价格泡沫风险将在 2021-22 年持续。

2021 年的股市将受到以下因素的支撑：1)全球流动性供应的增加:2)随着疫苗接种的开始，全球经济下行风险正在消退:3)对进一步财政刺激措施的预期:4)中美对抗的潜在缓和。股市的主要下行风险是企业利润复苏乏力导致的估值过高，过度乐观导致资产价格泡沫，合理回归导致股市修正。

全球股市估值

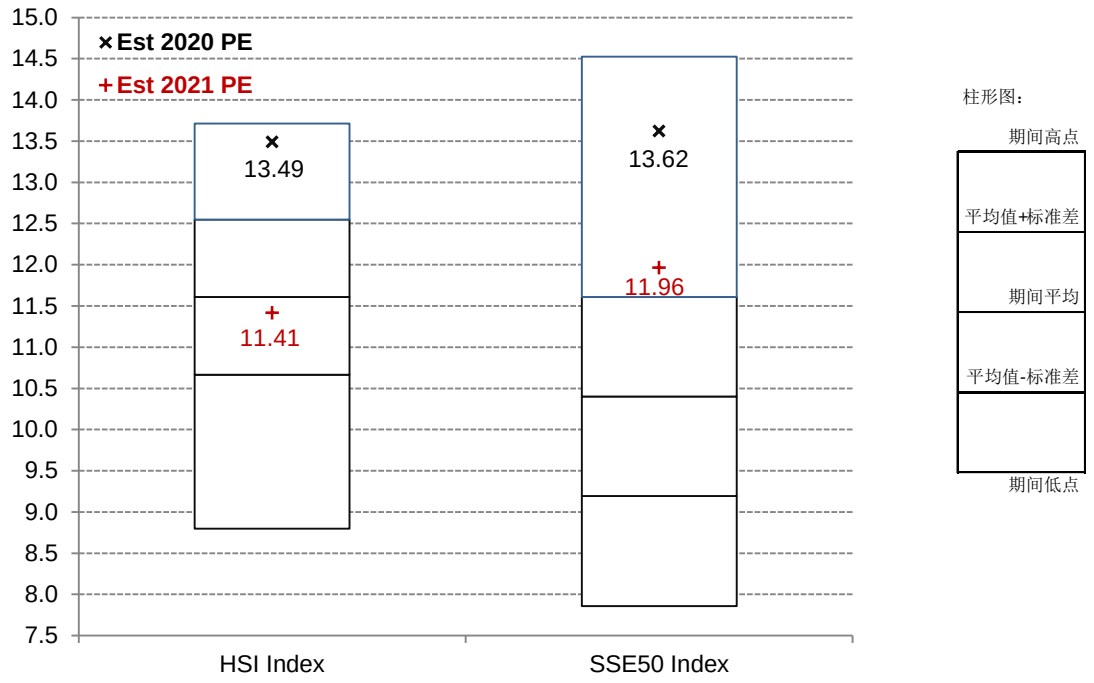
图表 10：自 2015 年以来的预期市盈率范围(高点/ 均值+1 标准差/ 均值/ 均值-1 标准差/ 低点)大多数主要股市的 2021 年市盈率远高于其历史平均水平



指数定价为 11/12/2020

来源：彭博、农银国际证券

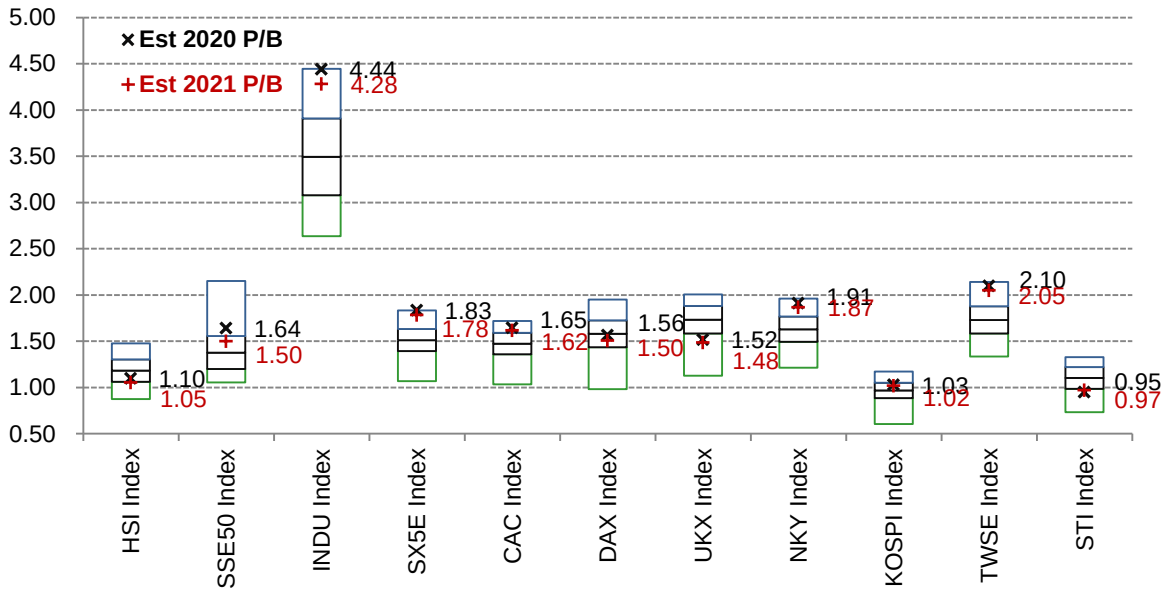
图表 11：就 2021 年市盈率而言，香港股市目前的定价合理



指数定价为 11/12/2020

来源：彭博、农银国际证券

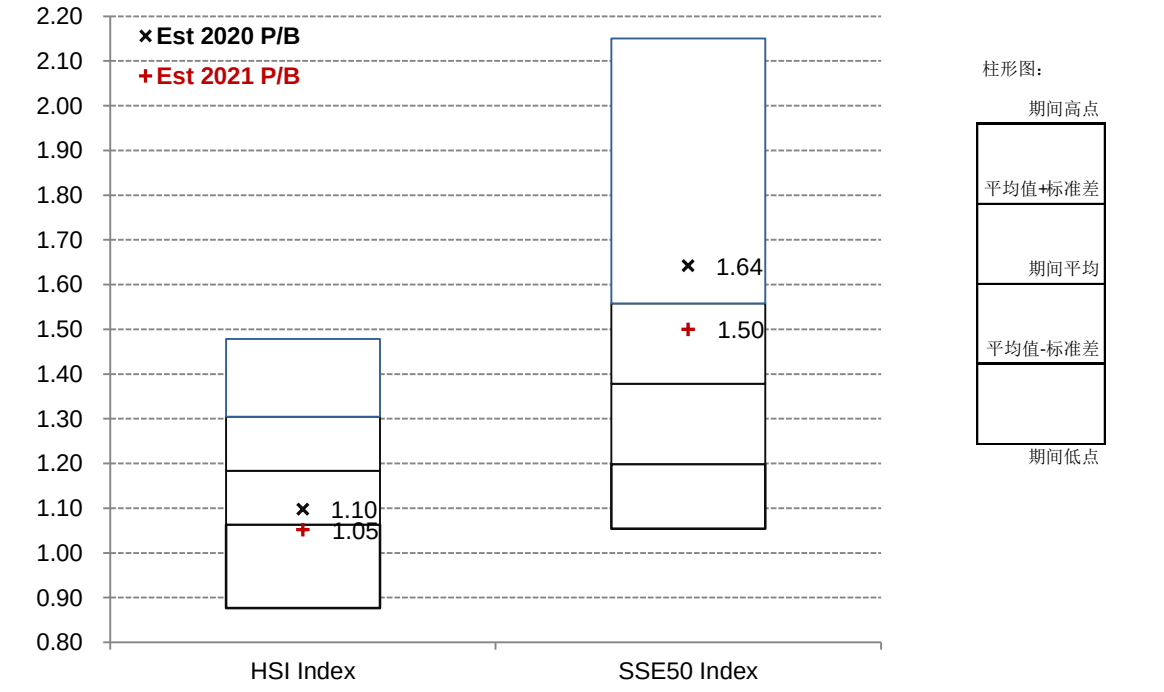
图表 12：自 2015 年以来的预期市净率范围(高点/ 均值+1 标准差/ 均值/ 均值-1 标准差/ 低点)大多数主要股市的 2021 年市净率远高于其历史平均水平



指数定价为 11/12/2020

来源：彭博、农银国际证券

图表 13：就 2021 年市净率而言，香港股票市场的定价合理



指数定价为 11/12/2020

来源：彭博、农银国际证券

中国股票市场

私人和公共消费将是未来 15 年的主要投资主题。新技术(如芯片、人工智能、物联网、云服务、生物技术、量子信息技术、金融科技、自主驾驶、新材料等)、新经济基础设施(如 5G、大数据、IDC、智慧城市、智慧安防等)、绿色经济(如新能源汽车、清洁能源等)、新商业模式(如网上购物、在线教育、在线娱乐、共享单车等)是为了建设现代化社会，提高生活水平为目标，创造新的消费需求。

消费是中国双循环经济的核心。主要发达经济体经济结构的薄弱在于对第三产业的过度依赖，因为第三产业的需求增长未能充分传导到第二产业。一个高效有效的循环就是第三产业的产出会带动第二产业和第一产业的产出，从而对第三产业的产出产生新的需求。中国有 14 亿人口，中产阶级超过 4 亿，家庭净存款约 28 万亿元(存款减去所欠贷款)，中国国内消费市场将吸引外资、进口商品和进口服务参与中国的双循环经济。中国中产阶级的规模比美国或欧元区的人口多。双循环循环最终将创造就业机会，创造人均收入。

Z 世代(出生于 2000 年代)将是未来 10 年消费增长的主要来源。这一群体正在加入就业市场，其购买力也将相应增加。瞄准这一年龄段的公司正处于快速和可持续的增长轨道上。我们估计 Z 世代年轻人大约占目前人口的 12%。

现在是时候扩大对外开放政策，吸收外国央行过度释放的资本。为受益于发达经济体货币扩张政策在 2020 年创造的充裕的全球流动性，中国应以进一步扩大吸收外资的开放政策为契机，加快双循环经济中商品和服务的流通。然而，单靠开放政策不足以吸引外资:归根结底，最大的拉动因素是对中国市场可以获利的预期。我们预计境外投资者将被允许投资上海证券交易所的科创板，本地科技公司可以利用外资的资本加快业务发展。

投资银行业是政府改革社会融资规模结构的早期受益者之一。银行贷款在实体经济融资总量中的高度集中，会给整个经济带来风险和局限性。因此，我们相信政府将着手改革社会融资规模结构的，让直接融资发挥更重要的作用。直接融资(债券和股权)占新增融资总额的比例从 2017 年的 27%，增至 2019 年的 33%，2020 年首 10 月的 40%。直接融资市场份额增加的主要原因是影子融资(信托贷款和票据)在总融资中的下降。未来 10 年，直接融资占新增社会融资总额的比重将继续上升。

图表 14: 2021 年 A 股市场基准指数预测

	预期估值区间	对应指数交易区间 (四舍五入到百位)	预期合理的 中点估值	对应指数 (四舍五入到百位)
上证 50 指数	2021 预期 P/E 9-13 倍	2,600-3,700	2021 预期 P/E 10.5 倍	3,000
沪深 300 指数	2021 预期 P/E 12-16 倍	4,100-5,500	2021 预期 P/E 13.0 倍	4,500

来源：农银国际证券预测

香港股票市场

2021 年恒生指数交易区间预测: 24,000-30,300*
2022 年恒生指数交易区间预测: 26,900-31,800*

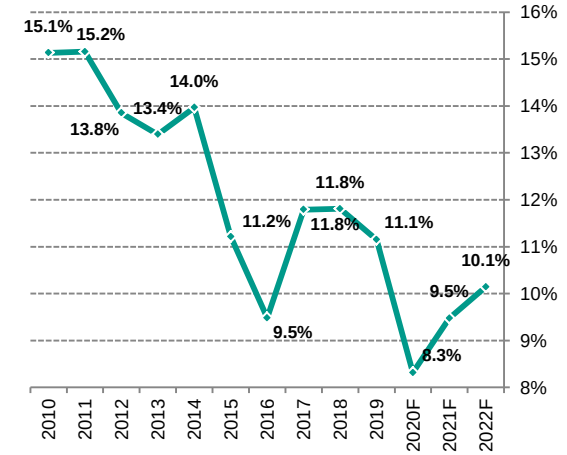
2021 年恒生指数(HSI)的预期交易区间相当于 10-13 倍的 2021 年市盈率，0.95x-1.20x 2021 年市净率，或 3.7-2.9% 2021 年股息收益率。考虑到 2021 年公司盈利的恢复，我们的预测是合理的，因为 1)新冠肺炎大流行后的复苏 和 2)2020 年的基数较低。尽管 2021 年盈利有望回升，但蓝筹股的整体盈利能力不太可能恢复到 2017-19 年的水平，这也是该指数高估值无法成立的原因。恒生指数的股东权益收益率(ROAE)预计将从 2020E 的 8.3%恢复到 2021E 的 9.5%和 2022E 的 10.1%，但 2021-22 年的预计 ROAE 远低于 2017-19 年的 11%-12%的 ROAE。(注*：交易范围内的指数四舍五入到百位数)

图表 15: 恒生指数交易范围预测

2016-19 年期间	高	低	期末
市盈率 P/E	13.56	9.07	10.50
市净率 P/B	1.56	0.95	1.13
股息收益率 Yield	4.68%	2.99%	3.79%
2020 年期间	**高**	**低**	**期末**
指数	**29,175**	**21,139**	**26,700**
2020 年预测 P/E	14.89	11.32	**13.63**
2020 年预测 P/B	1.22	0.93	1.12
2020 年预测 yield	2.53%	3.32%	2.76%
2021 年期间	**高**	**低**	**期末**
指数	**30,297**	**24,033**	**27,967**
2021 年预测 P/E	13.00	10.31	12.00
2021 年预测 P/B	1.20	0.95	1.11
2021 年预测 yield	2.92%	3.69%	3.17%
2022 年期间	**高**	**低**	**期末**
指数	**31,773**	**26,918**	**29,126**
2022 年预测 P/E	12.00	10.17	11.00
2022 年预测 P/B	1.18	1.00	1.08
2022 年预测 yield	3.11%	3.67%	3.40%

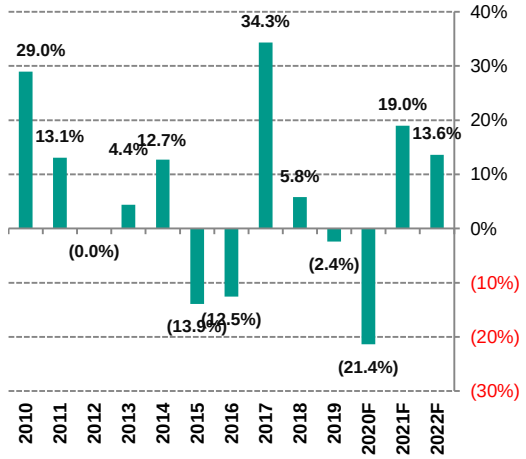
来源：彭博、农银国际证券预测

图表 16: 恒生指数的股东权益收益率(ROAE)



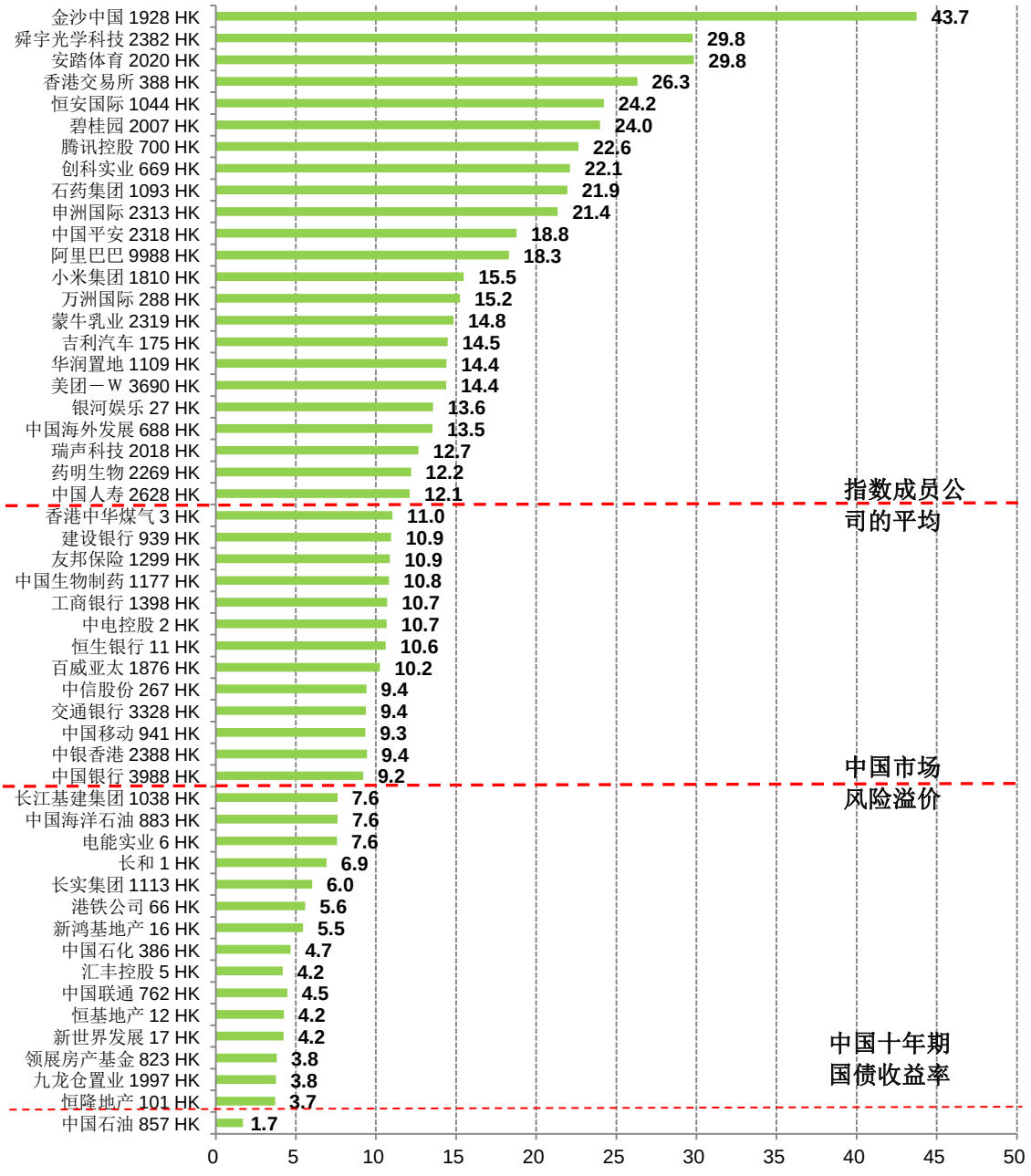
来源：彭博、农银国际证券预测

图表 17: 恒指每股盈利增长(同比)

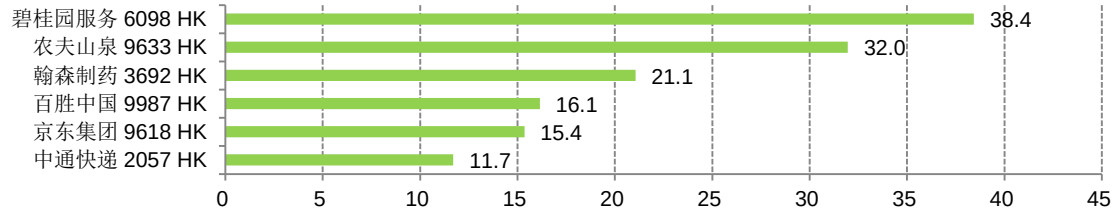


来源：彭博、农银国际证券预测

图表 18: 恒生指数成份股预估 2021 年股东权益收益率(ROAE)

