CMS 招商證券國際

2020 年 12 月 3 日（星期四）

策略报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

2021年展望：沉舟侧畔千帆过，柳暗花明万木春

“伟人的经历启迪我们：生命可以高尚。那么，让我们行动起来：对任何命运勇于担当；进取不断、追求不已；不辞劳作、耐心等待”

— 亨利·沃兹沃斯·朗费罗《人生颂》

对经济复苏的看法

新冠疫情的爆发使全球经济遭受了空前的重创。各国协同推出的大规模财政刺激政策和宽松货币政策有效避免了主要经济体陷入更为持久的衰退。根据 IMF 的预测，2020 年全球 GDP 将萎缩 4.4%，2021 年将反弹 5.2%，但各国的复苏步调可能不一。我们预计，美国经济明年开局相对低迷，下半年形势转好；而美联储在 2021 年全年都有望保持充分宽松的货币政策。

我们看好中国经济前景：消费和制造业投资将会成为主要驱动力；而财政和货币政策可能趋于中性。拜登担任美国总统不会从根本上改变中美之间的竞争和对抗格局，但在权衡政治和商业利益方面可能会采取更灵活的方式。同时，拜登对盟友采取协同行动的政治手段意味着中国可能会面临更加复杂的全球地缘政治格局。这将迫使中国加快科技创新和实现科技自主、聚焦国内消费、提高经济增长的质量和可持续性。

对股市的看法

自4月以来，我们认为A股和MSCI中国指数将跑赢其它主要市场。展望明年，我们对这两个指数的前景持谨慎乐观态度。中国整体的宏观环境不断好转是核心推动力。但是我们认为指数的涨势将放缓；一些潜在风险甚至可能在短期至中期内引发大幅回调：1）4月以来的强劲反弹在很大程度上已反映了盈利前景；目前的估值偏高。MSCI中国指数的前瞻市盈率为16.7倍，而历史中值为12.5倍。下一个阶段的表现将更受到盈利预期上调而非进一步的估值扩张驱动；2）资金流入可能会有所缓和；3）中概股面临从美股市场退市的逆风；4）拜登对华政策的不确定性。

我们预计今年一直表现较为落后的恒生指数在2021年将有较好的表现，在23,500至30,500点之间区间震荡（相当于11倍至14.5倍前瞻市盈率）。主要原因如下：1）在新冠疫情逐渐消退后，通关限制或将逐步解除，香港经济大概率会出现复苏；2）香港本地金融和房地产板块在恒生指数中权重较大。经济活动走上正轨将令此类估值承压的板块和本地消费标的得到估值修复；3）中概股二次上市将提高新经济股票在基准指数中的权重，吸引资金流入；4）二次上市股票可能获纳入港股通合资格股票名单；5）恒指估值相对不高：目前在12.8倍前瞻市盈率，而历史中值为11.2倍。

郭圆涛, PhD
+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA
+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD
+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

王腾杰
+852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk

黄建文
+852 3189 6357
johnnywong@cmschina.com.hk

梁勇活
+86 755 8290 4571
liangy6@cmschina.com.cn

陈永豪
+852 3189 6125
kevinchen@cmschina.com.hk

罗磊, PhD
+852 3189 6288
felixluo@cmschina.com.hk

焦一丁, CFA
+86 755 8290 8475
jiaoyd@cmschina.com.cn

刘楠, CFA
+852 3189 6117
leoliu@cmschina.com.hk

张皓渊, CFA
+852 3189 6354
haydenzhang@cmschina.com.hk

魏芸
+86 755 8373 2985
weiyun@cmschina.com.cn

马牧野
+852 3189 6394
mattma@cmschina.com.hk

萧俊燊
+852 3189 6395
ericsiu@cmschina.com.hk

王钿熠
+852 3189 6711
bryanwang@cmschina.com.hk

李怡珊
+852 3189 6122
crystalli@cmschina.com.hk

代方琦, CFA
+852 3189 6126
warrendai@cmschina.com.hk

苏林
+852 3189 6635
clintsu@cmschina.com.hk

赵安博
+86 755 8285 2939
zhaoab@cmschina.com.cn

黄耀林
+852 3189 6176
calvinngyl@cmschina.com.hk

杨岱东
+86 755 8323 5354
yangdd2@cmschina.com.cn

朱璐颖
+852 3189 6142
laurelzhu@cmschina.com.hk

投资概要

对全球复苏的看法

IMF 在 10 月份最新发布的《世界经济展望》（World Economic Outlook）中预计，2020 年全球 GDP 将萎缩 4.4%，2021 年将反弹 5.2%，这意味着 2021 年的产出水平将比 2019 年高出 0.6%。然而，各国的复苏步调可能不一。1）对于发达经济体而言，2020 年经济产出将萎缩 5.8%，2021 年则反弹 3.9%，使经济比 2019 年的水平低 2.1%。由于美国实施的封锁措施远没有欧洲国家严格，预计 2020 年美国经济萎缩幅度将较小。与北欧/西欧相比，南欧的经济衰退可能更严重、持续时间更长，因为意大利和西班牙严重依赖旅游业，而且由于债务水平较高，财政空间较小。2）2020 年中国将成为全球唯一实现正增长的主要经济体。2020 年至 2021 年，中国经济将累计增长 10.3%。对于不包括中国在内的新兴市场和发展中经济体，预计 2020 年和 2021 年的经济增长率分别为-5.7%和 5.0%。3）东盟五国是除中国外唯一有望在 2021 年恢复到疫情前水平的主要经济体。预计 2020 年印度经济的萎缩幅度将创纪录。

我们认为与经济复苏相关的风险仍然很高。未来经济恢复的力度将很大程度上取决于新冠感染率、疫苗的上市与接种以及政府和央行的持续支持。我们预计，随着疫情的影响逐渐消失，2021 年下半年世界经济复苏路径将更加明确。

正面因素：1）与春季的疫情相比，政府、医院和医务人员现在拥有更充足的药品、医疗设备和相关经验来应对疫情和救治患者。尽管确诊病例数上升，但死亡率在下降。大规模检测和传染病溯源工作的推进，降低了严格封锁的必要性。政府采取的保持社交距离措施不再那么严厉，而是更有针对性，减少了对经济的不必要打击；2）疫苗研发方面取得的积极进展有助于增强民众信心，但疫苗时间表仍然高度不确定，疫苗的大规模生产和分销至关重要；3）某些经济活动，特别是工业生产和建筑业，受疫情影响较小，而消费支出也受到了各国财政纾困政策的支持。

负面因素：1）流动性过剩可能带来长期问题。我们认为，在初期反弹之后的下一个复苏阶段，政策将继续发挥至关重要的作用。世界各国政府和央行采取的大规模政策支持对信心的恢复功不可没，防止大规模裁员和破产的发生。为了防止更严重的经济衰退，政府债务水平走高是不可避免的。然而，过往的危机经验告诉我们，过早收紧政策和撤回支持性措施，可能会给尚显脆弱的复苏带来另一次打击；2）能源价格长期保持在低谷水平，表明全球需求仍然疲弱；3）尽管基本面疲弱，但许多主要股市升至创纪录高位，表明流动性充裕导致了资产价格膨胀。货币政策持续放松可能会扭曲社会资源的合理配置；4）贫富差距明显扩大。

对中国经济的看法

我们看好中国经济前景。招商证券认为：1）在基本情形下，2021 年 GDP 增长率可能反弹至 9.1%，其中消费和制造业投资将成为主要推动力。我们的预测高于彭博一致预期的 8.2%。分季度 GDP 预测分别为 17.9%、7.8%、6.5%和 5.4%，2020-2021 年复合增长率为 5.5%；2）我们预计 CPI 和 PPI 将分别上涨 1.0%和 0.6%，不存在显著的通胀压力；3）房地产开发投资将不再是主要的增长动力；4）考虑到中国经济稳步增长的前景，以及政策设计从“逆周期调控”转向“跨周期调控”，财政和货币政策的总体政策基调可能保持中性。后者更侧重于处理经济面临的长期问题和挑战；5）人民币兑美元可能会持续走强。由于预计美元指数将进入下行周期，美元兑人民币汇率到 2021 年中预计将跌至 6.45，到 2021 年年底跌至 6.05。中国央行最近通过一系列政策操作，显示出对人民币走强更高的容忍度。

经济增长的主要下行风险可能来自以下方面：1）由于地方政府财政紧张，基础设施投资有可能低于预期；2）房地产开发投资不再是经济增长的主要驱动因素，因为政府新出台的"三条红线"政策旨在更好地规范开发商的融资和杠杆率。自 2018 年以来，房地产开发投资增速一直高于整体固定资产投资增速。2020 年前 10 个月，房地产市场表现出韧性，房地产开发投资同比增长 6.3%，房地产销售额/销售面积同比增长 5.8%/0.0%，其中 8-10 月同比强劲增长 21.8%/11.7%。8 月份"三条红线"出台后，开发商土地购置面积开始下降。招商证券预计 2021 年房地产开发投资的年增速将放缓至 3-5%（2016-2020 年的年复合增长率约为 8%）；3）拜登政府上台带来外交政策方面的不确定性。

对股市的看法

A股和MSCI中国指数：自4月以来，我们一直认为A股和MSCI中国指数将跑赢其它主要市场，主要由于中国的经济已回到正常复苏轨道。年初至今，MSCI中国指数和沪深300指数均录得24%的回报。我们对这两个指数的前景持谨慎乐观态度，中国整体的宏观环境不断好转是核心推动力。但我们预计先前强劲的涨势将放缓；一些潜在风险甚至可能在短期至中期引发大幅回调，原因如下：1）4月以来的强劲反弹在很大程度上已反映了盈利前景；目前的估值似乎越来越高。MSCI中国指数目前估值为16.7倍前瞻市盈率，而历史中值为12.5倍。下一个阶段的表现将受到盈利预测上调而非进一步的估值扩张驱动；2）我们预计货币政策将维持宽松，但流入股市的资金可能会有所放缓；3）中概股面临从美国市场退市的不利因素；4）拜登对华政策的不确定性。

香港股市：在新冠疫情爆发之前，香港本地经济已经受到本地社会事件的严重打击。随着《国家安全法》的实施，香港成为中美之间激烈角逐的战场。自 4 月初以来，我们一直对港股持谨慎态度，预计恒生指数二季度和三季度将维持在 23,000 - 26,000 点区间震荡，并在四季度有较佳表现。恒生指数到目前为止的表现符合我们的预期。年初至今和自四季度以来，恒生指数分别录得-6%和 13%的回报。我们预计恒生指数在 2021 年将有较好的表现，并在 23,500 至 30,500 点区间震荡（相当于 11 倍至 14.5 倍前瞻市盈率），原因如下：1）在新冠疫情逐渐消退后，通关限制将会逐步解除；2）金融和房地产板块在恒生指数中权重较大，经济活动的恢复将令这些估值承压的板块和本地消费标的得到重估；3）中概股二次上市将提高新经济股在基准指数中的权重，吸引资金流入；4）二次上市股票可能获纳入港股通合资格股票名单；5）估值不高；恒生指数当前估值为 12.8 倍前瞻市盈率，而历史中值为 11.2 倍。

行业偏好：1）我们继续看好如建筑和资本品、水泥、能源、交通等周期性行业，以及非必需消费品（特别是线下消费、教育和汽车）。2）医疗保健行业的增长势头将在新冠疫情过后放缓。事实上，整个行业在三季度和四季度都经历了调整。我们预计行业轮动在 2021 年将更加明显，行业龙头和二线企业之间的差距将加速拉大；生物科技，CRO/CDMO 的龙头可能仍然具有吸引力；3）我们对电信行业持谨慎乐观态度，因为在移动 ARPU 上升和估值处于历史低位的推动下，电信行业的股票估值可能重估，但美国投资者（由于特朗普政府对持有某些中国企业股票采取的限制措施）有可能清空仓位，或会为某些美国投资者持股比例较高的电信上市公司带来下行风险。至于科技硬件行业，我们预计，在 5G 手机的实际需求上升的情况下，稳固的基本面将得以持续；库存补货将不再是 2021 年下半年的驱动因素，但我们担心出现投资者在业绩期逢高卖出的潜在风险。4）我们对电商和手游保持审慎乐观；线下消费的全面复苏将挤出部分增长势头。5）由于需求复苏，我们预计公用事业行业估值将重估。6）我们对保险行业的看法转为正面。

行业偏好

行业	2020年第四季度至今表现	2020年初至今表现	2021年行业偏好	行业首选
汽车与零部件	70.1%	170.2%	😄	吉利汽车（175 HK），比亚迪（1211 HK）
耐用消费品与服装	20.8%	43.1%	😄	安踏（2020 HK），特步（1368 HK）
媒体与娱乐	9.4%	32.2%	😄	腾讯（700 HK），哔哩哔哩（BILI US）
消费者服务	1.1%	29.6%	😄	新东方（EDU US），海底捞（6862 HK）
原材料	17.4%	20.6%	😄	海螺水泥（914 HK）
资本货物	9.5%	1.8%	😄	中联重科（1157 HK），中国中铁（390 HK）
运输	9.8%	-2.2%	😄	南方航空（1055 HK）
保险	17.6%	-3.6%	😄	平安保险（2318 HK）
公用事业	15.3%	-4.2%	😄	昆仑能源（135 HK），新奥能源（2688 HK）
电信	-6.1%	-29.4%	😄	中国移动（941 HK），中国电信（728 HK）
电商	-0.6%	46.4%	😐	京东（JD US）
医疗保健	3.2%	39.4%	😐	信达生物（1801 HK），百济神州（BGNE US）
科技硬件	16.2%	39.1%	😐	瑞声科技（2018 HK）
日常消费	7.4%	38.4%	😐	–
银行	23.1%	-7.8%	😐	邮储银行（1658 HK）
房地产	3.0%	-16.4%	😐	–
能源	8.6%	-30.0%	😐	–
多元金融	6.2%	5.7%	☹️	–

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 12 月 1 日

目录

全球经济：逐步恢复但前路坎坷 8
大规模政策支持避免了更坏的情形 8
反弹速度快于预期，但势头放缓 11
疫苗在望：疫情结束初现曙光？ 15
全球经济将在 2021 年下半年步入正轨，各国复苏步调参差不齐 17
中国经济：2021 年将保持稳步增长势头 20
生产率先复苏，消费随后赶上 20
出口增长强劲，但主要集中在个别品类 22
服务业依然承压，但释放出乐观信号 23
预计在消费和制造业投资的拉动下，中国经济在 2021 年将增长 9% 26
十四五规划：聚焦内需和科技自主的中长期蓝图 29
香港经济：初步显示触底回升迹象 34
美国经济：2021 年开局低迷，下半年前景有望好转 36
对复苏趋势抱持谨慎乐观，预期下半年得益于疫苗使用令经济前景好转 36
预计 2021 年全年货币政策将保持充分宽松 36
新冠疫情发展和疫苗进展 38
消费依旧是经济复苏的基石；但服务业消费至少在 2021 上半年依然会滞后 40
预计设备投资和企业建筑投资将在 2021 下半年走势趋同 43
劳动力市场可能需要数年才得以完全复苏 44
离岸中国股市和美国股市 46
股市表现和估值 46
盈利预期 52
资金流动 53
我们对市场和行业偏好的看法 57
主要风险和催化剂 59
中美关系：不稳定性减少，但紧张局势或持续 59
中概股退市风险渐增 60
潜在的资本外流风险 61
首选推荐 64
投资评级定义 116

行业展望

餐饮 65
运动服饰 68
教育 71
互联网 74
公用事业 78
电信 83
汽车汽配 86
航空 89
建材 92
基建及工程机械 95
硬件科技 98
医药、医疗 101
保险 104
银行 108
券商 112

图表

图表 1：政府财政盈余（占 GDP 百分比）：2020-2022 年赤字率将达到高水平 9
图表 2：国际货币基金组织：政府负债余额（占 GDP 百分比） 10
图表 3：全球主要央行总资产规模自疫情以来迅速扩大 11
图表 4：分国家/地区 Markit PMI：自 6 月以来经济开始复苏 12
图表 5：每日新增确诊病例（7 天移动平均）：欧洲主要国家 13
图表 6：每日新增确诊病例（7 天移动平均）：金砖国家（除中国外） 13
图表 7：每日新增确诊病例（7 天移动平均）：主要拉美国家（除巴西外） 14
图表 8：欧洲主要国家：政府应对措施严厉程度指数（100 = 最严厉） 14
图表 9：临床三期试验阶段的新冠疫苗 16
图表 10：全球 GDP 增长预测：2020 年跌至负值，2021 年恢复增长 18
图表 11：全球 GDP 预测（2019 年=100） 19
图表 12：三大需求对中国 GDP 当季同比增长的拉动 20
图表 13：中国规模以上工业增加值 21
图表 14：中国社会消费品零售 21
图表 15：中国固定资产投资 21
图表 16：中国货物进出口 21
图表 17：2020 年三季度中国出口增长主要集中在几个品类 22
图表 18：中国分目的地出口增长 22
图表 19：中国分产业 GDP 同比增速：第三产业增速受疫情打击较为明显，但正在逐步恢复疫情前水平 23
图表 20：对中国 GDP 累计同比的贡献率：第三产业受疫情影响占比下跌 24
图表 21：第三产业分子行业增速 24
图表 22：中国服务业生产指数 25
图表 23：中国社会消费品零售 25
图表 24：中国经济数据预测 27
图表 25：房地产开发投资增速持续高于整体固定资产投资增速 27
图表 26：三条红线新规出台以后开发商土地购置面积开始减速 28
图表 27：人民币汇率今年 6 月以来显著走强 28
图表 28：中国 GDP 支出法三大需求占比：消费、投资和净出口 30
图表 29：中国 GDP 三大需求对同比增长的贡献率 31
图表 30：中国在 2010 年迈入中高收入国家行列，并力争在 2025 年迈入高收入国家行列 31
图表 31：世界银行按收入划分国家分类 32
图表 32：二〇三五年社会主义现代化远景目标 33
图表 33：“十四五”时期经济社会发展目标 33
图表 34：香港 GDP 增长 35
图表 35：香港零售销售额 35
图表 36：访港旅客 35
图表 37：香港失业率 35
图表 38：美联储资产负债表 37
图表 39：美联储国债购买速率 37
图表 40：美联储紧急信贷支持工具 37
图表 41：美国 M2 增长 37
图表 42：美国每日新冠确诊人数 39
图表 43：美国每日新冠死亡人数 39
图表 44：美国新冠患者住院人数 39
图表 45：美国分地区确诊人数（每百万居民，7 天移动平均） 39
图表 46：美国实际 GDP 增速 41
图表 47：实际 GDP 水平 41
图表 48：美国商品及服务消费水平 41
图表 49：消费者信心指数 41

图表 50：个人收入 42
图表 51：个人储蓄 42
图表 52：名义零售增速 42
图表 53：名义零售目前高于疫情前水平 42
图表 54：耐用品订单 43
图表 55：资本品订单 43
图表 56：营建支出 44
图表 57：NAHB 房地产市场指数 44
图表 58：非农就业人数仍然处在 2015 年的水平 45
图表 59：失业率 45
图表 60：非农就业人数变化 45
图表 61：暂时和永久性失业人数 45
图表 62：主要股指本币计价回报（根据年初至今回报排序） 47
图表 63：主要股指美元计价回报（根据年初至今回报排序） 47
图表 64：离岸和在岸中国市场年初至今表现 48
图表 65：主要股指年初至今表现：估值变化和盈利调整 48
图表 66：MSCI 中国指数分行业表现（根据年初至今回报排序） 49
图表 67：股价表现：FAAMG vs 标普 500 指数 50
图表 68：股价表现：ATMJ vs MSCI 中国指数 50
图表 69：主要股指目前前瞻市盈率及历史水平 51
图表 70：主要股指目前前瞻市净率及历史水平 51
图表 71：主要股指盈利预测调整情况 52
图表 72：恒生指数 EPS 一致预测调整 52
图表 73：MSCI 中国指数 EPS 一致预测调整 52
图表 74：沪深 300 指数 EPS 一致预测调整 53
图表 75：标普 500 指数 EPS 一致预测调整 53
图表 76：自 2018 年以来流入亚洲新兴股票市场（除中国外）的资金流 54
图表 77：互联互通南下持股情况 54
图表 78：南下资金年交易额 55
图表 79：南下资金年净流入额 55
图表 80：互联互通南下月度交易额 55
图表 81：互联互通南下月度净流入额 56
图表 82：行业偏好 58
图表 83：中美第一阶段贸易协议下中国承诺的 2020-2021 年采购额（较 2017 年提高幅度） 59
图表 84：目前在港交所根据主板上市规则 19C 章进行二次上市场的 10 个股票 60
图表 85：被列入美国商务部实体清单的上市公司 62
图表 86：被美国国防部列入支持中国军民融合战略的公司名单 63
图表 87：招商证券首选 64

全球经济：逐步恢复但前路坎坷

大规模政策支持避免了更坏的情形

自今年年初以来，全球已有超过 6,300 万人感染新冠肺炎，超过 140 万人因此丧生。全球经济已被拖入 1930 年代大萧条以来最严重的经济衰退。各国政府采取了各种财政措施来应对由此次疫情导致的经济衰退，包括向受影响的公司和家庭直接提供现金援助、为企业维持就业提供工资补贴、扩大和提高失业保险覆盖面、税收减免和延期等。根据国际货币基金组织的数据，截至 2020 年 9 月 11 日，全球应对新冠疫情的财政措施总计已达 11.7 万亿美元，约占全球 GDP 的 12%。到 2020 年，政府赤字率将较 2019 年飙升 8.8 个百分点，达到 12.7%。政府总负债率将攀升 15.7 个百分点，达到 98.7%，这也部分归咎于 GDP 的下跌。

各国央行也迅速做出反应，大幅下调利率，建立特殊贷款机制，扩大资产购买计划。主要央行（美联储、欧洲央行、日本央行）的资产负债表规模从 3 月底的 14.3 万亿美元扩张到目前的 22.1 万亿美元，飙升 55%。今年 8 月，美联储宣布了几十年来对其货币政策框架进行的最大调整，寻求在一段时间内实现 2%的平均通胀目标，并评估实际就业相对于最大就业的“落差”（此前为偏差）。美国政府推出的财政刺激方案总计达 3 万亿美元。欧盟达成了规模创纪录的 7,500 亿欧元抗疫复苏一揽子基金，其中包括 3,900 亿欧元的补贴和 3,600 亿欧元的贷款。此协议的达成标志着欧盟首次使用自身的顶级信用评级发行共同债券以及直接向成员国发放补贴。上述措施在很大程度上防止了大范围的企业倒闭和破产，以及大规模裁员，并帮助经济在封锁解除后实现了初步复苏。然而，这些政策的副作用，如债务水平上升，可能需要数年时间才会消退。

图表 1：政府财政盈余（占 GDP 百分比）：2020-2022 年赤字率将达到高水平

				预测		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
全球	**-3.0**	**-3.1**	**-3.9**	**-12.7**	**-7.6**	**-5.9**
发达经济体	**-2.4**	**-2.7**	**-3.3**	**-14.4**	**-6.9**	**-4.6**
美国	-4.6	-5.8	-6.3	-18.7	-8.7	-6.5
欧元区	-1.0	-0.5	-0.6	-10.1	-5.0	-2.7
法国	-2.9	-2.3	-3.0	-10.8	-6.5	-5.3
德国	1.4	1.8	1.5	-8.2	-3.2	0.6
意大利	-2.4	-2.2	-1.6	-13.0	-6.2	-3.9
西班牙	-3.0	-2.5	-2.8	-14.1	-7.5	-5.8
日本	-3.1	-2.5	-3.3	-14.2	-6.4	-3.2
英国	-2.5	-2.3	-2.2	-16.5	-9.2	-7.1
加拿大	-0.1	-0.4	-0.3	-19.9	-8.7	-5.4
其他	1.4	1.3	0.0	-6.8	-4.3	-2.5
新兴市场和发展中经济体	**-4.2**	**-3.8**	**-4.9**	**-10.7**	**-9.2**	**-8.1**
不包括中东和北非（MENAP）的产油国	-4.1	-4.0	-5.1	-10.7	-9.3	-8.3
亚洲	-4.0	-4.5	-6.1	-11.4	-11.0	-10.0
中国	-3.8	-4.7	-6.3	-11.9	-11.8	-10.9
印度	-6.4	-6.3	-8.2	-13.1	-10.9	-10.0
欧洲	-1.8	0.4	-0.7	-7.2	-4.5	-3.4
俄罗斯	-1.5	2.9	1.9	-5.3	-2.6	-1.0
拉丁美洲	-5.5	-5.2	-4.1	-11.1	-5.3	-4.2
巴西	-7.9	-7.2	-6.0	-16.8	-6.5	-5.6
墨西哥	-1.1	-2.2	-2.3	-5.8	-3.4	-2.6
中东和北非（MENAP）	-5.7	-2.9	-3.9	-9.7	-7.0	-5.3
沙特阿拉伯	-9.2	-5.9	-4.5	-10.6	-6.0	-4.0
南非	-4.4	-4.1	-6.3	-14.0	-11.1	-7.9
低收入发展中国家	**-3.6**	**-3.4**	**-4.0**	**-6.2**	**-5.1**	**-4.5**
尼日利亚	-5.4	-4.3	-4.8	-6.7	-5.0	-5.1
产油国	**-2.9**	**0.1**	**-0.6**	**-10.7**	**-5.7**	**-3.8**

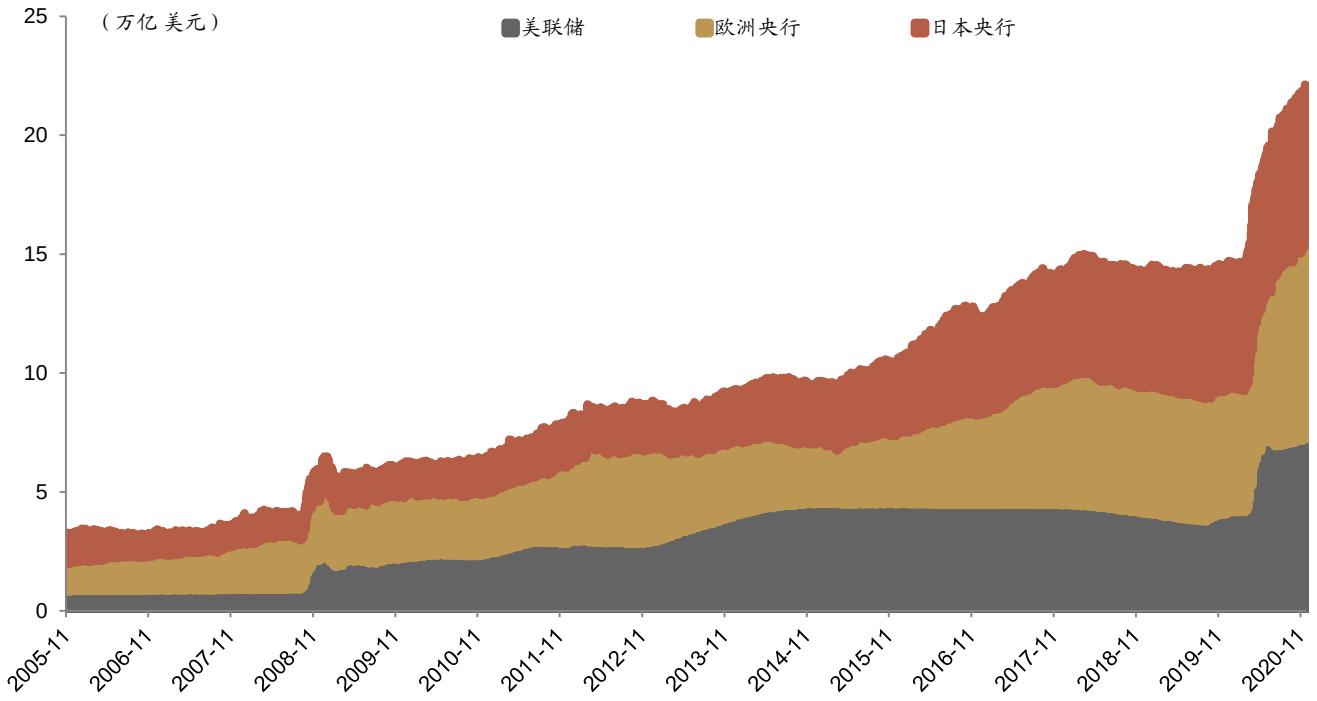
资料来源：国际货币基金组织、招商证券（香港）研究部

图表 2：国际货币基金组织：政府负债余额（占 GDP 百分比）

				预测		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
全球	**81.4**	**81.7**	**83.0**	**98.7**	**99.8**	**100.3**
发达经济体	**104.5**	**104.0**	**105.3**	**125.5**	**125.6**	**125.6**
美国	105.7	106.9	108.7	131.2	133.6	134.5
欧元区	87.6	85.7	84.0	101.1	100.0	98.4
法国	98.3	98.1	98.1	118.7	118.6	120.0
德国	65.0	61.6	59.5	73.3	72.2	68.5
意大利	134.1	134.8	134.8	161.8	158.3	156.6
西班牙	98.6	97.6	95.5	123.0	121.3	120.4
日本	234.5	236.6	238.0	266.2	264.0	263.0
英国	86.2	85.7	85.4	108.0	111.5	113.4
加拿大	90.5	89.7	88.6	114.6	115.0	114.7
新兴市场和发展中经济体	**48.1**	**50.1**	**52.6**	**62.2**	**65.0**	**67.5**
不包括中东和北非（MENAP）的产油国	49.7	51.8	54.1	63.7	66.7	69.2
亚洲	49.0	50.6	53.8	63.7	67.8	71.4
中国	46.4	48.8	52.6	61.7	66.5	71.2
印度	69.4	69.6	72.3	89.3	89.9	89.5
欧洲	29.6	29.3	29.0	37.8	38.8	39.2
俄罗斯	14.3	13.5	13.9	18.9	19.0	18.5
拉丁美洲	62.3	69.7	70.8	81.6	81.0	80.9
巴西	83.7	87.1	89.5	101.4	102.8	103.5
墨西哥	54.0	53.6	53.7	65.5	65.6	65.4
中东和北非（MENAP）	40.1	40.0	44.7	53.4	53.8	53.5
沙特阿拉伯	17.2	19.0	22.8	33.4	34.3	34.1
南非	53.0	56.7	62.2	78.8	82.8	85.7
低收入发展中国家	**42.4**	**42.9**	**43.3**	**48.8**	**49.7**	**49.1**
尼日利亚	25.3	27.7	29.1	35.0	35.5	36.2
产油国	**42.3**	**44.2**	**45.6**	**57.6**	**58.0**	**58.0**

资料来源：国际货币基金组织、招商证券（香港）研究部

图表 3：全球主要央行总资产规模自疫情以来迅速扩大



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

反弹速度快于预期，但势头放缓

经济快速复苏。数据显示，自 5 月和 6 月经济重启以来，主要经济体的复苏速度快于预期，这要归功于加强检测、提升治疗，更重要的是来自政府和央行的大规模政策支持。今年 7 月以来，包括美国、欧元区和英国在内的主要经济体的 Markit 制造业和服务业 PMI 均回升至荣枯线以上。2020 年三季度录得强劲反弹：美国 GDP 三季度环比年化增长 33.1%（相当于季度环比增长 7.4%），超过市场预期的 32.0%；欧元区 GDP 三季度环比增长 12.6%，远高于市场预期的 9.4%。中国在疫情后的复苏中领先于其他主要经济体。

最近的经济数据显示出明显的放缓迹象。最近两个月，新冠疫情在各主要国家再度爆发，尤其是美国和欧洲。每日新增感染人数已经超过前一波的峰值水平。住院率达到创纪录水平，医疗系统资源承压。零售客流量等高频指标出现了危险信号。根据 OpenTable 的数据，美国、德国、英国和加拿大的餐厅客流量再次下降。在各国政府采取新一轮封锁措施后，欧元区和英国的服务业 PMI 在 11 月份出现下滑。

世界各国的政策制定者正面临着一项越来越具有挑战性的任务，即在公共卫生和经济之间取得平衡。在 9 月和 10 月感染人数再度飙升后，欧洲各国政府采取了新的封锁措施，以减缓病毒的传播，这再次给未来的道路蒙上了阴影。但这些限制措施整体而言没有春季的第一轮那么严格（图表 8），因为政府对封锁措施造成的经济损失十分忌惮。学校、大学和一些企业被允许继续开放。然而，新的限制措施面临着来自公众的越来越大的压力，主要是由于保持社交距离的措施引起的抗疫疲劳，以及企业关闭导致的失业。