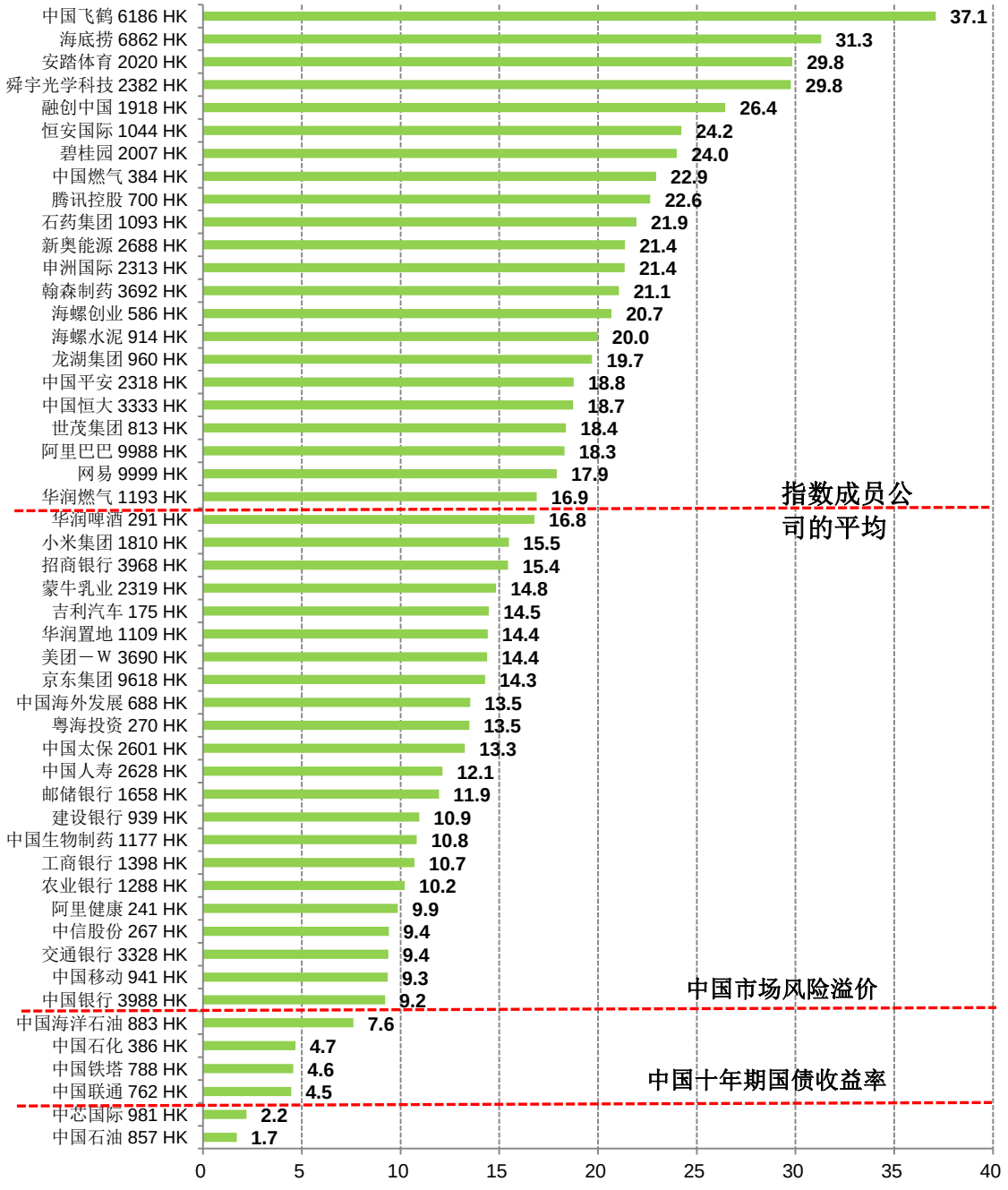


图表 19: 2021-22 年加入恒生指数的潜在候选公司其 2021 年股东权益收益率(ROAE)



以上图表的来源:彭博、农银国际证券

图表 20: 恒生中国企业指数成份股预估 2021 年股东权益收益率(ROAE)



来源:彭博、农银国际证券

图表 **21: 恒生指数成份股市场估值**

			2022E	2022E	2022E	2022E	2022E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E
		股价	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	市净率	股息率	ROAE
代码	股票名称	(HK$)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
2	中电控股	73.05	15.31	5.26	1.55	3.66	10.3	15.62	5.37	1.60	3.59	10.4	16.22	1.65	3.45	10.5
3	香港中华煤气	12.02	27.26	2.52	3.12	3.12	11.6	28.76	2.65	3.18	2.95	11.1	33.48	3.22	2.54	9.8
6	电能实业	41.20	13.56	6.09	1.01	6.18	7.5	13.68	6.14	1.02	6.13	7.5	14.17	1.03	5.92	7.3
1038	长江基建集团	40.05	10.88	2.16	0.80	5.42	7.5	11.17	2.21	0.83	5.28	7.5	12.00	0.84	4.92	7.4
823	领展房产基金	68.75	21.74	4.09	0.88	1.30	4.0	22.63	4.26	0.88	1.25	3.9	24.11	0.89	1.18	3.7
16	新鸿基地产	104.90	8.83	1.83	0.49	3.62	5.6	9.39	1.94	0.50	3.40	5.4	9.70	0.51	3.29	5.4
1109	华润置地	33.25	6.28	0.44	0.86	4.12	14.4	7.02	0.49	0.95	3.68	14.2	8.21	1.05	3.15	12.8
1113	长实集团	43.30	6.97	0.83	0.41	3.82	6.0	7.36	0.88	0.42	3.62	5.9	8.19	0.44	3.25	5.5
2007	碧桂园	10.34	3.49	0.28	0.74	8.85	23.0	3.89	0.31	0.88	7.94	24.6	4.43	1.05	6.97	25.7
688	中国海外发展	18.82	3.60	0.28	0.48	6.79	13.9	4.05	0.31	0.53	6.04	13.7	4.60	0.59	5.31	13.5
1997	九龙仓置业	37.05	13.24	2.17	0.50	11.88	3.8	14.06	2.31	0.51	11.20	3.7	14.90	0.52	10.56	3.5
17	新世界发展	40.90	9.62	0.70	0.46	2.98	4.7	10.48	0.77	0.46	2.73	4.4	12.42	0.47	2.31	3.9
12	恒基地产	32.25	10.19	6.30	0.45	5.03	4.5	11.31	6.99	0.46	4.54	4.1	10.52	0.47	4.88	4.6
101	恒隆地产	20.30	16.86	1.46	0.65	3.29	3.9	18.74	1.62	0.66	2.96	3.5	20.99	0.67	2.64	3.2
1299	友邦保险	89.65	18.42	0.97	1.95	1.60	11.0	20.54	1.08	2.09	1.43	10.6	26.11	2.26	1.13	9.0
2318	中国平安	90.80	7.84	0.45	1.41	3.11	19.2	9.09	0.52	1.61	2.68	18.9	10.82	1.85	2.25	18.1
2628	中国人寿	17.96	6.88	0.61	0.83	1.13	12.6	7.85	0.70	0.90	0.99	12.0	8.52	0.99	0.92	12.1
939	建设银行	5.97	4.57	0.71	0.48	6.67	10.8	4.88	0.76	0.51	6.24	10.9	5.18	0.55	5.89	11.2
1398	工商银行	4.67	4.44	0.74	0.45	6.88	10.6	4.73	0.79	0.49	6.46	10.8	4.99	0.53	6.13	11.0
3988	中国银行	2.71	3.68	0.72	0.33	8.52	9.3	3.91	0.77	0.36	8.00	9.4	4.06	0.38	7.71	9.7
3328	交通银行	4.17	3.45	0.60	0.31	8.71	9.3	3.68	0.64	0.33	8.15	9.3	3.85	0.36	7.79	9.3
5	汇丰控股	42.15	9.68	0.20	0.64	5.17	6.6	12.80	0.27	0.64	3.91	5.1	21.16	0.65	-	3.1
11	恒生银行	136.90	13.33	2.00	1.41	4.73	10.7	14.46	2.17	1.46	4.37	10.3	15.17	1.53	4.16	10.2
2388	中银香港	24.95	8.68	1.43	0.80	5.58	9.4	9.64	1.59	0.84	5.02	9.0	9.76	0.90	4.96	9.1
388	香港交易所	382.80	33.71	2.49	9.17	2.65	27.9	37.71	2.79	9.63	2.37	26.2	43.46	10.17	2.05	24.2

(下一页继续)

			2022E	2022E	2022E	2022E	2022E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E
		股价	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	市净率	股息率	ROAE
代码	股票名称	(HK$)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
762	中国联通	4.78	7.52	0.54	0.36	5.32	4.8	8.48	0.61	0.37	4.72	4.4	9.77	0.38	4.10	3.9
941	中国移动	47.75	7.40	3.47	0.67	8.49	9.2	7.59	3.56	0.69	8.28	9.3	7.72	0.72	8.14	9.5
700	腾讯控股	585.50	25.72	1.16	5.41	0.54	23.3	31.26	1.41	6.73	0.44	24.0	38.40	8.44	0.36	24.8
9988	阿里巴巴	268.00	18.46	0.81	3.70	-	22.0	22.73	0.99	4.51	-	21.4	27.89	5.29	-	20.9
3690	美团－W	307.80	55.48	0.43	11.59	-	22.9	93.84	0.73	14.03	-	15.9	291.58	15.94	-	5.2
1810	小米集团	26.55	25.90	0.82	4.26	-	17.8	32.86	1.05	5.03	-	16.5	44.75	5.90	-	13.2
2018	瑞声科技	42.30	13.81	0.32	1.76	1.79	13.4	17.03	0.39	1.95	1.45	12.0	28.40	2.13	0.87	7.7
2382	舜宇光学科技	154.10	20.69	0.83	5.44	0.96	29.3	25.25	1.01	6.87	0.79	30.7	32.29	8.91	0.62	31.0
386	中国石化	3.82	7.69	0.15	0.48	8.48	6.4	9.53	0.19	0.51	6.85	5.4	17.60	0.52	3.71	3.0
857	中国石油	2.66	9.93	-	0.32	4.52	3.3	18.95	-	0.33	2.37	1.8	(751.74)	0.34	(0.06)	(0.0)
883	中国海洋石油	9.58	6.91	0.13	0.73	9.35	10.8	9.83	0.19	0.77	6.57	8.0	15.86	0.80	4.07	5.1
2963	药明生物	74.05	84.61	2.05	10.56	-	13.5	120.04	2.91	12.39	-	10.9	168.77	13.83	-	5.2
1093	石药集团	7.58	11.62	0.75	2.58	2.89	24.0	13.44	0.87	3.03	2.49	23.8	15.49	3.39	2.17	22.9
1177	中国生物制药	7.62	25.43	1.22	2.69	1.28	11.2	30.47	1.46	3.04	1.07	10.6	37.13	3.47	0.88	9.4
2319	蒙牛乳业	40.30	21.92	0.65	3.22	0.79	15.7	26.04	0.77	3.69	0.66	15.1	39.23	4.21	0.44	11.2
1876	百威亚太	27.65	36.03	0.89	3.99	0.14	11.5	42.98	1.06	4.32	0.12	10.4	71.35	4.65	0.07	1.7
288	万洲国际	6.47	7.59	0.76	1.08	5.37	14.8	8.03	0.81	1.17	5.08	15.2	9.17	1.28	4.44	14.7
2020	安踏体育	105.60	24.27	0.63	6.76	1.39	30.5	30.66	0.80	8.20	1.10	29.6	46.53	10.14	0.72	22.4
1044	恒安国际	55.80	10.76	2.04	2.49	5.61	24.0	11.39	2.16	2.69	5.30	24.6	11.92	2.92	5.06	24.0
2313	申洲国际	134.70	23.28	1.31	4.76	2.16	21.7	27.00	1.52	5.40	1.86	21.2	32.26	6.08	1.56	18.9
669	创科实业	101.80	22.96	1.13	4.69	1.46	22.5	27.42	1.35	5.75	1.22	21.7	33.25	6.18	1.01	19.8
175	吉利汽车	22.85	16.33	0.68	2.24	1.93	14.5	18.33	0.76	2.51	1.72	14.7	25.16	2.90	1.25	12.6
1928	金沙中国有限公司	33.25	16.76	-	9.07	3.01	60.1	27.32	-	11.32	1.85	49.3	(24.80)	16.63	(2.04)	(42.8)
27	银河娱乐	61.95	20.20	-	3.22	1.48	16.9	30.65	-	3.65	0.98	12.5	(62.01)	4.06	(0.48)	(6.2)
66	港铁公司	42.10	16.01	0.26	1.32	3.96	8.4	25.30	0.42	1.39	2.51	5.5	41.44	1.41	1.53	3.4
1	长和	57.55	5.86	0.50	0.41	5.24	7.1	6.34	0.55	0.42	4.84	6.8	7.30	0.44	4.21	6.3
267	中信股份	6.15	2.85	0.19	0.25	8.81	8.9	3.25	0.21	0.26	7.74	8.4	3.78	0.28	6.65	7.8

2020 年 11 月 26 日定价; RMB 0.8478/HK$1.00; HK$ 7.7508/US$ 1.00;
PEG =市盈率/ 2010-22 年期间每股收益的复合年均增长率; ROAE: 平均权益回报率
来源：彭博、农银国际证券

图表 22: 恒生中国企业指数成份股市场估值

			2022E	2022E	2022E	2022E	2022E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E
		股价	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	市净率	股息率	ROAE
代码	股票名称	(HK$)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
939	建设银行	5.97	4.57	0.71	0.48	6.67	10.8	4.88	0.76	0.51	6.24	10.9	5.18	0.56	5.89	11.2
1398	工商银行	4.67	4.44	0.74	0.45	6.88	10.6	4.73	0.79	0.49	6.46	10.8	4.99	0.53	6.13	11.0
3988	中国银行	2.72	3.69	0.73	0.33	8.48	9.3	3.93	0.77	0.36	7.97	9.4	4.08	0.38	7.68	9.7
1658	邮储银行	4.29	4.44	0.40	0.48	-	11.3	4.98	0.44	0.52	-	10.9	5.50	0.57	-	10.9
3328	交通银行	4.16	3.44	0.60	0.31	8.72	9.3	3.67	0.64	0.33	8.17	9.3	3.84	0.35	7.81	9.3
3968	招商银行	49.80	8.85	0.64	1.31	3.74	15.6	10.21	0.74	1.46	3.25	15.2	11.46	1.64	2.89	15.2
2318	中国平安	90.90	7.85	0.45	1.41	3.11	19.2	9.10	0.52	1.61	2.68	18.9	10.83	1.85	2.25	18.1
2628	中国人寿	17.96	6.89	0.61	0.83	1.13	12.6	7.85	0.70	0.90	0.99	12.0	8.52	0.99	0.92	12.1
2601	中国太保	29.95	7.48	0.63	0.97	5.24	13.6	8.36	0.71	1.07	4.69	13.3	9.35	1.17	4.19	13.1
941	中国移动	47.65	7.39	3.46	0.67	8.50	9.2	7.58	3.55	0.69	8.29	9.3	7.71	0.72	8.15	9.5
762	中国联通	4.78	7.52	0.54	0.36	5.32	4.8	8.48	0.61	0.37	4.72	4.4	9.77	0.38	4.09	3.9
788	中国铁塔	1.22	16.69	0.60	0.92	2.95	5.6	21.56	0.78	0.94	2.28	4.4	27.23	0.97	1.81	3.6
700	腾讯控股	586.00	25.75	1.16	5.42	0.54	23.3	31.29	1.41	6.74	0.44	24.0	38.44	8.45	0.36	24.8
3690	美团－W	308.00	55.53	0.43	11.60	-	22.9	93.93	0.73	14.05	-	15.9	291.85	15.95	-	5.2
9988	阿里巴巴	269.00	18.54	0.81	3.71	-	22.0	22.83	1.00	4.53	-	21.4	28.00	5.32	-	20.9
9618	京东集团	345.80	27.75	0.70	5.48	-	21.6	38.37	0.96	6.59	-	18.4	54.22	7.63	-	16.3
9999	网易	143.90	19.11	1.24	3.69	2.31	20.5	21.86	1.42	4.15	2.02	20.2	25.42	4.73	1.74	21.6
1810	小米集团	26.60	25.96	0.83	4.27	-	17.8	32.93	1.05	5.04	-	16.5	44.85	5.92	-	14.0
2382	舜宇光学科技	154.80	20.79	0.83	5.46	0.96	29.3	25.37	1.02	6.90	0.79	30.7	32.45	8.95	0.62	31.0
2007	碧桂园	10.32	3.48	0.28	0.74	8.86	23.0	3.88	0.31	0.88	7.95	24.6	4.42	1.05	6.98	25.7
688	中国海外发展	18.78	3.59	0.28	0.48	6.81	13.9	4.04	0.31	0.53	6.05	13.7	4.60	0.59	5.32	13.5
1109	华润置地	33.35	6.30	0.44	0.87	4.66	14.4	7.05	0.49	0.95	4.17	14.2	8.24	1.05	3.56	13.5
3333	中国恒大	16.14	5.13	0.45	0.89	9.67	18.3	5.59	0.49	0.99	8.88	18.7	6.38	1.11	7.78	18.4
960	龙湖集团	50.30	9.67	0.56	1.76	3.97	19.8	11.37	0.65	2.09	3.37	19.7	13.32	2.39	2.88	19.1
813	世茂集团	28.20	4.45	0.21	0.81	11.15	19.4	5.37	0.26	0.93	9.25	18.3	6.50	1.05	7.64	17.2
1918	融创中国	29.20	2.64	0.13	0.66	7.80	27.9	3.19	0.16	0.82	6.44	28.7	3.80	1.04	5.42	30.7

(下一页继续)