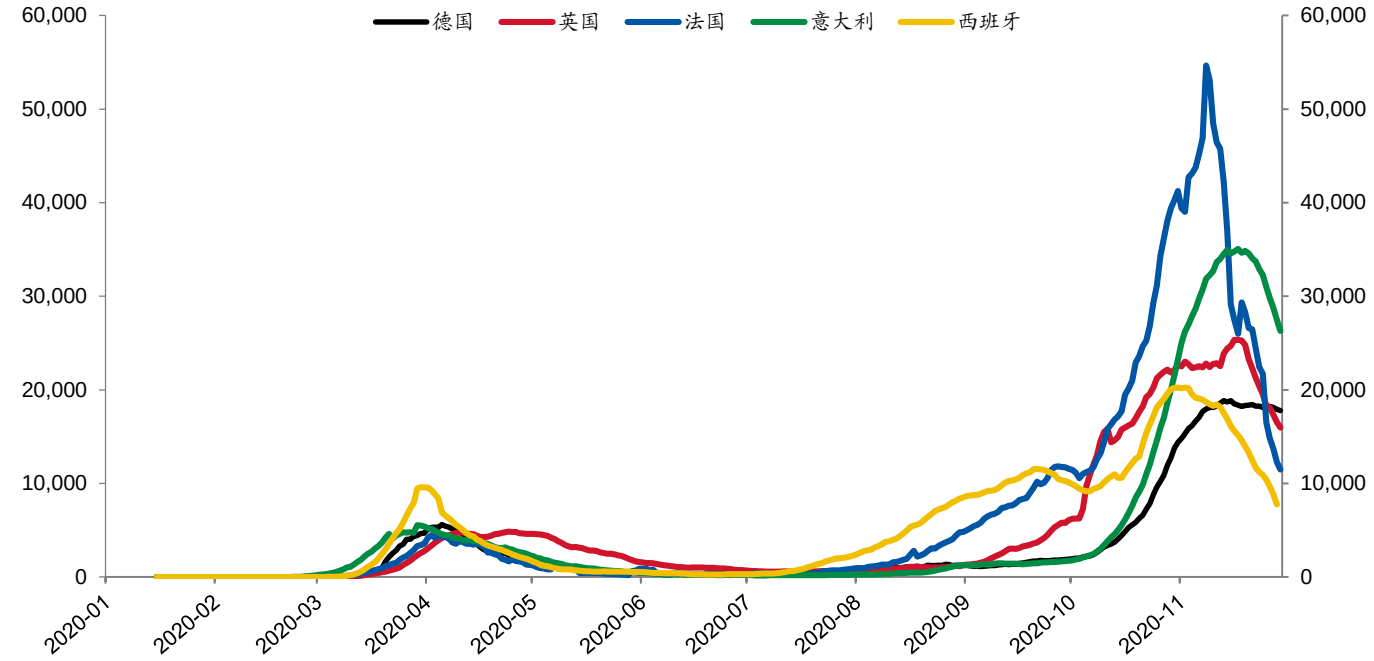
图表 4：分国家/地区 Markit PMI：自 6 月以来经济开始复苏

Markit PMI	2019年						2020年										
制造业	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
美国	50.4	50.3	51.1	51.3	52.6	52.4	51.9	50.7	48.5	36.1	39.8	49.8	50.9	53.1	53.2	53.4	56.7
中国	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9
欧元区	46.5	47.0	45.7	45.9	46.9	46.3	47.9	49.2	44.5	33.4	39.4	47.4	51.8	51.7	53.7	54.8	53.8
德国	43.2	43.5	41.7	42.1	44.1	43.7	45.3	48.0	45.4	34.5	36.6	45.2	51.0	52.2	56.4	58.2	57.8
法国	49.7	51.1	50.1	50.7	51.7	50.4	51.1	49.8	43.2	31.5	40.6	52.3	52.4	49.8	51.2	51.3	49.6
意大利	48.5	48.7	47.8	47.7	47.6	46.2	48.9	48.7	40.3	31.1	45.4	47.5	51.9	53.1	53.2	53.8	51.5
西班牙	48.2	48.8	47.7	46.8	47.5	47.4	48.5	50.4	45.7	30.8	38.3	49.0	53.5	49.9	50.8	52.5	49.8
荷兰	50.7	51.6	51.6	50.3	49.6	48.3	49.9	52.9	50.5	41.3	40.5	45.2	47.9	52.3	52.5	50.4	54.4
日本	49.4	49.3	48.9	48.4	48.9	48.4	48.8	47.8	44.8	41.9	38.4	40.1	45.2	47.2	47.7	48.7	49.0
印度	52.5	51.4	51.4	50.6	51.2	52.7	55.3	54.5	51.8	27.4	30.8	47.2	46.0	52.0	56.8	58.9	56.3
英国	48.0	47.4	48.3	49.6	48.9	47.5	50.0	51.7	47.8	32.6	40.7	50.1	53.3	55.2	54.1	53.7	55.6
巴西	49.9	52.5	53.4	52.2	52.9	50.2	51.0	52.3	48.4	36.0	38.3	51.6	58.2	64.7	64.9	66.7	64.0
加拿大	50.2	49.1	51.0	51.2	51.4	50.4	50.6	51.8	46.1	33.0	40.6	47.8	52.9	55.1	56.0	55.5	55.8
韩国	47.3	49.0	48.0	48.4	49.4	50.1	49.8	48.7	44.2	41.6	41.3	43.4	46.9	48.5	49.8	51.2	52.9
俄罗斯	49.3	49.1	46.3	47.2	45.6	47.5	47.9	48.2	47.5	31.3	36.2	49.4	48.4	51.1	48.9	46.9	46.3
墨西哥	49.8	49.0	49.1	50.4	48.0	47.1	49.0	50.0	47.9	35.0	38.3	38.6	40.4	41.3	42.1	43.6	43.7
印度尼西亚	49.6	49.0	49.1	47.7	48.2	49.5	49.3	51.9	45.3	27.5	28.6	39.1	46.9	50.8	47.2	47.8	50.6

服务业	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
美国	53.0	50.7	50.9	50.6	51.6	52.8	53.4	49.4	39.8	26.7	37.5	47.9	50.0	55.0	54.6	56.9	57.7
中国	51.6	52.1	51.3	51.1	53.5	52.5	51.8	26.5	43.0	44.4	55.0	58.4	54.1	54.0	54.8	56.8	
欧元区	53.2	53.5	51.6	52.2	51.9	52.8	52.5	52.6	26.4	12.0	30.5	48.3	54.7	50.5	48.0	46.9	41.3
德国	54.5	54.8	51.4	51.6	51.7	52.9	54.2	52.5	31.7	16.2	32.6	47.3	55.6	52.5	50.6	49.5	46.2
法国	52.6	53.4	51.1	52.9	52.2	52.4	51.0	52.5	27.4	10.2	31.1	50.7	57.3	51.5	47.5	46.5	38.0
意大利	51.7	50.6	51.4	52.2	50.4	51.1	51.4	52.1	17.4	10.8	28.9	46.4	51.6	47.1	48.8	46.7	
西班牙	52.9	54.3	53.3	52.7	53.2	54.9	52.3	52.1	23.0	7.1	27.9	50.2	51.9	47.7	42.4	41.4	
日本	51.8	53.3	52.8	49.7	50.3	49.4	51.0	46.8	33.8	21.5	26.5	45.0	45.4	45.0	46.9	47.7	46.7
印度	53.8	52.4	48.7	49.2	52.7	53.3	55.5	57.5	49.3	5.4	12.6	33.7	34.2	41.8	49.8	54.1	
英国	51.4	50.6	49.5	50.0	49.3	50.0	53.9	53.2	34.5	13.4	29.0	47.1	56.5	58.8	56.1	51.4	45.8
巴西	52.2	51.4	51.8	51.2	50.9	51.0	52.7	50.4	34.5	27.4	27.6	35.9	42.5	49.5	50.4	52.3	

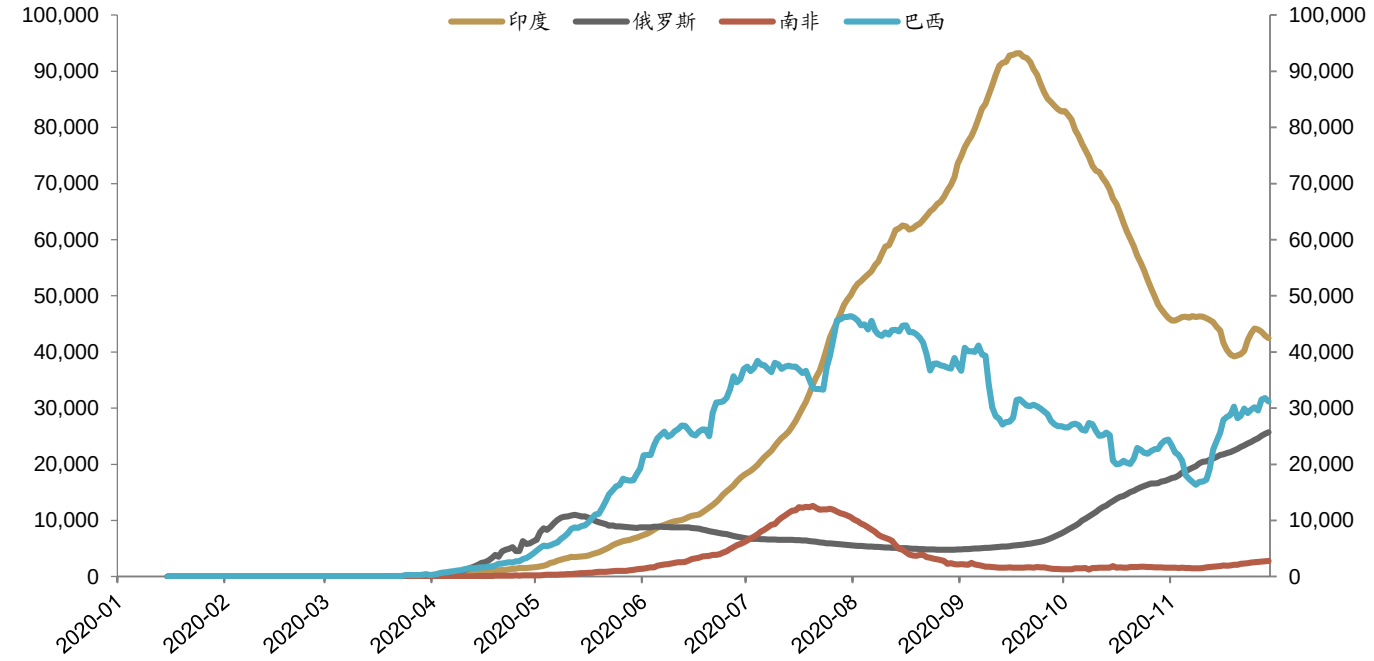
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 5：每日新增确诊病例（7 天移动平均）：欧洲主要国家



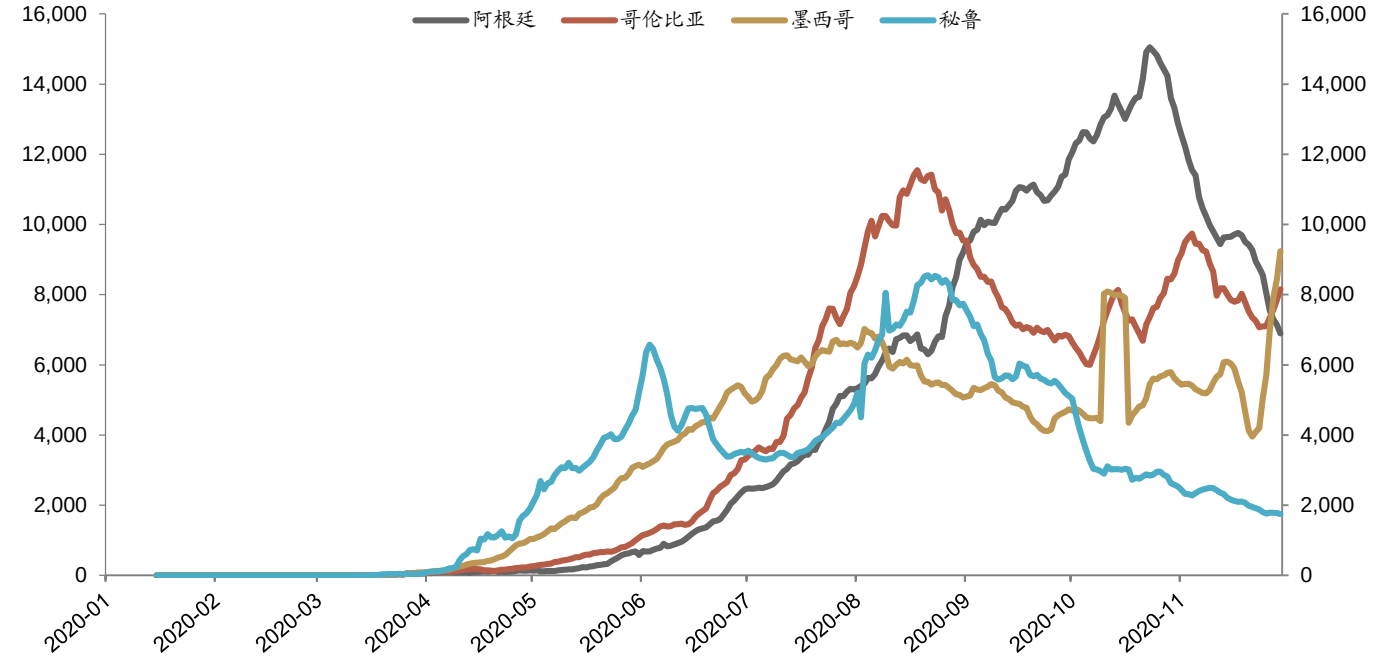
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 6：每日新增确诊病例（7 天移动平均）：金砖国家（除中国外）



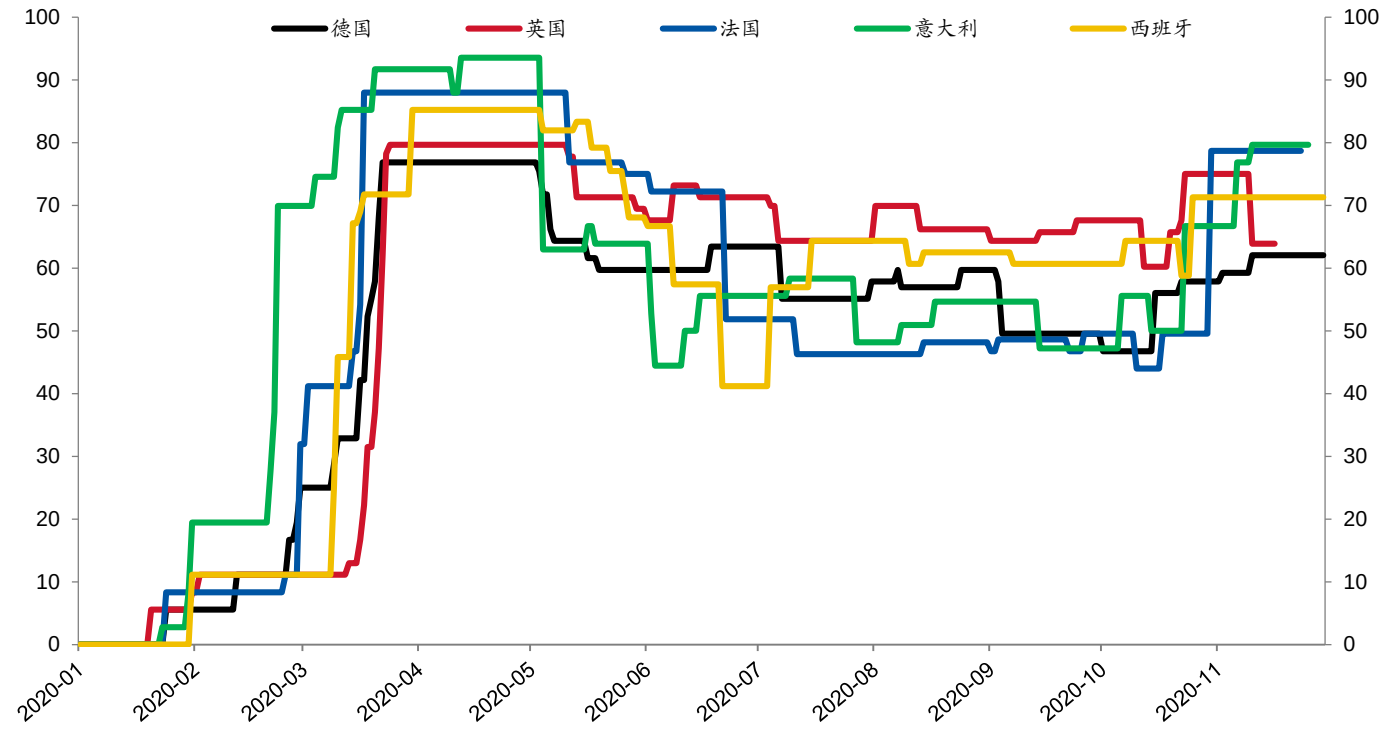
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 7：每日新增确诊病例（7 天移动平均）：主要拉美国家（除巴西外）



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 8：欧洲主要国家：政府应对措施严厉程度指数（100 = 最严厉）



资料来源：牛津大学新冠疫情政府相应追踪系统、招商证券（香港）研究部

疫苗在望：疫情结束初现曙光？

根据最近公布的后期试验数据，疫苗可能早于预期上市。11 月 9 日，辉瑞/BioNTech 宣布，根据其合作研发的新冠疫苗三期试验，首次中期分析显示疫苗的有效率超过 90%。11 月 16 日，根据后期临床试验的中期数据，Moderna 宣布其新冠疫苗 mRNA 1273 的有效率为 94.5%。11 月 23 日，阿斯利康宣布，其与牛津大学联合研发的 AZD1222 新冠病毒疫苗三期临床试验显示其平均有效率可到 70%。此外，其他一些候选疫苗也处于后期研究阶段（图表 9）。我们预计未来几个月将会有更多后期试验的中期数据公布。然而，疫苗的生产和分配方面仍然存在很大的不确定性。例如，辉瑞/BioNTech 的 mRNA 疫苗需要在零下 70C°的温度下储存和运输，即便在发达国家这也会导致大范围的运输和接种面临艰巨挑战。

疫苗将面临供应短缺，“富裕”国家最先获益并能受益最大。Oxfam 预计即使目前处于三期临床试验阶段的五种主要候选疫苗全部成功，世界上近三分之二的人口至少要到 2022 年才能获取疫苗。“富裕”国家将是第一批获得疫苗的国家。据 Oxfam 的资料，新冠肺炎候选疫苗 51%的订单由占世界人口 13%的富裕国家采购。在人均基础上，英国已经建立了数目和品类最多的疫苗采购组合，在几个主要候选疫苗上达成了采购协议，相当于人均 5 剂疫苗。紧随英国之后的是美国、加拿大、日本和欧盟。这意味着发达经济体将首先从疫苗的成功中受益，而发展中国家和低收入国家明年将无法获得足够的疫苗。

图表 9：临床三期试验阶段的新冠疫苗

	疫苗	公司	平台	阶段	开始日期	介绍	地点	NCT#
1	CoronaVac (PiCoVacc)	科兴生物	灭活	3 期	20 年 7 月	获批用于中国高危人群（如医务人员）的紧急接种计划。	中国 巴西	NCT04456595
2	Inactivated Vaccine	武汉生物制品研究所（国药集团）	灭活	3 期	20 年 7 月	中国批准世界上首个由 vero 细胞衍生的灭活新冠疫苗用于人体试验。	中国	ChiCTR2000034780 ChiCTR2000039000
3	BBIBP-CorV	北京生物制品研究所（国药集团）	灭活	3 期	20 年 6 月 (2 期)	请参阅上面第 2 条的描述。	中国	NCT04560881
4	AZD1222(ChAdOx1-S)	牛津大学/阿斯利康	非复制性病毒载体	3 期	20 年 6 月	招募约 5 万名疫苗受试者，使用非复制病毒将 RNA 导入细胞	全球	ISRCTN89951424
5	Ad5-nCoV	康希诺生物/北京生物技术研究所	非复制性病毒载体	3 期	20 年 8 月	一种表达 SARS-CoV-2 刺突糖蛋白（S 蛋白）的复制缺陷 Ad5 载体疫苗。被批准在中国部队内有限使用	中国 阿联酋	NCT04526990 NCT04540419
6	Sputnik-V	加玛丽亚流行病学和微生物学研究所	非复制性病毒载体	3 期	20 年 8 月	将测试 1 种液体型和 1 种粉状腺病毒载体疫苗。今年 5 月，该研究所所长表示，在开始临床试验之前，他和其他研究人员已经在自身上试验了该疫苗，这引发了争议。俄罗斯在进行 3 期试验之前批准了该疫苗的使用	俄罗斯/白俄罗斯	NCT04530396 NCT04564716
7	Ad26COVS1	强生	非复制性病毒载体	3 期	20 年 9 月	使用灭活病毒(Ad26)作为载体将 SARS-CoV-2 刺突蛋白导入细胞	全球	NCT04505722
8	NVX-CoV2373	Novavax	重组蛋白疫苗	3 期	20 年 8 月	将刺突蛋白抗原 DNA 编入以刺激产生免疫反应。该研究将测试候选者有无 Matrix-M 佐剂。	澳大利亚欧盟	NCT04611802 2020-004123-16
9	mRNA-1273	Moderna	RNA	3 期	20 年 7 月	在美国完成第一例人体注射。疫苗由一条合成的 mRNA 链组成，旨在引发免疫反应，产生对抗 SARS-CoV-2 的抗体	美国	NCT04470427
10	BNT162	辉瑞, BioNTech, 复星医药	RNA	3 期	20 年 7 月	首例在德国进行的新冠疫苗试验。它将测试 4 种不同的候选 mRNA 的格式和目标抗原	德国 美国 中国	NCT04368728

资料来源：FDA、世界卫生组织、公司网站、Artis Ventures、招商证券（香港）研究部

全球经济将在 2021 年下半年步入正轨，各国复苏步调参差不齐

IMF 在 10 月份发布的最新《世界经济展望》（World Economic Outlook）中预计，2020 年全球 GDP 将萎缩 4.4%，2021 年将反弹 5.2%，这意味着 2021 年的产出水平将比 2019 年高出 0.6%。然而，各国的复苏步调可能不一。1）对于发达经济体而言，2020 年经济产出将萎缩 5.8%，2021 年则反弹 3.9%，使经济比 2019 年水平（图表 11）低 2.1%。由于美国实施的封锁措施远没有欧洲国家严格，预计 2020 年美国经济萎缩幅度将较小。与北欧/西欧相比，南欧的经济衰退可能更严重、持续时间更长，因为意大利和西班牙严重依赖旅游业，而且由于债务水平较高，财政空间较小。2）2020 年中国将成为全球唯一实现正增长的主要经济体。2020 年至 2021 年，中国经济将累计增长 10.3%。对于不包括中国在内的新兴市场和发展中经济体，预计 2020 年和 2021 年的经济增长率分别为-5.7%和 5.0%。3）东盟五国是除中国外唯一有望在 2021 年恢复到疫情前水平的主要经济体。预计 2020 年印度经济的萎缩幅度将创纪录。

展望未来，与经济复苏相关的风险仍然很高。未来经济恢复的力度将很大程度上取决于新冠感染率、疫苗的上市与接种以及政府和央行的持续支持。我们预计，随着疫情的影响逐渐消失，2021 年下半年世界经济复苏路径将更加明确。

正面因素：1）与春季的疫情相比，政府、医院和医务人员现在拥有更充足的药品、医疗设备和相关经验来应对疫情和救治患者。尽管确诊病例数上升，但死亡率在下降。大规模检测和传染病溯源工作的推进，降低了严格封锁的必要性。政府采取的保持社交距离措施不再那么严厉，而是更有针对性，减少了对经济的不必要打击；2）疫苗研发方面取得的积极进展有助于增强民众信心，但疫苗时间表仍然高度不确定，疫苗的大规模生产和分销至关重要；3）某些经济活动，特别是工业生产和建筑业，受疫情影响较小，而消费支出也受到了各国财政纾困政策的支持。

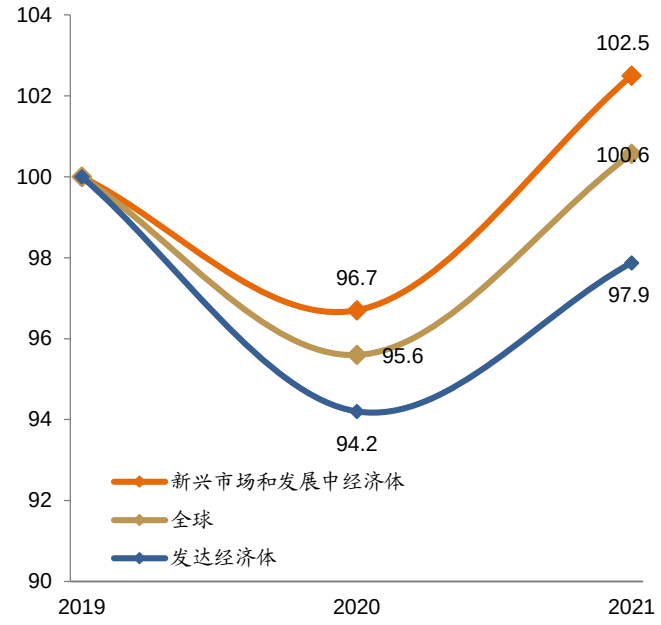
负面因素：1）流动性过剩可能带来长期问题。我们认为，在初期反弹之后的下一个复苏阶段，政策将继续发挥至关重要的作用。世界各国政府和央行采取的大规模政策支持对信心的恢复功不可没，防止大规模裁员和破产的发生。为了防止更严重的经济衰退，政府债务水平走高是不可避免的。然而，过往的危机经验告诉我们，过早收紧政策和撤回支持性措施，可能会给尚显脆弱的复苏带来另一次打击；2）能源价格长期保持在低谷水平，表明全球需求仍然疲弱；3）尽管基本面疲弱，但许多主要股市升至创纪录高位，表明流动性充裕导致了资产价格膨胀；4）贫富差距明显扩大。

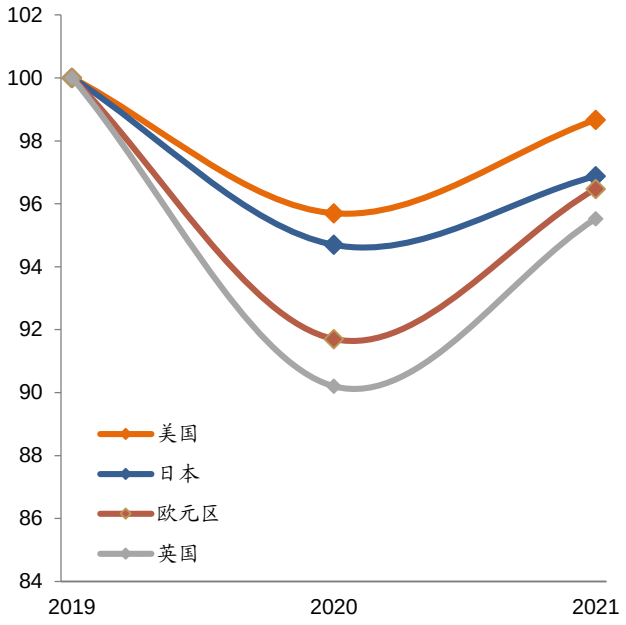
图表 10：全球 GDP 增长预测：2020 年跌至负值，2021 年恢复增长

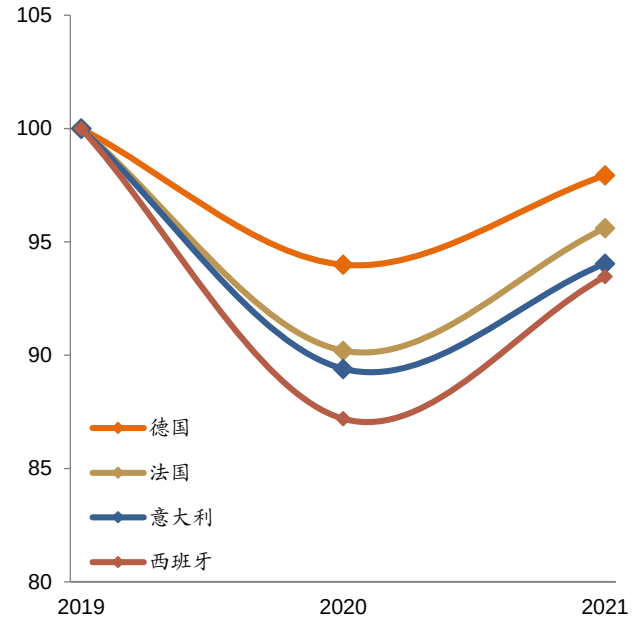
			预测	
（同比%）	2018	2019	2020	2021
全球	**3.5**	**2.8**	**-4.4**	**5.2**
发达经济体	**2.2**	**1.7**	**-5.8**	**3.9**
美国	3.0	2.2	-4.3	3.1
欧元区	1.8	1.3	-8.3	5.2
德国	1.3	0.6	-6.0	4.2
法国	1.8	1.5	-9.8	6.0
意大利	0.8	0.3	-10.6	5.2
西班牙	2.4	2.0	-12.8	7.2
日本	0.3	0.7	-5.3	2.3
英国	1.3	1.5	-9.8	5.9
加拿大	2.0	1.7	-7.1	5.2
其他发达经济体	2.7	1.7	-3.8	3.6
新兴市场和发展中经济体	**4.5**	**3.7**	**-3.3**	**6.0**
新兴和发展中亚洲	6.3	5.5	-1.7	8.0
中国	6.7	6.1	1.9	8.2
印度	6.1	4.2	-10.3	8.8
东盟五国	5.3	4.9	-3.4	6.2
新兴和发展中欧洲	3.3	2.1	-4.6	3.9
俄罗斯	2.5	1.3	-4.1	2.8
拉丁美洲和加勒比地区	1.1	0.0	-8.1	3.6
巴西	1.3	1.1	-5.8	2.8
墨西哥	2.2	-0.3	-9.0	3.5
中东和中亚	2.1	1.4	-4.1	3.0
沙特阿拉伯	2.4	0.3	-5.4	3.1
撒哈拉以南非洲	3.3	3.2	-3.0	3.1
尼日利亚	1.9	2.2	-4.3	1.7
南非	0.8	0.2	-8.0	3.0
低收入发展中国家	5.1	5.3	-1.2	4.9