			2022E	2022E	2022E	2022E	2022E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E
		股价	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	市净率	股息率	ROAE
代码	股票名称	(HK$)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
914	海螺水泥	50.90	6.64	-	1.10	4.74	17.6	6.49	-	1.24	4.85	20.5	6.62	1.43	4.76	23.2
586	海螺创业	36.15	6.14	0.63	1.05	3.10	18.5	6.62	0.68	1.23	2.87	20.2	7.40	1.47	2.57	21.5
175	吉利汽车	22.90	16.38	0.68	2.24	1.92	14.5	18.37	0.76	2.52	1.72	14.7	25.22	2.90	1.25	12.6
2313	申洲国际	135.20	23.38	1.32	4.78	2.44	21.7	27.11	1.53	5.42	2.11	21.2	32.39	6.11	1.76	19.9
2020	安踏体育	106.60	24.51	0.64	6.82	1.56	30.5	30.96	0.80	8.28	1.24	29.6	46.99	10.24	0.81	23.7
241	阿里健康	21.20	206.66	2.00	21.05	-	11.2	418.12	4.04	25.87	-	6.4	856.16	27.66	-	4.7
3692	翰森制药	35.35	39.24	1.54	8.14	0.69	22.7	46.99	1.84	9.83	0.57	22.8	61.81	11.81	0.44	20.2
1093	石药集团	7.60	11.66	0.76	2.59	3.26	24.0	13.48	0.87	3.04	2.82	23.8	15.53	3.40	2.45	24.2
1177	中国生物制药	7.62	25.44	1.22	2.69	1.46	11.2	30.48	1.46	3.04	1.22	10.6	37.14	3.47	1.00	9.9
2319	蒙牛乳业	40.30	21.92	0.65	3.23	0.79	15.7	26.05	0.77	3.69	0.66	15.1	39.24	4.22	0.44	11.2
6186	中国飞鹤	17.68	14.59	0.58	4.93	2.86	37.7	17.94	0.71	6.21	2.32	38.9	22.89	7.96	1.82	39.2
6862	海底捞	52.05	37.96	0.26	10.54	0.88	31.5	50.62	0.34	13.84	0.66	31.7	232.33	19.05	0.14	8.8
1044	恒安国际	55.80	10.76	2.04	2.49	6.36	24.0	11.39	2.16	2.69	6.01	24.6	11.93	2.92	5.74	25.4
291	华润啤酒	59.60	34.74	1.06	6.14	1.19	18.7	43.09	1.31	6.93	0.96	17.0	61.27	7.72	0.67	13.1
2688	新奥能源	103.50	12.37	0.81	2.40	2.72	20.8	14.09	0.93	2.79	2.39	21.3	16.43	3.26	2.05	21.4
384	中国燃气	28.00	10.59	0.78	2.21	2.55	22.4	11.79	0.87	2.57	2.29	23.6	13.64	3.04	1.98	24.5
1193	华润燃气	36.40	12.89	1.02	2.03	2.91	16.6	14.41	1.14	2.26	2.60	16.4	16.35	2.49	2.29	16.7
270	粤海投资	13.04	13.46	1.32	1.82	5.57	13.8	14.24	1.40	1.90	5.26	13.7	16.34	1.99	4.58	12.4
883	中国海洋石油	9.60	6.92	0.13	0.73	9.33	10.8	9.86	0.19	0.77	6.55	8.0	15.90	0.80	4.06	5.1
857	中国石油	2.65	9.90	-	0.32	4.54	3.3	18.89	-	0.33	2.38	1.8	(749.14)	0.33	(0.06)	(0.0)
386	中国石化	3.83	7.72	0.15	0.49	8.46	6.4	9.55	0.19	0.51	6.83	5.4	17.65	0.53	3.70	3.0
267	中信股份	6.15	2.85	0.19	0.25	8.81	8.9	3.25	0.21	0.26	7.74	8.4	3.78	0.28	6.65	7.8
981	中芯国际	22.05	55.78	(5.20)	1.46	-	2.6	67.74	(6.31)	1.49	-	2.2	44.45	1.49	-	4.1

2020 年 11 月 26 日定价; RMB 0.8478/HK$1.00; HK$ 7.7508/US$ 1.00

PEG =市盈率/ 2020-22 年期间每股收益的复合年均增长率

ROAE: 平均权益回报率

来源：彭博、农银国际证券

香港 IPO 市場展望

分析员:周秀成

下半年快速恢复； 中国互联网平台可能会重返中国/香港市场

- **总体而言，疫情后的 IPO 市场持续复苏。 在 2020 年首 11 个月，香港 IPO 市场筹集了 392 亿美元，而 2019 年为 403 亿美元。**
- **行业组合正在变得更加多元化。 2020 年首 11 个月，非必需消费品、医疗保健、房地产和电信股票分别占 IPO 发行量的 26%、21%、15%和 15%。**

总体而言，疫情后的 IPO 市场持续复苏。 在 2020 年首 11 个月 (截至 2020 年 11 月 26 日)，香港 IPO 市场筹集了 392 亿美元，而 2019 年则为 403 亿美元。在 2020 年首 11 个月，共有 125 宗 IPO 发行，平均发行规模为 3.14 亿美元。

行业组合正在变得更加多元化。 2020 年首 11 个月，非必需消费品、医疗保健、房地产和电信股票分别占 IPO 发行量的 26%、21%、15%和 15%。这与 2019 年的情况形成鲜明对比，2019 年的情况是消费类股票（非必需消费和必需消费品）合计占 IPO 总量的 58%。

我们认为，更多元化的行业组合对整个 IPO 市场是有利的，因为它可以减轻行业周期性的影响。 例如，医疗保健的份额从 2019 年的 13%增加到 2021 年首 11 月的 21%，从而减轻了必需品消费占比从 17%下降至 6%的影响。

展望未来，我们预计将会有更多的海外上市中概股回流香港作第二上市，其中大多数是互联网股。我们认为，这可能导致短期内互联网股票的供应增加，以及主要机构投资者在投资组合中重整其互联网股票分布。

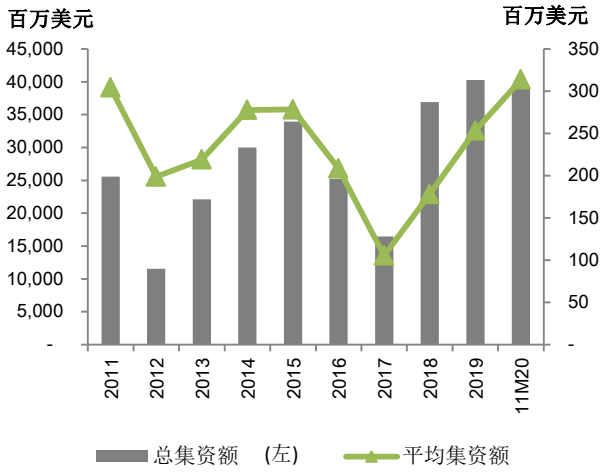
图表 1: 2020 年首 11 个月香港 IPO 市场*

行业	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
非必需消费品	10,111	460
卫生保健	8,082	449
房地产	6,042	355
电讯	5,878	452
金融	2,594	432
必需消费品	2,339	468
其他	4,160	95

*截至 2020 年 11 月 26 日

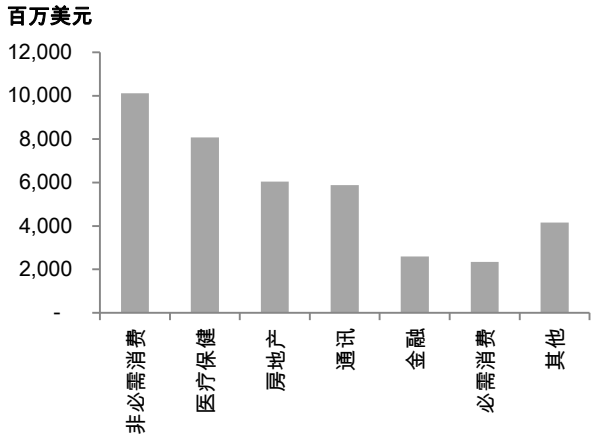
来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 香港 IPO 市场



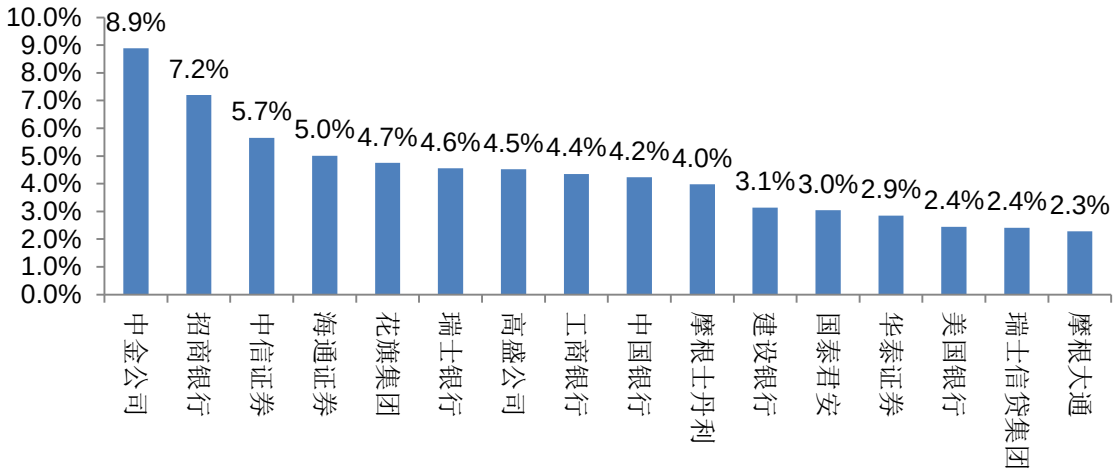
*2020 年首 11 个月- 截至 2020 年 11 月 26 日
来源: 彭博、农银国际证券

图表 3:香港 IPO 集资额行业分布 (11M20)

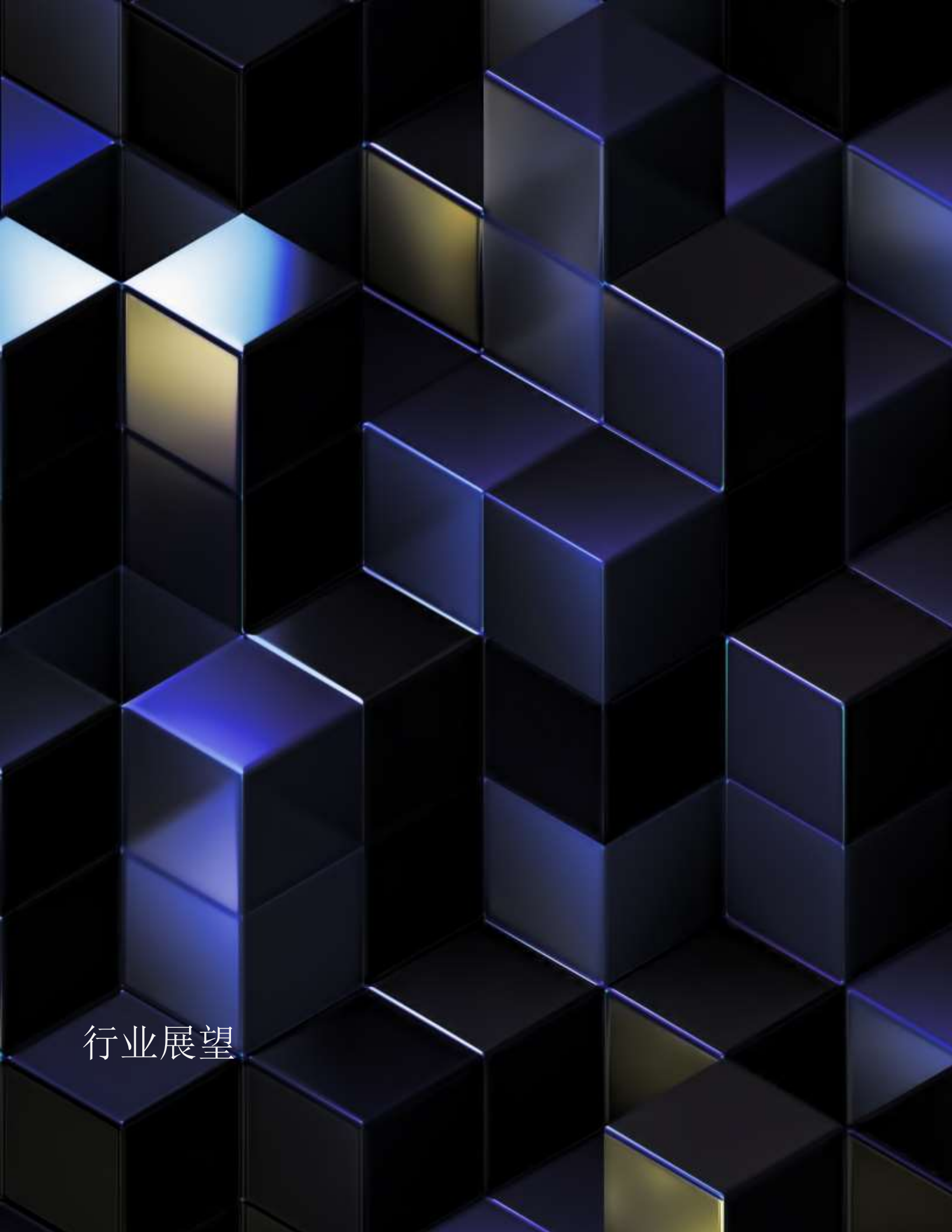


*2020 年首 11 个月- 截至 2020 年 11 月 26 日
来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 主要承销商市场份额 (2020 年首 11 个月)*



*2020 年首 11 个月- 截至 2020 年 11 月 26 日
来源: 彭博、农银国际证券



行业展望

正面
中国银行业 – 盈利增长前景逐步改善
欧宇恒

主要数据	
H 股	
2021E 市盈率均值(x)	5.01
2021E 市净率均值(x)	0.54
2021E 股息率均值(%)	7.04
A 股	
2021E 市盈率均值(x)	6.45
2021E 市净率均值(x)	0.68
2021E 股息率均值(%)	5.23
来源:彭博、农银国际证券预测	

行业表现	绝对值 (%)	相对值 (%)
H 股 (相对于 MSCI 中国指数)		
1 个月	2.12	(1.66)
3 个月	4.08	(2.82)
6 个月	(1.01)	(26.91)
A 股相对于 CSI300 指数)		
1 个月	(0.26)	(0.26)
3 个月	0.31	3.99
6 个月	1.95	(14.90)
来源:彭博、农银国际证券		

- 2020 年 3 季行业盈利增长有所改善，预期 2021 年盈利增长动力将逐步加强
- 资产质量风险正在下降，基于审慎原则，银行将继续维持大拨备
- LPR 改革对净息差的影响已经接近尾声，但利率下行周期仍将对净息差构成轻度压力，而资产负债表增速和资产配置将是抵御净息差下行的关键因素
- 重申对 A / H 股银行业的正面评级。我们偏好大型银行的高防御性及稳定的派息比率。我们的首选为**建行(939 HK/601939)**

盈利增长势头正在恢复。受到新冠疫情和中美争端的双重经济影响，大部份上市中资银行在 2020 年首九个月的盈利均录得同比负增长。然而，我们在 2020 年 3 季看到复苏的信号，根据银保监数据，大型银行和股份制银行的平均净利润增速在 2020 年 3 季分别同比下降 0.9%和 4.98%，较 2020 年 2 季同比下降 27.86%和 26.58%大幅回稳。行业平均净利润增速亦由 2 季同比下降 24.1%回升至 3 季同比下降 5.8%的水平。在新冠疫情稳定及拜登成为美国总统后，我们预期市场对宏观环境的忧虑将逐步消除。凭借资产负债表的可持续增长及信贷成本趋向可控，银行在 2021 年和 2022 年的盈利增长速度将有所改善。具体来说，我们预测 2020 年和 2021 年中国的实际 GDP 将分别以 2.0%和 8.0%的速度增长，而 2021 年的新增贷款将达到 20.5 万亿元人民币。在我们的基本情景假设下，受覆盖银行的净利润增长率在 2021 年和 2022 年分别为 5.3%-18.6%和 3.2%-12.0%。

拨备规模保持在较高水平。尽管我们预测宏观环境改善将降低银行资产质量上的风险，但由于滞后效应，未来几个季度的平均不良贷款率仍将轻度提高。假设 2021 年 3 月末后银行对于信贷延迟还本付息的政策不再进一步延长，我们预测银行为谨慎起见仍将继续维持大拨备策略。在积极处置不良贷款的步伐下，2020 年 9 月末行业平均不良贷款率环比仅上升了 2 个基点至 1.96%。分银行类别看，城市商业银行和农村商业银行的平均不良贷款率环比在 2020 年 9 月末下降了 2 个基点和 5 个基点至 2.28%和 4.17%。同期大型银行及股份制银行平均不良贷款率报 1.5%及 1.63%，属行业中较低水平，3 季分别环比上升 5 个基点和持平。我们的基本情景预测，未来几个季度行业平均不良贷款率仍将每季微升几个基点。值得一提的是，拨备规模仍然是银行盈利增速的关键因素。大部份银行的营收在 2020 年首 9 个月均录得稳定增长，而受大额拨备影响，大部份银行净利润均出现负增长的情况。

2021 年净息差压力下降。随着 LPR 改革在 2019 年 8 月推出，根据中国人民银行的数据，行业平均贷款利率从 2019 年 9 月的 5.62%逐渐降低至 2020 年 9 月的 5.12%，同比下降 50 个基点或环比上升 6 个基点。与前几个季度相比，2020 年第 3 季出现稳定趋势。从个别银行 2020 年 3 季的业绩可以看到， LPR 改革所带来的重定价影响已逐渐减少并接近尾声，这意味着即使受到中国降息周期和银行间竞争的影响，行业在 2021 年及 2022 年净息差的压力将逐渐减少。明显地，银行的贷款定价也趋于稳定，当中贷款定价高于 LPR 的比例从 2020 年 6 月的 70.03%略为下降至 2020 年 9 月的 67.70%。行业平均净息差在 2020 年 3 季环比持平在 2.09%的水平，同比则收窄 10 个基点。具体来说，3 季所有银行类别的平均净息差环比变化均稳定在正负 1 个基点间。展望未来，我们认为银行资产负债表增长速度仍将是抵御净息差压力的核心防御因素，而这将由经济活动增加及强劲贷款需求所支持。尽管在利率下行周

期下，净息差压力是不可避免的，但其压力在 2021 年和 2022 年将趋于缓和。各类银行中，以资产负债表管理能力看，大型银行的防守性明显较强。

长线展望

政策风险仍然是中国银行业面对的最大不确定因素。但是，我们认为严格监管并自律的经营环境是行业基本面的长远正面因素，但新政策的推出将增加短期股价表现的波动性。

短线展望

假设新冠疫情在冬季不会出现大规模反弹，其经济影响将在未来几个季度逐步消除。因此，在政策支持和银行的审慎态度下，我们并不认为银行的资产质量会急剧恶化。但是，预期投资者在短期内对中资银行的基本面的谨慎态度将维持。当资产质量和净息差持续稳定向好时，行业估值修复将再次出现。

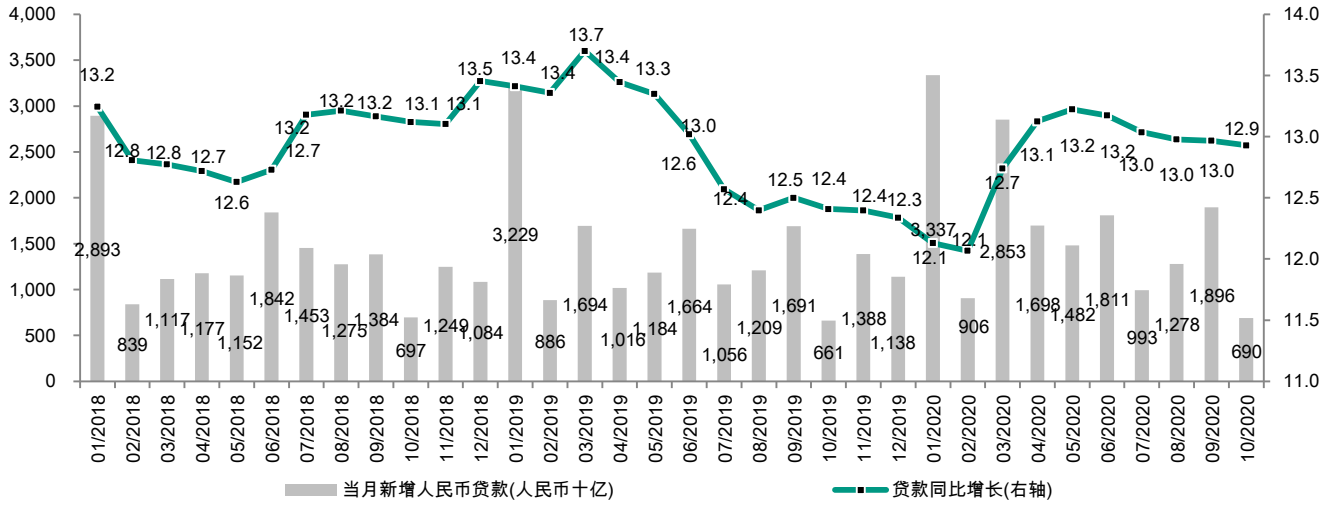
股票推荐

考虑现时银行板块估值正处于历史上低水平以及其稳定增速与可控的基本面，我们重申对 A / H 股两个市场中国银行业的正面评级。其中，我们较偏好大型银行的稳定股息收益率和高度多元化的业务组合，从其基本面可以充分体现出大型银行对于政策风险及对宏观变化的防御能力和高度适应性。我们的行业首选为**建行(939 HK/601939CH)** ，因其一直以来较为审慎的风管态度。