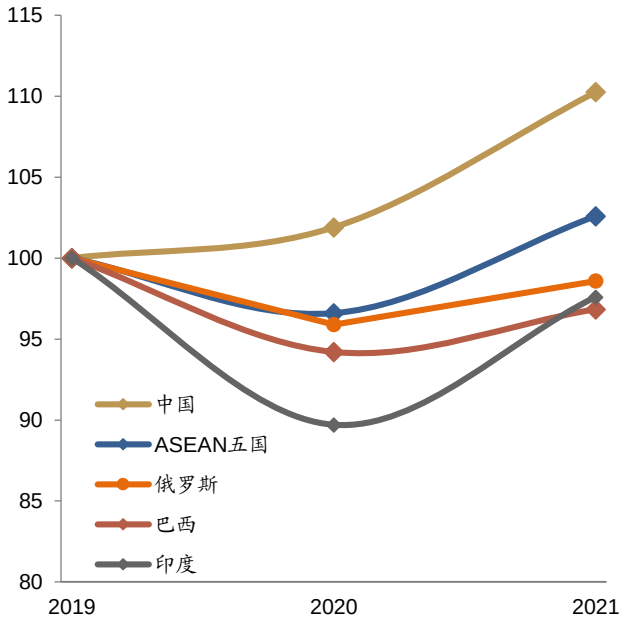
资料来源：国际货币基金组织、招商证券（香港）研究部

图表 11：全球 GDP 预测（2019 年=100）









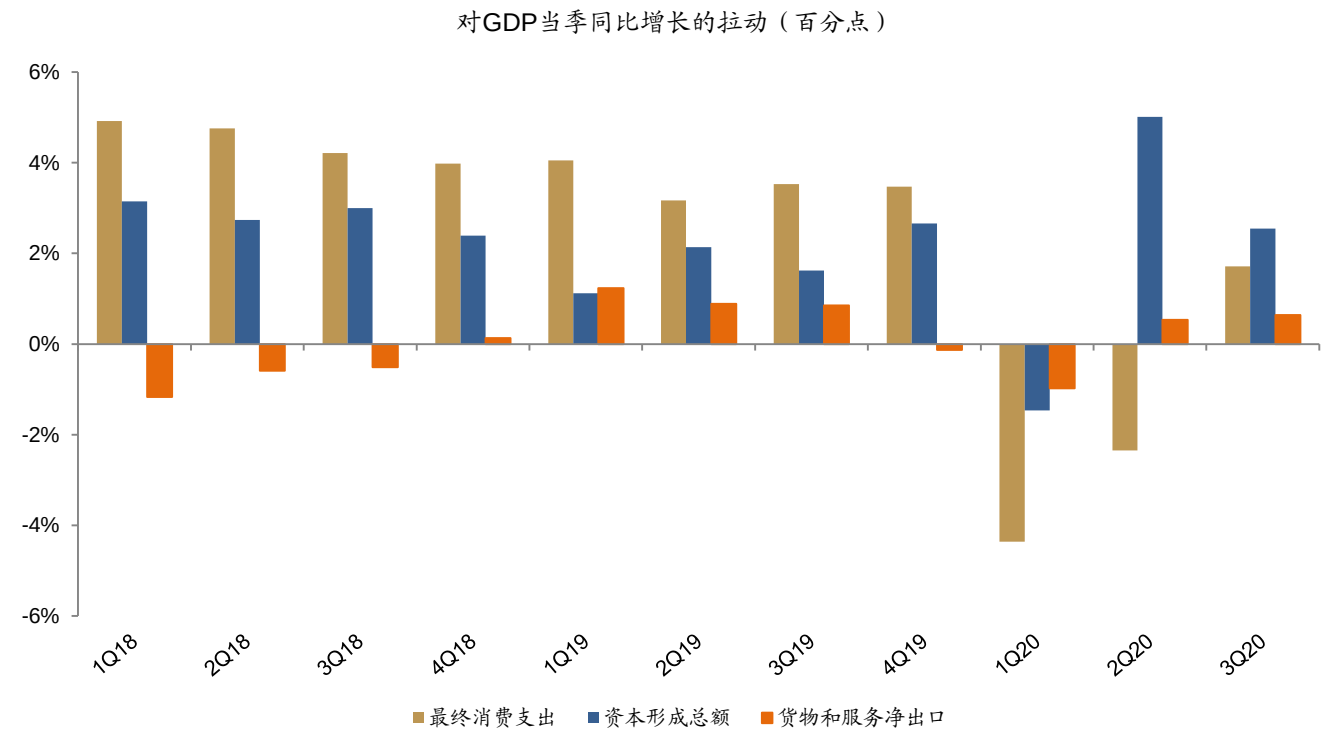
资料来源：国际货币基金组织、招商证券（香港）研究部

中国经济：2021年将保持稳步增长势头

生产率先复苏，消费随后赶上

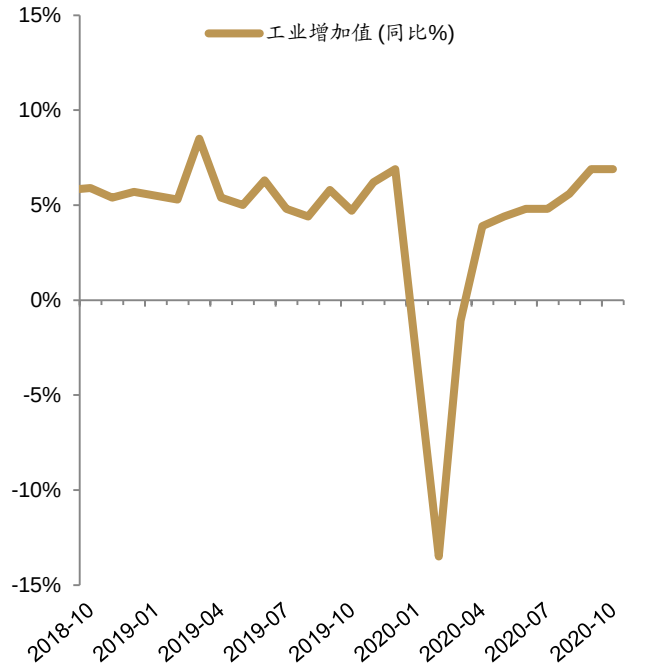
自 2 月份复工复产以来，中国经济稳步复苏。规模以上工业增加值在 4 月份恢复到正增长，此后一直稳步提速。最近，个人消费也开始迎头赶上，8 月份社会消费品零售额同比首次转正。10 月固定资产投资累计增长 1.8%，其中房地产开发投资涨幅最大，前 10 个月较去年同期增长 6.3%。今年 7 月至 10 月，中国出口增长持续超出市场预期（分别同比增长 7.2%、9.5%、9.9%和 11.4%）。第三季度，贸易顺差同比增长 34%，净出口对实际 GDP 增长的贡献为 13%。三季度消费、投资和净出口三驾马车都对 GDP 增长做出了正贡献。中国有望在 2020 年实现经济正增长，这与大多数正在抗击新冠疫情和经济衰退的国家形成鲜明对比。

图表 12：三大需求对中国 GDP 当季同比增长的拉动



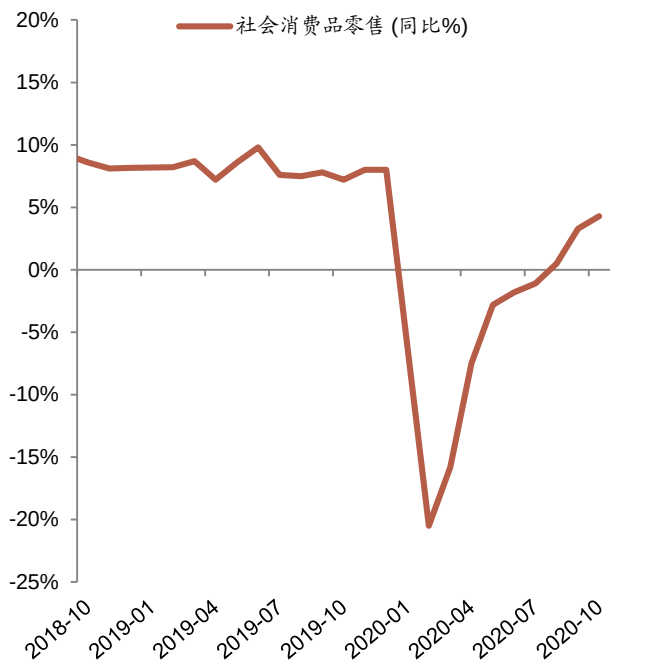
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 13：中国规模以上工业增加值



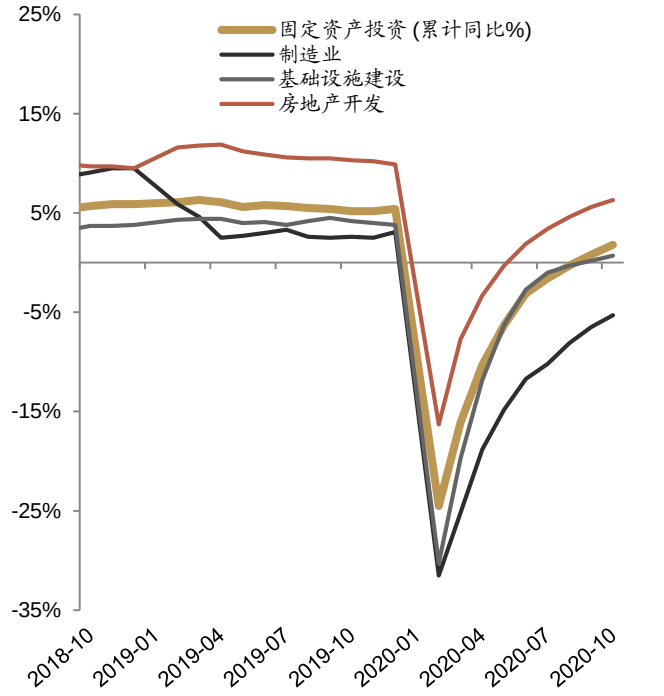
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 14：中国社会消费品零售



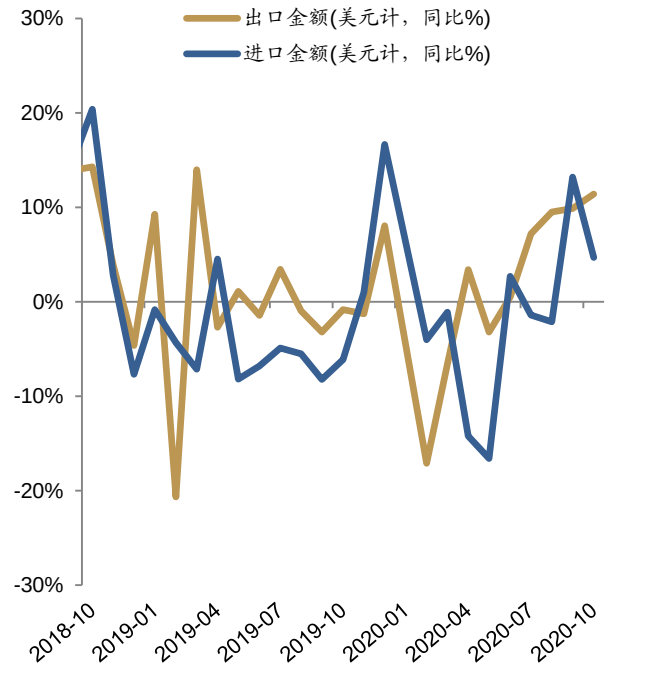
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 15：中国固定资产投资



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 16：中国货物进出口



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

出口增长强劲，但主要集中在个别品类

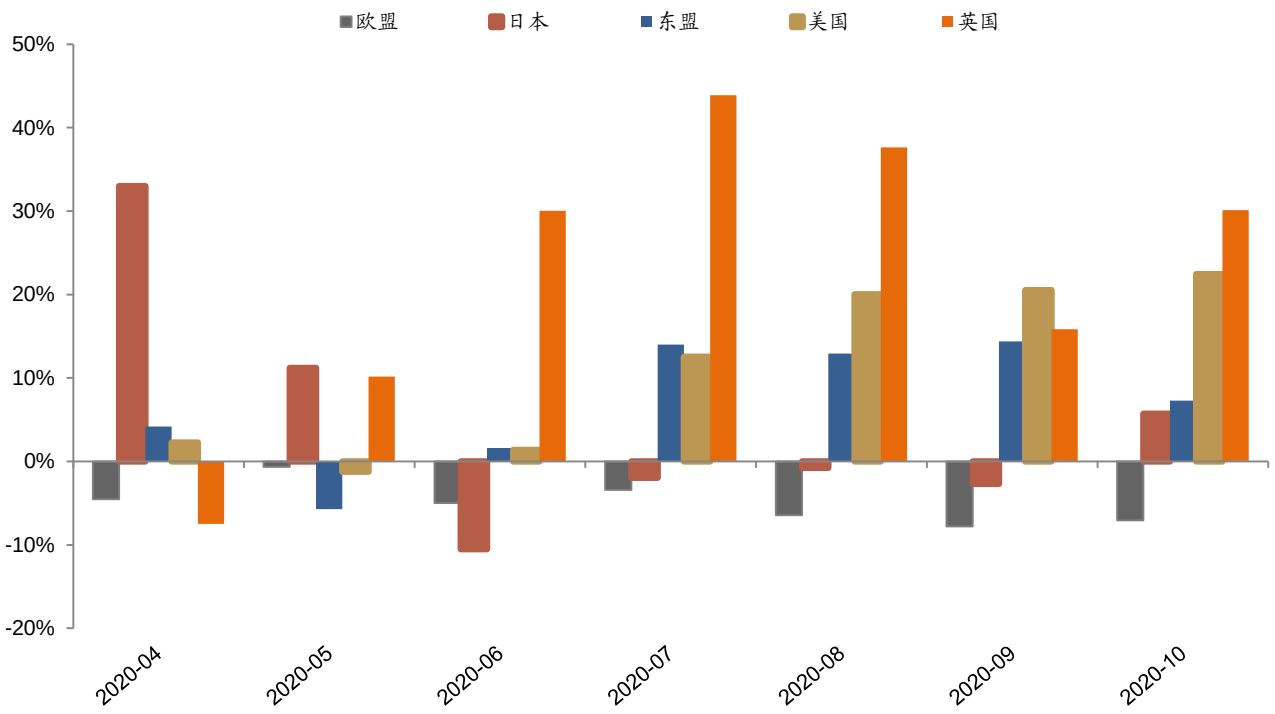
2020 年三季度，电机及器材、纺织制品（主要是口罩等个人防护装备）、机械及机械设备、家具、床上用品和床垫分别同比增长 10%、192%、14%和 26%，合计对出口同比增长的贡献超过 90%（图表 17）。我们认为出口增长好于预期背后有几个主要驱动因素：1）在全球疫情爆发期间，对个人防护装备和医疗设备的需求；2）在家办公带来的额外办公产品需求，包括个人电脑等；3）由于低利率环境和长时间居家保持社交距离，房地产相关需求旺盛，包括家具和家电；4）由于其他国家的生产活动和供应链受疫情影响中断而将生产转移至中国。

图表 17：2020 年三季度中国出口增长主要集中在几个品类

		3Q20	
项目	**HS 编码**	**出口增长（同比%）**	**对出口增长的贡献占比**
电机、电气、音像设备及其零附件	85	10.0%	30.6%
其他纺织制成品	63	192.1%	25.1%
核反应堆、锅炉、机械器具及零件	84	14.0%	24.9%
家具；寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫	94	26.0%	11.1%
其他项目		1.4%	8.3%
总出口		**8.8%**	**100.0%**

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 18：中国分目的地出口增长



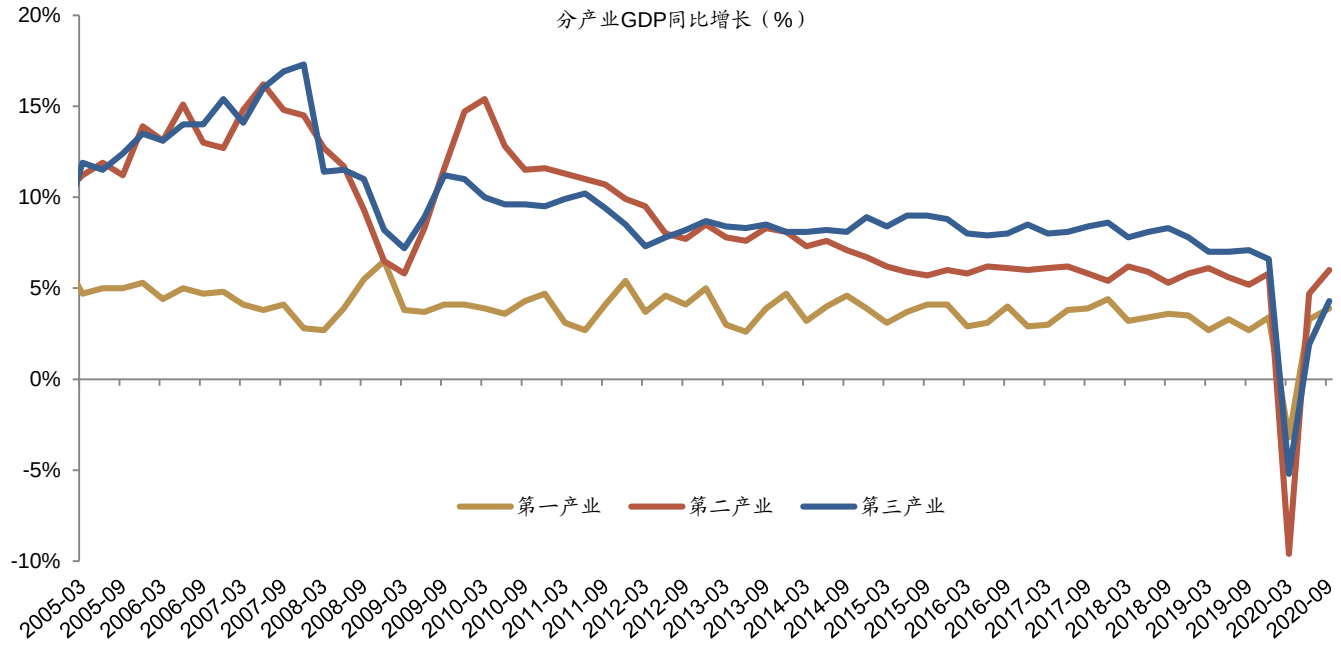
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

服务业依然承压，但释放出乐观信号

今年二、三季度，第三产业 GDP 同比增长 1.9%和 4.3%，增速均低于第二产业（同比增长 4.7%和 6.0%）（图表 19），这种情况在过去 7 年里都未曾出现。在过去 7 年里，第三产业的增长持续高于第二产业。前三季度，第三产业对 GDP 增长的贡献率为 30.5%（第二产业为 49.2%），远低于 2016-2019 年期间 60.5%的平均水平（图表 20）。

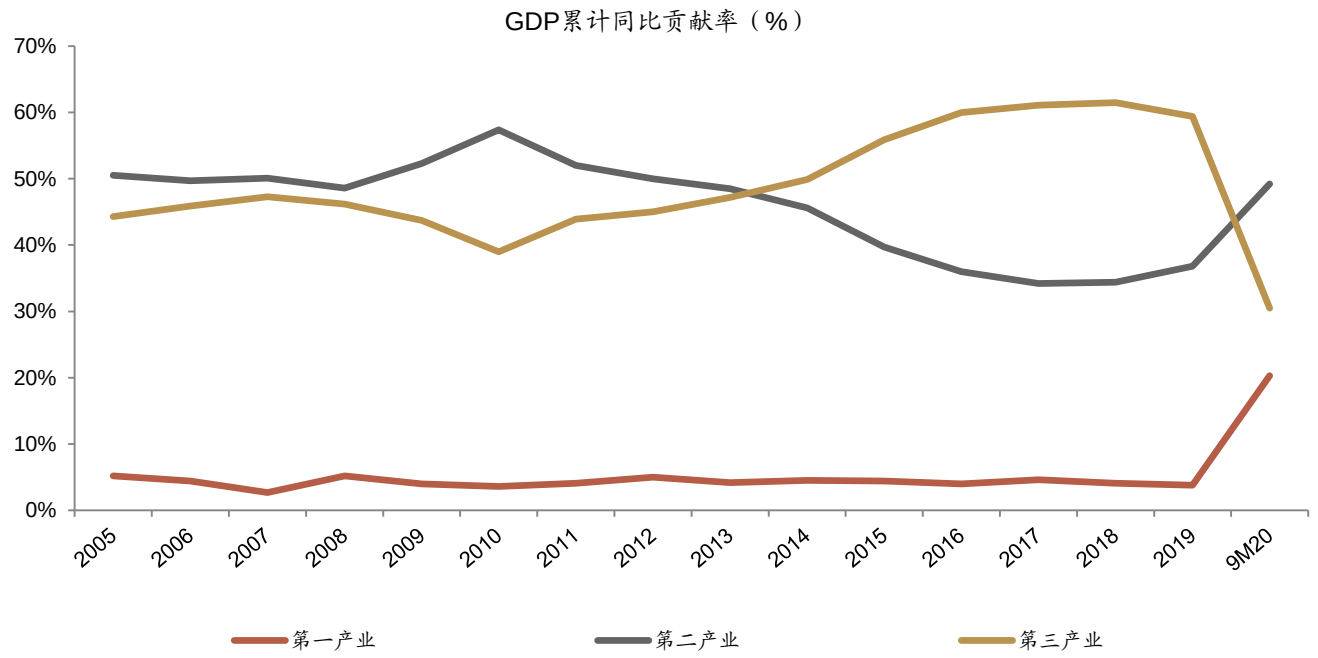
疫情以来，第三产业各部门的增长率出现明显分化。尽管中国在控制疫情方面相对较为有效，但仍时不时发生零星疫情。由于采取了常态化的预防和控制措施，某些服务部门的活动依然受到抑制。需要较少人际交往的行业，如信息技术、软件和金融中介，仍保持强劲的个位数至两位数增长。运输、仓储和邮政以及批发和零售在二季度恢复了同比正增长，尽管增速仍低于疫情前的水平。然而，住宿和餐饮服务以及租赁和商业服务的同比增长率在三季度仍为负值（图表 21）。不过，**最近的数据显示，服务业的前景出现乐观信号。**月度零售数据显示，10 月份餐饮收入首次恢复同比正增长（图表 23）。10 月份服务业生产指数同比上升 7.4%（9 月份为 5.4%），几乎回到了疫情前的增长路径（图表 22）。

图表 19：中国分产业 GDP 同比增速：第三产业增速受疫情打击较为明显，但正在逐步恢复疫情前水平



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 20：对中国 GDP 累计同比的贡献率：第三产业受疫情影响占比下跌



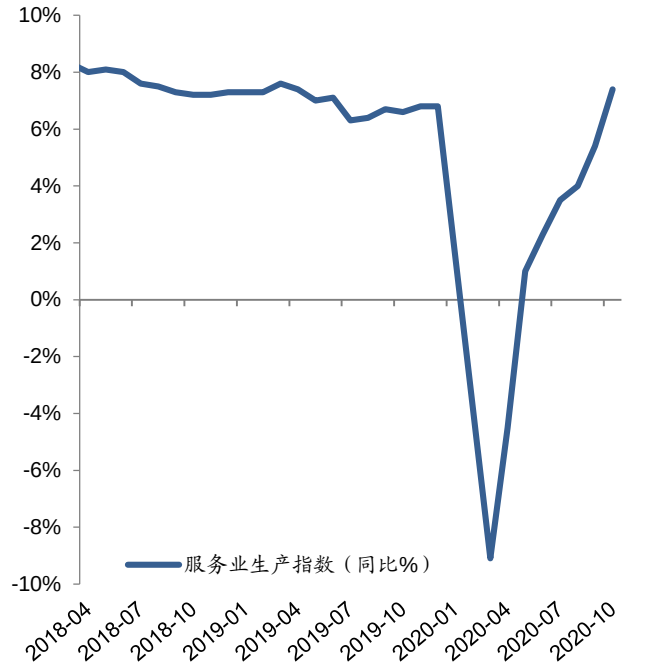
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 21：第三产业分子行业增速

	信息传输、软件和信息技术服务业	金融业	房地产业	交通运输、仓储和邮政业	批发和零售业	住宿和餐饮业	租赁和商务服务业	其他行业
1Q18	26.8	2.6	4.6	7.7	7.2	7.3	12.1	7.3
2Q18	28.9	5.2	4.0	8.1	7.1	7.0	11.4	7.0
3Q18	29.6	5.2	3.8	8.3	6.7	6.5	11.1	8.1
4Q18	26.2	6.2	1.8	8.8	5.9	6.1	9.4	7.9
1Q19	21.2	7.1	2.6	7.3	5.8	6.0	8.5	5.5
2Q19	20.1	7.6	2.5	7.3	6.0	6.4	7.5	5.7
3Q19	18.1	6.9	4.2	7.5	5.5	6.7	8.6	6.4
4Q19	15.6	7.0	2.5	6.3	5.4	6.2	9.9	6.0
1Q20	13.2	6.0	-6.1	-14.0	-17.8	-35.3	-9.4	-1.8
2Q20	15.7	7.2	4.1	1.7	1.2	-18.0	-8.0	-0.9
3Q20	18.8	7.9	6.3	3.9	3.1	-5.1	-6.9	2.3

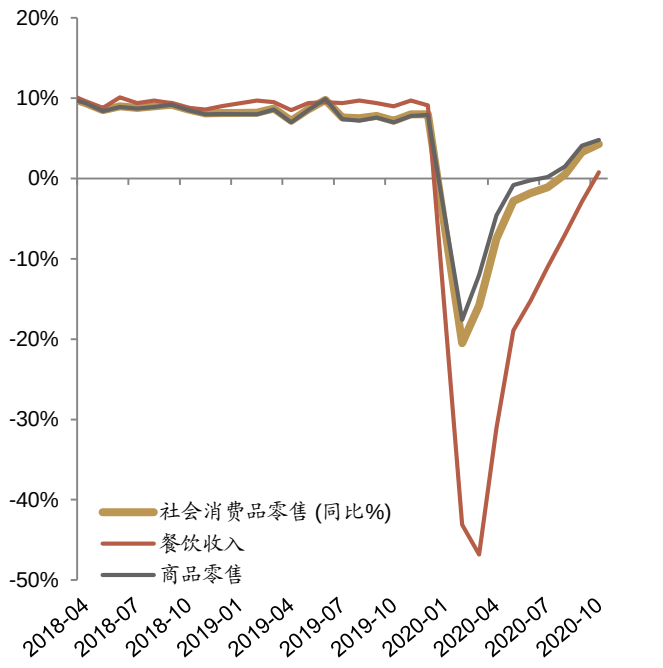
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 22：中国服务业生产指数



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 23：中国社会消费品零售



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

预计在消费和制造业投资的拉动下，中国经济在 2021 年将增长 9%

展望未来，招商证券认为：1）在基准情形下，2021 年中国 GDP 增长率可能反弹至 9.1%，其中消费和制造业投资将成为主要推动因素。我们的预测高于彭博一致预期的 8.2%。分季度 GDP 预测分别为 17.9%、7.8%、6.5%和 5.4%，2020-2021 年复合增长率为 5.5%；2）我们预计 2021 年 CPI 和 PPI 将分别上涨 1.0%和 0.6%，不存在显著的通胀压力；3）房地产开发投资将不再是主要的增长动力；4）考虑到中国经济稳步增长的前景，以及政策设计从“逆周期调控”转向“跨周期调控”，财政和货币政策的总体政策基调可能保持中性。后者更侧重于处理经济面临的长期问题和挑战；5）人民币兑美元可能会持续走强。由于预计美元指数将进入下行周期，美元兑人民币汇率到 2021 年中预计将跌至 6.45，到 2021 年年底跌至 6.05。中国央行最近通过一系列政策操作，包括扩大 QDII 额度，将外汇业务远期销售和结算的风险准备金率降至零，以及逆周期因子淡出使用，显示出对人民币走强更高的容忍度（基于招商证券中国宏观研究团队的研究）。

经济增长的主要下行风险可能来自以下方面：1）由于地方政府财政紧张，基础设施投资有可能低于预期；2）房地产开发投资不再是经济增长的主要驱动因素，因为政府新出台的“三条红线”[1]政策旨在更好地规范开发商的融资和杠杆率。自 2018 年以来，房地产开发投资增速一直高于整体固定资产投资增速。2020 年前 10 个月，房地产市场表现出韧性，房地产开发投资同比增长 6.3%，房地产销售额/销售面积同比增长 5.8%/0.0%，其中 8-10 月同比强劲增长 21.8%/11.7%。8 月份“三条红线”出台后，开发商土地购置面积开始下降（图表 26）。历史上看，土地购置面积一直是房地产开发投资的领先指标。我们预计 2021 年房地产开发投资的年增速将放缓至 3-5%（2016-2020 年的年复合增长率约为 8%）；3）拜登政府上台带来外交政策方面的不确定性。

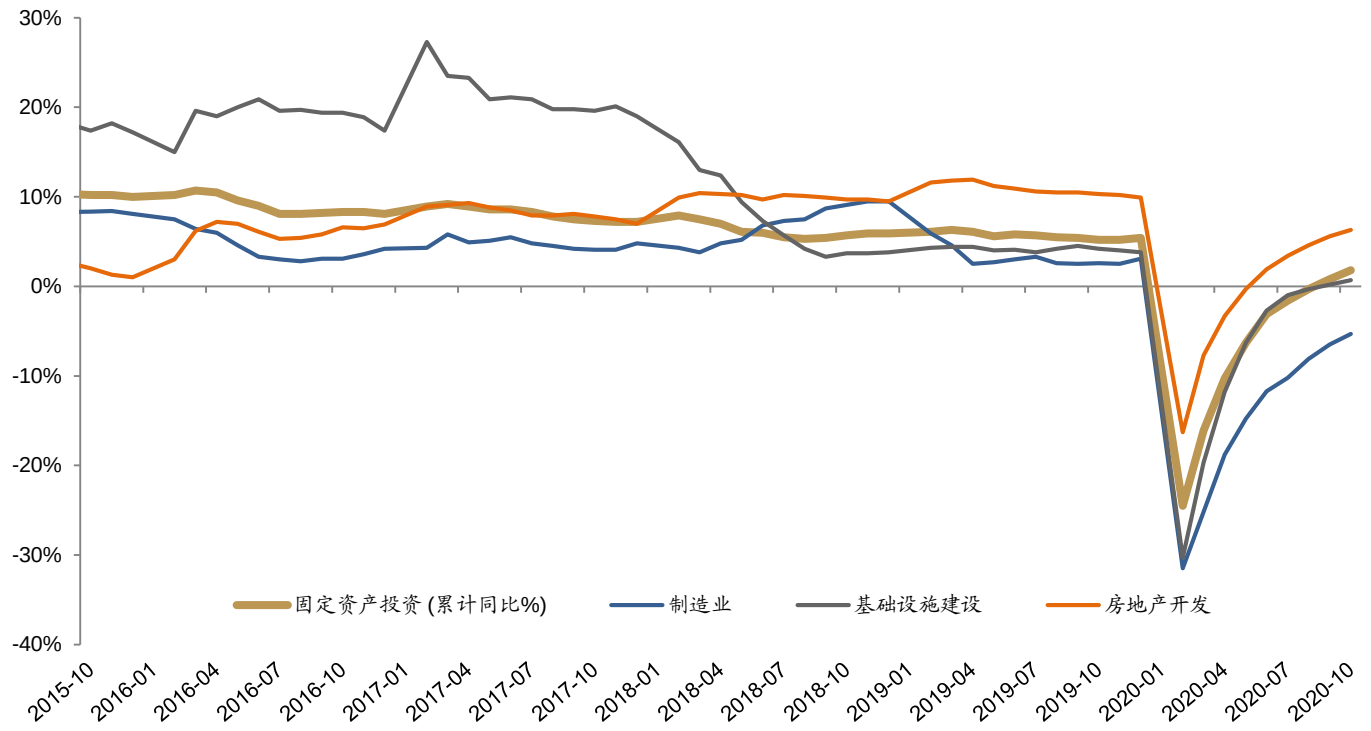
[1] 2020 年 8 月，为降低房地产行业过高的杠杆率，国家监管部门要求 12 家主要房地产开发商降低各自负债水平。监管部门划定了“三条红线”，即三个关键杠杆指标上限，包括：1）房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%；2）房企的净负债率不得大于 100%；3）房企的“现金短债比”不得小于 1。开发商将有 3 年时间降杠杆，以满足监管要求。据财新网报道，该规定预计将在 2021 年扩大到覆盖整个行业。

图表 24：中国经济数据预测

	2020E	2021E	1QE	2QE	3QE	4QE
同比增长%						
GDP	2.1	9.1	17.9	7.8	6.5	5.4
CPI	2.5	1.0	0.0	1.9	1.3	0.7
PPI	-2.0	0.6	-0.6	1.6	0.8	0.5
社会消费品零售	-1.2	13.5	25.8	11.2	9.4	7.8
工业增加值	2.4	10.5	23.6	7.9	6.8	5.6
出口	1.4	5.2	23.5	2.3	1.0	-0.4
进口	0.6	3.5	7.1	12.5	-1.2	-2.0
固定资产投资	2.1	7.3	24.0	11.8	9.8	7.3
M2	10.5	9.0	10.4	9.7	9.5	9.0
人民币贷款余额	13.1	10.7	12.4	11.7	11.2	10.7
期末值						
人民币汇率	6.70	6.05	6.65	6.45	6.30	6.05