风险因素

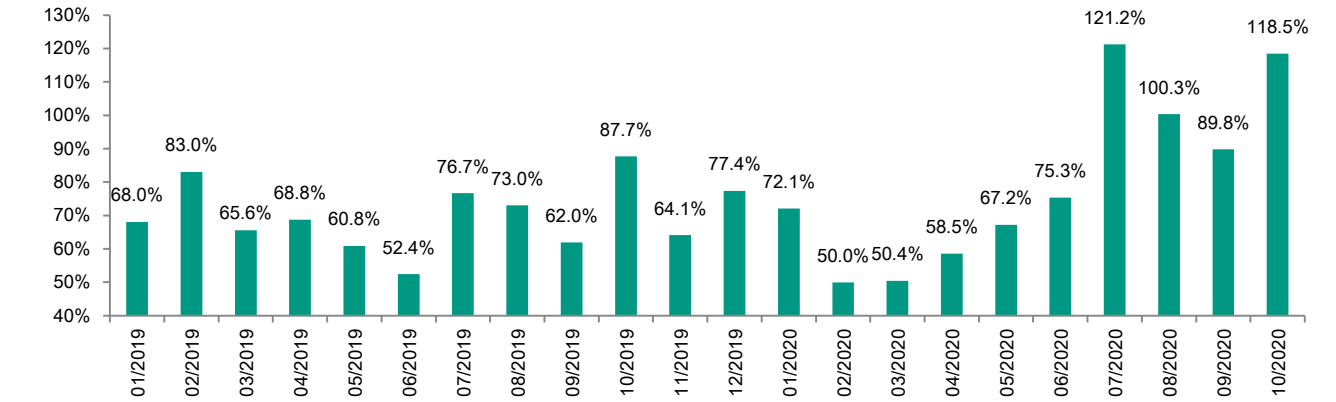
1)来自非银行及外资金融机构的竞争加剧; 2)资产质量快速严重恶化; 3)宏观不确定性增加政策风险; 4)受新冠肺炎疫情和中美争端的反复影响。

图 1:当月人民币贷款(10 亿元人民币)和人民币贷款余额同比(%)



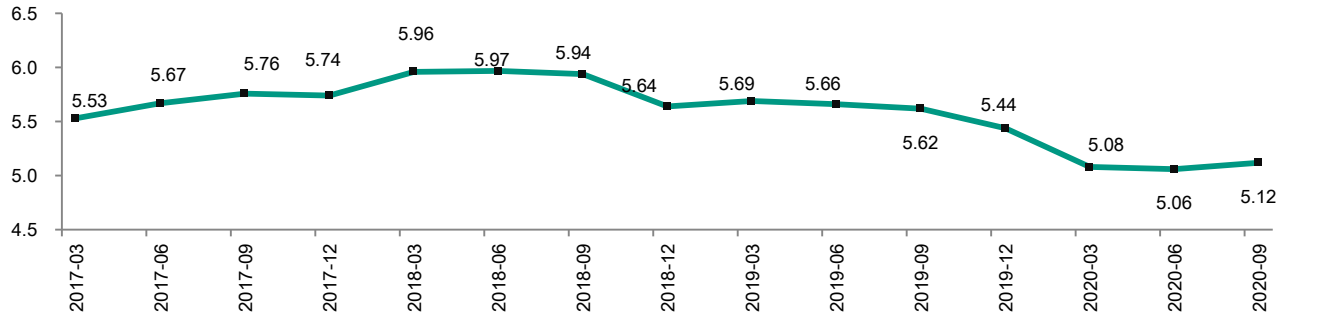
来源:人民银行、农银国际证券

图 2:中长期贷款占当月人民币贷款总额比



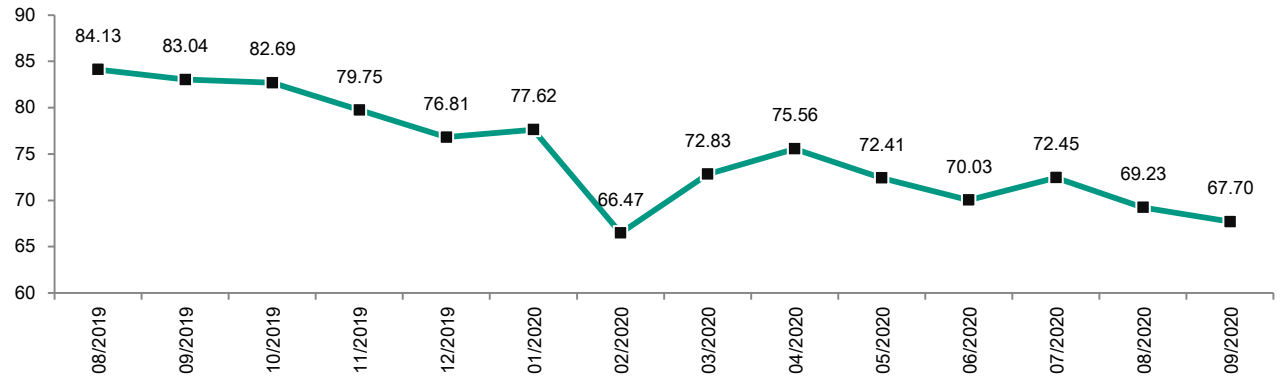
来源:人民银行、农银国际证券

图 3:行业月平均贷款利率(%)



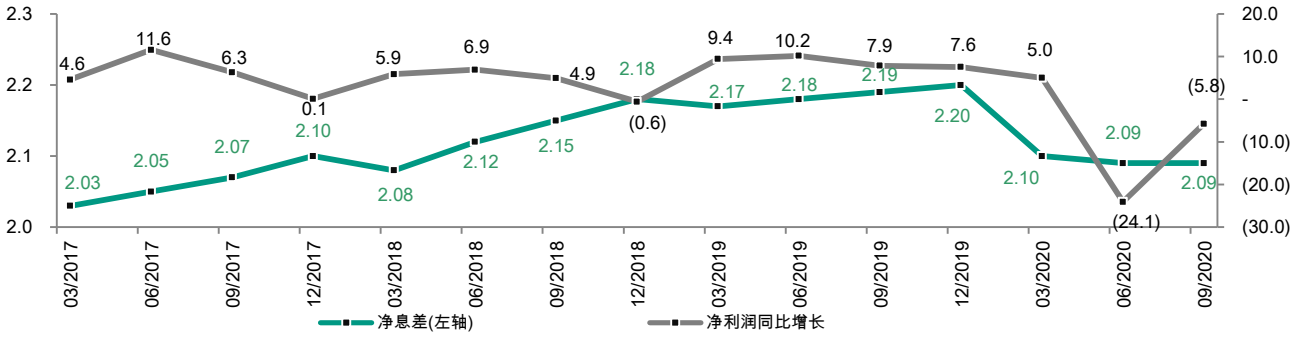
来源:人民银行、农银国际证券

图 4:贷款定价高于 LPR 占比(%)



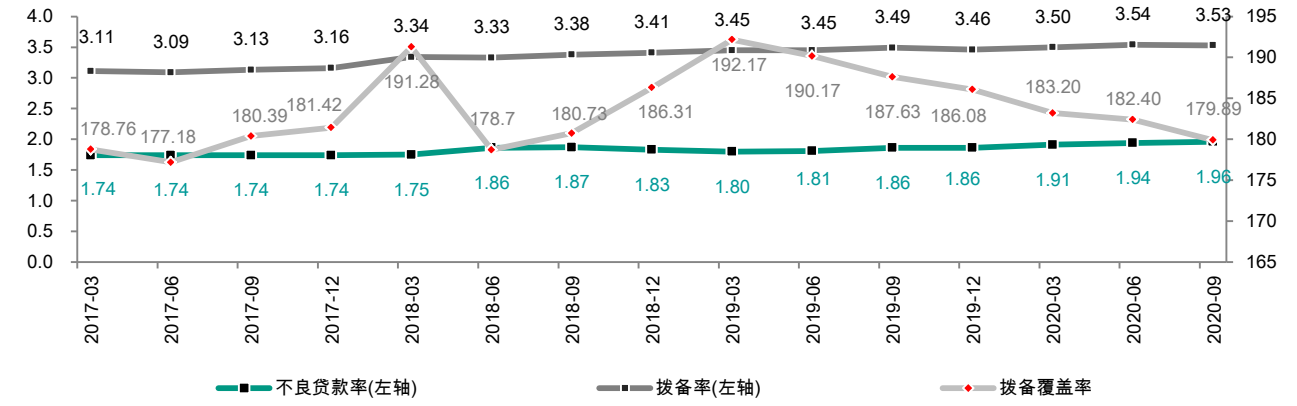
来源:人民银行、农银国际证券

图 5: 行业平均净息差与行业平均季净利润同比增长(%)



来源:中银保监、农银国际证券

图 6: 行业平均资产质量指标(%)



来源:中银保监、农银国际证券

H 股 行业首选 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
建设银行	939 HK	买入	8.72	40.65	5.31	5.05	0.58	0.53	5.90	6.28

来源:彭博、农银国际证券预测

A 股 行业首选 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司	代号	评级	目标价 (人民币)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
建设银行	601939 CH	买入	9.66	32.33	7.37	7.02	0.80	0.74	4.25	4.52

来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国房地产业- 强者恒强
董耀基

主要数据	
2021E 市盈率均值(x)	5.68
2021E 市净率均值(x)	0.91
2021E 股息率均值(%)	7.95

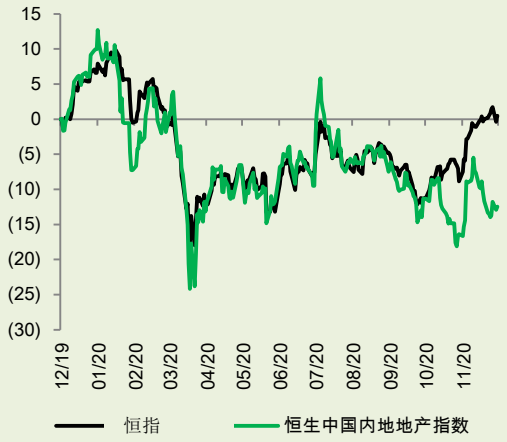
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	4.69	(5.51)
3 个月	(5.36)	(10.85)
6 个月	(4.34)	(16.28)

来源:彭博、农银国际证券

- 2020 年首 10 月，主要上市开发商的合同销售额同比增长 11%。我们预计合同销售额和均价在 2021 年将同比增长 15%和 5%
- 进入 2021 年，我们预计内地物管公司的在管面积将有更快的增长势头，这得益于 2020 年下半年预售活动加快，将使落成量提升
- 凭借良好的资产负债表和美元贬值带来的潜在外汇收益，中国海外(688 HK)是我们房地产开发商的首选。 鉴于在并购方面的良好业绩和吸引的估值，雅生活(3319 HK)是我们物业管理行业的首选

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

行业前景

■ 内地开发商:

由于低利率和供应放缓，预计 2021 年全国新屋销售将同比增长 12%。自 2020 年 6 月起，中国的房屋销售显着恢复。根据国家统计局的数据，新屋销售在 2020 年第 3 季同比增长 21%，在 10 月份同比增长 26%，而上半年为-3%，显示出疫情后的持续复苏。由于疫情过后压抑的需求被释放，因此我们统计的 20 家大型上市开发商的合同销售在 10 月和 2020 年首 10 月分别同比增长 19%和 11%。此外，到 2020 年 10 月，这 20 家上市开发商的平均售价同比增长 0.3%，在 2020 年首次恢复正增长。踏入 2021 年，我们认为较低的利率和新房供应趋紧将继续支持开发商的合同销售和均价。根据融 360 的数据，到 2020 年 10 月，首次住房抵押贷款的年初至今同比下降 30 个基点至 5.24%。我们预计 2021 上半年的房贷款利率将进一步下降，因为银行将更加积极给予房贷以实现 2021 年的新贷款目标。在供应方面，由于 2020 年第 1 季疫情影响建筑进度，中国的住宅物业的总竣工面积和新开工面积同比下降 7.9%至 4.92 亿平方米和同比下降 3.3%至 13.24 亿平方米。 另外，今年首 10 个月的土地购买量亦同比下降 3.3%至 1.77 亿平方米。 总体而言，我们预计 2021 年开发商的合同销售将同比增长 15%，而平均售价将同比增长 5%。

三个红线新政或提高利润率。非正式渠道报道称，“三条红线”规则将从 2021 年开始应用于房地产领域。具体而言，此政策旨在控制开发商债务水平。三条红线分别是:1)在扣除预收款项后，开发商的债务/资产比率上限为 70%； 2)净债务权益比率的上限为 100%； 3)现金与短期债务的 1:1 下限比率。超过三条红线的公司将被划入“红档”，超过其中两条红线的为“橙档”，超过其中一条红线的为“黄档”，而比率均在三条红线内的为绿档。根据这四个等级，将为每个开发商的年度总债务增长限制为:红档为 0%，橙档为 5%，黄档为 10%，绿档为 15%。基准点是不确定性因素之一，因尚不确定将以 2020 年 6 月或 2020 年 12 月的债务水平用作比较基准。从更积极的角度来看，新的借贷限制意味着土地市场的竞争可能会减少。拥有 15%的债务增长空间下，绿档开发商在土地收购方面更具优势。

■ 物业管理公司:

大型 IPO 发行完成后，行业估值应恢复。尽管内地物管行业基本面变化有限，但过去三个月(至 12 月 1 日)，香港上市内地物管股的股价平均下跌了 24%。股价调整的原因是:**1)投资者提前锁定利润。**截止到 2020 年 12 月 1 日，物管行业的股价今年平均增长了 59%。因此，一些投资者提前锁定利润，特别是那些由于其盈利可见性和稳定性而将物管行业视为反周期性行业的投资者。有关成功开发新冠疫苗和改善经济前景的消息促使部分投资者从防御性行业转向其他周期性行业。**2)多轮物管 IPO 上市融资:**截至 2020 年 12 月 1 日，有 10 家内地物管公司在 2020 年完成上市，募集资金总额为 351 亿港元。 在 10 月至 11 月期间，共有 6 家物管公司上市，这意味着大量资金可能已从现有的上市物管股票中转移至这些 IPO 项目。许多新上市的物管公司为中国头部开发商的子公司(例如世茂服务[873 HK]和金科服务[9666 HK])，被认为是质量较高。 展望未来，我们相信投资者将继续青睐(1)大型物管公司，因更具规

模效益； (2)商业项目占比高的物管公司，因拥有较高定价能力和利润率。 我们认为，从中小型开发商中剥离出来的物管 IPO 将继续对小型物管公司的估值产生压力。相比之下，只有少数大型物管公司尚未上市。

内地物管行业在艰难的 2020 年证明了其盈利稳定性。在几只大型物管股(包括雅生活和碧桂园服务(6098 HK))于 2018 年上市之后，物管行业引起了投资者的关注。今年新冠病毒大流行正好证明了该行业的防御性。在 2020 年上半年， 12 个主要上市物管公司的在管面积，收入和净利润平均分别同比增长 30%，44%和 50%，而平均净利率同比增长 0.9 个百分点至 14.4%。进入 2021 年，由于 2020 年下半年开发商的预售活动提升，将推动竣工面积增长加快，我们预计住宅物管公司的同比增长将更强劲。 商业物管公司将通过改善零售租户的销售业绩，从而提高管理费水平。

股票推荐

■ **内地开发商:**

中国海外(688 HK)是我们的首选开发商，因为"三项红线"政策将使集团充分利用自身低杠杆优势来获得市场份额(2020 年上半年净负债比率:31.6%)。其美元/港币借款占比高(占 2020 年 6 月的总借贷比例的 53.0%)也将在明年因人民币上升带来有利的外汇收益。中国海外 2021 年 P/E 为 3.7 倍(而同业均值为 5.5 倍)，我们认为中国海外的股价已因美国总统的行政命令而被过度修正，该命令要求美国投资者在 2021 年 11 月后不能持有一些特定中国股票。 时代中国(1233 HK)是我们的中型股的首选，因为其今年首 10 个月的合约销售表现良好(同比增长 19%，而同业平均值为+ 11%)，并且在大湾区的城市重建项目方面具有经验。

■ **物业管理公司:**

雅生活(3319 HK)因其在并购方面的良好业绩而成为我们物管行业首选。 其 2021 年市盈率为 15.5 倍，相对于大型同业 25.1 倍，估值具有吸引力。宝龙地产(9909 HK)也是我们的偏爱的物管股，因为购物中心的零售表现应能在 2021 持续改善，有望提高管理费水平。

风险因素

■ **内地开发商:**

1)由于经济增长放缓，合同销售业绩放慢； 2)更多针对开发商融资活动的政策； 3)新冠肺炎疫情的不确定性发展

■ **物业管理公司:**

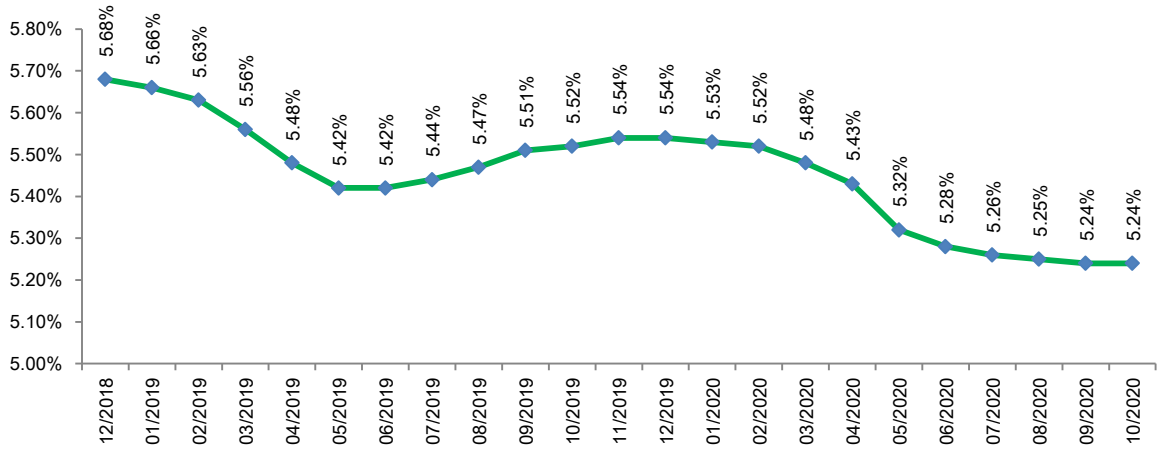
1) 物业管理公司与母公司之间的关联交易增大; 2) 过于依赖母公司为获取新项目的来源; 3) 过度并购可能导致利润率下降; 4) 物业管理公司 IPO 数量的增加可能会降低行业估值。

图表 1: 2020 年首 10 个月主要上市开发商合同销售表现 (按销售金额增长排)