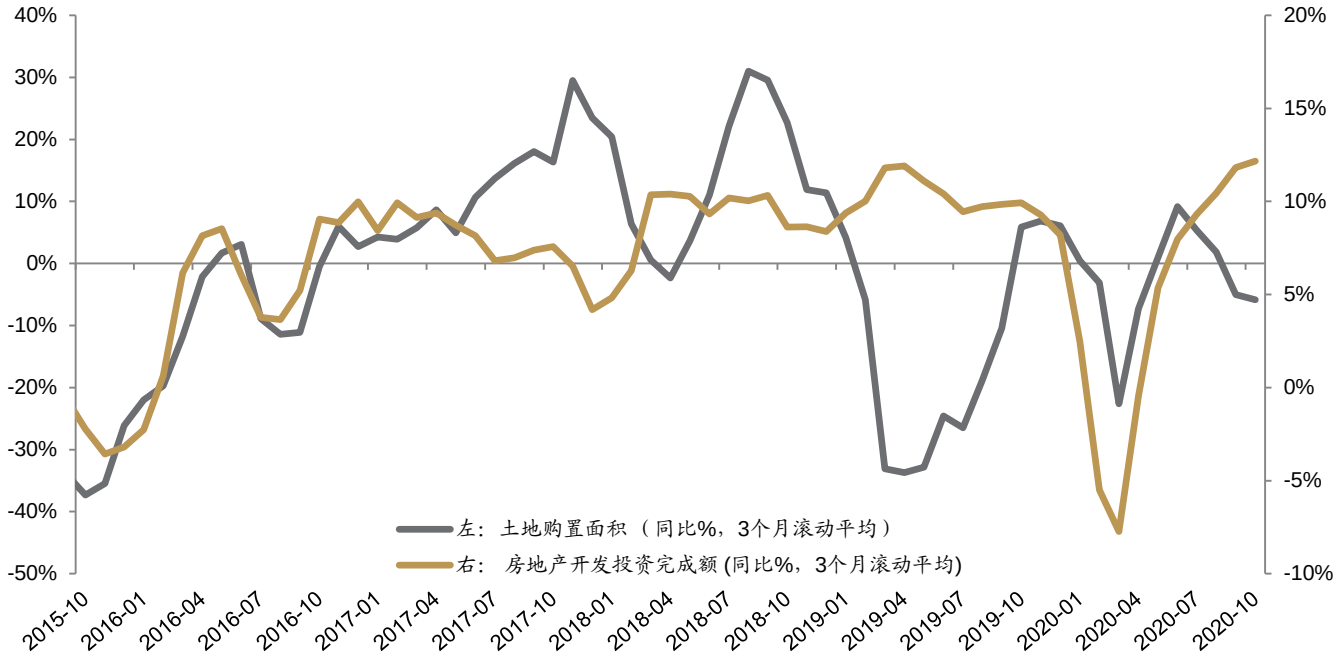
资料来源：万得、招商证券中国宏观研究团队

图表 25：房地产开发投资增速持续高于整体固定资产投资增速



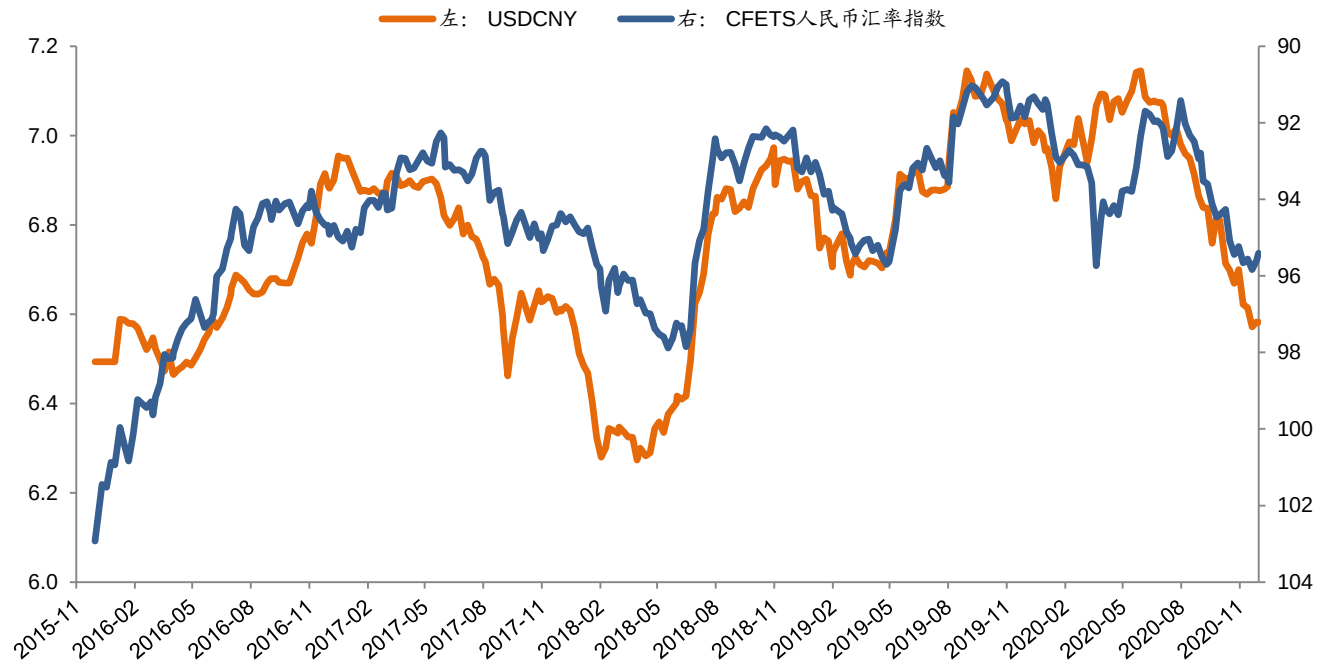
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 26：三条红线新规出台以后开发商土地购置面积开始减速



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 27：人民币汇率今年 6 月以来显著走强



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

十四五规划：聚焦内需和科技自主的中长期蓝图

11 月 3 日，新华社受权发布了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》。根据以往经验，建议草案将会在 2021 年 3 月举行的全国两会期间审议并通过。我们预计，在全球地缘政治格局日益复杂的今天，这一关键政策文件将为中国的经济转型指明方向。

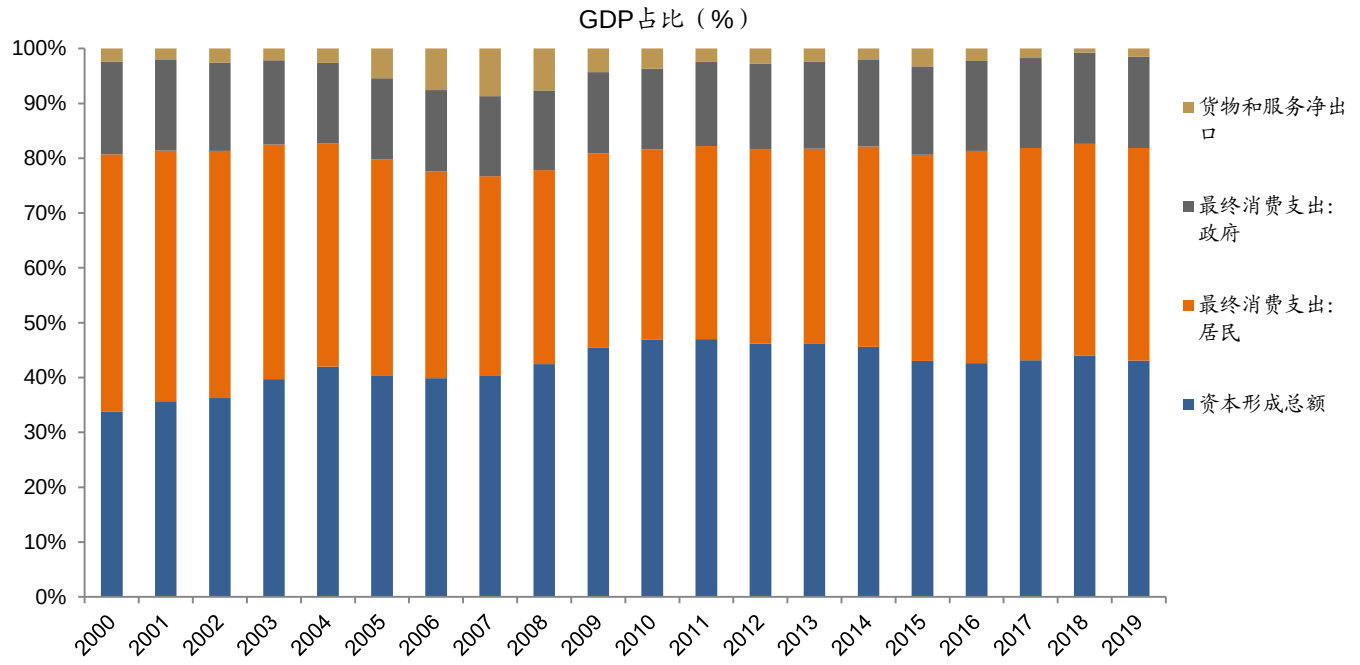
注重经济增长的质量和可持续性。创新和科技将是未来经济增长的主要动力。我们预期政府将在互联网和软件、大数据和云、人工智能、智能和先进制造、教育和医疗以及研发服务等关键技术领域出台支持性政策。此外，可再生能源和环保部门也有望受到政策支持，因为在中国政府提出力争在 2060 年前实现“碳中和”目标后，环境保护仍是一个关键承诺。

坚持经济发展“双循环”，加大内需拉动作用。过去几个月，党中央一再强调要坚定实施扩大内需战略，建立“双循环”发展模式，形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，全力打造自主可控、安全可靠的产业链供应链。在“双循环”下，国内消费对经济增长的拉动作用将更加突出。2019 年，中国 GDP 的三大组成部分（最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口）对 GDP 的贡献率分别为 55.4%、43.1%和 1.5%，对 GDP 增长的贡献率分别为 57.8%、31.2%和 11.0%。但最终消费支出包括了居民部门消费和政府消费。居民部门消费占总消费的 70%，因而占 GDP 的 38.8%。相比之下，美国 2019 年个人消费支出占 GDP 的比重为 67.8%。**我们预计，政策将强调提高城镇化水平和质量，改善收入差距，提高公共服务质量。**同时，强调“双循环”并不意味着中国经济转为内向型。改革开放仍将是一项重要的国家战略。

提升科技自主水平。过去几年，美国一直瞄准打压中国高科技公司的供应链。科技行业可能出现的局部脱钩，将对中国经济的长期潜在增长构成威胁。因此，十四五规划建议认为中国应当强调提高自主创新的核心地位。2019 年，中国的研发强度（研发支出占 GDP 的比例）仅为 2.23%，较 2015 年的 2.1%略有改善，但仍远低于美国（2.83%）和日本（3.26%）等发达国家水平。中国要实现科技自主仍然任重道远。

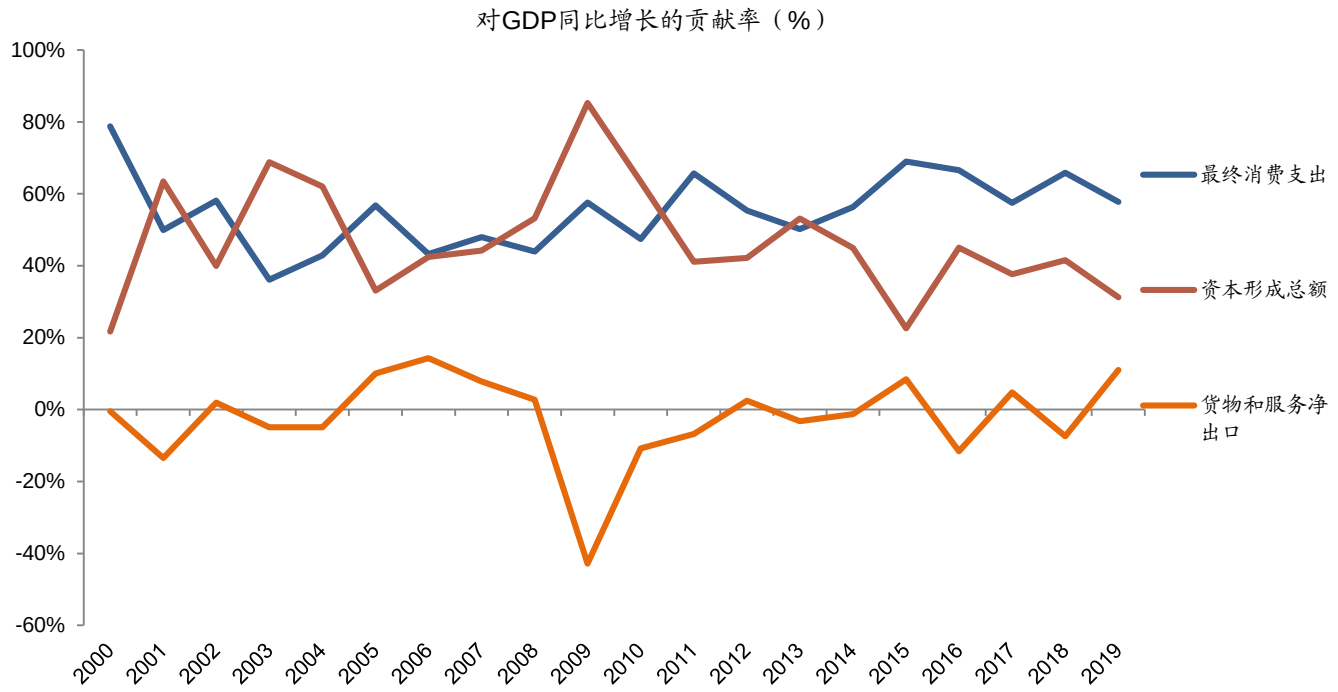
淡化具体数字增长目标；力争成为高收入国家。十四五规划建议没有明确提出未来五年的增长目标。相比之下，“十三五”规划提出了“经济保持中高速增长”和“到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番”的具体目标。我们认为，十四五规划将淡化具体数字增长目标，这有利于提高政策制定的灵活性。在中共中央对十四五规划编制作说明时，习近平指出中国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。根据世界银行的数据，按人均国民总收入计（以美元现价计），世界各经济体按收入水平分为四类，即低收入、中低收入、中高收入和高收入。2019 年，中国人均国民总收入达到 10,410 美元，仍比目前高收入国家 12,535 美元的门槛低 17%。我们的计算显示，要实现这一目标，中国的人均 GDP 在未来 5 年需要达到 3.8%的年复合增长率；也就是说，在考虑了人口增长的情况下，人均 GDP 的年均复合增长率要达到 4.2%。根据我们的计算，要实现 2035 年 GDP 比 2020 年翻一番的目标，未来 15 年的年均 GDP 增长率需要达到 4.7%左右。我们认为，这些隐含目标与中国经济的潜在增长率相符。

图表 28：中国 GDP 支出法三大需求占比：消费、投资和净出口



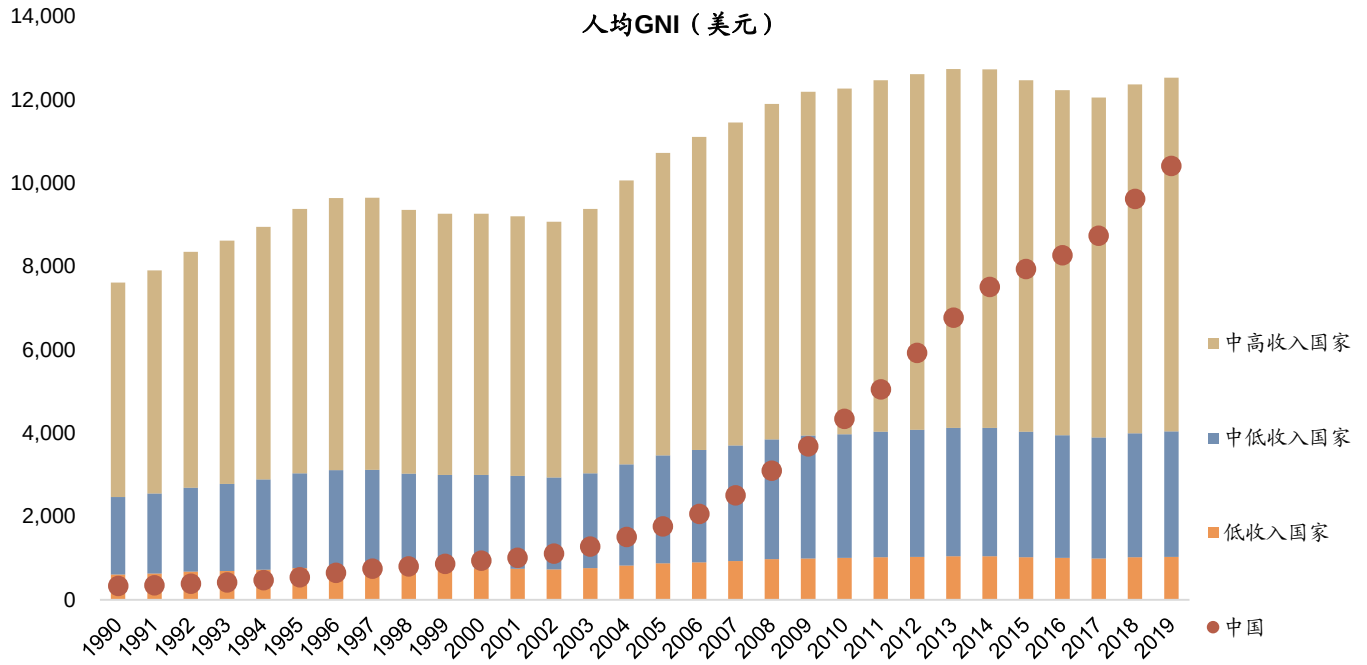
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 29：中国 GDP 三大需求对同比增长的贡献率



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 30：中国在 2010 年迈入中高收入国家行列，并力争在 2025 年迈入高收入国家行列



资料来源：世界银行、招商证券（香港）研究部

图表 31：世界银行按收入划分国家分类

国家	按图表集法衡量的人均国民总收入（GNI）（2019年，现价美元）	国家分类
瑞士	85,500	
挪威	82,500	
美国	65,760	
卡塔尔	63,410	
丹麦	63,240	
爱尔兰	62,210	
新加坡	59,590	
瑞典	55,840	
澳大利亚	54,910	
荷兰	53,200	
奥地利	51,300	
中国香港	50,840	
芬兰	49,580	
德国	48,520	
比利时	47,350	
加拿大	46,370	
阿拉伯联合酋长国	43,470	
以色列	43,290	
新西兰	42,670	高收入
法国	42,400	
英国	42,370	
日本	41,690	
意大利	34,460	
科威特	34,290	
韩国	33,720	
西班牙	30,390	
葡萄牙	23,080	
沙特阿拉伯	22,850	
捷克	22,000	
波多黎各	21,970	
希腊	20,320	
斯洛伐克	19,320	
匈牙利	16,140	
波兰	15,200	
智利	15,010	
罗马尼亚	12,630	
俄罗斯	11,260	
阿根廷	11,200	
马来西亚	11,200	
中国	10,410	
土耳其	9,610	
墨西哥	9,430	
巴西	9,130	
哈萨克斯坦	8,810	中高收入
泰国	7,260	
秘鲁	6,740	
哥伦比亚	6,510	
厄瓜多尔	6,080	
南非	6,040	
伊拉克	5,740	
印度尼西亚	4,050	
阿尔及利亚	3,970	
菲律宾	3,850	
乌克兰	3,370	
摩洛哥	3,190	
埃及	2,690	
越南	2,540	中低收入
印度	2,130	
尼日利亚	2,030	
孟加拉国	1,940	
巴基斯坦	1,530	
埃塞俄比亚	850	
乌干达	780	低收入
刚果民主共和国	520	

资料来源：世界银行、招商证券（香港）研究部

图表 32：二〇三五年社会主义现代化远景目标

1. 我国经济实力、科技实力、综合国力将大幅跃升，经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶，关键核心技术实现重大突破，进入创新型国家前列；
2. 基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化，建成现代化经济体系；
3. 基本实现国家治理体系和治理能力现代化，人民平等参与、平等发展权利得到充分保障，基本建成法治国家、法治政府、法治社会；
4. 建成文化强国、教育强国、人才强国、体育强国、健康中国，国民素质和社会文明程度达到新高度，国家文化软实力显著增强；
5. 广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国建设目标基本实现；
6. 形成对外开放新格局，参与国际经济合作和竞争新优势明显增强；
7. 人均国内生产总值达到中等发达国家水平，中等收入群体显著扩大，基本公共服务实现均等化，城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小；
8. 平安中国建设达到更高水平，基本实现国防和军队现代化；
9. 人民生活更加美好，人的全面发展、全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展。

资料来源：新华社、招商证券（香港）研究部

图表 33：“十四五”时期经济社会发展目标

1. **经济发展**取得新成效，在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥，国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展；
2. **改革开放**迈出新步伐，社会主义市场经济体制更加完善，高标准市场体系基本建成，市场主体更加充满活力，产权制度改革和要素市场化配置改革取得重大进展，公平竞争制度更加健全，更高水平开放型经济新体制基本形成；
3. **社会文明程度**得到新提高，社会主义核心价值观深入人心，人民思想道德素质、科学文化素质和身心健康素质明显提高，公共文化服务体系和文化产业体系更加健全，人民精神文化生活日益丰富，中华文化影响力进一步提升，中华民族凝聚力进一步增强；
4. **生态文明建设**实现新进步，国土空间开发保护格局得到优化，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，生态环境持续改善，生态安全屏障更加牢固，城乡人居环境明显改善；
5. **民生福祉**达到新水平，实现更加充分更高质量就业，居民收入增长和经济增长基本同步，分配结构明显改善，基本公共服务均等化水平明显提高，全民受教育程度不断提升，多层次社会保障体系更加健全，卫生健康体系更加完善，脱贫攻坚成果巩固拓展，乡村振兴战略全面推进；
6. **国家治理效能**得到新提升，社会主义民主法治更加健全，社会公平正义进一步彰显，国家行政体系更加完善，政府作用更好发挥，行政效率和公信力显著提升，社会治理特别是基层治理水平明显提高，防范化解重大风险体制机制不断健全，突发公共事件应急能力显著增强，自然灾害防御水平明显提升，发展安全保障更加有力，国防和军队现代化迈出重大步伐。

资料来源：新华社、招商证券（香港）研究部

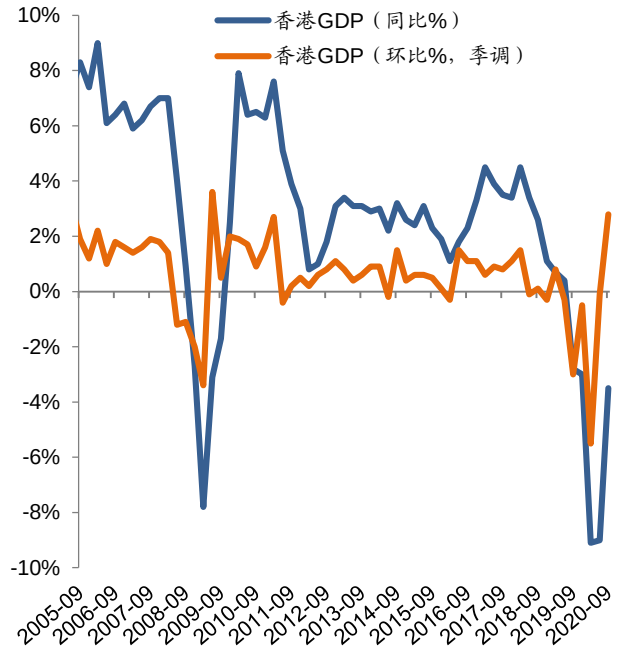
香港经济：初步显示触底回升迹象

在社会动荡和中美关系紧张的双重打击下，香港经济在 2019 年陷入衰退。2020 年，全球爆发新冠疫情，将经济进一步拖入了一个漫长的冬天。香港 GDP 在 2019 年二季度至 2020 年二季度连续 5 个季度出现环比负增长（经季节调整）。自 2019 年 2 月以来，零售额连续 21 个月呈同比负增长。自 2019 年 10 月以来，失业率持续恶化。为应对疫情实施的旅行限制，导致商务和休闲旅行的停滞。这给香港经济留下了永久的疤痕。香港曾被视为重要的区域性航空枢纽，并拥有全球最繁忙的国际机场之一，却在今年 10 月经历了香港旗舰区域性航空公司国泰港龙结业，以及国泰航空大规模裁员。

香港三季度 GDP 环比增长 2.8%（同比-3.5%），表明经济开始出现初步触底回升的迹象。与 9 月相比，10 月的失业率稳定在 6.4%。零售销售下滑幅度自 8 月以来亦收窄，不过主要受基数效应影响。香港经济最坏的时刻可能已经过去。我们预计 2021 年本地经济将出现温和复苏。通关限制的逐步解除，将为在本地 GDP 中占比约为 68%的消费带来利好因素。但香港经济全面复苏和解决政治问题可能需要长达数年的时间。我们认为风险仍然存在：1）尽管暴力抗议活动在很大程度上已得到控制，但政治动荡可能会持续下去。立法会选举被推迟一年，将于 2021 年 9 月举行，这可能会在选举前的阶段给香港带来政治不确定性；2）即将上任的拜登政府对香港问题的态度。

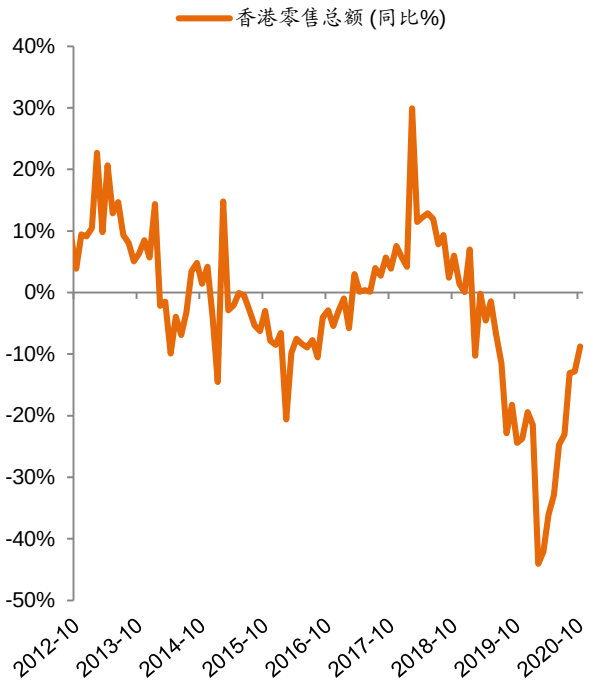
长远而言，我们预期香港将更好地融入大湾区。在最近发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中，中央政府强调支持香港和澳门更好地融入国家发展大局的重要性，而不是关起门来自行制定发展战略。建议亦特别提到，中央政府支持特区加强竞争优势，建设成为国际创新和科技中心。我们期望香港在传统四大支柱产业（金融服务、商贸物流、旅游、生产及专业服务）以外，找到新的战略增长引擎。

图表 34：香港 GDP 增长



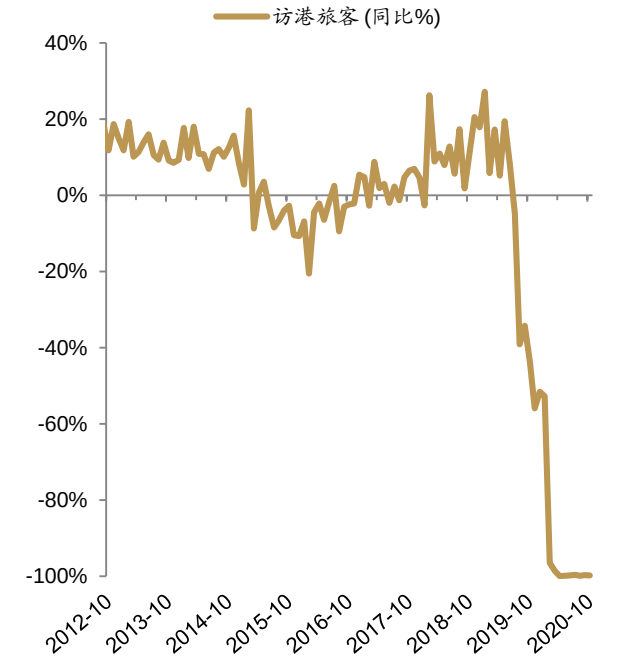
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 35：香港零售销售额



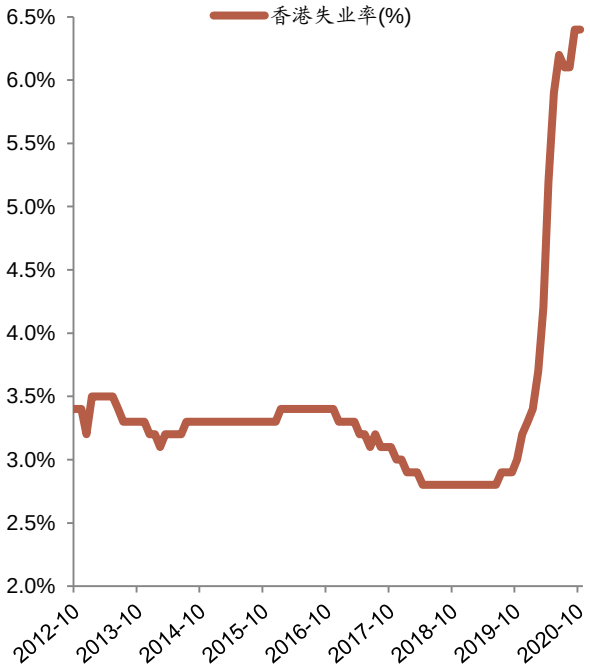
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 36：访港旅客



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 37：香港失业率



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

美国经济：2021 年开局低迷，下半年前景有望好转

对复苏趋势抱持谨慎乐观，预期下半年得益于疫苗使用令经济前景好转

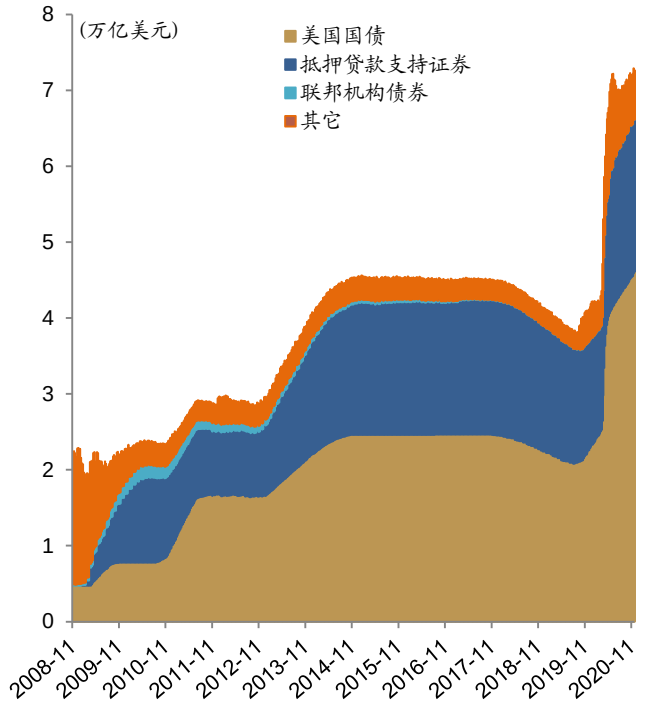
2020 年美国经历了大萧条以来最严重的经济衰退。实际 GDP 在第二季度年化环比下跌 31.4%，这是自有记录以来最大的单季度萎缩。尽管随后第三季度 GDP 年化环比 33.1%的反弹也是破纪录的，但到第三季度末，美国经济仍比疫情前水平低 3.5%。

展望未来，我们相信在未来几个季度美国经济增长势头将很大程度上取决于疫情的发展和疫苗大体完成广泛接种的时间节点：1）我们现在预计，由于疫情卷土重来以及初期财政政策效果消退，2020 年第四季度的 GDP 将录得相当温和的增长，并在 2021 上半年内逐步提速。虽然拜登赢得了总统大选，但共和党大概率将保持对参议院控制权（只需在明年 1 月赢得佐治亚州两场参议员选举附加轮中的至少一场即可），这也意味着出台新一轮超过 2 万亿美元财政刺激的可能性非常低。2）我们仍然预计国会将会通过一个规模小得多的财政刺激方案。我们同时预期 2021 年第一季度非农就业人数的反弹将进一步放缓，主要原因是总体需求复苏的减速。2021 上半年失业率的回落速度在也将放缓。3) 2021 年下半年，我们目前预期经济增长将出现明显的提速，预计到 2021 下半年开始时，通过普遍接种疫苗大体可以实现群体免疫，这也是我们目前的基准假设。相应地，预计消费将出现实质性增长，而企业信心不断增强将有助于投资决策和资本开支提振。因此，我们预计非农就业人数增长将在 2021 年底前再次提速。

预计 2021 年全年货币政策将保持充分宽松

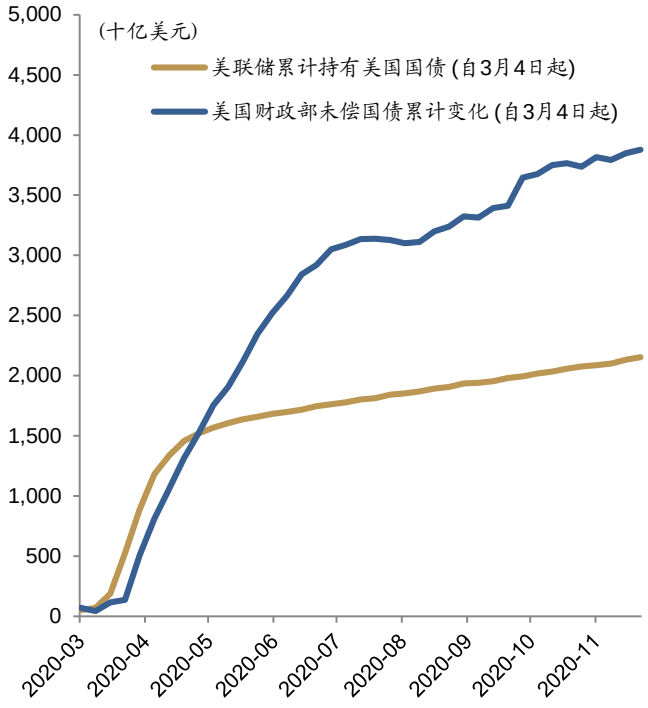
美联储将在 2021 年全年保持零利率政策不变，我们还预计至少在 2021 年下半年前，美联储的大规模资产购买计划将维持在当前或以更快的步伐进行。我们同时认为，过去几周，由于大规模财政刺激计划的可能性几乎破灭，以及第三波疫情不断恶化，美联储扩大整体资产购买规模的可能性毫无疑问有所增加。如果疫苗对经济复苏的推动作用大大超过预期，我们不排除美联储会在 2021 下半年开始放缓资产购买步伐的可能性，但在 2024 年之前，美联储将不会退出零利率政策。2021 年的政策不确定因素主要集中在财政端。

图表 38：美联储资产负债表



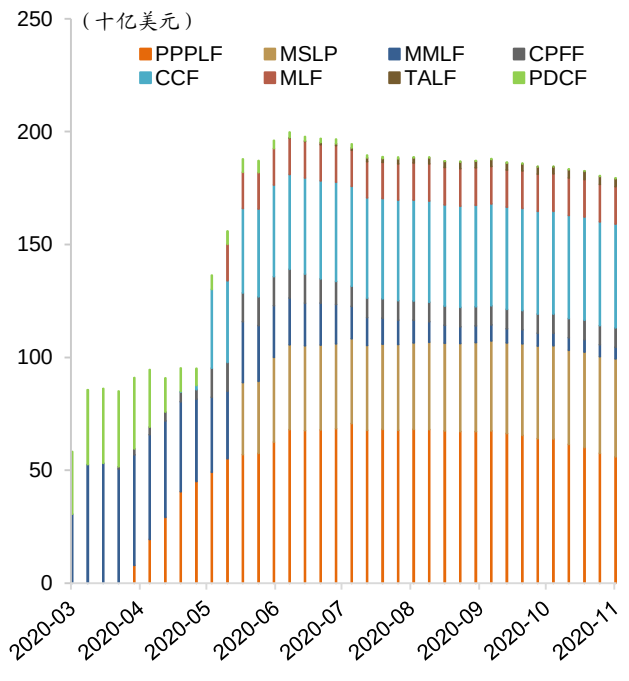
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 39：美联储国债购买速率



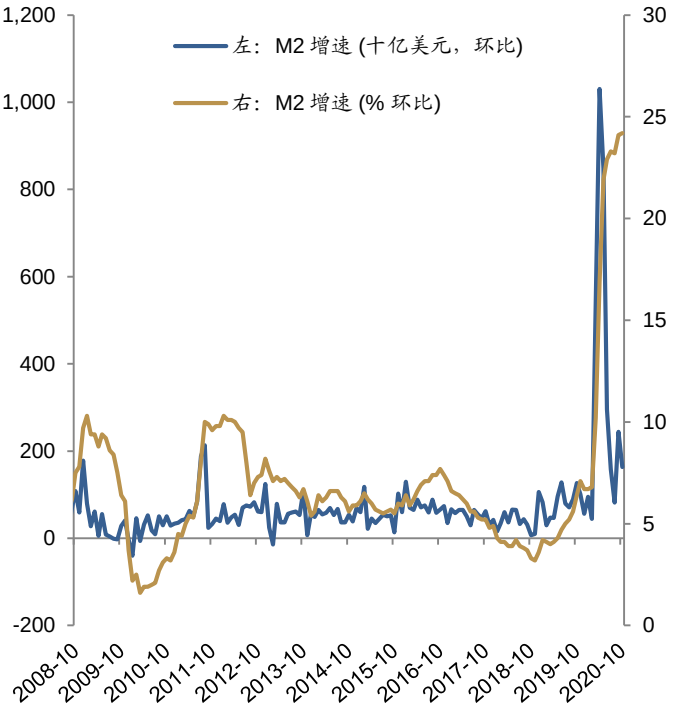
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 40：美联储紧急信贷支持工具



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 41：美国 M2 增长



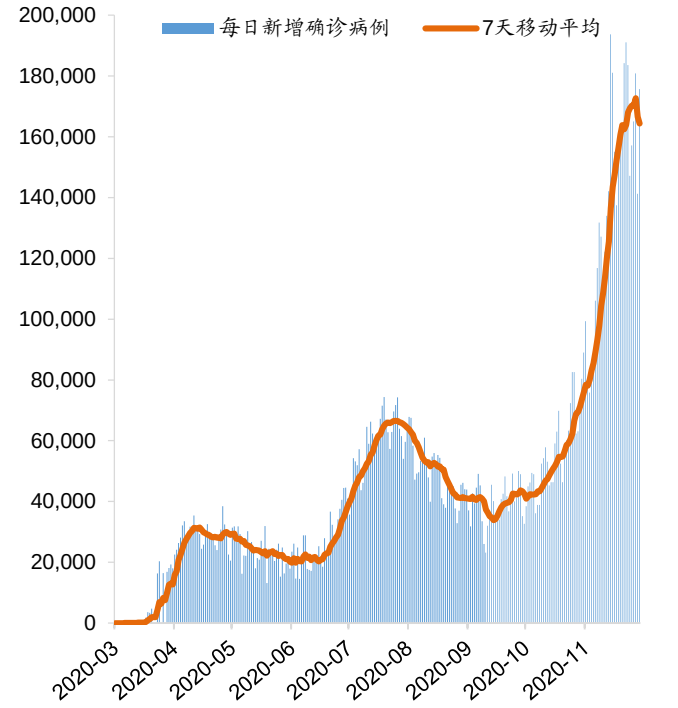
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

新冠疫情发展和疫苗进展

由于即将离任的特朗普总统曾宣布，只要他还在任，就不会实施任何进一步的封锁措施来应对疫情，因此遏制疫情扩散现在完全取决于各州州长和地方市长。由于旅行和社交活动因近期的感恩节假期而增加，确诊病例或会短暂飙升。但由于疫情扩散-症状出现-进行检测的传播机制需要一段时间，故反映到确诊人数上升将会有所延迟，我们预计确诊人数的突然上升或将推迟到 12 月初。

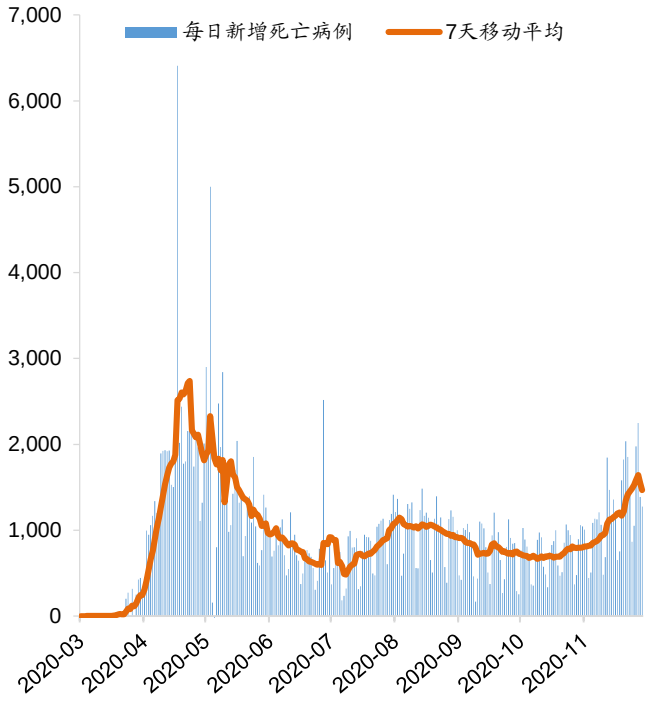
鉴于美国已订购了大量的辉瑞-BioNTech 以及 Moderna 疫苗，这两款疫苗三期临床试验的成功，以及其所显示的高有效率，显著改变了美国明年的经济前景，但我们不期待对短期的经济前景有实质性的影响。同时，关于疫苗的接种，目前仍存在一系列的潜在问题：首先，尚不明确当个体接种这两款疫苗后是否能真正切断病毒传播，还是仅仅只可以保护接种人士不会引起并发症（COVID-19），这可能会影响疫苗在减少整体传播、继而改变人们的行为方面的效果。因此，围绕疫苗的不确定性仍然很高。

图表 42：美国每日新冠确诊人数



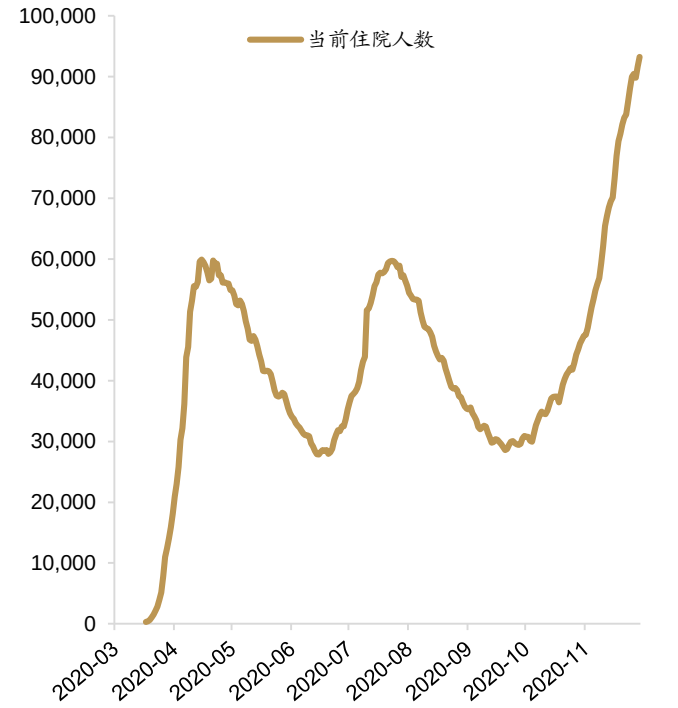
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 43：美国每日新冠死亡人数



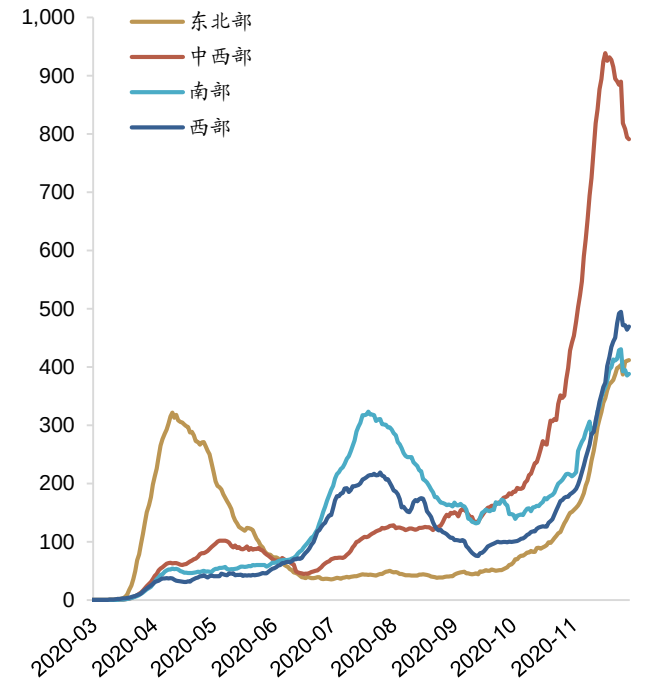
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 44：美国新冠患者住院人数



资料来源：COVID Tracking Project、招商证券（香港）研究部

图表 45：美国分地区确诊人数（每百万居民，7 天移动平均）



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

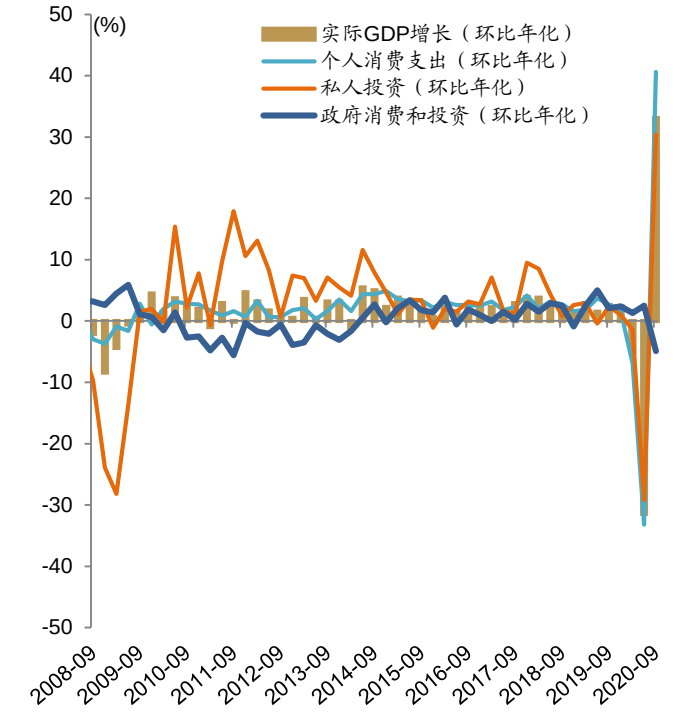
消费依旧是经济复苏的基石；但服务业消费至少在 2021 上半年依然会滞后

2020 年第三季度的经济反弹已经将个人消费支出推升至了比 2019 年第四季度疫情前峰值还要高 3.3%的水平，但商品和服务业消费之间仍然呈现严重分化。截至 10 月，商品消费已经超过了疫情前峰值 8.0%。与之形成鲜明对比的是，服务业消费仍比之前的峰值低 6.8%。我们预计，这种趋势和分化将持续，直至大部分公众都能获接种疫苗。

在完成疫苗接种之前，我们认为商品消费仍有进一步增长的空间，但该空间相对有限。在疫情期间，从服务业消费向商品消费的转移是巨大的，但部分商品消费分项现在已远高于疫情前的水平，特别是耐用品消费，因此进一步增长将变得愈发的困难。例如，虽然疫情导致通勤人员对乘坐公共交通更加谨慎，从而导致汽车需求激增，但很难想象消费者会在短短几个月内购买多辆汽车。

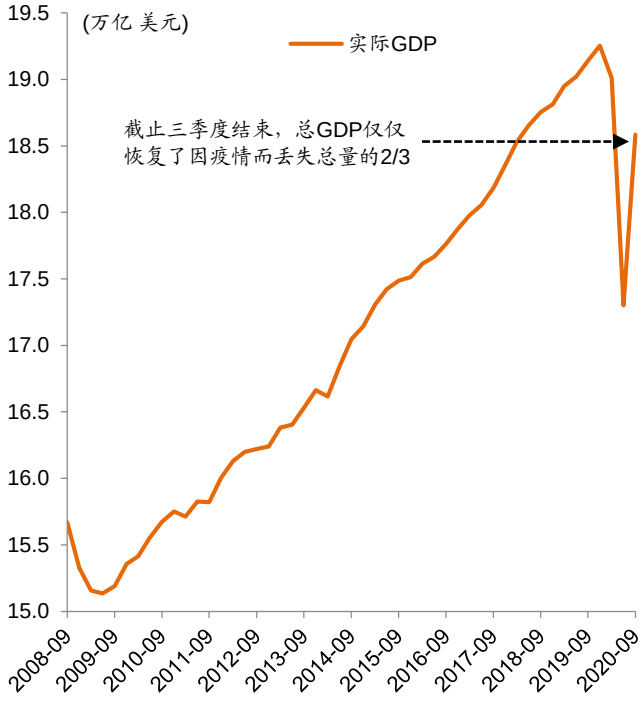
当前美国家庭个人收入仍明显高于疫情前的水平。然而，即使在部分失业人口财政支持工具于年底期限届满，以及家庭个人收入在未来几个月将会继续下跌的情况下，依旧高企的个人储蓄也应有助于抵消个人收入下跌对消费的潜在拖累。简而言之，我们预计 2021 年消费仍将是经济增长的主要动力。

图表 46：美国实际 GDP 增速



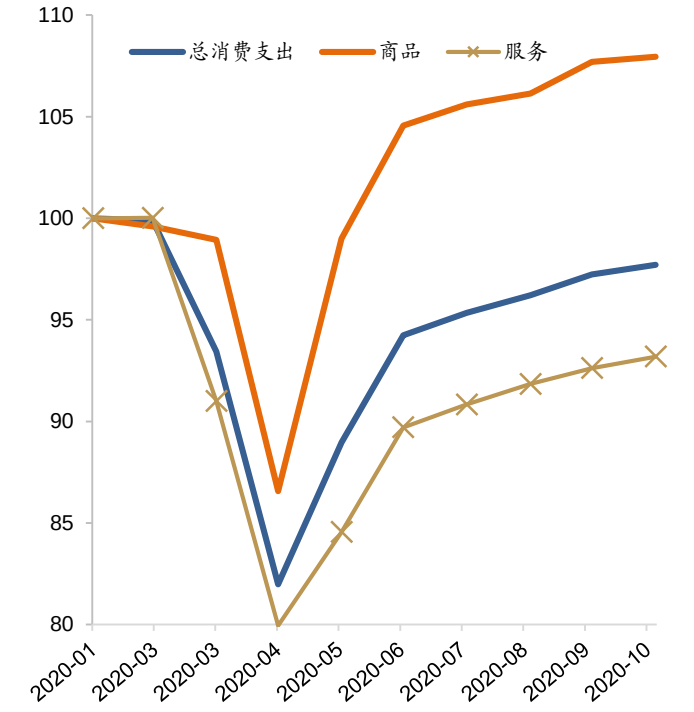
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 47：实际 GDP 水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

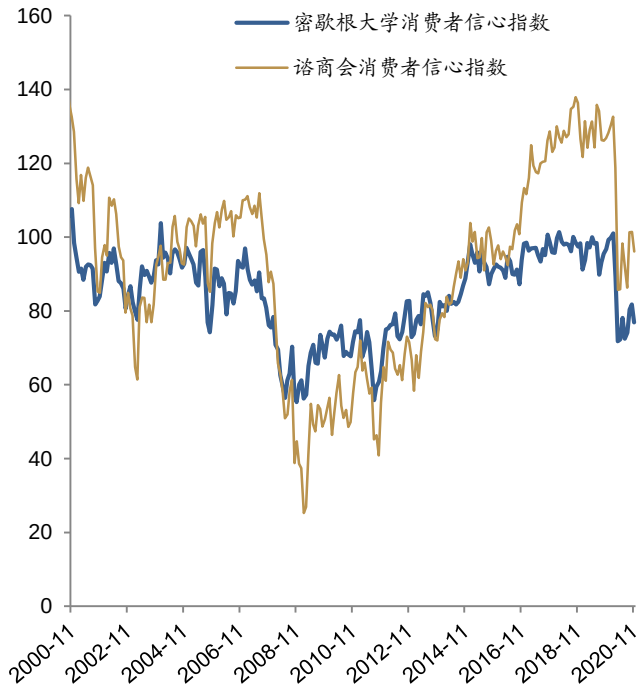
图表 48：美国商品及服务消费水平



注：2020 年 1 月 = 100

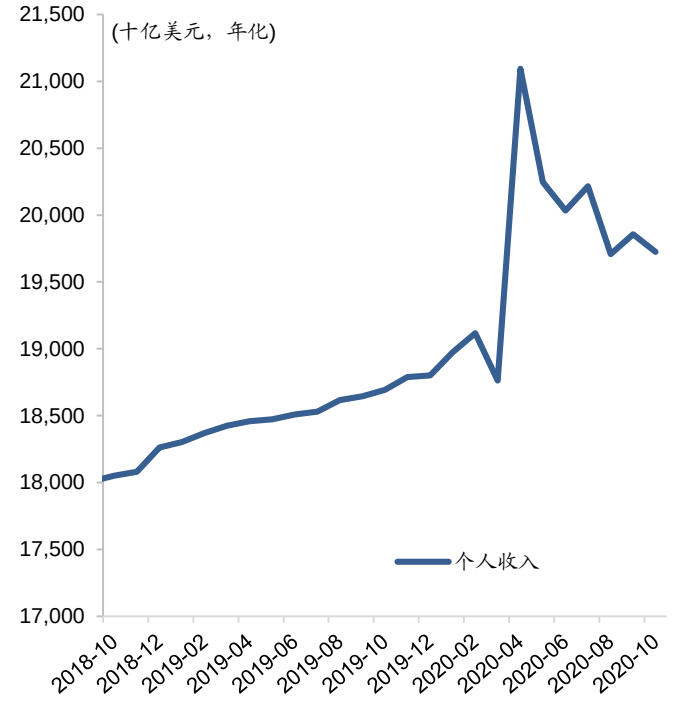
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 49：消费者信心指数



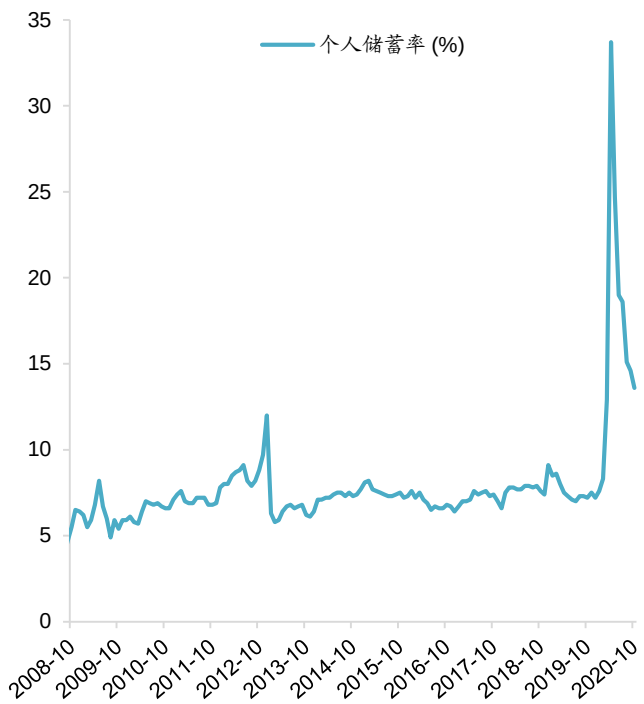
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 50：个人收入



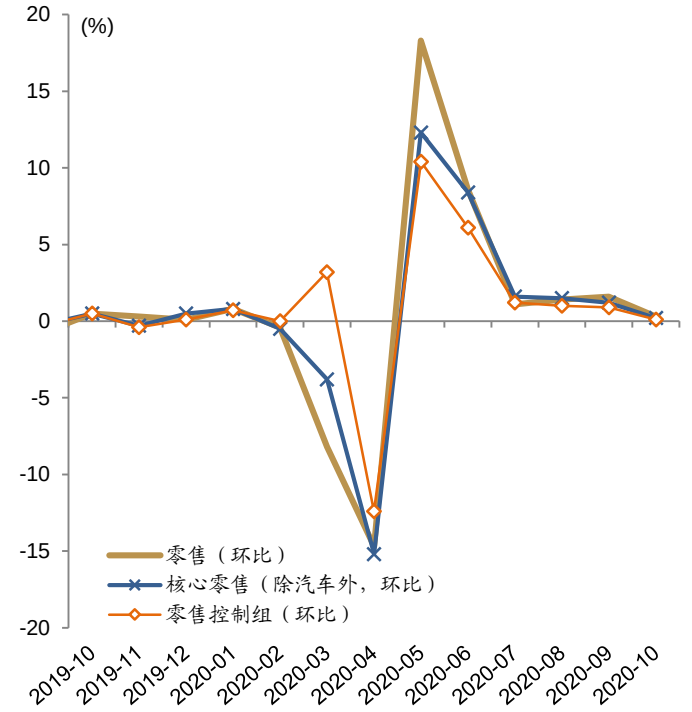
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 51：个人储蓄



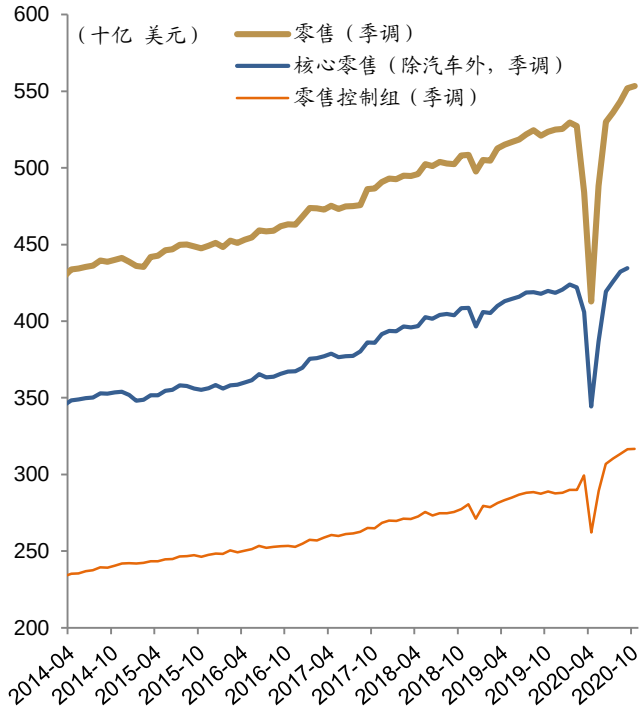
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 52：名义零售增速



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 53：名义零售目前高于疫情前水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

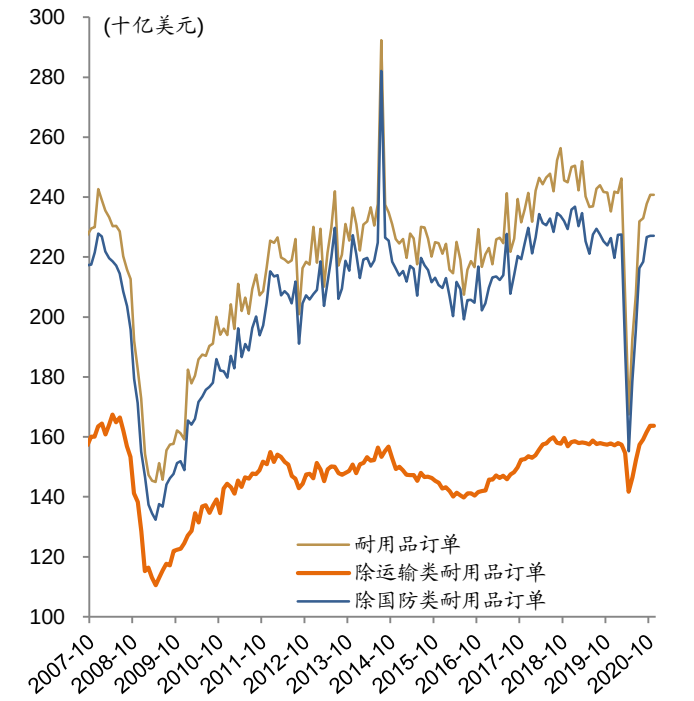
预计设备投资和企业建筑投资将在 2021 下半年走势趋同

商业投资是第三季度经济复苏的巨大推动力，主要受设备投资的拉动（三季度年化环比反弹 66.7%）。我们目前预计这一增长的势头将延续至 2020 年第四季度。展望未来，鉴于商品消费出现的持续强劲反弹和库存水平极低，制造业的资本支出或仍将保持强劲升势。我们预计服务业资本支出将 2021 下半年才会出现显著复苏。

与设备投资形成鲜明对比的是，企业结构投资和建设活动不仅是经济重启以来最严重的拖累因素，更在 2020 年第三季度出现进一步的环比下滑。我们认为，随着明年初疫苗开始接种，以及利润继续逐步改善，企业或会对未来更有信心。但从之前商业周期中我们观察到此行业会有滞后性，故我们估计企业可能只会在 2021 下半年才开始显著增加建筑投资。

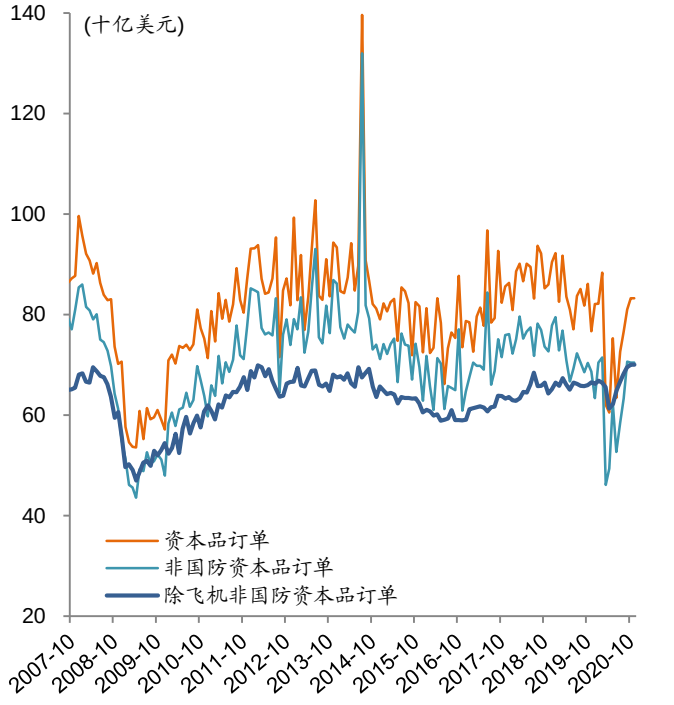
房地产市场是目前经济复苏的最大亮点之一，其推动因素包括超低的抵押贷款利率、因居家工作而产生对更宽敞居住条件的需求，以及迁往人口密度较低地区以避免感染新冠病毒的天然动机驱动。鉴于新屋和成屋的库存都处于极低水平，我们认为，房地产市场激增的需求应会进一步支撑建设活动和住宅投资，继而至少在 2021 上半年前继续为私有投资提供支持。

图表 54：耐用品订单



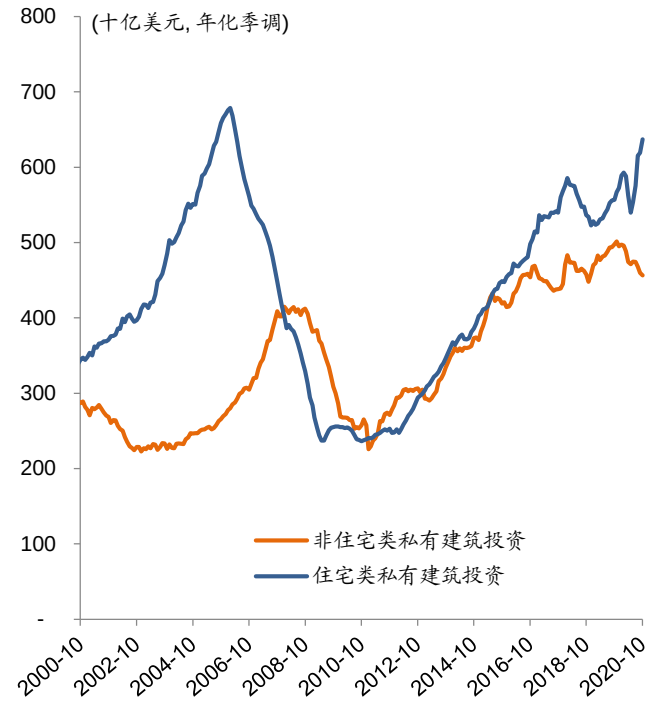
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 55：资本品订单



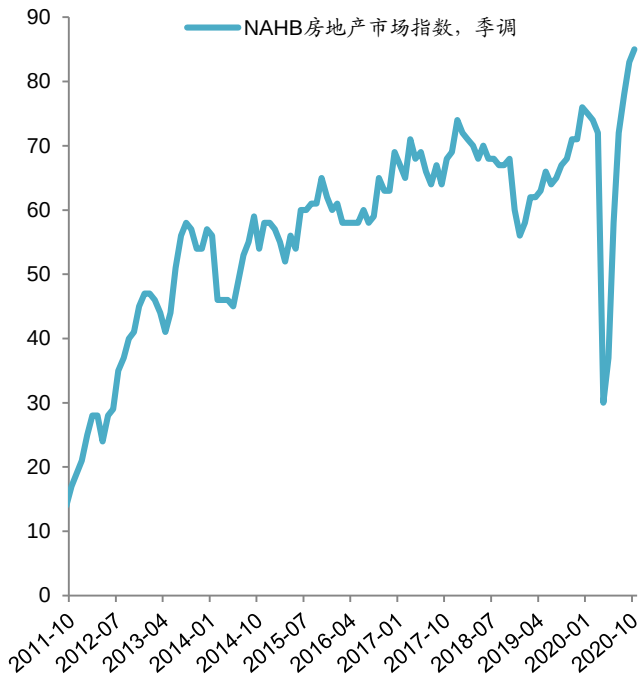
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 56：营建支出