			2020 年首 10 个月						2020 年	
			金额 10 亿 人民币	年比 %	面积 000 平米	同比 %	均价 人民币/平米	同比 %	目标 10 亿 人民币	目标完成率 %
1	禹洲	1628 HK	88.6	52%	5,425	38%	16,329	10%	100	88.6%
2	越秀	123 HK	73.3	40%	2,936	20%	24,981	16%	80	91.5%
3	金茂	817 HK	180.3	33%	9,405	53%	19,174	(13%)	200	90.2%
4	绿城	3900 HK	196.1	30%	9,740	24%	20,133	5%	250	78.4%
5	宝龙	1238 HK	62.4	24%	4,067	30%	15,347	(5%)	75	83.2%
6	龙光	3380 HK	97.0	23%	6,031	4%	16,085	18%	110	88.2%
7	时代	1233 HK	70.6	19%	4,975	25%	14,193	(5%)	82	85.8%
8	世茂	813 HK	231.3	17%	13,190	20%	17,535	(2%)	300	77.1%
9	合景泰富	1813 HK	78.5	15%	4,710	19%	16,656	(4%)	103	75.9%
10	旭辉	884 HK	174.4	12%	11,572	24%	15,068	(10%)	230	75.8%
11	中国奥园	3883 HK	98.5	11%	9,486	8%	10,384	3%	132	74.6%
12	保利	600048 CH	422.8	9%	28,564	11%	14,800	(1%)	na	--
13	龙湖地产	960 HK	214.4	6%	12,655	6%	16,938	0%	260	82.4%
14	雅居乐	3383 HK	104.8	5%	7,781	5%	13,467	0%	120	87.3%
15	万科	2202 HK	545.1	5%	36,308	9%	15,012	(4%)	na	--
16	碧桂园	2007 HK	500.7	4%	59,260	10%	8,449	(5%)	na	--
17	中国海外	688 HK	286.1	3%	15,417	1%	18,557	2%	360	79.4%
18	富力	2777 HK	102.7	(4%)	8,711	(12%)	11,786	10%	152	67.5%
19	远洋	3377 HK	92.1	(9%)	4,748	(5%)	19,405	(4%)	130	70.9%
20	首创置业	2868 HK	54.6	(10%)	2,043	(17%)	26,740	8%	80	68.3%

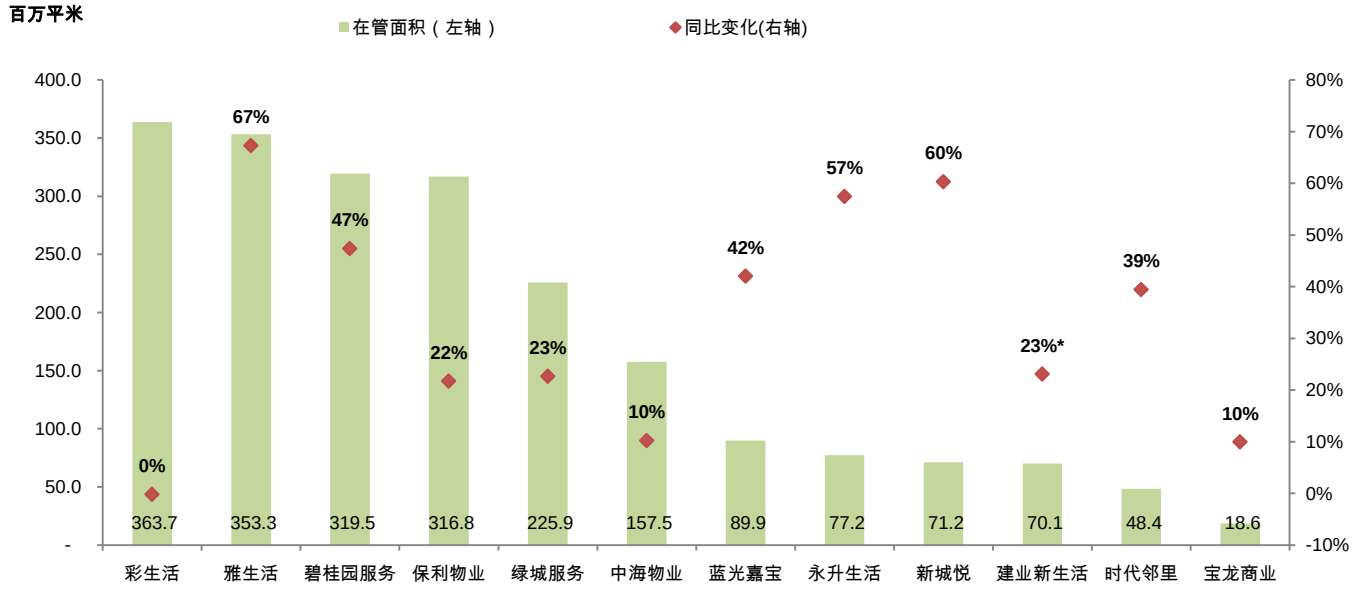
来源: 公司数据, 港交所, 农银国际证券

图表 2: 中国首套房房贷利率



来源: Rong360, 农银国际证券

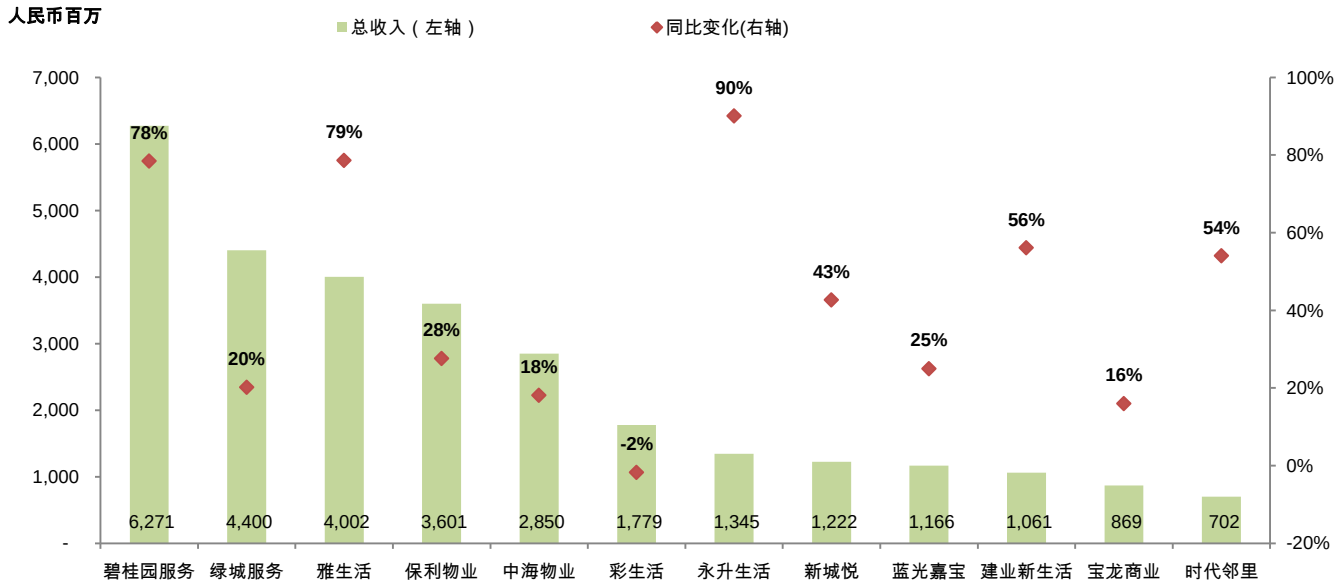
图表 3: 主要上市物管公司在管面积 (2020 年上半年)



* 环比变化

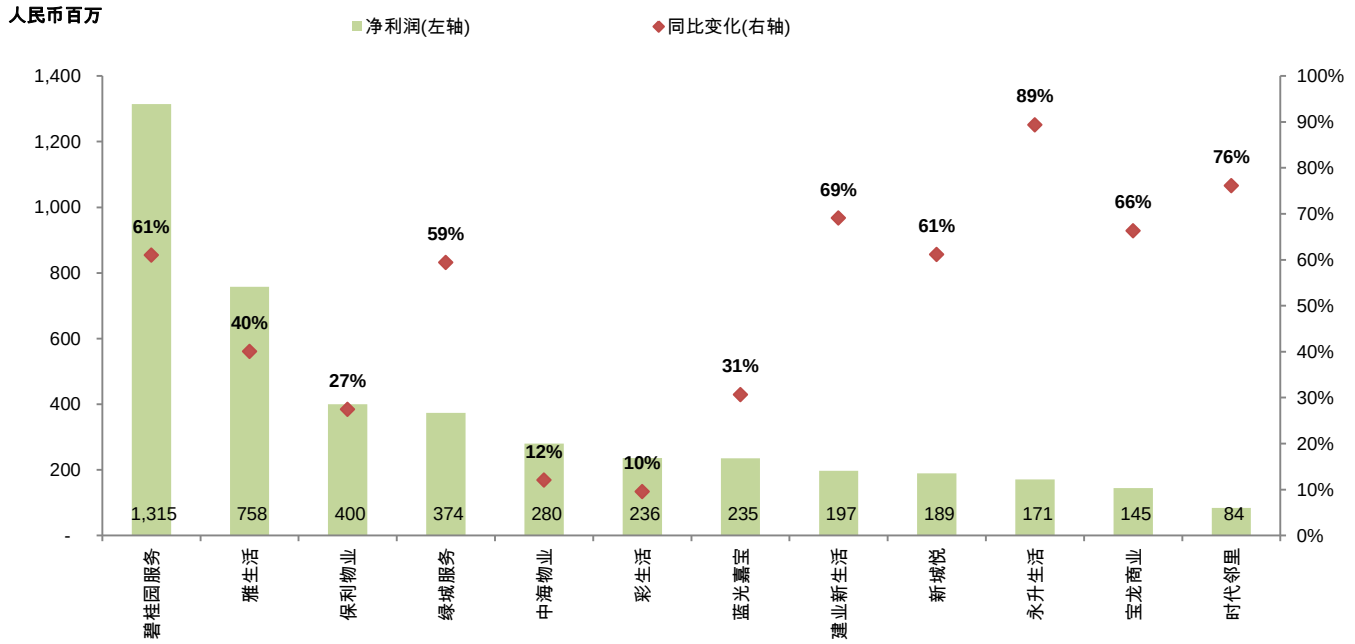
来源: 公司，农银国际证券

图表 4: 主要上市物管公司总收入 (2020 年上半年)



来源: 公司，农银国际证券

图表 5: 主要上市物管公司净利润 (2020 年上半年)



来源: 公司, 农银国际证券

行业首选 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率(x)	FY21E 市盈率(x)	FY20E 市账率(x)	FY21E 市账率(x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
雅生活	3319	买入	51.40	58%	21.4	15.5	5.2	4.5	2.3	3.2
中国海外	688	买入	33.30	75%	4.3	3.7	0.6	0.5	5.8	6.8

来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国机场业 - 中国航空需求潜力丰厚
吴景荃

主要数据	
2021E 市盈率均值 (x)	21.39
2021E 市净率均值 (x)	1.96
2021E 股息率均值 (%)	1.85

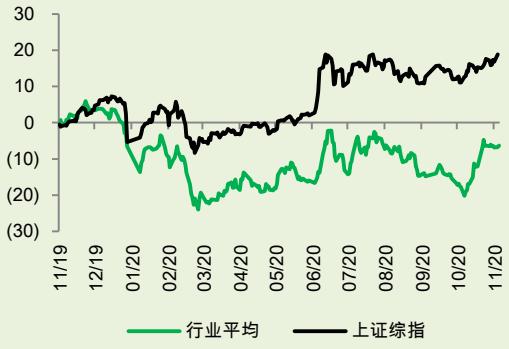
来源:彭博、农银国际证券预测

行业 表现 (相对于上证指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	13.9	12.9
3 个月	2.4	3.7
6 个月	7.4	(8.3)

来源:彭博、农银国际证券

- 中国的人均航空率较低，这表明航空业潜力巨大
- 廉价航空公司和旅行应用软体的兴起将刺激航空旅行需求
- 不断增长的城镇化和人均可支配收入将使主要城市的机场受益最大
- 机场运营商有区域垄断优势，高利润率和强劲的现金流
- **上海国际机场(600009 CH)**是我们机场领域的首选，因为上海作为长三角地区的主要枢纽城市，未来将有强劲的人口和人均可支配收入增长，而且该地区竞争较低，潜在旅客量巨大

1 年行业表现 (%)



来源:彭博、农银国际证券

中国的人均航空率较低，这表明航空业潜力巨大。 根据世界银行的数据，2018 年中国的人均航空率(民用航空客运量除以总人口)为 0.4，远低于美国的 2.7，英国的 2.5，韩国的 1.7 和德国的 1.3。也低于泰国和越南等亚洲发展中国家，它们的数字分别为 1.1 和 0.5。人均航空率可以看作是每个中国居民每年旅行次数的指标。我们相信，随着可支配收入的增加，更多居民将会增加旅行次数，因此现在的低航空率表明发展空间巨大。

廉价航空公司和旅行应用软体的兴起将刺激航空旅行需求。在最近的十年中，廉价航空公司在中国和全球范围内迅速发展。 根据 Statista 的数据，廉价航空公司的全球市场份额从 2006 年的 15.7%上升到 2019 年的 31%。航空旅行的成本一直下降刺激了对航空服务的需求。此外，受欢迎的应用软体，例如 Booking.com、Trip.com、Hotels Combined 等，简化了酒店和航班预订程序，增加了旅客旅行次数。

不断增长的城镇化和人均可支配收入将使主要城市的机场受益最大。中国政府一直在促进城镇化进程，以帮助降低医院，公园和学校等公共设施的单位成本。更多的就业机会和更高的生活水平吸引了人口移居到主要城市，特别是北京，上海，广州，深圳等一线城市。根据国家统计局的数据，中国城市地区的人均可支配收入从 2014 年的 28,844 元增加到 2019 年的 42,359 元，在 2014-19 年年均复合增长率为 6.6%。人均可支配收入的增长将促进航空旅行从而令机场受益最大。

区域垄断优势。中国大多数机场由市政府运营，因为 1)需要大量的初期投资；2)机场是城市与外界联系的门户，因此出于国家安全原因，它们由政府控制。中国每个城市通常只有一个或两个机场(取决于城市的规模和人口)；因此，缺乏竞争对大多数机场形成了区域垄断优势。

高利润率和强劲的现金流。机场的最大运营成本是员工工资，设备和机器的燃料成本以及设施的折旧。由于大多数是固定成本的项目，这意味着单位成本会随着旅客人数的增加而下降。机场的平均净利润率约为 20%。此外，机场通常有大量现金流，因为航空相关费用的很大一部分是由旅客和旅行社预付的。此外，免税商店，饮食店和纪念品商店的租金收入也增加了机场的现金流。如果不进行任何重大扩张(如跑道和航站楼扩张)，机场通常可以产生强劲的自由现金流，并以较低的净负债比率维持健康的资产负债表。

长线展望
我们认为，目前中国居民的低航空率将为航空业带来巨大的发展空间，而且中国居民日益上涨的可支配收入也将刺激出行意愿。

短线展望
新冠疫情的负面影响将在 1H20 打击机场业务，但自 2020 年 4 月以来情况有所改善，我们认为 2020 年下半年的反弹将更加明显。 到 2021 年，我们认为主要城市的旅客吞吐量将实现高增长，部分原因是 1H20 的基数较低。

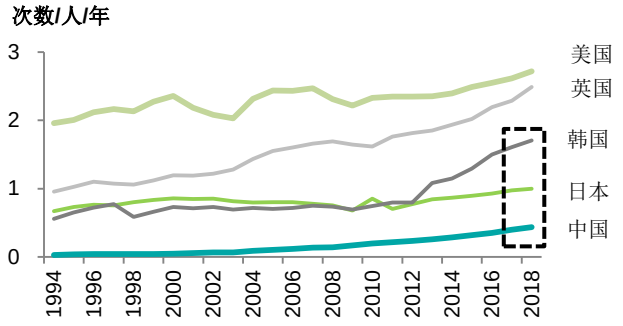
股票推荐

上海国际机场(600009 CH)是我们机场行业的首选。上海国际机场是我们在中国机场领域的首选，因为 1)上海作为长三角地区的主要枢纽城市，未来将有强劲的人口和人均可支配收入增长；2)该地区竞争较低；3)靠近大城市，如苏州，无锡和南通等，将有巨大的潜在客户量。

风险因素

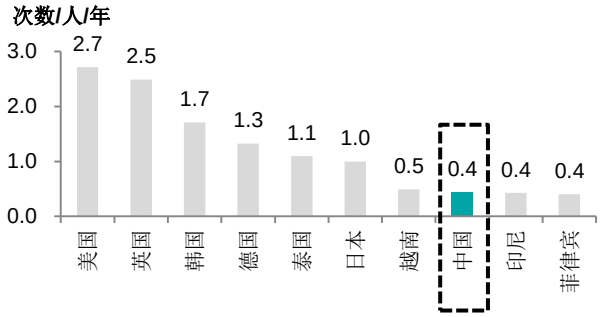
1)疾病爆发会减少旅行需求；2)经济放缓将减少可支配收入和旅行需求；3)高速铁路的技术进步将降低对短途行的飞行的需求；4)潜在的恐怖袭击将会减少航空旅行。

图表 1: 人均航空率比较



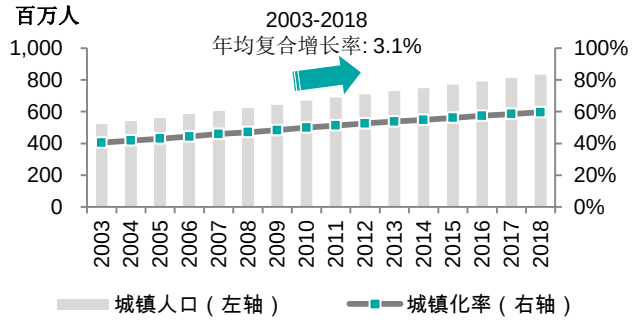
来源:世界银行、农银国际证券

图表 2: 人均航空率比较 (2018 年)



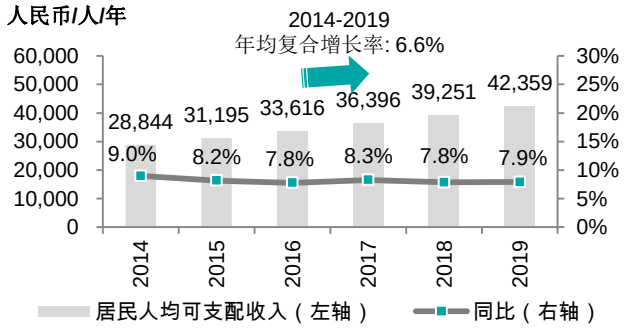
来源:世界银行、农银国际证券

图表 3: 城镇人口维持上升趋势



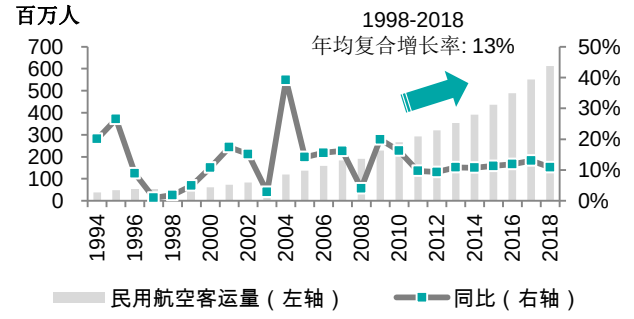
来源:统计局、农银国际证券

图表 4: 中国城镇人口的人均可支配收入



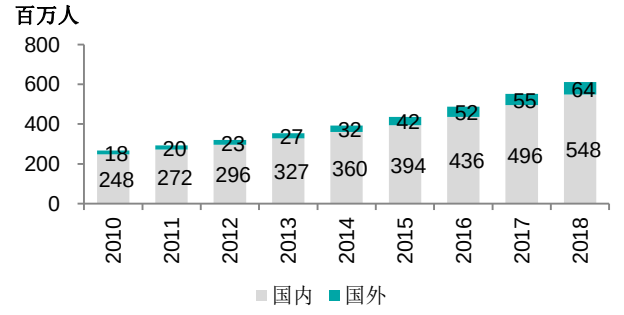
来源:统计局、农银国际证券

图表 5: 中国民用航空客运量



来源:世界银行、农银国际证券

图表 6: 中国乘客主要乘坐国内航班



来源:世界银行、统计局、农银国际证券

行业首选 (截至 2020 年 12 月 1 日的数据)

公司	代号	评级	目标价 (人民币)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
上海国际机场	600009 CH	买入	90.00	12.9	82.9	27.3	4.6	4.1	0.4	1.1

来源:彭博、农银国际证券预测

中性
中国替代能源业 - 水力发电公司是现金牛
吴景荃

主要数据	
2021E 市盈率均值 (x)	10.57
2021E 市净率均值 (x)	1.21
2021E 股息率均值 (%)	3.08

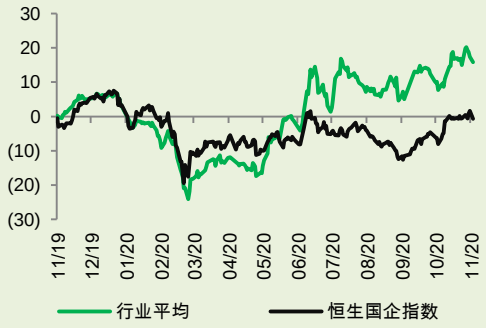
来源:彭博、农银国际证券预测

行业 表现 (相对于恒生国企指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	6.7	(1.7)
3 个月	8.1	2.1
6 个月	34.6	21.8

来源:彭博、农银国际证券

- 全国总发电量展望:2020 / 2021 年同比增长 2%/ 6%；替代能源发电量展望:2020 / 2021 年同比增长 5%/ 6%
- 水电:2020 年 / 2021 年水电发电量同比增长 0.3%/ 1.0%
- 核电:2020 年 / 2021 年核电发电量同比增长 7%/ 12%
- 风电:2020 年/ 2021 年的装机容量同比增长 11%/ 11%；2020 年/ 2021 年风电发电量同比增长 13%/ 9%
- **中国长江电力(600900 CH)**是我们的首选。我们认为水电将继续受益于低发电成本，高利润率和强劲的现金流。该集团是运营全球最大水力发电站(三峡大坝)的行业领导者，因此其主导地位不太可能受到挑战

1 年行业表现 (%)



来源:彭博、农银国际证券

全国总发电量展望:2020 / 2021 年同比增长 2%/ 6%。受新冠疫情爆发的影响，大多数工业和经济活动在 2020 年 1 月中止。因此，电力需求特别是燃煤电力需求下降。根据中国电力企业联合会(CEC)的数据，2020 年首 9 个月，燃煤发电量同比下降 0.3%，是 2013 年以来表现最差的首 9 个月数据。由于燃煤发电量占总发电量的 65%以上(2019 年:69%)，我们预计 2020 年全国电力发电量增速仅同比增长 2%。对于 2021 年，我们认为燃煤发电量将回升，带动全国总发电量同比增长 6%。

替代能源发电量展望:2020 / 2021 年同比增长 5%/ 6%。由于核电和风电发电量的强劲增长，我们估计中国 2020 年全年的替代能源发电量将同比增长 5%，超过总发电量的 2%。2020 年首 9 个月，核电和风电发电量同比增长 6.4% / 14.3%。 对于 2021 年，我们预计替代能源发电量将同比增长 6%，这要归功于核电和风电，预计将同比分别增长 12%/ 9%。

水电:中国最赚钱的替代能源子行业。水电是所有替代能源中生产成本最低的，因为"燃料"是免费的。它的主要生产成本是设备折旧。水电的单位成本约为 0.10 元人民币/千瓦时(不含增值税)，低于燃煤的 0.29 元人民币/千瓦时(不含增值税)，核电的 0.20 元人民币/千瓦时(不含增值税)，风电的 0.22 元人民币/千瓦时(不含增值税)，太阳能的 0.44 元人民币/千瓦时(不含增值税)。与其他同类电力公司相比，水电运营商的毛利率最高(达到 60%，其他行业平均约为 31%)。

水电:2020 年 / 2021 年水电发电量同比增长 0.3%/ 1.0%。水力发电量的增长受到地理环境的制约(例如，需要河流和丘陵地貌)。 由于大型河流(例如长江，黄河等)的大多数水资源已经开发，装机容量增长的空间有限。因此，我们预计 2020 年 / 2021 年全国水电发电量将同比增长 0.3%/ 1.0%。

核电:在整个能源结构中，核电发电量占比仍然较低。我们相信，中国将继续转向替代能源(例如风能，太阳能和核能)。核电仅占中国 2018 年和 2019 年总发电量的 4.2%和 4.8%，远低于发达国家的平均水平(约 30%)。我们相信政府将继续促进核电的使用。

核电:2020 年 / 2021 年核电发电量同比增长 7%/ 12%。我们估计，由于新冠疫情大流行相关的干扰，中国的核电发电量在 2020 年将仅同比增长 7%。我们预计在 2021 年，在政府的大力推动下，核电的发电量将同比反弹 12%。

风电:平价上网政策将淘汰小型企业。中国将取消对风电和太阳能运营商的电价补贴。 国家发改委于 2019 年 5 月宣布，政府将对在 2018 年底之前获批建造但到 2020 年底仍未并网的陆上风电和太阳能设施；和在 2019 年 1 月 1 日

至 2020 年底之前获批建造但到 2021 年底仍未并网的陆上风电和太阳能设施，停止电价补贴。从 2021 年 1 月 1 日开始，将不再为新批准的陆上风电设施提供补贴。 我们认为，平价上网政策将导致风电行业的整合，由于成本劣势，小型企业将被淘汰。

风电:2020 年/ 2021 年的装机容量同比增长 11%/ 11%; 2020 年/ 2021 年风电发电量同比增长 13%/ 9%。平价上网政策将促使运营商在 2020 年和 2021 年加快风力发电设施的建设以获得电价补贴。因此，我们预计 2020 年/ 2021 年风电装机容量将同比增长 11%和 11%。在此之后，我们认为全国风电装机容量增长将降至单位数水平。得益于装机容量的强劲增长，中国的风电发电量在 2020 年/ 2021 年将同比增长 13%/ 9%。

长线展望

水电:与其他能源相比，水电受地理环境的限制更大。 在中国，除了长江上游以外，其他大规模水电设施建设的地点都是有限的。 因此，我们认为全国水电发电量在未来十年内不会显着增加。

核电:由于其高稳定性和低发电成本，核电很可能成为核心替代能源，未来取代燃煤发电成为中国主要能源来源。在 2019 年，核电发电仅占中国总发电量的 4.8%。

风电:在 2021 年实施“平价上网”政策之后，我们认为从长远来看，小型运营商将被淘汰，全国装机容量增长将放缓。未来十年，风电发电量将是高个位数增长。

短线展望

水电运营商:装机容量增长将不大；水电发电量增长将更多地依赖于全国范围的降雨情况。

核电运营商:公众对安全问题的关注将是主要风险。任何核事故和辐射事故都将导致公众恐慌并影响核电的发展。

风电运营商:2020 年和 2021 年装机容量增长将强劲，因为运营商争取在 2021 年底之前完成手上已批准的项目，以符合资格获取电价补贴。

股票推荐

中国长江电力(600900 CH)是我们的首选。我们认为水电将继续受益于低发电成本，高利润率和强劲的现金流。该集团是运营全球最大水力发电站(三峡大坝)的行业领导者，因此其主导地位不太可能受到挑战。

风险因素

- **水电运营商:**

(1)广泛的干旱会影响发电量；(2)施工风险；(3)高净负债比率促使人们关注募资活动；(4)运营风险；(5)政策风险

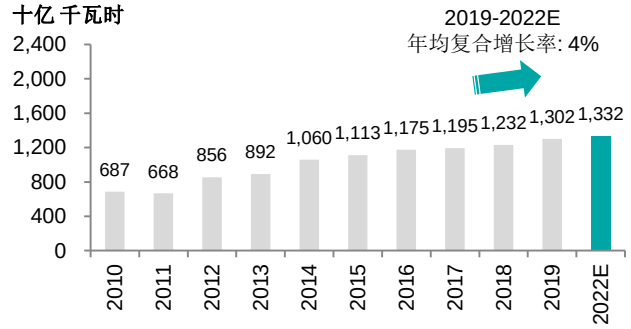
- **核电运营商:**

(1)运行安全；(2)建设进度慢于预期；(3)燃料成本风险；(4)货币和利率风险；(5)为即将进行的并购筹集资金而募资的风险

- **风电运营商:**

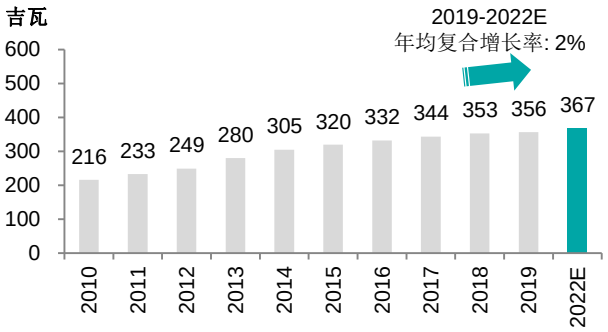
(1)弃风限电风险；(2)风资源风险；(3)施工风险；(4)筹资风险；(5)政府的去杠杆化政策可能会限制行业增长

图表 1: 中国水电发电量展望



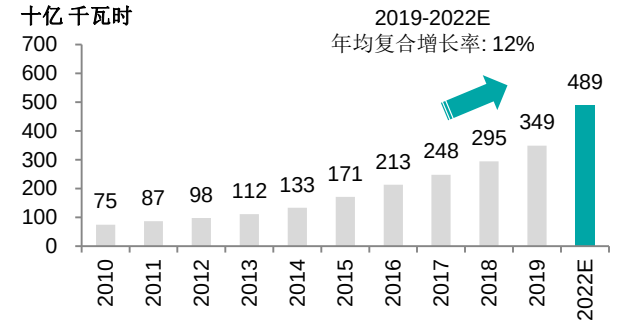
来源:能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 2: 中国水电装机容量展望



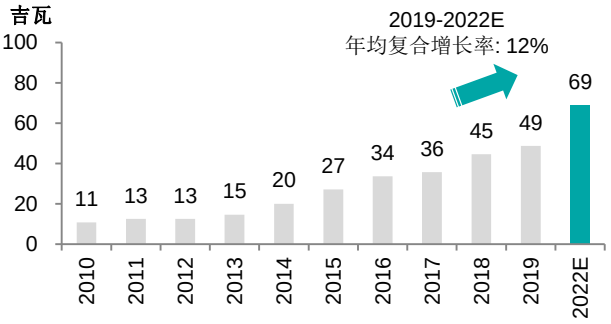
来源:能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 3: 中国核电发电量展望



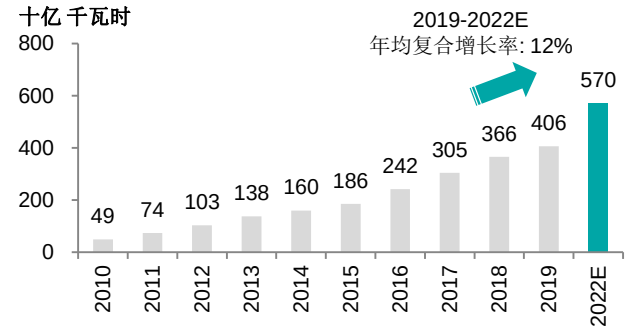
来源:能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 4: 中国核电装机容量展望



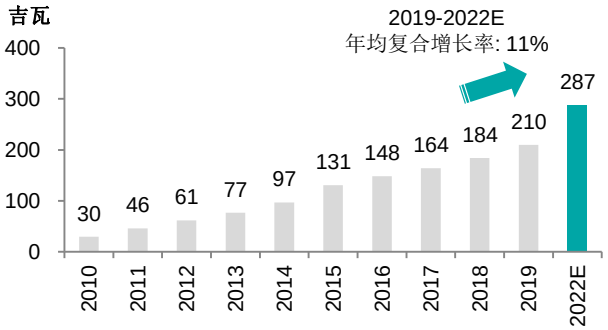
来源:能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 5: 中国风电发电量展望



来源:能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 6: 中国风电装机容量展望



来源:能源局、中电联、农银国际证券预测

行业首选 (截至 2020 年 12 月 1 日的数据)

公司	代号	评级	目标价 (人民币)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
中国长江电力	600900 CH	买入	25.00	23.2	18.6	15.1	2.8	2.7	3.5	4.3

来源:彭博、农银国际证券预测

中性
中国证券业- 2021 年基数较高
周秀成

主要数据	
2021 年市盈率均值(x)	8.5
2021 年市净率均值(x)	0.7
2021 年股息率均值(%)	4.4

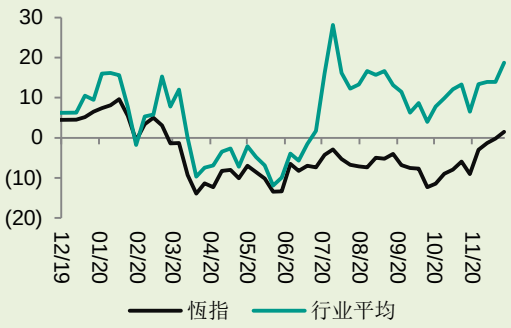
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	13.4	3.2
3 个月	4.2	(1.2)
6 个月	31.5	19.6

来源:彭博、农银国际证券

- 我们认为近几个月日均交易量的上升可能会为 2021 年造成一个较高的基数。假设日均交易量在接下来的几个季度将稳定在当前水平， 2021 年的日均交易量同比增幅可能很小甚至为负
- 政策环境维持理想。政府的长远策略是提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展
- 我们较喜欢**申万宏源-H(6806 HK)**

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

经营环境改善中。根据中国证券业协会的数据，9M20 行业收入和净利润分别同比上升 31%和 43%。行业净资产回报率从 2019 的 6.3%升至 9M20 的 8.3%(年度化)。在 9M20，A 股日均成交量已从 9M19 的 5,620 亿元人民币增至 9M20 的 8,520 亿元人民币，使行业的佣金收入增加。另一方面，上证指数在 9M20 上升了 7.1%，增加了行业的投资收入。 此外，融资融券余额从 2019 年底的约 1.0 万亿增加至 2020 年 9 月底的 1.5 万亿。总体而言，这代表了行业经营环境改善中。

2021 年基数较高。我们认为近几个月较高的日均交易量的上升可能会为 2021 年造成一个较高的基数。日均交易量已从 2020 年 7 月/ 2020 年 8 月的逾 1 万亿元人民币的峰值回落至最近几个月的 7000-8000 亿元人民币。 如果日均交易量在接下来的几个季度中稳定在当前水平，则 2021 年的增长将是不高的或负增长。根据中国证券业协会的数据，在整个行业中，经纪业务是 9M20 最大的收入贡献者(39%)。所以，日均交易量增速放缓可能会拖欠佣金收入，从而限制明年的整体收入增长。

政策环境良好。从积极的方面来看，我们认为中国政府将长期致力于行业改革。政府将通过发展多元化，多层的资本市场，同时促进诸如高收益债券和混合融资之类的产品创新，来增加直接融资对经济的贡献。 我们认为，这些发展将支持投资银行业务。总体而言，2000 年首 10 个月，直接融资仅占总融资量的 16%，而美国(2015 年)仅为 50%，这意味着有足够的增长空间。

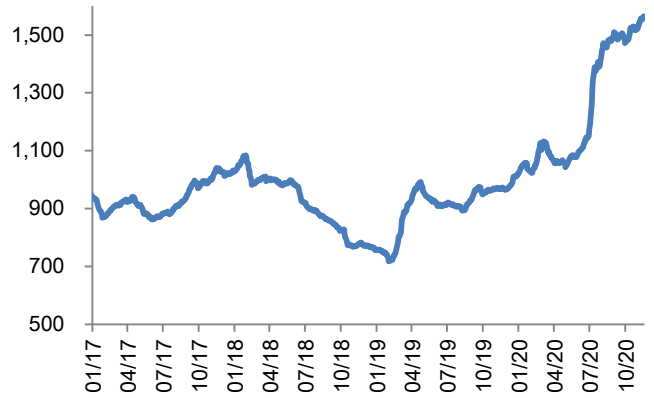
股票推荐

在各券商股中，我们较喜欢申万宏源-H，因为它近年来在整个市场周期中表现出较高的净资产收益率以及估值吸引。

风险因素

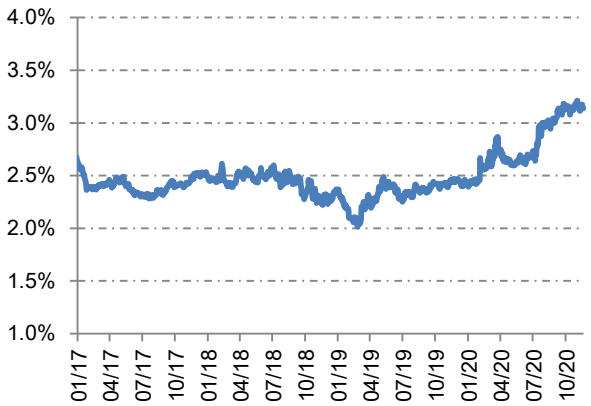
1)金融资产的市场风险； 2)与债券投资，贷款业务有关的信用风险； 3)市场成交量波动； 4)证券公司行为不检或人员渎职的处罚； 5)直接融资的监管变化； 6)金融部门去杠杆化对溢出的影响； 7)外资所有权放宽后行业竞争加剧； 8)银行与证券公司直接融资业务竞争加剧。

图表 1: 两融余额(10 亿元人民币)



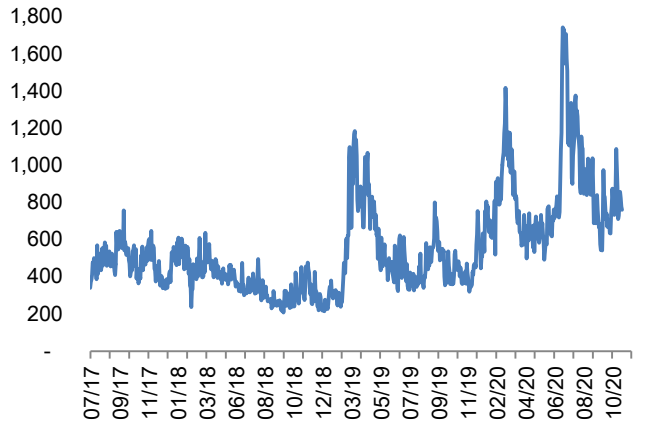
来源:彭博、农银国际证券

图表 2: 两融余额/A 股市值比率



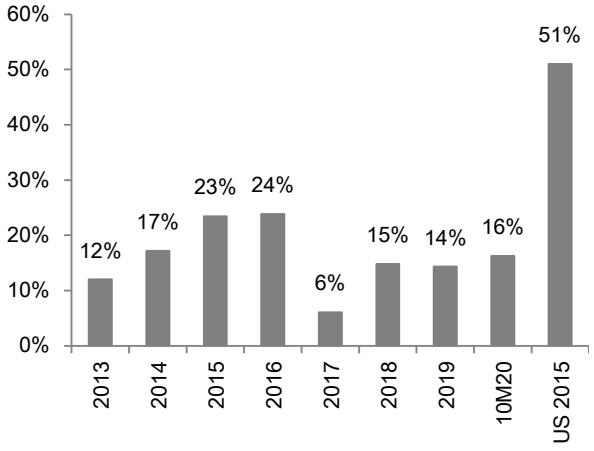
来源:彭博、农银国际证券

图表 3: A 股日均成交量 (10 亿元人民币)



来源:彭博、农银国际证券

图表 4: 直接融资仅占总融资量



来源:人民银行、农银国际证券

行业首选 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市账率 (x)	FY21E 市账率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
申万宏源-H	6806 HK	买入	3.0	23.0	6.8	6.3	0.5	0.5	4.9	5.4