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 57：NAHB 房地产市场指数



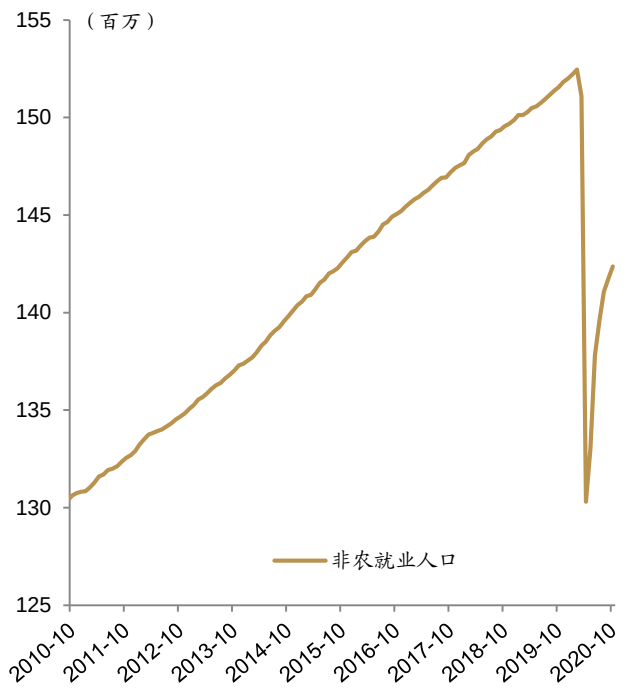
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

劳动力市场可能需要数年才得以完全复苏

非农就业人口在春季遭受重创而产生的跌幅迄今为止仅恢复略超一半。截至 10 月，尽管非农就业人口总数已从 3 月和 4 月流失的 2,200 万个工作岗位恢复了 1,200 万个，但就业总人数仍比 2 月疫情前峰值低 1,000 万。尽管就业人数恢复超过一半令人鼓舞，但我们更倾向于把这种情况理解成是一个半杯还空着的杯子，而不是一个已经装满了半杯水的杯子。向前看，劳动力市场的恢复速度可能会在 2020 年第四季度和 2021 年第一季度因第三波疫情持续而显著放缓。疫情开发的进展将提升整体社会需求，因此在 2021 年下半年增加就业。

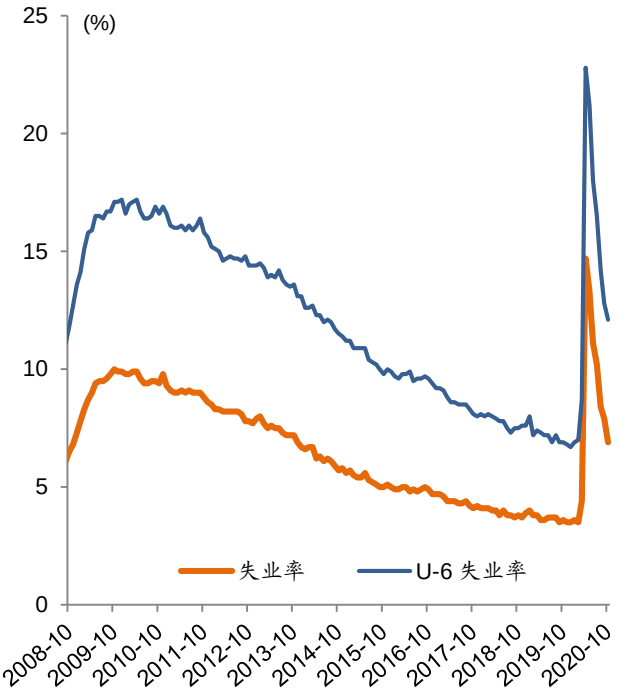
另一个忧虑是近期永久性失业人数的上升。截至 10 月，美国劳动力市场仍有 240 万失业人口被归类为永久性失业，而临时失业人口中很大一部分已经重新得到填补。由于永久性失业职位的恢复耗时要长久的多，这无疑会在未来的某个时点造成就业人口恢复的速率显著放缓。不过好消息是，在因新冠疫情大流行而造成的经济衰退中，永久性失业的规模没有前几次衰退那么严重，相比在全球金融危机后的经济大衰退（the Great Recession）期间永久性失业人数高峰 680 万明显要少，这或也意味着其造成的“疤痕效应”比最初担心的要小。 总的来说，我们预计失业率最早要到 2022 年才可能回到新冠疫情之前 3.5%的低点。

图表 58：非农就业人数仍然处在 2015 年的水平



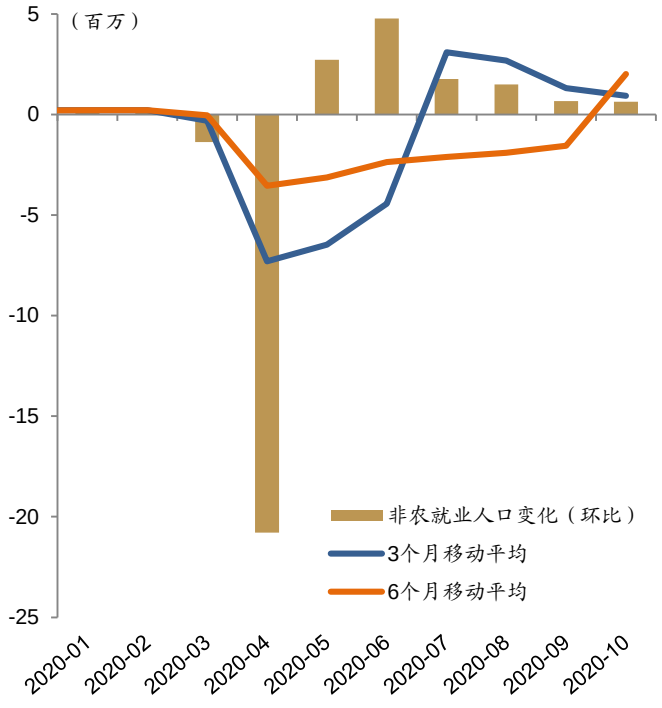
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 59：失业率



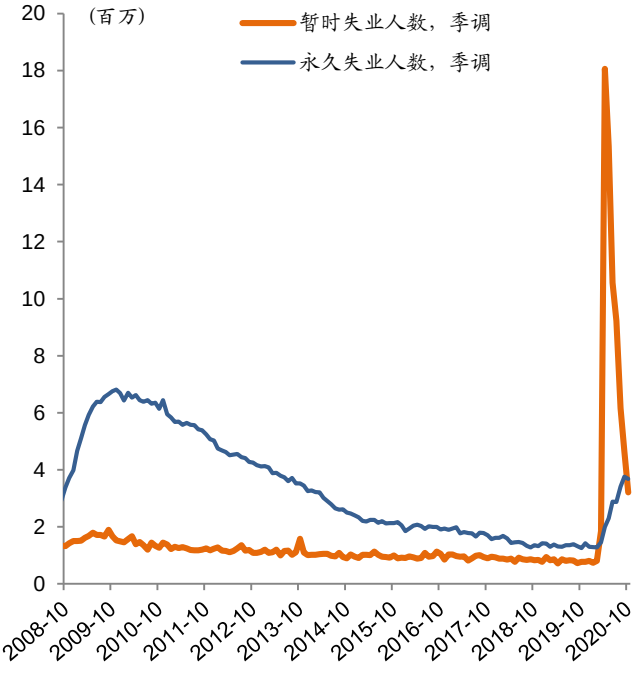
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 60：非农就业人数变化



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 61：暂时和永久性失业人数



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

离岸中国股市和美国股市

股市表现和估值

全球市场迅速从疫情引发的股市下跌中反弹。从 2 月 19 日的峰值到 3 月 23 日的谷底，标普 500 指数下跌了 34%，其后截至 12 月 1 日反弹了 64%。从 1 月 13 日的峰值到 3 月 19 日的谷底，MSCI 中国指数下跌了 23%，其后截至 12 月 1 日反弹了 53%。

从全球来看，各国股市表现参差，其中北亚股市表现最好。

- **亚太股市（除日本外）：**年初至今，MSCI 中国指数和沪深 300 指数表现抢眼，以本币计算的回报率均为 24%（以美元计算的回报率分别为 25%和 31%）。除中国在岸和离岸市场外，韩国和台湾市场亦录得 20%和 16%的强劲回报（按美元计算分别为 25%和 21%）。相比之下，东盟市场表现明显不佳，新加坡、泰国、印尼和菲律宾分别下跌了 13%、10%、9%和 10%（按美元计算分别下跌了 12%、11%、11%和 5%）。以本币计算，印度上涨了 8%（以美元计算，上涨了 5%）。

- **新兴市场：**年初至今，新兴市场的表现优于发达市场，这在很大程度上要归功于中国市场。在新兴市场中，亚洲新兴市场的表现优于巴西和俄罗斯市场。

- **发达市场：**年初至今，美国市场表现突出，回报率为 13%。英国和欧洲市场表现落后，分别为-15%和-6%（按美元计算为-14%和 1%）。日本股市以本币计算上升了 3%（以美元计算上升了 7%）。

主要中国/香港股市指数的表现也出现分化。MSCI 中国指数和沪深 300 指数跑赢大多数主要市场，恒生指数则滞后，年初至今下跌了 6%（按美元计算下跌了 5%）。这主要是因为“新经济”板块的权重较低，而香港本地房地产和金融企业的权重较高。

股指表现很大程度上是受到估值扩张的推动。MSCI 中国指数市场一致盈利预测今年以来下调了 14%，而前瞻市盈率倍数则上涨了 45%。标普 500 指数市场一致盈利预测从年初至今下调了 22%，而前瞻市盈率倍数则上涨了 45%。

图表 62：主要股指本币计价回报（根据年初至今回报排序）

	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
MSCI 中国	3.6%	4.0%	29.0%	24.3%	34.0%
沪深 300	7.9%	4.6%	27.6%	23.7%	32.3%
韩国 KOSPI	16.2%	12.1%	27.6%	19.9%	26.2%
台湾 TWSE	10.7%	9.3%	25.3%	15.7%	20.9%
MSCI 亚太区除日本外	10.3%	9.2%	28.9%	13.9%	20.2%
美国标普 500	12.0%	3.9%	19.9%	13.4%	16.6%
新西兰 S&P/NZX50	5.3%	7.9%	17.0%	10.8%	12.5%
MSCI 新兴市场	10.9%	9.3%	28.6%	9.8%	17.7%
印度 Sensex	12.7%	14.8%	34.1%	8.2%	9.5%
俄罗斯 MOEX	17.0%	5.8%	14.5%	3.3%	7.2%
日本 Topix	12.0%	9.4%	12.7%	2.7%	4.1%
加拿大 S&P/TSX 综合	10.9%	9.3%	28.6%	9.8%	17.7%
马来西亚 KLCI	12.7%	14.8%	34.1%	8.2%	9.5%
澳大利亚 S&P/ASX 200	17.0%	5.8%	14.5%	3.3%	7.2%
巴西 IBOV	18.6%	9.0%	25.7%	-3.7%	2.9%
香港恒生	10.2%	5.5%	11.9%	-5.8%	0.8%
欧洲 STOXX	14.5%	7.3%	10.6%	-5.8%	-3.8%
印尼 JCI	11.6%	7.8%	20.4%	-9.1%	-4.8%
泰国 SET	18.9%	8.8%	5.1%	-10.1%	-10.7%
菲律宾 PSEi	10.8%	20.9%	18.2%	-10.3%	-9.4%
新加坡海峡时报	16.1%	10.9%	10.3%	-12.7%	-11.9%
英国富时 100	14.5%	8.9%	3.5%	-15.3%	-13.1%

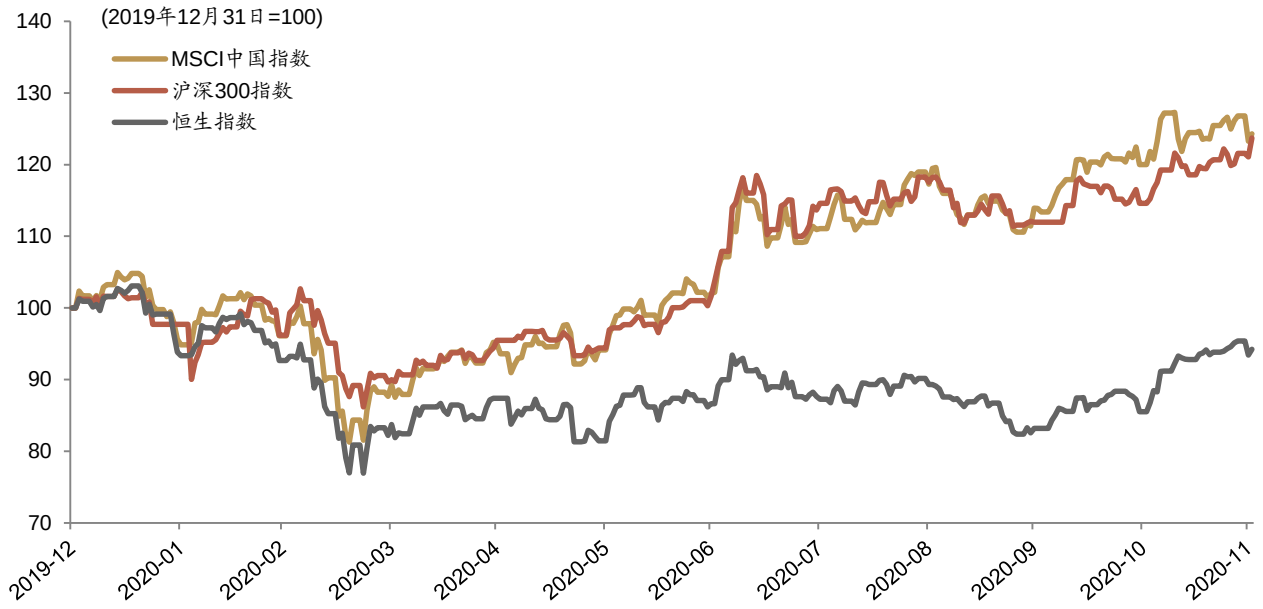
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 12 月 1 日

图表 63：主要股指美元计价回报（根据年初至今回报排序）

	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
沪深 300	9.9%	8.7%	38.4%	31.1%	41.6%
韩国 KOSPI	19.5%	20.1%	41.1%	25.3%	34.6%
MSCI 中国	3.6%	4.0%	29.0%	24.9%	35.3%
台湾 TWSE	10.8%	12.6%	31.4%	21.3%	29.2%
新西兰 S&P/NZX50	12.6%	12.7%	33.5%	16.0%	23.7%
MSCI 亚太区除日本外	10.3%	9.2%	28.9%	13.9%	20.2%
美国标普 500	12.0%	3.9%	19.9%	13.4%	16.6%
MSCI 新兴市场	10.9%	9.3%	28.6%	9.8%	17.7%
日本 Topix	12.3%	11.2%	16.2%	7.2%	9.1%
印度 Sensex	14.4%	14.1%	37.9%	4.9%	6.9%
澳大利亚 S&P/ASX 200	16.6%	10.5%	22.9%	3.3%	4.8%
加拿大 S&P/TSX 综合	10.9%	9.3%	28.6%	9.8%	17.7%
欧洲 STOXX	12.3%	11.2%	16.2%	7.2%	9.1%
马来西亚 KLCI	14.4%	14.1%	37.9%	4.9%	6.9%
菲律宾 PSEi	12.1%	22.3%	24.0%	-5.1%	-4.1%
香港恒生	10.2%	5.5%	11.9%	-5.3%	1.8%
印尼 JCI	15.5%	12.0%	24.8%	-10.8%	-5.2%
泰国 SET	22.5%	12.1%	9.9%	-11.0%	-10.8%
新加坡海峡时报	18.6%	12.7%	16.1%	-12.3%	-9.9%
英国富时 100	18.7%	9.1%	11.5%	-14.4%	-9.8%
俄罗斯 MOEX	22.7%	2.9%	4.7%	-15.4%	-9.0%
巴西 IBOV	29.7%	10.8%	29.0%	-26.4%	-17.1%

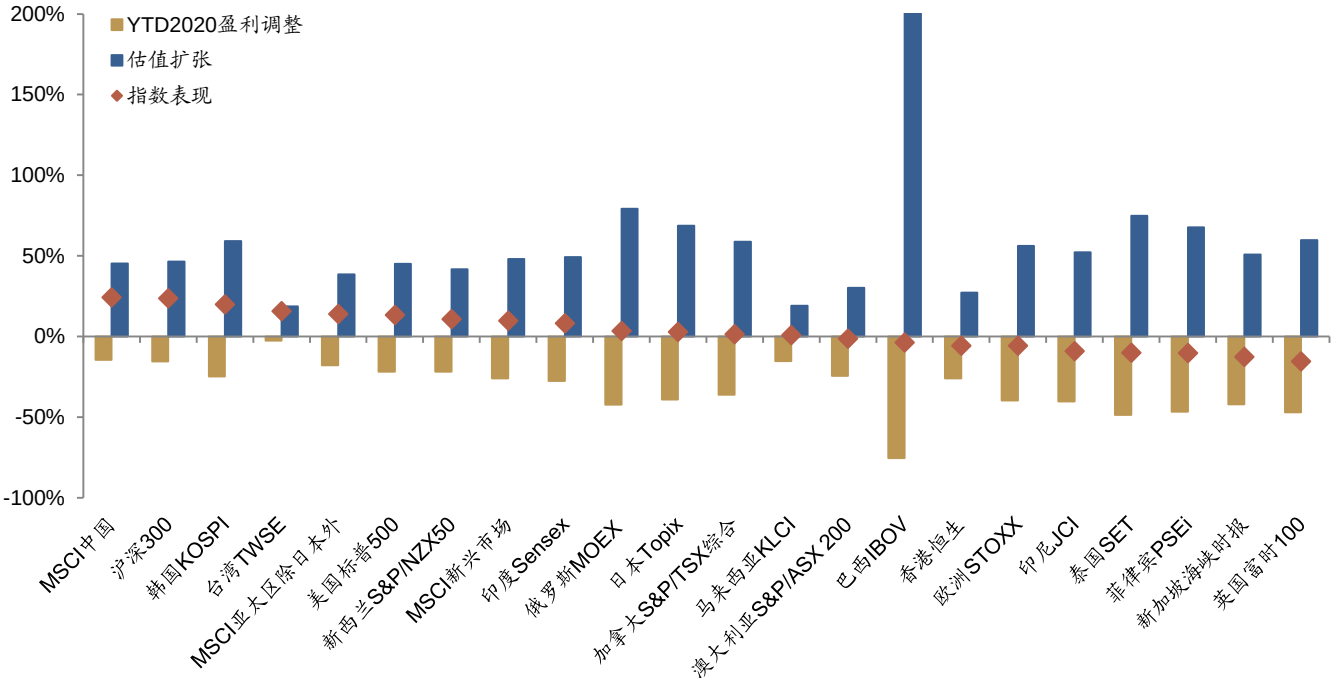
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 12 月 1 日

图表 64：离岸和在岸中国市场年初至今表现



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 12 月 1 日

图表 65：主要股指年初至今表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 12 月 1 日

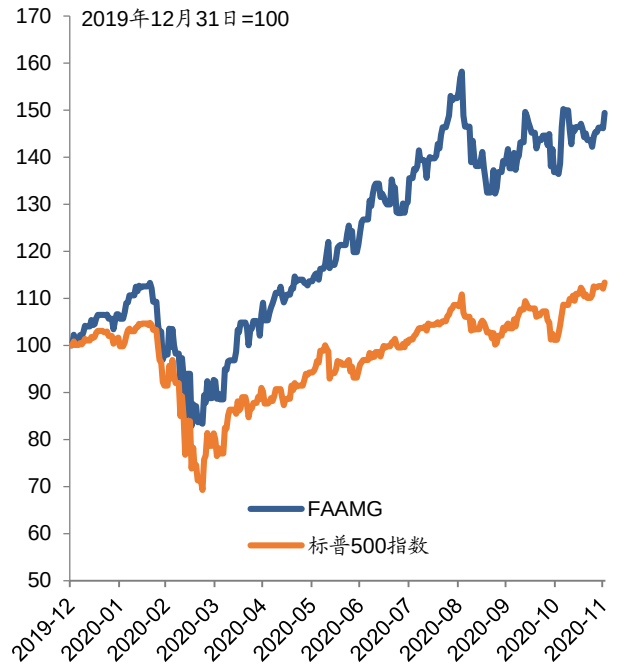
行业表现分化严重。MSCI 中国指数中，信息技术和可选消费表现优于大市，年初至今的涨幅分别为 54%和 51%。相比之下，能源、房地产和金融板块表现落后。美国和中国股市中，大型科技股的表现跑赢大市。尽管最近股价有所回调，但 FAAMG（脸书、苹果、亚马逊、微软、谷歌）的总市值年初至今仍上涨了 49%，而 ATMJ（阿里巴巴、腾讯、美团和京东）的总市值上涨了 54%，远远跑赢基准指数（标普 500 指数：13%；MSCI 中国指数：25%）。

图表 66：MSCI 中国指数分行业表现（根据年初至今回报排序）

	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
信息技术	10.0%	5.7%	51.0%	53.6%	70.2%
可选消费	-1.1%	2.5%	49.4%	50.9%	58.8%
医疗保健	1.4%	-2.4%	18.9%	39.4%	45.8%
日常消费	6.2%	-0.4%	28.6%	38.4%	44.7%
通信服务	-1.0%	3.5%	25.9%	32.2%	45.8%
原材料	16.2%	8.6%	34.3%	20.6%	36.7%
工业	8.9%	2.4%	14.5%	4.3%	12.7%
多元金融	5.3%	-3.4%	20.8%	2.1%	17.5%
公用事业	11.3%	12.4%	4.3%	-4.2%	-2.2%
保险	12.9%	8.6%	18.7%	-6.9%	-1.7%
银行	13.0%	12.8%	0.6%	-9.9%	-3.5%
房地产	7.5%	0.0%	1.9%	-16.2%	-4.2%
能源	13.3%	-2.4%	-4.0%	-30.0%	-22.8%
MSCI 中国	**3.6%**	**4.0%**	**29.0%**	**24.3%**	**34.0%**

资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 12 月 1 日

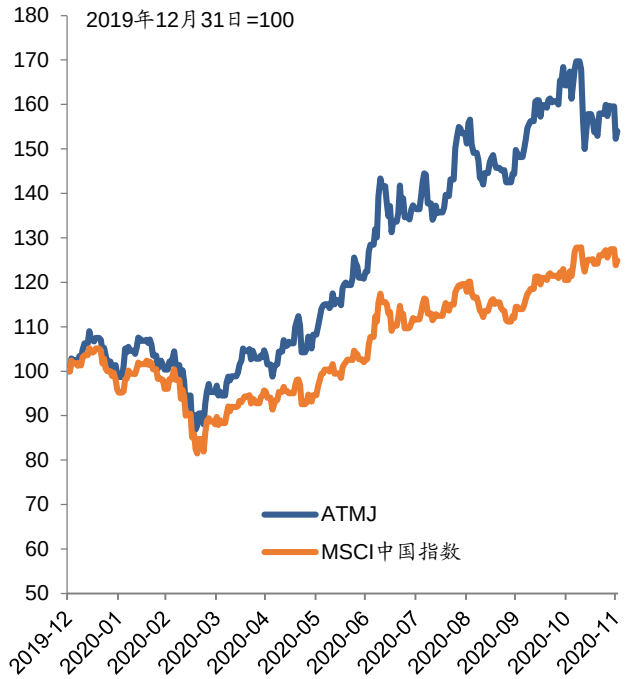
图表 67：股价表现：FAAMG vs 标普 500 指数



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

注：FAAMG 指美股最大的五只科技股，即脸书、苹果、亚马逊、微软和谷歌

图表 68：股价表现：ATMJ vs MSCI 中国指数

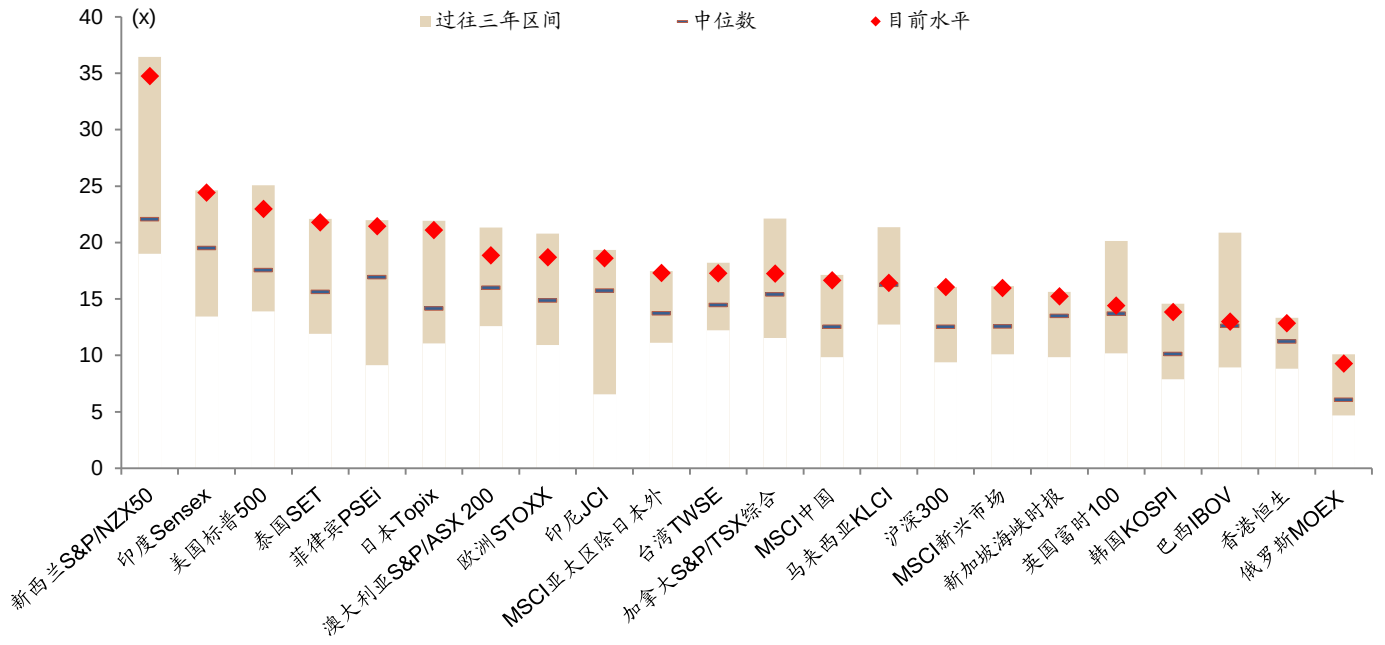


资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

注：ATMJ 指离岸中国市场最大的四只科技股，即阿里巴巴、腾讯、美团和京东。

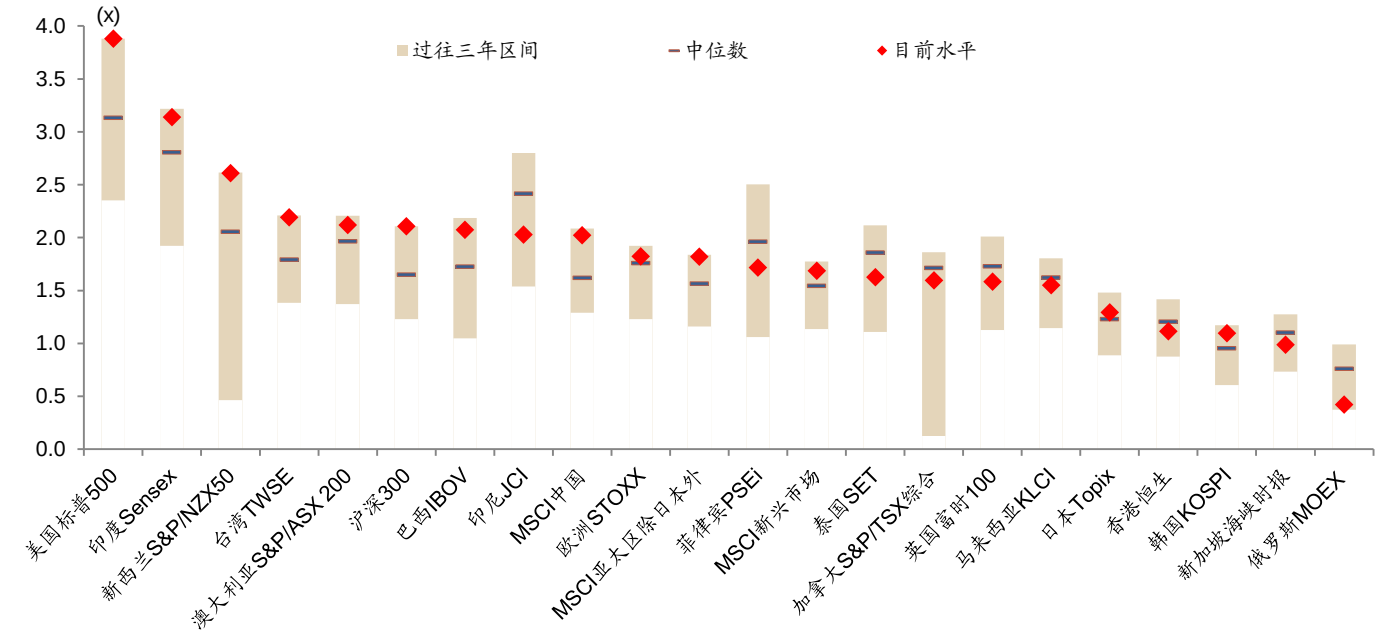
标普 500 指数和 MSCI 中国指数的估值看起来昂贵；H 股的估值相对不高。标普 500 指数目前的前瞻市盈率为 23.0 倍，远高于过去三年的历史中值水平（17.6 倍）。MSCI 中国指数目前估值为 16.7 倍的前瞻市盈率，相较于 12.5 倍的历史中值水平仍然偏高。即使我们使用未来 12 至 24 个月的盈利预期，将明年的盈利增长考虑在内，标普 500 指数和 MSCI 中国指数的估值仍处于历史高位，表明盈利复苏基本已反映在股价中。相比之下，恒生指数估值为 12.8 倍的前瞻市盈率，略高于历史中值水平（11.2 倍）。

图表 69：主要股指目前前瞻市盈率及历史水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 12 月 1 日

图表 70：主要股指目前前瞻市净率及历史水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 12 月 1 日

盈利预期

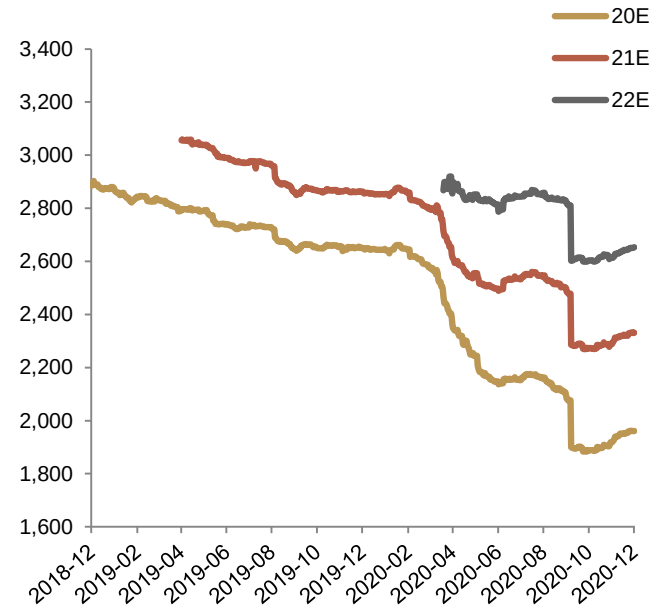
在全球经济复苏的推动下，盈利预计将在 2021 年出现大幅反弹。MSCI 中国指数和恒生指数目前一致预测是 2020 年收入同比 6.2%/-6.2%，盈利同比 0.0%/-21.6%，2021 年预计收入将增长 14.6%/11.7%，盈利增长 20.8%/19.0%。就标普 500 指数而言，市场目前预计 2020/2021 年收入同比为-2.0%/7.7%，盈利同比为-14.2%/21.9%。**在 2020 年较早时期经历了持续盈利预测下修后，过去几个月盈利已逐步上修。**自 9 月末以来，MSCI 中国/恒生指数 2021 年市场一致预期每股盈利分别上修了 3%/3%，标普 500 指数市场一致预期每股盈利同样上修 3%。