来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国互联网媒体与消费商务业-疫情后的结构性增长
周秀成

主要数据	
2021 年市盈率均值(x)	36.5
2021 年市净率均值(x)	4.5
2021 年股息率均值(%)	1.1

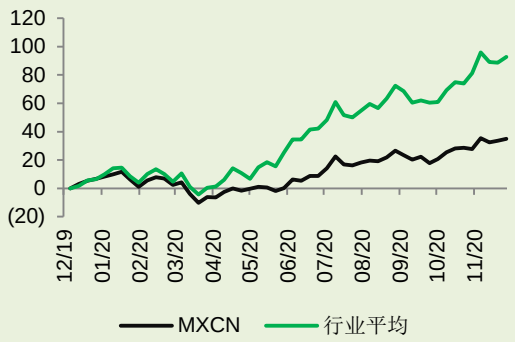
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于 MSCI 中国指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	(0.4)	2.7
3 个月	1.6	3.2
6 个月	42.4	27.9

来源:彭博、农银国际证券

- 自 2020 年第 2 季以来，中国的电子商务行业持续复苏，并且这一势头一直延续到 2020 年第 3 季。 疫情后消费由线下向线上转移，为行业提供了结构性增长
- 在线游戏在疫情后也实现了强劲的增长
- 我们喜欢**腾讯(700 HK)**在在线游戏中的领先地位，**阿里巴巴(BABA US / 9988 HK)**在电子商务中的主导地位以及**美团(3690 HK)**在消费者服务电子商务中的独特优势

1 年股价表现(%)



MXCN-=MSCI 中国指数
来源:彭博、农银国际证券

疫情后持续复苏。 自 2020 年第 2 季以来，中国电子商务行业持续复苏，而强劲的复苏势头一直持续到 2020 年第 3 季。20 年前 9 个月，中国实物商品在线销售同比增长 15.3%，而 2020 年上半年则同比增长 14.3%。 此外，快递行业(电子商务行业的下游行业)在 2020 年 7 月/ 8 月/ 9 月的快递量也同比强劲增长 32.2%/ 36.5%/ 44.6%。

疫情后的结构性增长。 我们认为，2020 年第 1 季的疫情促使更多的消费者在网上购物，尤其是在杂货和食品方面。消费者行为的变化是结构性的，并且可能在疫情后持续存在。 2020 年 4 月至 9 月之间，快递行业的月平均增长率已加速至约 37%，比疫情前的 2019 年同比增长 26%高约 11 个百分点。

网络购物渗透率一直在迅速上升。 在线购物的渗透率(实物商品的在线销售额/零售总额)在 2018 年增长 3.5 个百分点至 18.4%，在 2019 年增长 2.3 个百分点至 20.7%。在首 9 个月，在线购物的渗透率上升 3.6 个百分点至 24.3%，相比之下，2019 年为 20.7%(+ 2.3ppt)。假设当前的增速运行率在未来几个月继续保持，则 2020E 可能会增长 4.8 个百分点至 25.5%。

在线游戏的强劲势头仍在继续。 腾讯的在线游戏业务 2020 年第 3 季实现了强劲增长，收入同比增长 45%(环比增长 8%)，而 2020 年第 2 季则同比增长 40%，这要归功于包括和平精英和王者荣耀在内的游戏的贡献。 2020 年第 3 季智能手机游戏收入增长了 62%，大大高于 PC 端游戏收入同比增长 1%。

在线广告正在触底反弹。 腾讯的在线广告收入在 2020 年第 3 同比增长 16%(环比增长 15%)，而在 2020 年第二季同比增长 13%，反映行业已逐渐恢复。 按行业划分，电子商务平台，互联网服务和在线教育上的广告支出出现了显着回升； 同时，房地产，金融服务，消费必需品和汽车上的广告支出正在回复稳定。 总体而言，我们认为在线广告正在逐步恢复，并且在接下来的几个季度中，这种改进将继续。

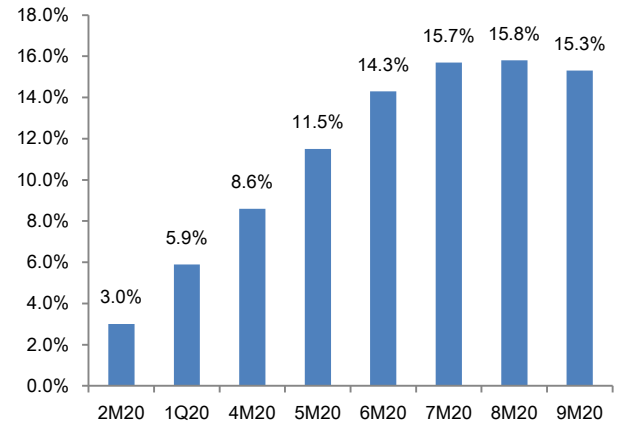
股票推荐

我们对中国互联网行业保持正面看法。我们喜欢**腾讯(700 HK)**在在线游戏中的领先地位，**阿里巴巴(BABA US / 9988 HK)**在电子商务中的主导地位以及**美团(3690 HK)**在消费者服务电子商务中的独特优势

风险因素

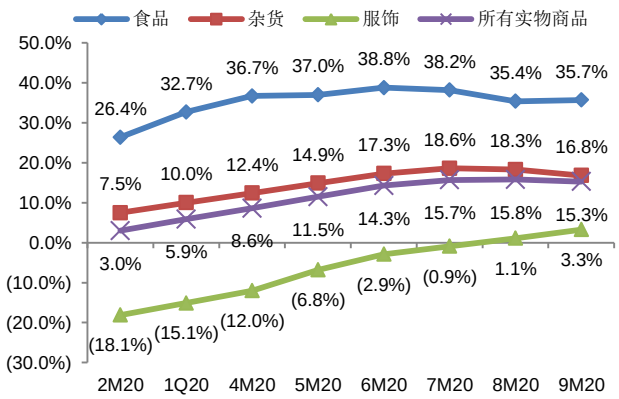
1)互联网金融/手机游戏/网上支付的监管加强; 2)面书(FB US)和谷歌(GOOGL US)等主要外国竞争对手进入中国市场; 3)电子商务和互联网金融业务放缓; 4)手机游戏的生命周期。

图表 1: 实物商品在线销售



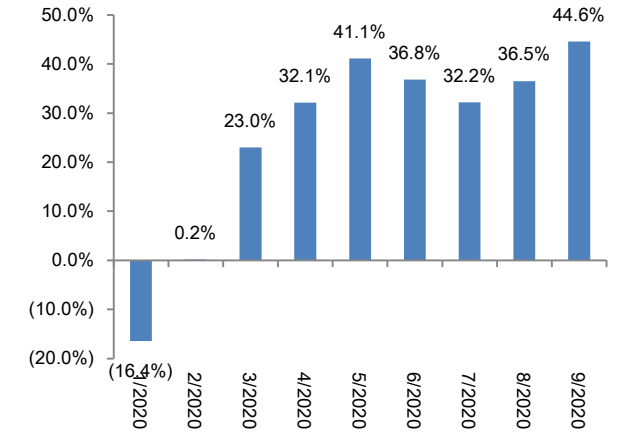
来源:统计局、农银国际证券

图表 2: 中国实物商品在线销售- 按产品



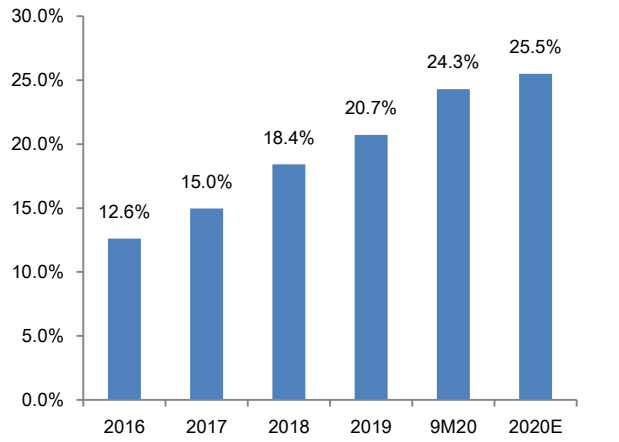
来源:统计局、农银国际证券

图表 3: 中国快递量的增长



来源:国家邮政局、农银国际证券

图表 4: 在线购物的渗透率



来源:统计局、农银国际证券预测

行业首选 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市账率 (x)	FY21E 市账率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
阿里巴巴 -SW	9988 HK	买入	340	32.2	35.0	27.7	8.8	6.9	--	--
美团	3690 HK	买入	330	14.1	329.1	92.1	13.8	9.7	--	--
腾讯	700 HK	买入	730	26.3	38.0	28.3	9.9	7.6	0.2	0.3

来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国消费业- 坚韧的消费市场支持行业持续复苏
潘泓兴

主要数据	
2021E 市盈率均值(x)	31.21
2021E 市净率均值(x)	3.89
2021E 股息率均值(%)	2.97

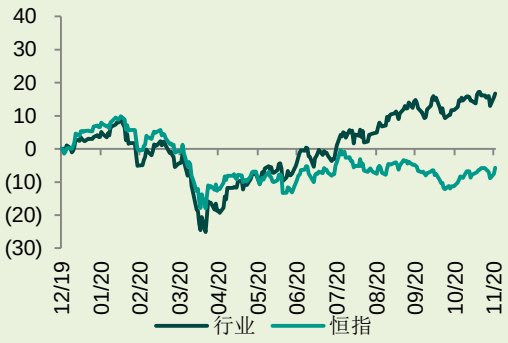
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	10.7	2.2
3 个月	11.4	5.8
6 个月	33.0	22.5

来源:彭博、农银国际证券

- 新冠疫情过后的复苏显示消费市场具有韧性
- 猪肉价格涨幅下跌将会降低通胀的压力
- 消费者习惯改变在疫情后仍会持续
- 我们认为行业领头羊仍具有吸引力，其规模将会增强抗风险能力以及提高未来增长的潜力；**百胜中国 (YUMC US/9987 HK)**和**万洲国际(288 HK)**是我们的行业首选

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

疫情过后消费市场持续复苏。根据统计局数据，全国零售销售同比增长从年初 1-2 月的-20.5%回升到 10 月的 4.3%，显示出国内消费市场的韧性。然而，新冠肺炎疫情仍未消除，国内消费市场的复苏仍面临一定的不确定性。

通胀压力将继续下降。根据国家统计局，全国 CPI 在 1 月份同比上升 5.4%，但在 10 月份则同比下跌 1.7%。我们相信，猪肉价格的下降是 CPI 回落的主要原因。根据农业部数据，全国猪肉平均批发价格的同比涨幅从 2 月份的 161.2%下降到 10 月份的-1.2%，显示释放猪肉储备以及增加进口等措施都有效抑制了猪肉价格的上升。统计局的数据也显示，全国生猪存栏量在 3 季末达到 3.7039 亿头，同比上涨 20.7%。生猪存栏的恢复显示未来生猪出栏将会有所增加，为通胀率的下跌提供更多的空间。

不断改变的消费习惯。我们相信新冠肺炎疫情所引发的消费习惯改变将会持续影响行业。首先，我们看到全国收入和支出的增长率差距，自疫情以来并没有完全被消除，显示出消费者在支出方面仍较为谨慎。根据统计局数据，在第 3 季，全国居民人均消费支出同比增长为 1.4%，远低于全国居民人均可支配收入增长率 6.5%；同时，收入及支出增长率的差距仅从 1 季的 9.0 个百分点下降到 3 季的 5.6 个百分点。此外，疫情导致消费者更多地转向网上购物，我们认为这个趋势将会持续。根据统计局数据，在今年首 10 个月，网上实物销售占全国零售销售的比例达到 24.2%，而在 2019 年和 2018 年同期，该比例仅为 19.5%和 17.5%。

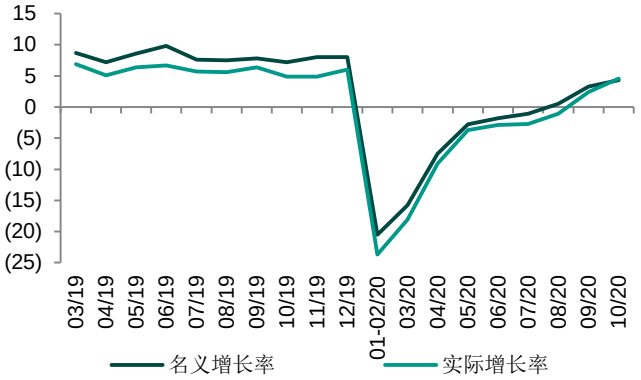
长线展望
我们继续看好中国消费市场的前景。中国的消费市场将会持续受到庞大的人口基础以及消费升级的支持。

短线展望
随着国内经济不断复苏，短期内消费增长也会随之回升，利好行业内企业。我们认为，猪肉价格的回落将会为通胀压力下降提供空间，并为促进消费带来一定的正面作用。但是，由于新冠肺炎疫情仍未完全消除，新冠肺炎对消费市场的影响将会持续，消费需求或会受到一定的压力。

股票推荐
我们仍然偏好国内消费市场龙头企业，主要由于其规模将有助增强其抗风险能力以及全国性的销售网络将会有助于其未来的增长。我们的首选包括百胜**中国(YUMC US/9987 HK)**和**万洲国际(288 HK)**。

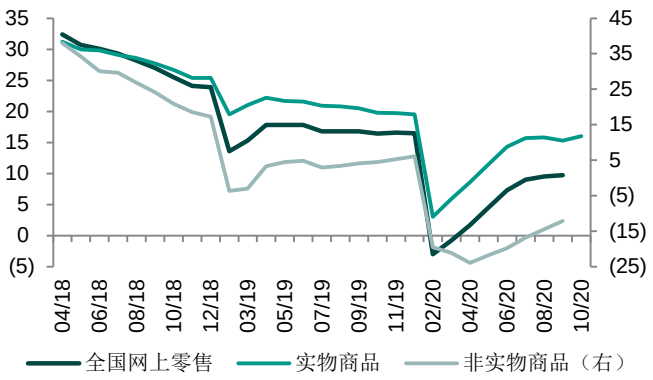
风险因素
1)宏观经济风险；2)疫情风险；3)政策风险；4)产品质量风险；5)通缩风险；6)消费习惯变化风险。

图表 1：全国零售销售增长 (同比 %)



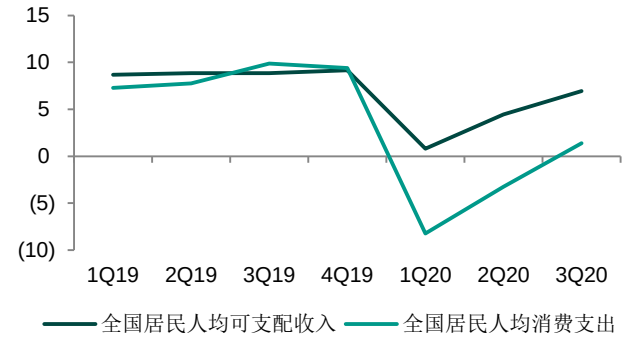
来源：国家统计局、农银国际证券

图表 2：网上零售销售增长 (同比 %)



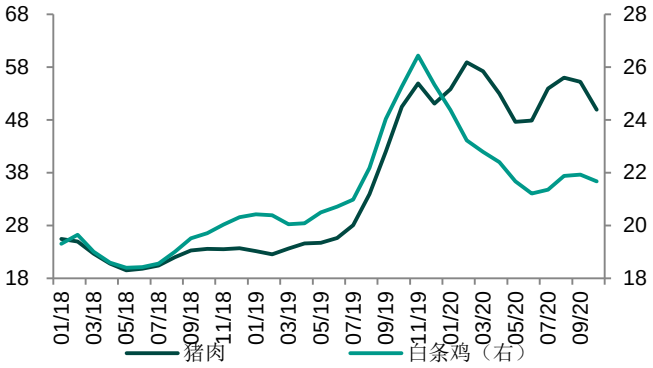
来源：国家统计局、农银国际证券

图表 3：全国居民人均可支配收入及全国居民人均消费支出 (同比%)



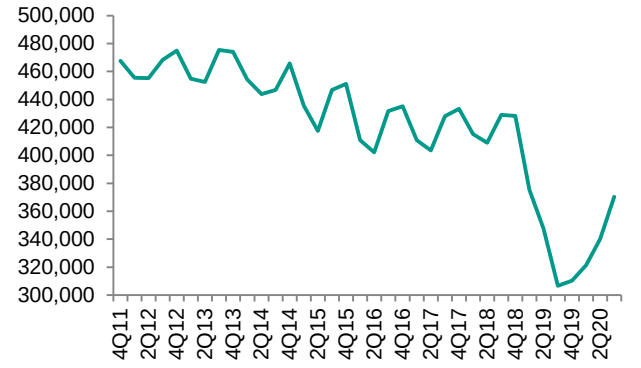
来源：国家统计局、农银国际证券

图表 4：猪肉及鸡肉价格 (人民币/公斤)



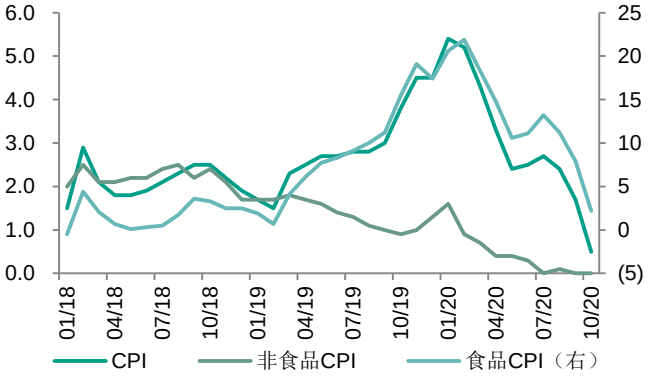
来源：农业部、农银国际证券

图表 5：国内生猪存栏 (千头)



来源：国家统计局、农银国际证券

图表 6：CPI (同比 %)



来源：国家统计局、农银国际证券

行业首选 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名称	代码	评级	目标价	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市账率 (x)	FY21E 市账率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
百胜中国	YUMC US/ 9987 HK	买入	US$ 71.8/ HK$ 556.8	27.39/ 24.56	36.60/ 37.43	28.39/ 29.03	3.95/ 4.04	3.59/ 3.67	0.43/ 0.42	0.85/ 0.83
万洲国际	288 HK	买入	HK$ 9.6	49.77	8.87	7.48	1.26	1.11	4.51	5.35

来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国教育业- 政策风险下降；行业基本面强壮
潘泓兴

主要数据	
2021E 市盈率均值(x)	12.24
2021E 市净率均值(x)	5.56
2021E 股息率均值(%)	3.01

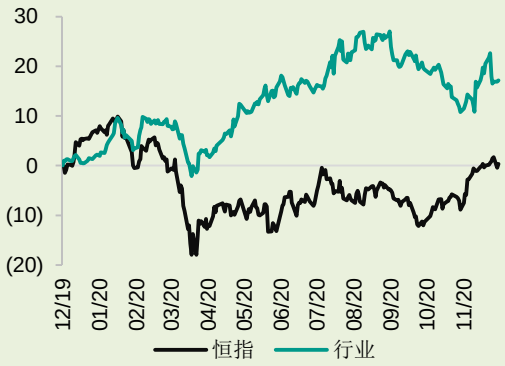
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	5.1	(3.4)
3 个月	(5.4)	(11.1)
6 个月	0.2	(11.6)

来源:彭博、农银国际证券

- 行业在疫情期间及疫情后的表现显示行业抗风险能力较强
- 教育部再次重申对民办教育行业的支持，降低了即将正式通过的民促法的不确定性
- 继续看好高等教育以及课外教育子板块
- 我们认为行业领头羊仍具有吸引力；行业首选包括**好未来(TAL US)**及**中教控股(839 HK)**

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

疫情后恢复情况凸显行业韧性。新冠肺炎疫情对于教育行业中的子行业影响不一。其中，正规教育板块所受到的影响较少，主要由于学校的正常授课并没有出现长时间的中断；但由于疫情使学生未能如常到学校上课，学校需要退还部分住宿费用。对于非正规教学或课外教育子行业，疫情过后的恢复是比较显着的。我们相信，行业在疫情期间及疫情过后的表现显示国内教育需求保持强劲，以及行业参与者具有较强的抗风险能力。