图表 71：主要股指盈利预测调整情况

	MSCI 中国		恒生		沪深 300		标普 500	
	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
1Q20	-11.8%	-9.7%	-10.7%	-8.3%	-3.2%	-2.7%	-16.1%	-10.5%
2Q20	-7.3%	-4.2%	-8.9%	-3.2%	-9.3%	-6.2%	-17.3%	-9.2%
3Q20	0.6%	1.0%	-12.3%	-10.2%	-3.6%	-2.2%	5.4%	3.3%
4Q20 (QTD)	4.1%	3.2%	3.9%	2.5%	-0.2%	-0.1%	6.8%	2.6%

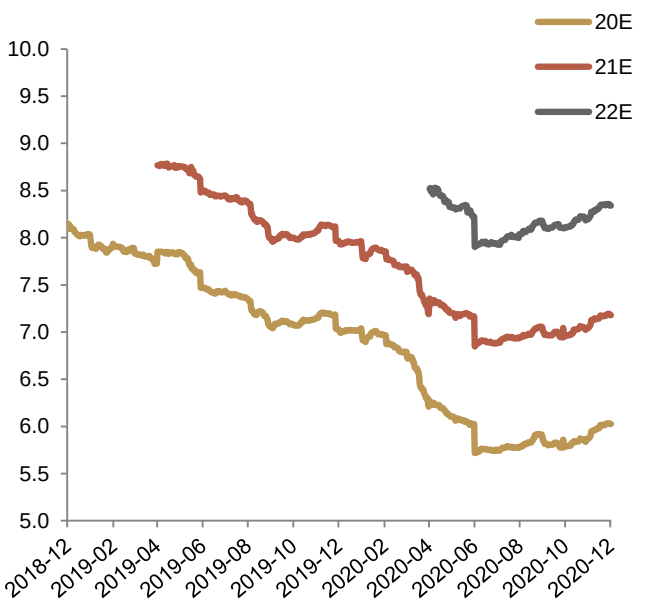
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 12 月 1 日

图表 72：恒生指数 EPS 一致预测调整



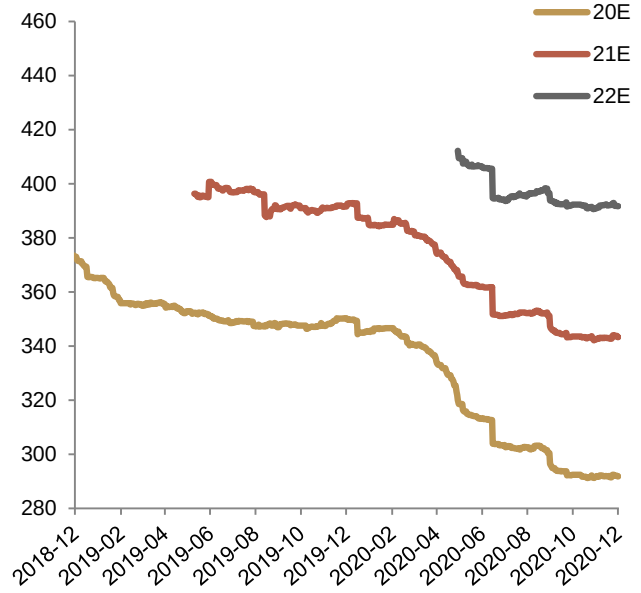
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 73：MSCI 中国指数 EPS 一致预测调整



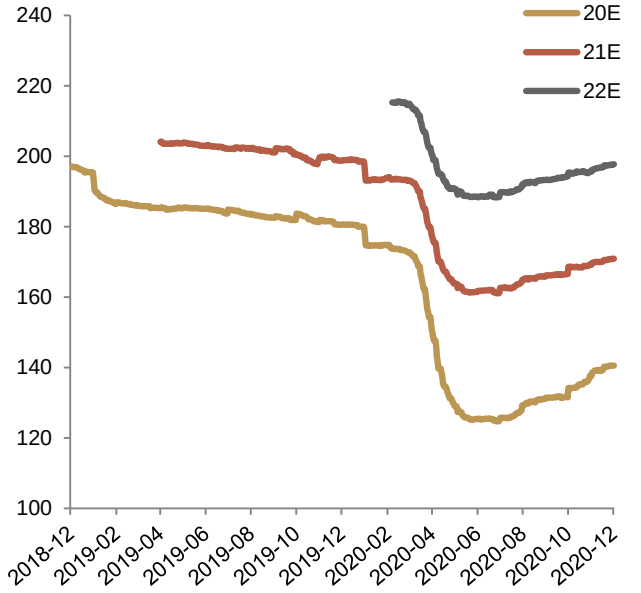
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 74: 沪深 300 指数 EPS 一致预测调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 75: 标普 500 指数 EPS 一致预测调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

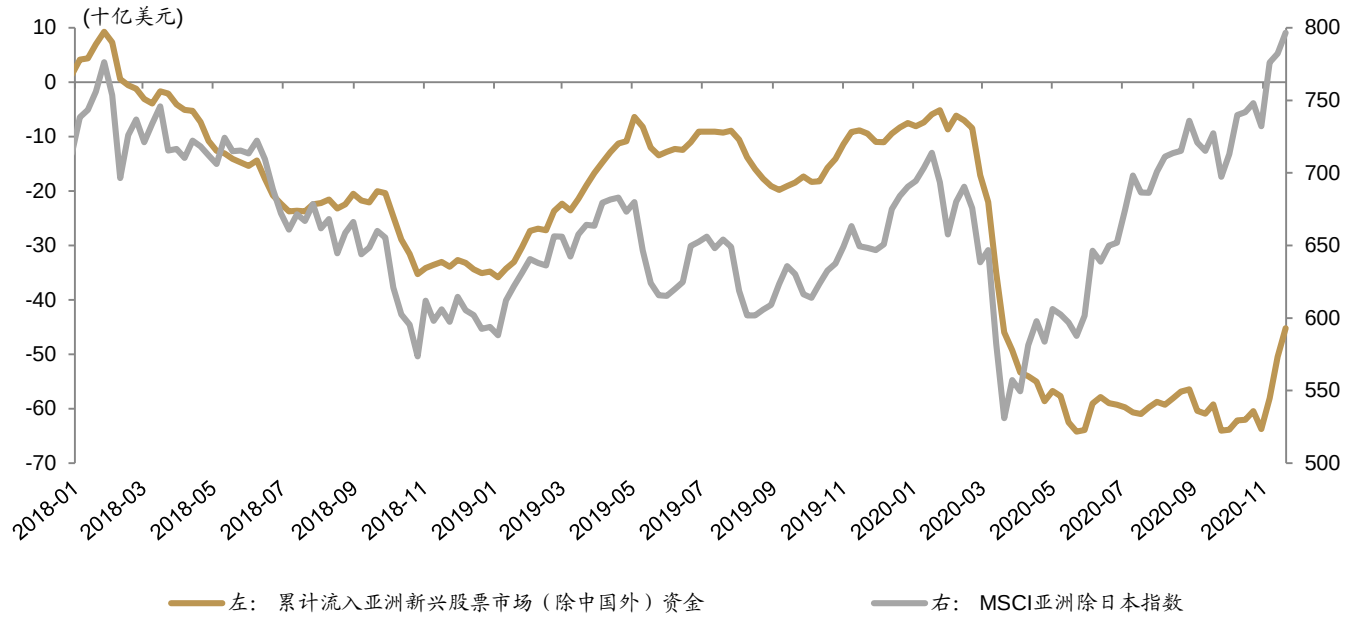
资金流动

美元走弱将有利于资金流入亚洲新兴市场。美元指数已从其峰值回落 10%。我们之前的研究显示，美元指数与流向亚洲新兴市场的资金呈现强烈的负相关关系。

来自内地投资者的南下资金流入将持续成为有利因素。2020 年前 11 个月，互联互通南下每日成交额平均为 239 亿港元，占 2020 年前 11 个月香港股市总成交额的 18%。与 2018 年和 2019 年相比，这一比例进一步上升，当时南下交易约占总成交额的 12%。年初至今，南下资金净流入为 6,120 亿港元，远高于之前几年的水平（2017/2018/2019 年: 3,400 亿港元/ 830 亿港元/ 2,490 亿港元）。目前，南下持股占香港市场总市值约 4.2%，表明资金进一步流入的潜力巨大。

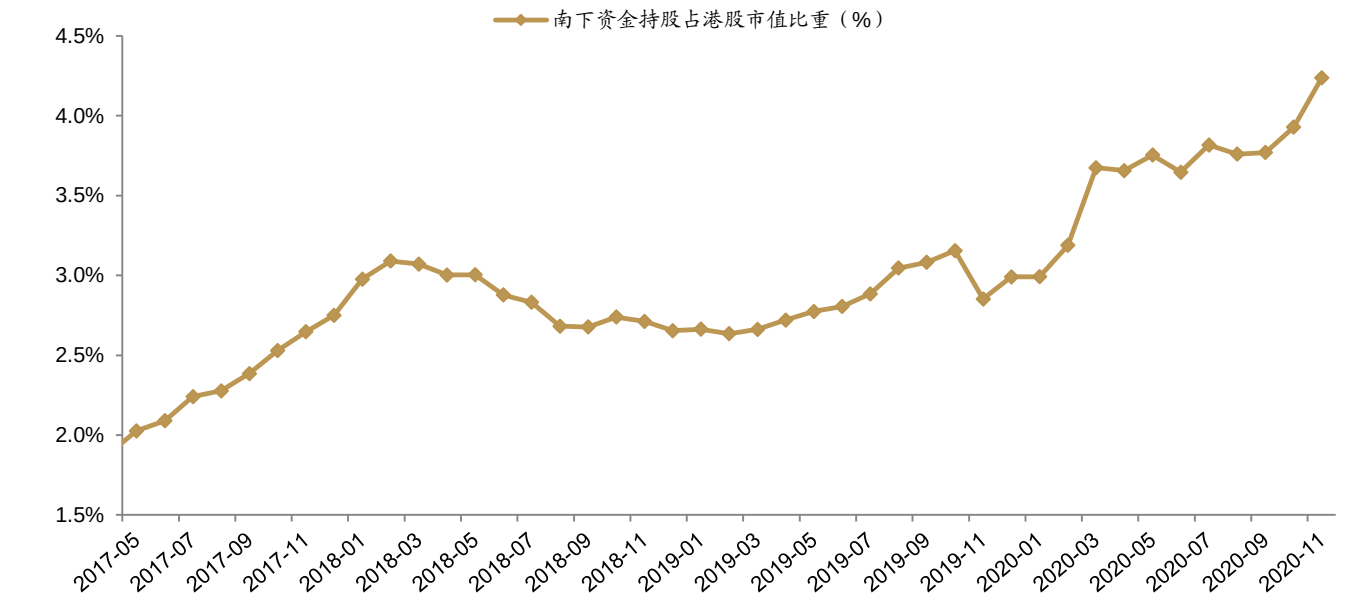
第二上市公司可能纳入港股通合资格股票名单有望带来南下资金显著流入。现时第二上市公司仍未获纳入港股通交易资格。港交所在 2020 年 2 月的一份声明中表示，两地监管机构和交易所正在就此事进行讨论。如果纳入，这将意味着中国内地投资者将首次有机会直接投资这些科技和电商巨头。我们预计，第二上市进程加快将促使中国监管机构和交易所在不久的将来将这些公司纳入港股通合资格股票名单。截至 11 月 30 日，香港中央结算所数据显示，南下投资者持有腾讯（700 HK）4.2%、美团（3690 HK）6.4%和小米（1810 HK）10.1%的股份，这三个股票是港股中符合港股通资格的三大科技股。我们预计，在第二上市的股票获纳入港股通后，内地投资者也会买入并持有相若比例的股份。

图表 76：自 2018 年以来流入亚洲新兴股票市场（除中国外）的资金流



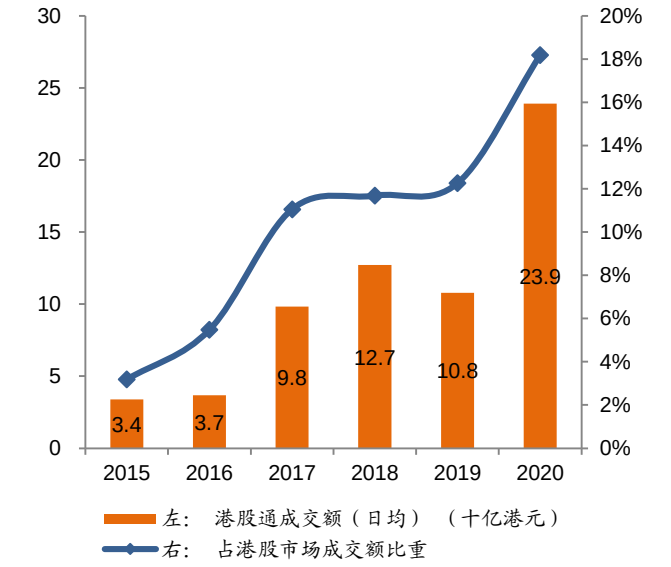
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 77：互联互通南下持股情况



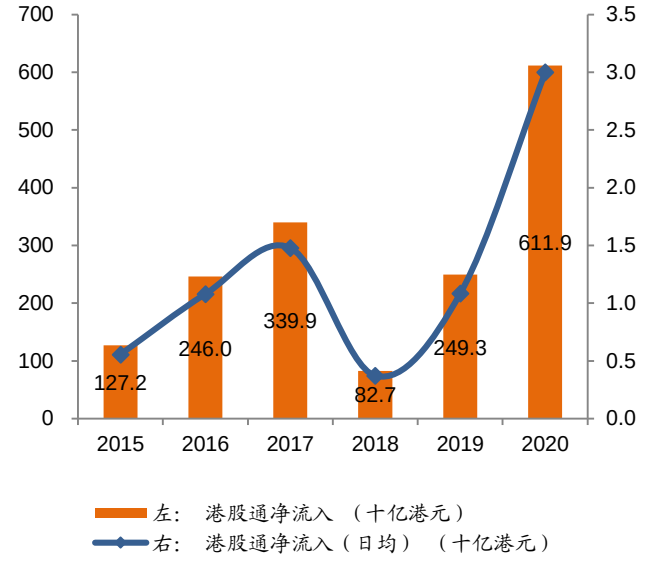
资料来源：万得、港交所、招商证券（香港）研究部

图表 78：南下资金年交易额



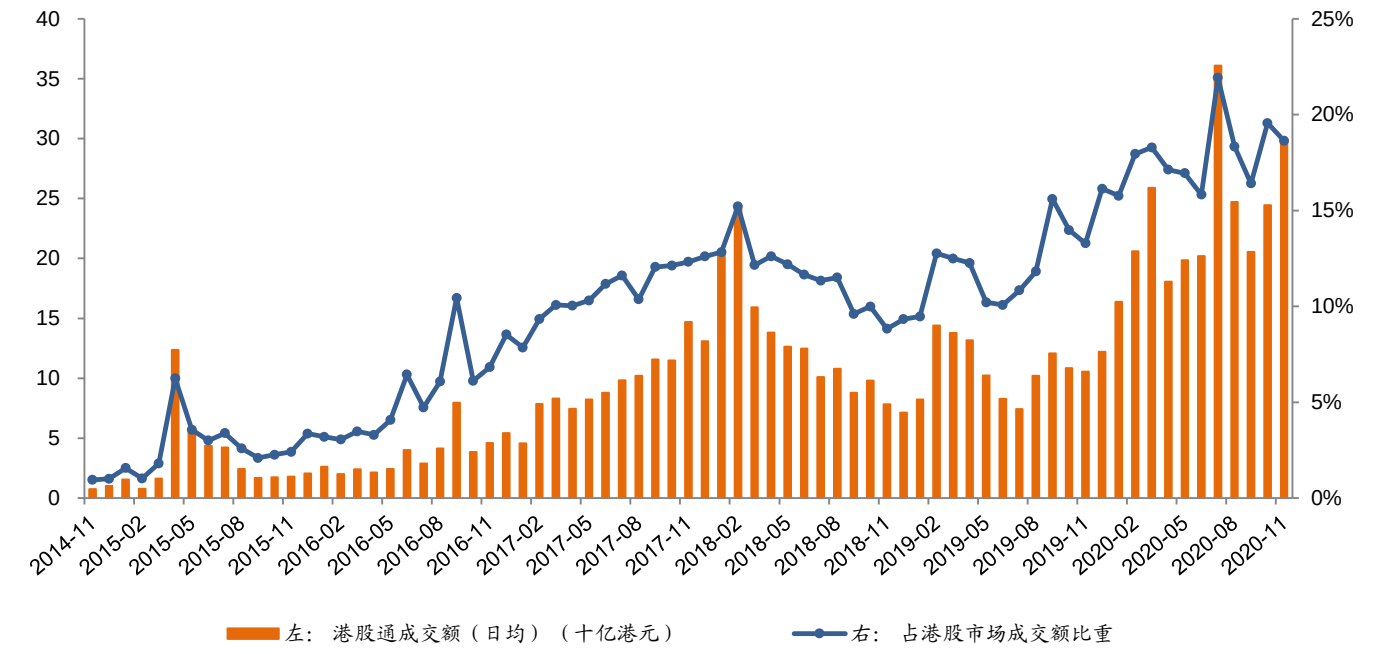
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 11 月 30 日

图表 79：南下资金年净流入额



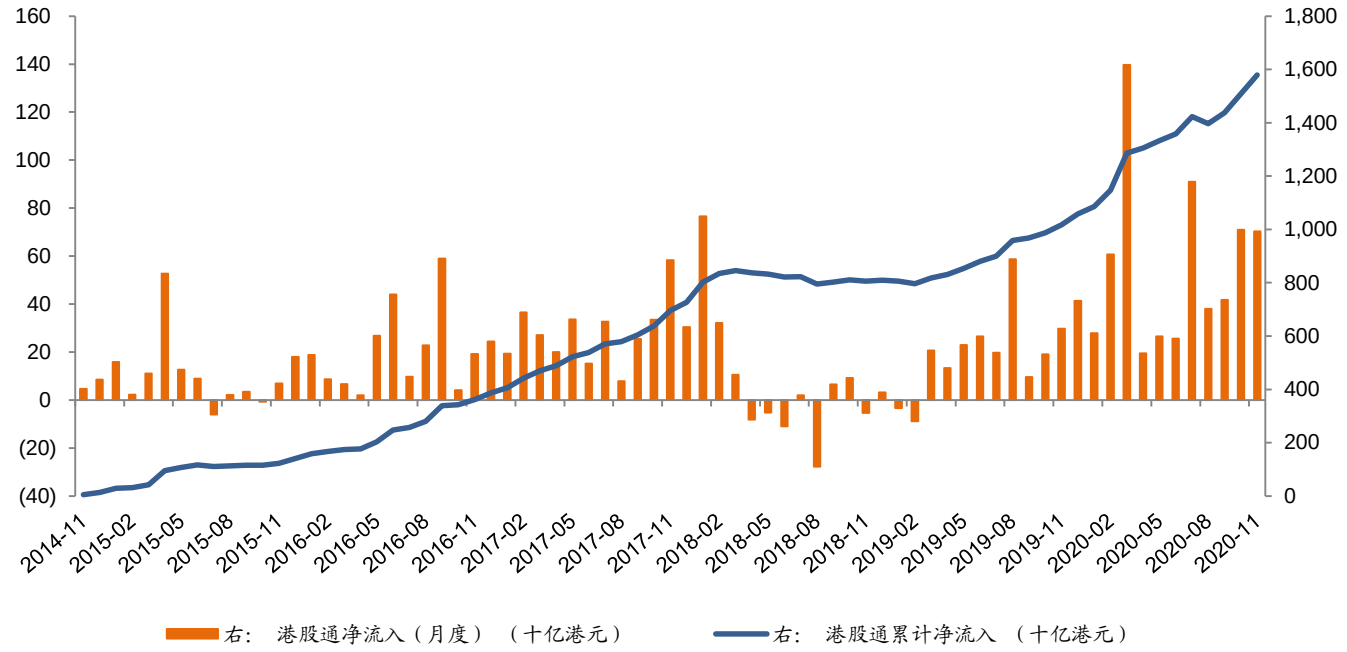
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 11 月 30 日

图表 80：互联互通南下月度交易额



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 11 月 30 日

图表 81：互联互通南下月度净流入额



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 11 月 30 日

我们对市场和行业偏好的看法

A 股和 MSCI 中国指数： 今年 4 月以来，我们一直认为 A 股和 MSCI 中国指数将跑赢其他主要市场，因为 1）在其他主要经济体仍在对抗新冠疫情的时候，中国已经成功控制疫情；2）自复工复产以来，中国经济平稳增长，生产率先恢复，复苏的范围逐步变得更加广泛，消费的拉动作用增强；出口增长持续好于预期；服务消费也显示出乐观的信号。这两个指数目前为止的表现符合我们的预期。

我们仍看好A股及MSCI中国指数的前景，并预期它们继续跑赢其他主要市场，但反弹幅度将会放缓，原因如下：1）如上文分析，中国的经济处于正轨，财政和货币政策将维持宽松。这将带来消费和资本支出的提升，以及上市公司盈利改善和信心、动能增强。2）但强劲的反弹在一定程度上已反映在盈利预期里；目前的估值似乎越来越高。MSCI中国指数目前的估值为16.7倍前瞻市盈率。因此，下一个阶段的表现将较受到盈利预测上调而非进一步的估值扩张驱动。3）我们预计货币政策将保持宽松，但资金流入可能会有所放缓。4）中概股面临从美国市场退市的不利因素；5）拜登对华政策的不确定性。

香港股市： 在新冠疫情爆发之前，香港本地经济已经受到社会事件的严重打击。随着国家安全法的立法，香港成为中美之间的激烈战场。自 4 月初以来，我们一直对港股持谨慎态度，预计恒生指数二季度和三季度将维持在 23,000 - 26,000 区间震荡，并在四季度有较佳表现。恒生指数到目前为止的表现符合我们的预期。

我们预计，2021 年恒生指数将有较好的表现，在 23,500 点至 30,500 点（相当于 11 倍至 14.5 倍前瞻市盈率）区间震荡，原因如下：1）在新冠疫情逐渐消退后，通关限制将会逐步解除；2）金融和房地产板块在恒生指数中权重较大。经济复苏将令估值受到承压的板块和上市公司得到重估；3）中概股在港交所二次上市将提高新经济股在基准指数中的权重，吸引资金流入；4）二次上市股票可能获纳入港股通合资格股票名单；5）估值不高；恒生指数的前瞻市盈率为 12.8 倍，而历史平均水平为 11.2 倍。

行业偏好： 1）我们继续看好如建筑和资本品、水泥、能源、交通等周期性行业，以及非必需消费品（特别是线下消费、教育和汽车）。2）医疗保健行业的增长势头将在新冠疫情过后放缓。事实上，整个行业在三季度和四季度都经历了调整。我们预计行业轮动在 2021 年将更加活跃，行业龙头和追随者之间的差距将加速拉大；生物技术，CRO/CDMO 的龙头可能仍然具有吸引力；3）我们对电信行业持谨慎乐观态度，因为在移动 ARPU 上升和估值处于历史低位的推动下，电信行业的股票估值可能重估，但美国投资者（由于特朗普政府对持有某些中国企业股票采取的限制措施）有可能清空仓位，或会为某些美国投资者持股比例较高的电信上市公司带来下行风险。至于科技硬件行业，我们预计，在 5G 手机的实际需求上升的情况下，坚实的基本面将持续；库存补货将不再是 2021 年下半年的驱动因素，但我们担心出现投资者在业绩期逢高卖出的潜在风险。4）我们对电商和手游保持审慎乐观。线下消费的全面复苏将挤出部分增长势头。5）由于需求复苏，我们预计公用事业行业估值将重估。6）我们对保险行业的看法转为正面。

图表 82：行业偏好

行业	2020年第四季度至今表现	2020年初至今表现	2021年行业偏好	行业首选
汽车与零部件	70.1%	170.2%	😄	吉利汽车（175 HK），比亚迪（1211 HK）
耐用消费品与服装	20.8%	43.1%	😄	安踏（2020 HK），特步（1368 HK）
媒体与娱乐	9.4%	32.2%	😄	腾讯（700 HK），哔哩哔哩（BILI US）
消费者服务	1.1%	29.6%	😄	新东方（EDU US），海底捞（6862 HK）
原材料	17.4%	20.6%	😄	海螺水泥（914 HK）
资本货物	9.5%	1.8%	😄	中联重科（1157 HK），中国中铁（390 HK）
运输	9.8%	-2.2%	😄	南方航空（1055 HK）
保险	17.6%	-3.6%	😄	平安保险（2318 HK）
公用事业	15.3%	-4.2%	😄	昆仑能源（135 HK），新奥能源（2688 HK）
电信	-6.1%	-29.4%	😄	中国移动（941 HK），中国电信（728 HK）
电商	-0.6%	46.4%	😐	京东（JD US）
医疗保健	3.2%	39.4%	😐	信达生物（1801 HK），百济神州（BGNE US）
科技硬件	16.2%	39.1%	😐	瑞声科技（2018 HK）
日常消费	7.4%	38.4%	😐	–
银行	23.1%	-7.8%	😐	邮储银行（1658 HK）
房地产	3.0%	-16.4%	😐	–
能源	8.6%	-30.0%	😐	–
多元金融	6.2%	5.7%	😟	–

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部;

主要风险和催化剂

中美关系：不稳定性减少，但紧张局势或持续

拜登当选美国总统不会从本质上改变中美之间的对抗格局。我们预计拜登政府将对中国采取相对灵活的态度，但双边关系仍将充满挑战。拜登政府是否会撤回此前特朗普政府推出的一些政策，目前仍然存在很大的不确定性。最令人关注的是对 2,500 亿美元中国商品加征的 25%关税，及对 1,100 亿美元中国商品加征的 7.5%关税。2020 年初签署的第一阶段贸易协议下的采购承诺很可能会继续生效。其次，我们预计拜登政府将在新疆、香港和南海等议题上采取强硬态度。第三，限制中国对美国科技企业的投资，限制美国企业（以及使用美国技术的企业）向中国出口敏感技术的立场可能会延续下去，但实施力度和方式可能与特朗普政府有所不同。我们不认为两国的科技产业会完全脱钩。

拜登将与美国盟友采取更加协同一致的方式。我们预计，在拜登担任美国总统期间，美国将采取协同方式，联合欧洲和亚太地区盟友一起向中国施压。拜登在当选后不久就开始接洽这些国家的领导人，商讨他们在双边关系上面临的主要挑战，并承诺巩固关系。但我们认为，拜登上任后立即对中国采取重大协同行动的概率较低，因为在新冠疫情和经济衰退的背景下，其他国家的政策重点与美国不同。但与特朗普反复改变主意，通过推特发表意想不到的言论和威胁相比，**拜登可能令白宫的中国政策更具可预测性和稳定性**。

图表 83：中美第一阶段贸易协议下中国承诺的 2020-2021 年采购额（较 2017 年提高幅度）

（十亿美元）	制造业	能源	服务	农业	总计
2020	32.9	18.5	12.8	12.5	76.7
2021	44.8	33.9	25.1	19.5	123.3
总计	77.7	52.4	37.9	32.0	200

资料来源：美国贸易代表处、招商证券（香港）研究部

中概股退市风险渐增

过去一年，美国政府和政界人士采取了一系列行动来限制美国对中国企业的投资。目前尚未清楚即将上台的拜登政府是否会继续采取限制美国投资组合流向中国企业的策略。然而，鉴于两党在遏制中国方面存在共识，完全撤销先前的禁令和限制性政策的可能性仍然较低。

根据美国参议院 2020 年 5 月 20 日通过的《外国公司问责法案》，在美国上市的中国企业必须能够让美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）获取主要审计公司的工作底稿，以避免从美国交易所退市。自 5 月以来，特朗普政府一直加强对这些企业的施压，要求它们符合监管要求。

在退市风险不断加剧的背景下，在香港二次上市的吸引力正不断增强。阿里巴巴（BABA US/9988 HK）在 2019 年底的二次上市便是成功的先例，紧随其后是 2020 年 6 月的网易（NTES US/9999 HK）和京东（JD US/9618 HK）。除了第二上市之外，一些中概股近期还收到了私有化要约。据财新报道，港交所正准备通过两种方式让第二上市企业过渡至主要上市地位：1）如果公司股票于香港市场的成交量在过去 12 个月内持续达到其全球成交量的 55%，港交所的规则要求该公司将香港转变成为其主要上市地点。但目前来看，这一门槛对大多数股票来说难度较高。2）公司在二次上市一段时间后，可申请将主要上市地点转移至香港。港交所将为公司提供 12 个月的缓冲期，让公司逐步符合包括信息披露、公司治理和公司架构在内的监管规定。相关细则有待出台。

图表 84：目前在港交所根据主板上市规则 19C 章进行二次上市场的 10 个股票

二次上市代码	主要上市代码	公司	行业	上市日期	市值（十亿美元）	预测市盈率（20E）	预测市盈率（21E）
9988 HK	BABA US	阿里巴巴	可选消费	2019-11-26	722.0	35.5	26.9
9618 HK	JD US	京东集团	可选消费	2020-06-18	135.4	42.7	31.6
9999 HK	NTES US	网易	通信业务	2020-06-11	63.3	14.4	12.7
9901 HK	EDU US	新东方	可选消费	2020-11-09	27.9	n.a.	46.4
2057 HK	ZTO US	中通快递	工业	2020-09-29	24.2	32.3	25.3
9987 HK	YUMC US	百胜中国	可选消费	2020-09-10	24.2	38.1	28.7
9698 HK	GDS US	万国数据	信息技术	2020-11-02	17.0	n.a.	454.8
1179 HK	HTHT US	华住集团	可选消费	2020-09-22	15.9	n.a.	50.4
9688 HK	ZLAB US	再鼎医药	医疗保健	2020-09-28	9.9	n.a.	n.a.
9991 HK	BZUN US	宝尊电商	可选消费	2020-09-29	3.1	16.1	11.5

资料来源：港交所、彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 11 月 30 日

潜在的资本外流风险

美国的养老基金和大学捐赠基金正面临与日俱增的政治压力，被要求重新审视在中国企业的投资。2020 年 5 月，美国政府独立机构联邦退休储蓄投资委员会（FRTIB）决定推迟将节俭储蓄计划（TSP）（一个联邦雇员退休储蓄计划）的国际股票指数投资基金 I Fund 的基准指数由 MSCI EAFE 指数切换至 MSCI ACWI ex USA IMI 指数，原因是后者包含中国企业。这标志着在政治压力下，其对美国养老基金和政府雇员储蓄计划投资中国企业的态度发生了重大转变。另一例子也可体现政治压力正如何影响公共基金的投资格局，2020 年 8 月，美国国务院致函美国大学，敦促他们披露并清空捐赠基金中的中国投资。

对中国国有企业和高科技公司的投资也受到严格审查。政治压力也将拖累对中国企业的投资，尤其是那些被美国政界人士视为对美国国家安全构成威胁的企业。2019 年以来，特朗普政府加大了遏制中国科技公司成长的力度，主要措施包括：1）将实体清单作为针对中国企业的武器；2）专门针对中国 5G 设备制造商华为；3）利用赋予美国总统的行政命令，禁止与中国企业开发的应用（如 TikTok、微信）进行交易，或强制它们从母公司剥离。由工业和安全局（BIS）发布的实体清单目前包括 200 多家中国企业和组织，涵盖了 5G、超级计算机、人工智能和监控设备领域的中国企业。目前，实体清单中有若干家中国企业是 MSCI 旗舰指数的成分股，包括海康威视（002415 CH）、大华股份（002236 CH）和中航飞机（000768 CH）（图表 85）。我们认为这些股票也存在被剔除出基准指数的风险。

即将上任的拜登政府是否会局部放松对投资中国科技企业的限制仍存在不确定性；但即将离任的特朗普总统显然打算在 2021 年 1 月离开白宫之前做最后的努力，加大对中国企业的制裁力度。2020 年 11 月 12 日，特朗普签署了一项行政命令，禁止美国人投资一些中国企业，称这些公司直接支持中国的军事、情报和安全设备，并帮助它们发展和实现现代化。从 1 月 11 日起，禁止购买或投资包括这些企业在内的股票、基金或其他金融产品。该命令要求投资者在 2021 年 11 月之前清空持仓。由国防部根据 1999 财政年度国防授权法案第 1237 条法定要求列出的 31 家企业包括中国航空工业集团公司、中国移动、中国铁建、中国化工集团等（图表 86）。由于这项行政命令，指数公司 MSCI 于 11 月 20 日宣布，该指数提供者正在寻求投资者反馈，以决定是否需要更改现有指数，这有可能导致这些股票被剔除出基准指数。