政策风险降低。教育部在最近公布的"关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3379 号(教育类 343 号)提案答复函"再次重申政府对民办教育行业的支持，并表示对合法合规的关联交易持开放态度。我们认为，该函的公布降低了民促法立法的不确定性，以及市场对于民促法立法对教育行业潜在影响的忧虑。然而，目前民办教育企业仍然要面临民促法正式立法之前的政策层面不确定性，以及各省市在立法和执行细节上的差异。

高等教育以及课外教育子板块仍是我们的首选。随着疫情影响逐渐消退，市场对于教育板块的焦点将会回到政策方面。我们目前看好高等教育以及课外教育子板块，主要由于这两个子板块面临的政策风险相对较少，而且其中的龙头企业在疫情期间及疫情过后的表现都较好。此外，这两个子板块的特性提高了他们的吸引力。高等教育板块将会受益于对于政府对高等教育产业发展的支持、政府对职业教育的重视、独立学院转设所产生的并购需求。课外教育板块则将会持续受惠于国内巨大的市场以及持续上升的课外教育需求。

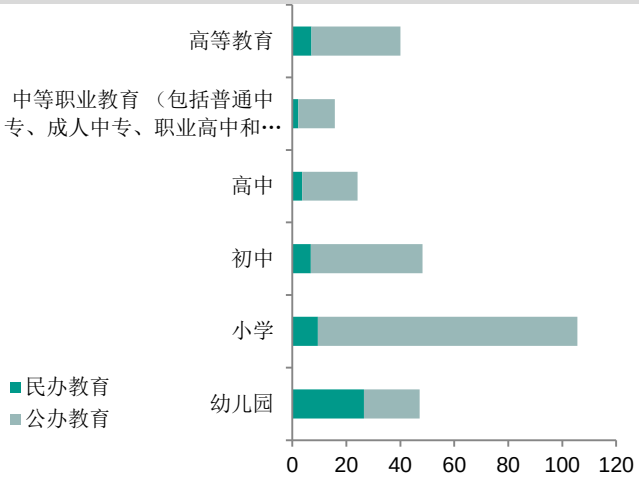
长线展望
我们相信，教育行业具有较好的长期增长前景。国内的人口规模以及对于高质量教育的需求会持续支持教育行业的发展。行业内将会出现更多的行业龙头。

短线展望
随着教育部最近发文表示政府将会继续支持民办教育行业的发展，教育行业所面临的政策风险已经有所降低。市场将会继续聚焦民促法的正式立法以及各大民办教育企业的业绩表现。

股票推荐
高等教育以及课外教育子板块展现了他们抗风险能力以及在疫情过后保持增长的能力。我们的行业首选包括**好未来(TAL US)**及**中教控股(839 HK)**。

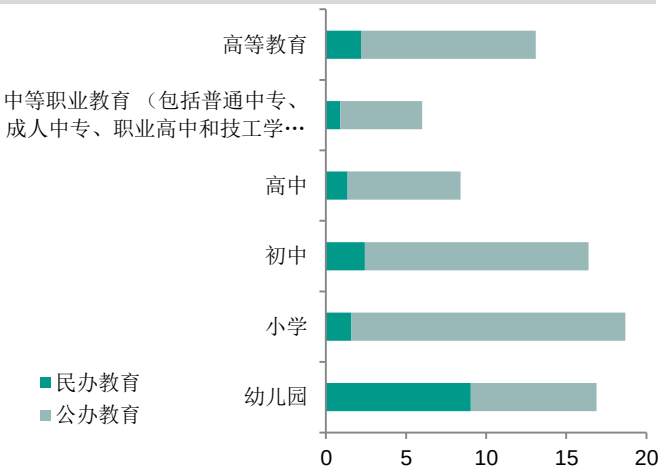
风险因素
1)人口变化；2)政策风险；3)教育质量及学生退学风险；4)运营和声誉风险；5)扩张瓶颈风险。

图表 1: 2019 年全国在校生人数 (百万人次)



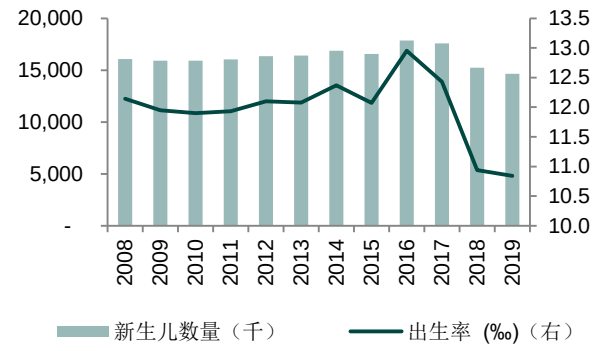
来源: 教育部、农银国际证券

图表 2: 2019 年全国新生人数 (百万人次)



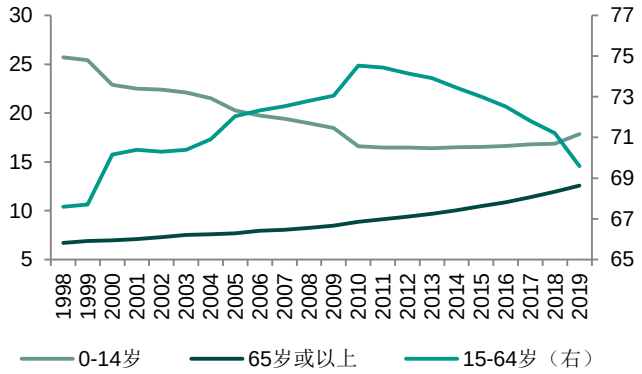
来源: 教育部、农银国际证券

图表 3: 新生儿数量以及出生率



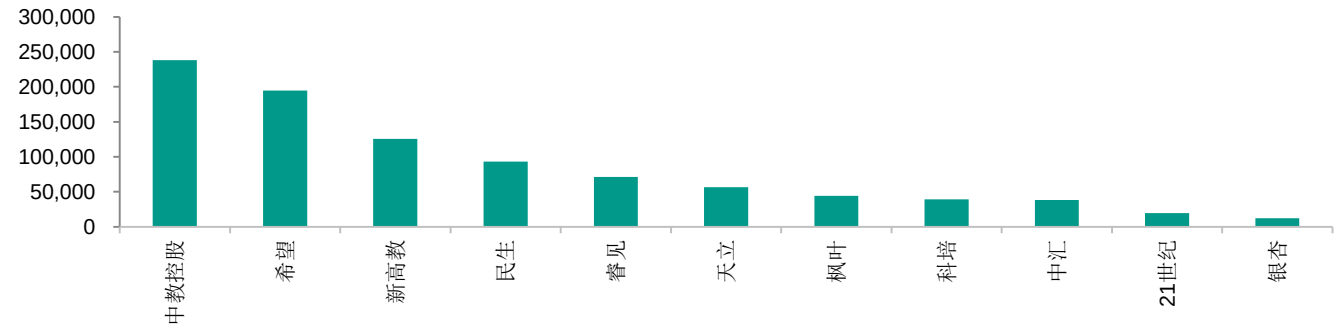
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 4: 人口年龄分布 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 5: 上市正规教育企业 2020/21 学年学生人数(人次)



来源: 公司、农银国际证券

行业首选 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名称	代码	评级	目标价	上升空间 (%)	FY21E 市盈率 (x)	FY22E 市盈率 (x)	FY21E 市账率 (x)	FY22E 市账率 (x)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
好未来	TAL US	买入	US$ 80.0	14.18	156.23	73.54	15.12	12.54	0	0
中教控股	839 HK	买入	HK$ 17.8	19.46	20.12	16.92	2.80	2.51	1.71	2.04

来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国电信业 - 2021 年中国将推出 5G 独立网络
黎柏坚

主要数据	
2021 年市盈率均值(x)	14.9
2021 年市净率均值(x)	2.1
2021 年股息率均值(%)	1.9

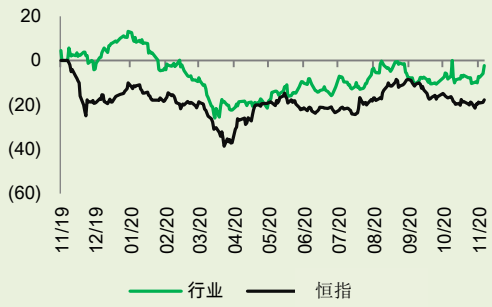
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	(4.2)	(12.7)
3 个月	(10.4)	(16.9)
6 个月	(2.6)	(12.9)

来源:彭博、农银国际证券

- 电信运营商在 2021 年将其 5G 电信网络升级为独立网络，以提高传输速度和效率
- 我们预测 2021 年中国 5G 用户将达到 3 亿
- 行业首选是**中国移动(941 HK)**。中国移动的股息收益率高，资产负债表状况良好，并在中国的移动业务中占据主导地位

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

我们预测中国到 2021 年 5G 用户将超过 3 亿。截至 2020 年 10 月中国移动用户达 16 亿，同比增长 0.1%。中国移动、中国联通(762 HK)、中国电信(728 HK)的移动用户市场份额分别为 59.0%、19.2%和 21.8%。中国移动凭借良好的网络覆盖和优质的服务，在移动市场中保持着最高的市场份额。截至 2020 年 10 月国内 5G 用户突破 1.5 亿。电信运营商正通过推出最新的 5G 智能手机和推出竞争性的服务套餐，促进 5G 用户的增长。5G 基站达 60 万个，覆盖全国大部分城市。我们预计到 2021 年 5G 基站将达到 95 万个，因需要建立独立的 5G 网络。与目前的非独立 5G 电信相比，独立的 5G 电信网络可以进一步提高速度和效率。目前 5G 网络的电信业务资费与 4G 网络资费相约，因为需要遵循监管部门关于降低移动业务资费的指示。我们预测在服务资费降低、推出价格实惠的 5G 智能手机的推动下，中国 5G 用户在 2021 年将超过 3 亿。

预计中国有线宽带的普及率将进一步提升。据工信部统计，截至 2020 年 10 月有线宽带用户达 4.81 亿，同比增长 6.4%，而光纤到户(FTTH)达 4.49 亿，占有线用户总数的 93.4%。我们预测在 IPTV、网络游戏和视频的需求下，中国的光纤到户占有线用户总数在 2021 年将达到 96.0%以上。自新冠肺炎以来，由于居家办公和家庭娱乐的需求，有线宽带网络需求旺盛。随着对网络游戏、IPTV、视频会议等的需求，用户正在寻求更稳定的有线宽带网络。我们预计 2021 年中国有线宽带市场将稳步增长，网络速度和 IPTV 利用率将有所提高。截至 2020 年 10 月中国移动、中国联通、中国电信有线宽带用户市场份额分别为 45.8%、34.9%和 19.3%。由于推出了积极的定价策略和高效的营销计划，中国移动在有线宽带用户中占据了最高的市场份额。

预计全球 5G 智能手机普及率将在 2021 年有所增长。根据 IDC 的数据，全球智能手机出货量在第 3 季为 3.536 亿部，同比下降 1.3%，远好于第 2 季 16.0%的下降，这是因为许多国家的新冠肺炎大流行限制措施的实施。然而，新冠肺炎在 2020 年第 4 季在许多西方国家正在反弹，这可能会进一步影响第 4 季智能手机出货量的恢复。IDC 预计 2020 年全球智能手机出货量将同比下降 9.5%。许多智能手机制造商已经在智能手机上引入了高分辨率摄像头和新功能，以改善用户体验，从而获得市场份额。

长线展望

我们预计 5G 网络的推出将提高每个用户的平均移动数据用量，支持电信运营商的数据收入增长。5G 电信网络有望支持物联网、自动驾驶、智能家居、AR/VR 等多项新技术和新应用，电信运营商可以通过推出创新服务和新应用，创造更多的增值服务收入。用户可以在更快的传输网络中访问视频内容和在线游戏。企业和企业将需要更多的云计算、数据分析和大数据服务。由于 5G 网络需要更密集的基础分布和更广的光纤网络覆盖，电信运营商将加快中国 5G 网络发展，并在 2021E 年增加 5G 网络发展的资本支出。电信运营商可能会出台更多的奖励和补贴措施，吸引用户使用 5G 网络平台。与 4G 电信网络相比，5G 网络具有更高的传输速率和更低的延迟。

短线展望

我们预计短期内电信运营商将通过推出最新的 5G 智能手机型号和服务套餐，专注于开发 5G 网络的市场份额。电信运营商正处于 5G 电信网络的投资阶段，因为 5G 收入仍然不足以支付相关运营成本。与 4G 网络相比，用户在 5G 网络上使用更多的高速应用，包括视频和在线游戏，用户体验更好。企业客户对大数据和云计算的需求不断增长，这可能进一步促进电信运营商收入的持续增长。

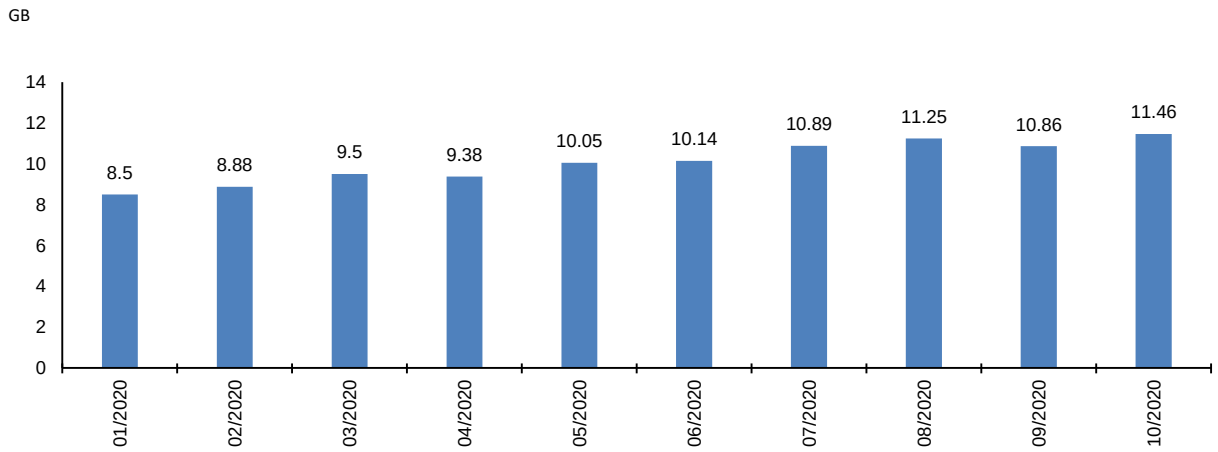
股票推荐

中国移动(941 HK)是我们行业的首选。中国移动凭借其网络优势、覆盖范围和资源优势，在中国市场保持着最大的移动用户市场份额。我们预计在数据服务资费下调的情况下，集团将受益于移动数据消费的增加。中国移动的目标价为 82.0 港元，相对 2021 年 EV/EBITDA 为 4.7 倍。

风险因素

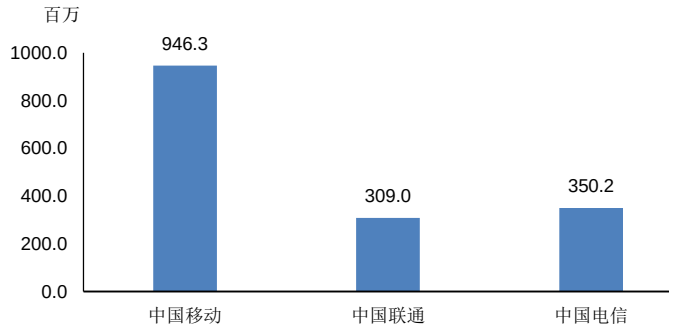
1)行业进一步推行提速降费; 2)用户饱和; 3)市场竞争加剧可能导致价格战; 4) 智能手机出货量增长放缓; 5) 5G 网络发展放缓

图表 1: 中国每月平均数据使用量



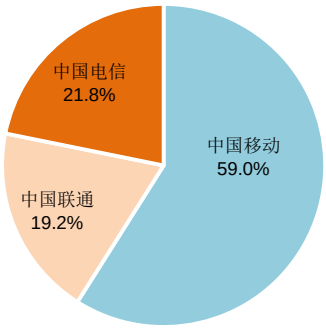
来源:工信部、农银国际证券

图表 2: 2020 年 10 月电信运营商的移动用户



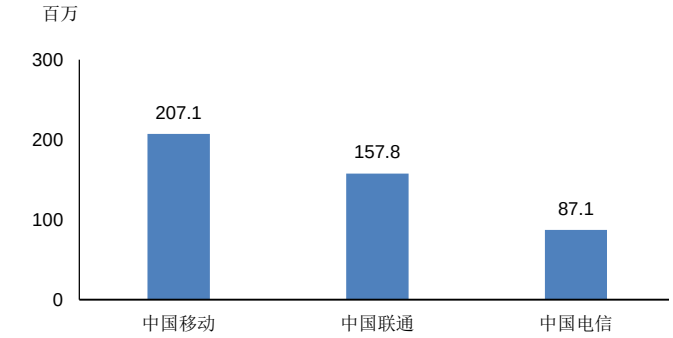
来源:各公司、农银国际证券

图表 3: 2020 年 10 月中国移动用户市场份额



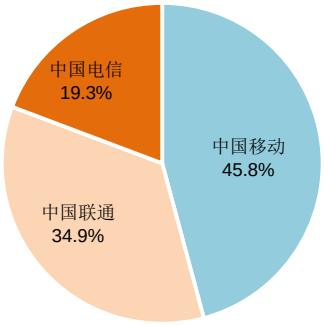
来源:各公司、农银国际证券

图表 4: 2020 年 10 月电信营商的有线宽带用户



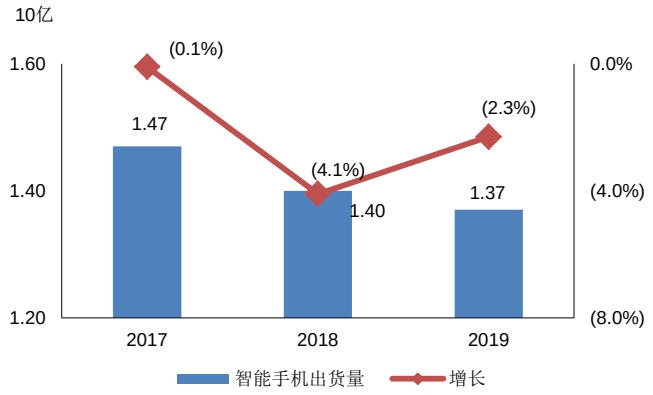
来源:各公司、农银国际证券

图表 5: 2020 年 10 月中国有线宽带用户的市场份额



来源:各公司、农银国际证券

图表 6: 智能手机出货量(左)和增长(右)



来源:IDC、农银国际证券

行业首选 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名称	代码	评级	目标价(港元)	上升空间(%)	FY20E市盈率(x)	FY21E市盈率(x)	FY20E市账率(x)	FY21E市账率(x)	FY20E股息率(%)	FY21E股息率(%)
中国移动	941 HK	买入	82.00	76.9	7.56	7.50	0.70	0.67	7.17	7.23

来源:彭博、农银国际证券预测

权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、董耀基、吴景荃、潘泓兴、黎柏坚作为本研究报告全部或部分撰写人,谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点,均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明,就研究报告内所做出的推荐或个人观点,分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外,分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益,并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露
农银国际证券有限公司及/或与其联属公司,曾在过去12个月内,与本报告提及的公司有投资银行业务关系。
陈宋恩持有农业银行(1288HK)H股股份

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报≥市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) ≤股票投资回报<市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报<市场回报(-10%)

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率
市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率:自 2008 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数的复合增长率为 10%)

目标价的时间范围:12 个月

股票评级可能与所述框架不同，原因包括但不限于:公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动、股票相对于股票市场的平均每日成交量、竞争力 、相应行业的优势等

免责声明
该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。.负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。
版权所有 2020 年农银国际证券有限公司
该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司
电话:(852)21478863