图表 85：被列入美国商务部实体清单的上市公司

代码	公司	MSCI 中国指数权重	市值（百万美元）	行业	市盈率（x） 2020E	2021E	纳入实体清单日期
MSCI 中国指数成分股							
002415 CH	海康威视	0.13%	64.3	信息技术	31.3	25.5	2019-10
1800 HK	中国交建	0.08%	16.4	工业	3.1	2.7	2020-08
601989 CH	中国重工	0.03%	15.1	工业	90.8	79.3	2020-08
002230 CH	科大讯飞	0.03%	13.0	信息技术	77.8	59.7	2019-10
601360 CH	三六零	0.02%	17.0	信息技术	28.5	25.5	2020-05
002236 CH	大华股份	0.02%	9.7	信息技术	16.9	14.8	2019-10
002456 CH	欧菲光	0.01%	6.3	信息技术	31.9	23.4	2020-07
601800 CH	中国交建	0.01%	16.4	工业	7.0	6.1	2020-08
600498 CH	烽火通信	0.01%	4.5	信息技术	33.7	25.3	2020-05
002268 CH	卫士通	0.00%	2.5	信息技术	68.0	50.3	2020-08
非 MSCI 中国指数成分股							
002465 CH	海格通信	n.a.	4.3	信息技术	43.6	35.0	2020-08
000521 CH	美菱电器	n.a.	0.5	可选消费	66.8	37.1	2020-07
603680 CH	今创集团	n.a.	1.4	工业	20.0	15.4	2020-07
603133 CH	碳元科技	n.a.	0.4	工业	18.8	11.1	2020-07
300188 CH	美亚柏科	n.a.	3.0	信息技术	45.2	33.3	2019-10
300367 CH	东方网力	n.a.	0.7	信息技术	n.a.	n.a.	2020-05

资料来源：美国商务部工业和安全局、彭博、招商证券（香港）研究部

注：被列入实体清单的公司可能是上市公司的母公司或附属公司

图表 86：被美国国防部列入支持中国军民融合战略的公司名单

公司名称（英文）	公司名称（中文）
Aviation Industry Corporation of China (AVIC)	中国航空工业集团有限公司
China Aerospace Science and Technology Corporation (CASC)	中国航天科技集团有限公司
China Aerospace Science and Industry Corporation (CASIC)	中国航天科工集团公司
China Electronics Technology Group Corporation (CETC)	中国电子科技集团有限公司
China South Industries Group Corporation (CSGC)	中国兵器装备集团公司（中国南方工业集团公司）
China Shipbuilding Industry Corporation (CSIC)	中国船舶重工集团有限公司
China State Shipbuilding Corporation (CSSC)	中国船舶工业集团有限公司
China North Industries Group Corporation (Norinco Group)	中国北方工业集团公司
Hangzhou Hikvision Digital Technology Co., Ltd (Hikvision)	杭州海康威视数字技术股份有限公司
Huawei	华为
Inspur Group	浪潮集团有限公司
Aero Engine Corporation of China	中国航空发动机集团有限公司
China Railway Construction Corporation (CRCC)	中国铁建股份有限公司
CRRC Corp.	中国中车集团
Panda Electronics Group	熊猫电子集团有限公司
Dawning Information Industry Co (Sugon)	中科曙光
China Mobile Communications Group	中国移动通信集团公司（中国移动）
China General Nuclear Power Corp.	中国广东核电集团有限公司（中广核）
China National Nuclear Corp.	中国核工业集团有限公司
China Telecommunications Corp.	中国电信集团有限公司
China Communications Construction Company (CCCC)	中国交通建设股份有限公司（中国交建）
China Academy of Launch Vehicle Technology (CALT)	中国运载火箭技术研究院
China Spacesat	中国东方红卫星有限公司
China United Network Communications Group Co Ltd	中国联合网络通信集团有限公司（中国联通）
China Electronics Corporation (CEC)	中国电子信息产业集团有限公司（中国电子）
China National Chemical Engineering Group Co., Ltd. (CNCEC)	中国化学工程集团有限公司
China National Chemical Corporation (ChemChina)	中国化工集团公司
Sinochem Group Co Ltd	中国中化集团公司
China State Construction Group Co., Ltd.	中国建筑集团有限公司
China Three Gorges Corporation Limited	中国长江三峡集团公司
China Nuclear Engineering & Construction Corporation (CNECC)	中国核工业建设股份有限公司

资料来源：美国国防部、彭博、招商证券（香港）研究部

首选推荐

图表 87：招商证券首选

代码	简称	市值	现价	目标价	市盈率 (x)		股息率 (%)	净债务股权比(%)	所属行业
		(百万美元)	本币	本币	2020E	2021E	2020E	2019A	
700 HK	腾讯控股	714,632	578.0	699.0	35.3	32.9	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	21,131	60.8	63.0	n.a.	n.a.	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	6,915	39.1	49.0	38.5	29.6	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	133,580	85.4	100.0	54.5	38.7	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	39,973	119.5	179.0	84.4	63.3	0.4%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	22,413	246.5	345.0	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	9,658	53.5	80.0	n.a.	n.a.	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	19,714	3.8	7.8	2.9	2.9	4.3%	58%	基建
3311 HK	中建国际	3,328	5.1	9.8	4.3	3.5	6.3%	50%	基建
1157 HK	中联重科	10,992	9.1	10.7	8.6	8.9	4.1%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,787	4.4	6.5	12.5	8.6	3.2%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	15,042	103.4	124.0	16.7	13.9	2.1%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	6,702	6.0	7.6	7.8	6.2	4.5%	21%	公用事业
941 HK	中国移动	122,290	46.3	70.0	7.4	7.1	7.4%	-31%	电信
728 HK	中国电信	24,325	2.3	3.8	7.1	7.1	5.7%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	6,828	43.8	65.0	29.0	15.3	3.0%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	6,508	39.0	37.0	86.6	45.7	0.3%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	27,321	161.8	209.0	52.5	46.5	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,072	2.2	4.3	15.7	12.5	2.1%	6%	教育
2001 HK	新高教集团	1,023	5.0	7.2	15.7	11.2	0.9%	41%	教育
1055 HK	南方航空	13,685	4.9	5.9	n.a.	19.9	0.0%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	42,666	50.2	68.5	20.3	30.4	4.9%	-42%	原材料
1211 HK	比亚迪	70,921	187.6	340.0	87.9	67.1	0.1%	106%	汽车
175 HK	吉利汽车	27,413	21.7	30.0	22.1	15.7	1.3%	-23%	汽车
6862 HK	海底捞	35,209	51.5	66.5	207.9	44.1	0.1%	30%	餐饮
YUMC US	百胜中国	24,393	58.2	65.5	38.8	26.1	0.4%	18%	餐饮
2020 HK	安踏	38,533	110.5	131.1	52.6	33.8	0.7%	-13%	运动服饰
1368 HK	特步	1,098	3.4	4.0	14.2	8.9	4.2%	-6%	运动服饰

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2020 年 12 月 1 日

餐饮

2021 年展望：行业继续稳定增长，大型餐饮公司将抢占更多市场份额

黄建文
+852 3189 6357
johnnywong@cmschina.com.hk

王钿熠
+852 3189 6711
bryanwang@cmschina.com.hk

- **中国餐饮业人均支出与其他国家相比依然偏低**
- **大型餐饮商的市场份额 2021 年将继续扩张**
- **重申推荐评级**

对中国餐饮行业重申推荐评级

中国餐饮业仍有庞大增长空间，因为以世界标准衡量，中国消费者在餐饮业的支出处于较低水平。随着：1）中国人均收入不断增长，2）餐厅逐步扩张到低线城市，3）越来越多年轻消费者外出就餐，中国和其他国家之间的这一差距应该会缩小。较大型的餐饮商能凭借其品牌认知度、专业经验和资本，赢得市场份额。

数字化有助于提升销售以及生产力

我们预计，数字化将继续有助于吸引更年轻的消费者。数字化涉及接受订单和在线支付（手机或店内自助服务），以及采用客户管理系统。这样的客户管理系统可以让餐厅更有效地实施具有针对性的营销活动和会员计划，从而推动重复销售。数字订餐系统还将缩短客户的等待时间，提高客户的用户体验，从而提升忠诚度。数据化和自动化也将提升员工生产力。经购买力平价水平调整，2017 年，中国员工平均创收分别低于美国和日本 46.2%和 54.5%。 我们相信差距会经由数字化和自动化的水平提升而缩小。

估值和行业首选

餐饮行业今年以来上涨 53%，目前估值为 1.6 倍一年前瞻 PEG（除百胜中国外行业中位数）。我们对海底捞重申买入评级，目标价为 66.5 港元，对应 26%的上涨空间。我们预计，海底捞 19 至 22 年财年间收入将以 42.5%的复合年增长率增长，净利润的复合年增长率将达到 47.1%。这一增长主要是受同期餐厅开业数量预计增长 129%的推动。

我们对百胜中国重申买入评级，目标价为 65.5 美元（或 507.4 港元），对应 16%/12%的上涨空间。我们预计，百胜中国 19 至 22 年财年间收入将以 13.3%的复合年增长率增长，净收入的复合年增长率将达到 15.8%。这一增长主要是受同期餐厅开业数量预计增长 31%的推动。

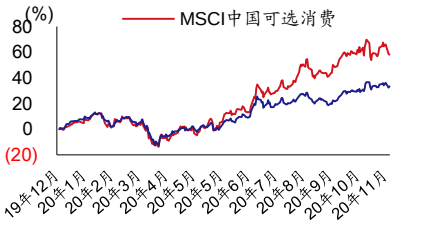
主要催化剂：宏观经济环境好于预期；连锁餐厅增长快于预期。

主要下行风险：疫情反弹。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数（2020/12/02）	26,533
国企指数（2020/12/02）	10,574

行业表现

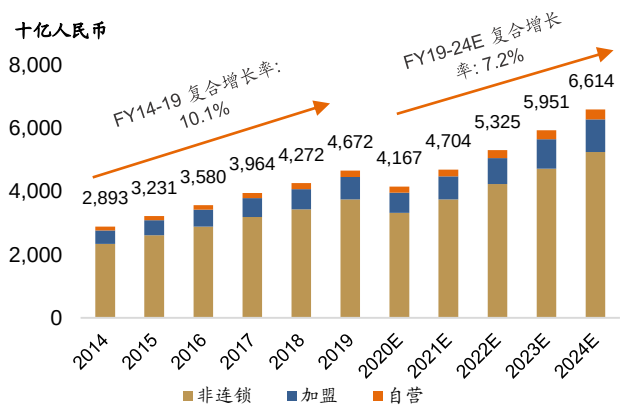


资料来源：彭博；股价截至2020年12月2日

%	1m	6m	12m
绝对表现	(0.5)	40.5	59.8
相对表现	(2.7)	15.7	26.4

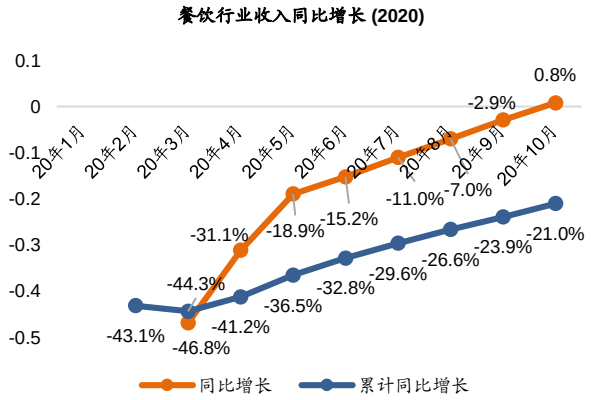
重点图表

图1：中国餐饮业规模，按运营模式细分



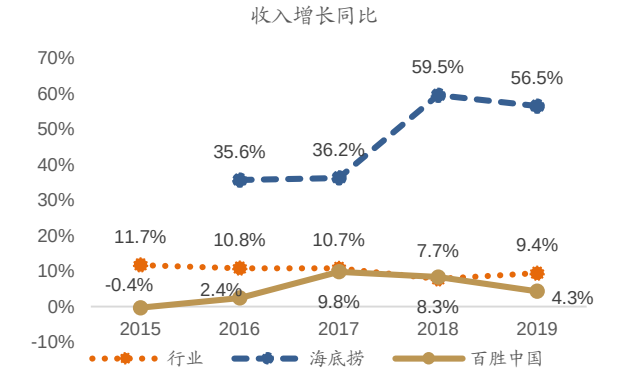
资料来源：弗若斯特沙利文、百胜中国招股书、招商证券（香港）

图2：餐饮业收入10月同比增长为0.8%，自新冠疫情以来首次转正



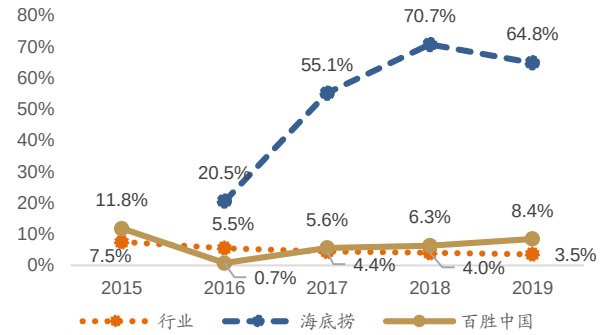
资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

图3：收入增长对比



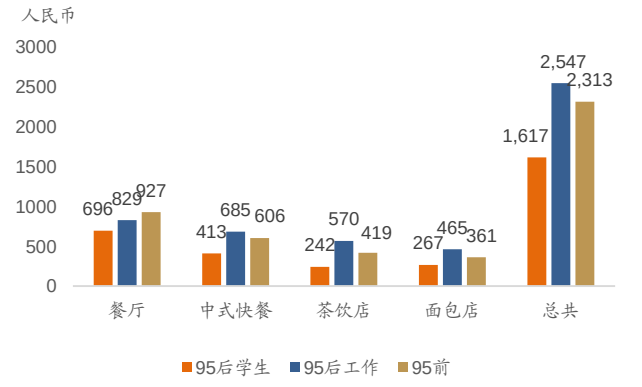
资料来源：弗若斯特沙利文、公司数据、招商证券（香港）

图4：门店数量增长对比



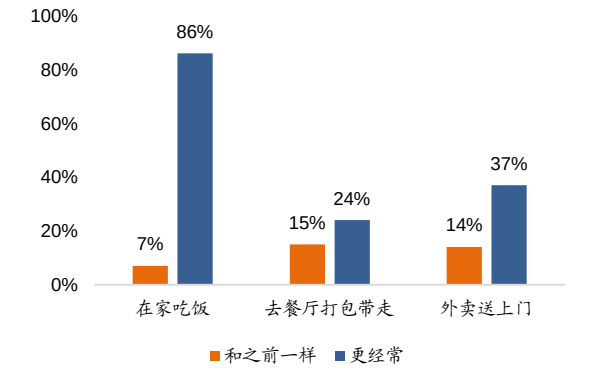
资料来源：欧睿信息咨询、公司数据、招商证券（香港）

图5：每月餐饮消费比较：95后学生 vs. 95后工作人士 vs. 95年前出生的人对比



资料来源：iResearch、招商证券（香港）

图6：新冠疫情对亚洲消费者饮食习惯的影响



资料来源：尼尔森、招商证券（香港）

估值比较

	代码	评级	股价	目标价	上升空间	市值	企业价值/EBITDA (x)		市盈率 (x)		PEG (x)	股权回报率 (%)		EPS CAGR (%)	股息率 (%)
						百万美元	2020E	2021E	2020E	2021E	2021E	2020E	2021E	19-22E	2020E
餐饮 – 中国															
海底捞	6862 HK	买入	52.6	66.5	26.4%	35,963	49.6	21.4	213.3	44.9	0.9	10.4	42.0	47.1	0.1
百胜中国-美股	YUMC US	买入	56.6	65.5	15.6%	23,743	16.0	14.2	30.4	26.1	3.1	16.3	14.4	11.8	0.4
百胜中国-港股	9987 HK	买入	451.6	507.4	12.4%	24,430	16.5	14.7	31.2	26.9	3.1	16.3	14.4	11.8	0.4
颐海	1579 HK	中性	88.7	97.0	9.4%	11,972	52.6	38.3	76.7	56.1	1.6	35.1	37.4	35.8	0.4
九毛九	9922 HK	未评级	17.3	n.a.	n.a.	3,244	64.2	21.4	n.a.	44.4	1.0	2.8	18.3	44.1	0.1
呷哺呷哺	520 HK	未评级	17.2	n.a.	n.a.	2,400	21.9	10.8	n.a.	30.6	0.9	1.2	19.5	30.0	0.3
平均数						**16,959**	**36.8**	**20.1**	**87.9**	**38.2**	**1.8**	**13.7**	**24.4**	**30.1**	**0.3**
餐饮 – 国际															
麦当劳	MCD US	未评级	210.9	n.a.	n.a.	157,114	22.8	18.4	34.0	25.3	10.6	(53.6)	(74.6)	4.2	2.4
星巴克	SBUX US	未评级	98.9	n.a.	n.a.	116,091	22.6	20.0	35.2	30.2	1.8	(44.9)	(59.9)	68.8	1.8
达登餐饮公司	DRI US	未评级	109.6	n.a.	n.a.	14,274	18.9	14.6	26.4	17.9	0.4	19.6	28.0	n.a.	1.3
达美乐比萨饼	DPZ US	未评级	387.8	n.a.	n.a.	15,280	24.4	22.7	31.2	29.9	2.0	(4.2)	(1.8)	14.5	0.8
平均数						**75,690**	**22.2**	**18.9**	**31.7**	**25.8**	**3.7**	**(20.8)**	**(27.1)**	**29.2**	**1.6**
乳制品															
伊利	600887 CH	未评级	38.5	n.a.	n.a.	35,723	20.9	17.7	32.3	27.6	2.7	25.7	27.4	12.1	2.0
蒙牛	2319 HK	未评级	39.4	n.a.	n.a.	20,059	23.9	16.4	38.3	25.4	2.1	10.8	14.8	14.2	0.5
健合集团/合生元	1112 HK	未评级	32.0	n.a.	n.a.	2,660	9.2	8.0	15.3	12.8	0.8	19.9	21.6	17.3	3.6
飞鹤	6186 HK	未评级	18.2	n.a.	n.a.	20,951	17.1	13.3	23.8	18.5	0.6	36.5	36.9	28.6	1.4
平均数						**19,848**	**17.8**	**13.9**	**27.4**	**21.1**	**1.6**	**23.2**	**25.2**	**18.0**	**1.9**
食品加工/零食															
旺旺	151 HK	未评级	5.3	n.a.	n.a.	8,502	7.9	7.6	13.5	13.0	2.4	26.6	26.6	8.4	6.4
康师傅	322 HK	未评级	12.9	n.a.	n.a.	9,389	6.0	6.0	15.8	15.7	1.9	19.6	19.1	8.6	5.7
统一企业中国	220 HK	未评级	7.0	n.a.	n.a.	3,923	7.2	7.0	16.6	15.8	1.7	11.4	11.8	8.6	5.7
达利食品	3799 HK	未评级	4.8	n.a.	n.a.	8,550	7.7	7.0	14.5	13.1	2.3	22.8	23.7	6.6	4.6
万州国际		未评级	6.5	n.a.	n.a.	12,380	5.8	5.2	9.2	8.1	3.7	14.3	15.3	3.7	5.8
平均数						**8,549**	**6.9**	**6.6**	**13.9**	**13.1**	**2.4**	**19.0**	**19.3**	**7.2**	**5.6**
啤酒	291 HK														
华润啤酒	168 HK	未评级	61.6	n.a.	n.a.	25,759	30.1	23.4	62.6	44.2	0.6	13.0	16.9	54.2	0.6
青岛啤酒-H 股	1876 HK	未评级	76.6	n.a.	n.a.	16,303	25.2	21.9	40.3	33.8	1.9	10.8	12.0	16.7	1.0
百威亚太		未评级	28.0	n.a.	n.a.	47,750	29.0	21.3	72.1	43.4	8.4	6.3	10.2	9.7	0.5
平均数						**29,937**	**28.1**	**22.2**	**58.4**	**40.5**	**3.6**	**10.0**	**13.0**	**26.9**	**0.7**

资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

注：1)采用2020年12月2日收盘价；2)麦当劳、星巴克和达美乐比萨由于近年大量股票回购，股东权益为负数，因此股本回报率为负数且净负债率无意义

运动服饰

2021年展望：增长的市场，增长更快的龙头企业

黄建文
+852 3189 6357
johnnywong@cmschina.com.hk

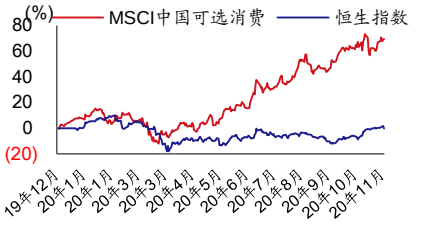
王钿熠
+852 3189 6711
bryanwang@cmschina.com.hk

- **随着运动人数的不断增长，运动装正变成一种新的时尚。我们预计2021年行业将同比增长15%-20%**
- **我们预计市场头部公司将占据更大的市场份额；更多公司转向直营模式**
- **维持推荐评级**

推荐

前次评级	推荐
恒生指数（2020/12/01）	26,568
国企指数（2020/12/01）	10,660

行业表现



资料来源：彭博；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	(0.9)	49.8	59.2
相对表现	(11.1)	37.8	58.4

推荐中国运动服饰行业

我们预测，运动服饰市场在2020年因为新冠疫情同比轻微下跌5%后，将在2021年同比增长15%至20%。预计行业将在未来5年实现14.6%的复合年增长率，到2025年增长至5,930亿元人民币，主要受消费者的替换需求推动：1）现有运动服饰消费者（贡献6.6个百分点）；以及2）预计2020年至2025年之间新增6,000万名运动服消费者（贡献8.0个百分点）。

新冠疫情对利润率和库存水平的负面影响

总体而言，行业收入在20年上半年同比轻微下降了1%至5%。由于各公司迅速转向电商销售，因此避免了更大的降幅。总体而言，利润率受到了收入下降和拨备增加的打击。20年上半年销售缓慢导致系统库存积压，也因此导致20年下半年零售折扣较大，并因此影响分销商21年上半年的预订量。但我们不认为以上不利因素会持续至21年上半年之后。

转向直营（DTC）模式和电商将提高长期利润率

目前来看安踏和耐克在积极主动地采用“直面消费者/直营”（DTC）模式，我们认为这是行业的长期趋势。直营模式可以提高长期利润率，并更有利于统一开展电商模式。

估值和行业首选

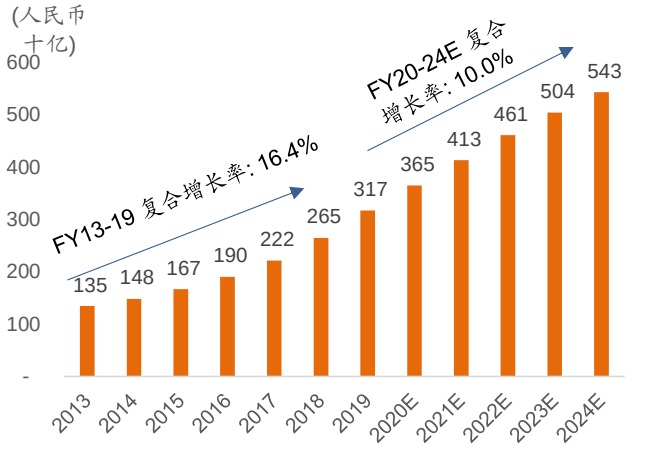
该行业年初至今已经上涨了46%，行业目前估值相当于1年远期市盈率37.9倍及1.6倍PEG（市值加权）。由于行业稳固的基本面和宏观环境改善，以及业内公司的股价历来远高于1倍PEG，我们认为，市场龙头未来应该有重估的机会。我们的行业首选为安踏（2020 HK），买入评级，目标价为131.1港元（18.7%上升空间）；特步（1368 HK），买入评级，目标价4.0港元（20.4%上升空间）。李宁的评级为中性，目标价46.7港元（7.4%上升空间）。我们基于各公司21财年预测每股收益给予1.74倍PEG（同类公司的历史平均值），从而得出目标价。用作交叉测试的折现自由现金流（DCF）分析也印证了我们估值的合理性。

主要推动因素：2022年北京冬奥会的宣传推动销售

主要的下行风险：新冠病例反弹

重点图表

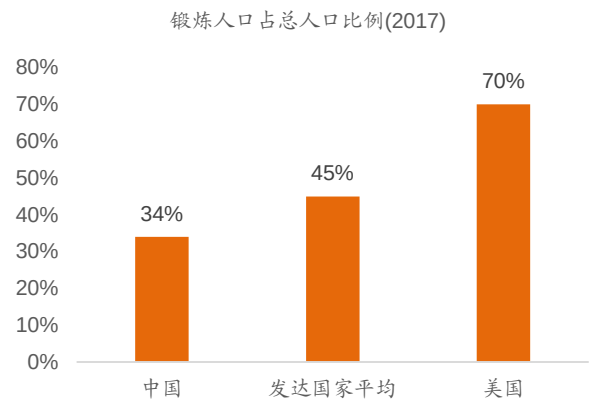
图 1：预计 20-24 财年运动服饰市场将以 10%的复合年增长率增长



资料来源：欧睿国际、招商证券（香港）

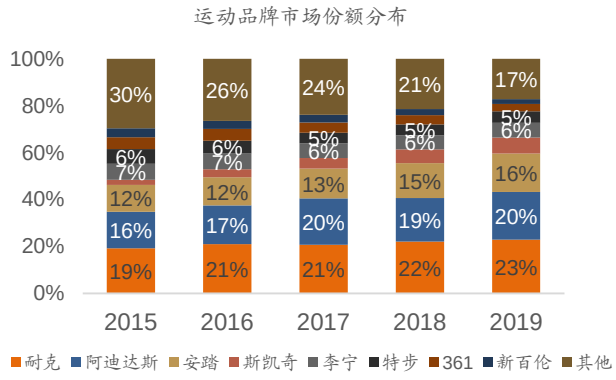
备注：2020 年的预测未计入新冠肺炎的影响

图 2：经常锻炼的中国人比例仍落后于其他国家（2017 年）



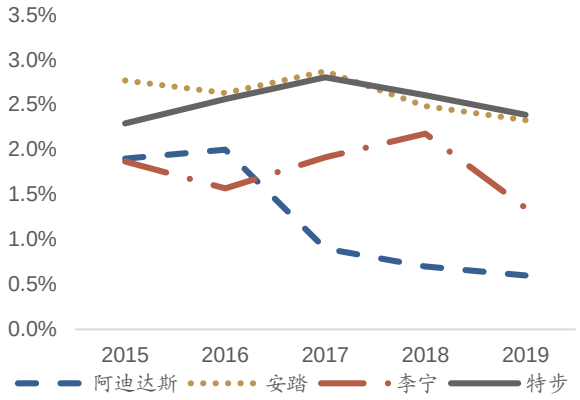
资料来源：艾媒咨询、招商证券（香港）

图 3：运动品牌市场份额分布



资料来源：欧睿国际、招商证券（香港）

图 4：研发费用占营业收入的比重



资料来源：尼尔森、招商证券（香港）

图 5：所有受访者均将运动服饰列为其首选或次选

交叉购买比例	休闲装主要消费人群	运动装主要消费人群	快时尚主要消费人群	淘品牌主要消费人群
休闲装	100	39	32	52
运动装	**52**	**100**	**46**	**67**
快时尚	29	35	100	62
淘品牌	19	21	27	100

资料来源：腾讯数据、招商证券（香港）

图 6：购买运动服饰的十大理由

决定性因素	同意者占比
良好的透气性	**39%**
性价比高	**39%**
百搭	28%
面料环保/安全	27%
符合潮流趋势	25%
宽松舒适	25%
延申性佳，不影响身体的伸展	22%
在多种场合都能穿的服装	22%
促销/折扣大	21%
款式简单	17%

资料来源：腾讯数据、招商证券（香港）

估值比较

	代码	评级	股价	目标价	上升空间	市值	企业价值/EBITDA (x)		市盈率 (x)		PEG (x)	股权回报率 (%)		EPS CAGR (%)	股息率 (%)
						百万美元	2020E	2021E	2020E	2021E	2021E	2020E	2021E		
体育服饰 – 中国															
安踏	2020 HK	买入	110.5	131.1	18.7%	38,535	27.5	21.4	52.7	33.9	1.9	22.4	29.5	23.2	0.6
特步	1368 HK	买入	3.4	4.0	20.4%	1,098	5.7	4.4	14.3	9.1	5.2	7.0	10.7	6.3	4.3
李宁	2331 HK	中性	43.5	46.7	7.4%	13,951	33.7	22.9	60.2	43.3	2.3	20.2	24.1	26.8	0.4
动向	3818 HK	未评级	0.9	n.a.	n.a.	714	-0.6	-0.5	3.8	5.3	0.1	11.3	7.5	17.0	11.1
361	1361 HK	未评级	1.0	n.a.	n.a.	253	-1.7	-1.6	4.1	3.8	4.0	6.1	6.7	4.7	8.6
平均数						**10,910**	**12.9**	**9.3**	**27.0**	**19.1**	**1.4**	**13.4**	**15.7**	**15.6**	**5.0**
体育服饰 – 国际															
耐克	NKE US	未评级	135.4	n.a.	n.a.	212,617	34.5	28.1	46.8	36.7	1.3	50.7	61.9	38.5	0.8
阿迪达斯	ADS GR	未评级	272.3	n.a.	n.a.	65,734	31.7	16.8	125.0	31.7	n.a.	7.3	22.3	2.0	0.8
露露柠檬	LULU US	未评级	377.5	n.a.	n.a.	49,196	53.5	36.6	89.3	58.9	1.1	25.7	32.0	16.5	-
安德玛/Under	UA US	未评级	14.7	n.a.	n.a.	7,060	n.a.	28.2	-34.2	97.9	n.a.	(9.5)	n.a.	n.a.	n.a.
平均数						**83,652**	**39.9**	**27.4**	**56.7**	**56.3**	**1.2**	**18.5**	**38.7**	**19.0**	**0.5**
生产商/设计商															
申洲国际	2313 HK	未评级	132.3	n.a.	n.a.	25,656	23.7	20.0	31.8	26.6	2.3	19.9	21.4	13.1	1.6
裕元工业	551 HK	未评级	16.5	n.a.	n.a.	3,440	13.7	6.0	n.a.	13.8	n.a.	(2.0)	6.6	5.2	1.4
互太纺织	1382 HK	未评级	5.2	n.a.	n.a.	981	7.5	6.6	9.7	8.6	0.6	25.0	27.1	10.1	8.8
维珍妮	2199 HK	未评级	3.1	n.a.	n.a.	485	9.6	7.3	31.3	12.0	0.1	4.0	10.1	17.0	0.8
平均数						**7,640**	**13.6**	**10.0**	**24.3**	**15.2**	**1.0**	**11.7**	**16.3**	**11.4**	**3.2**
分销商															
滔博	6110 HK	未评级	11.8	n.a.	n.a.	9,440	11.6	9.6	25.4	20.2	0.8	21.9	25.4	12.7	5.2
宝胜国际	3813 HK	未评级	2.0	n.a.	n.a.	1,368	6.0	3.8	22.7	8.2	0.6	5.1	12.7	18.6	0.6
平均数						**5,404**	**8.8**	**6.7**	**24.1**	**14.2**	**0.7**	**13.5**	**19.0**	**15.7**	**2.9**
休闲服饰															
利郎	1234 HK	未评级	5.3	n.a.	n.a.	817	4.5	3.6	7.8	6.2	2.1	17.3	20.6	4.3	8.3
都市丽人	2298 HK	未评级	1.3	n.a.	n.a.	380	-39.0	11.2	31.8	15.9	n.a.	(2.0)	6.2	n.a.	-
佐丹奴	709 HK	未评级	1.2	n.a.	n.a.	248	-8.9	14.3	-8.7	15.3	n.a.	(9.6)	3.3	(3.8)	4.1
平均数						**482**	**-14.5**	**9.7**	**10.3**	**12.5**	**2.1**	**1.9**	**10.0**	**0.3**	**4.1**

资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

备注：1）股价基于 2020 年 12 月 1 日收盘价；2）PEG 比例是基于 19 财年的复合增长率，以消除 20 财年因新冠肺炎造成的低基数的影响；3）全球同业的 PEG 基于相同日历年

教育行业

2021年展望：看好高增长，盈利性/估值重要性提升

王腾杰
+852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊
+852 3189 6122
crystalli@cmschina.com.hk

- **教培板块学生人数增长前景良好，相较线上教培更看好线下教培，主要是由于线下业务增速的加快**
- **受益于政策利好，高教板块基本面增长轨迹不变；多重催化剂驱动未来稳健增长前景**
- **买入首选：新东方（EDU US）、希望教育（1765 HK）、中国科培（1890 HK）和华夏视听教育（1981 HK）**

教培板块：线下业务恢复，将迎来加速增长

教培板块整体学生人数增长前景乐观，主要受到学生学业压力和家长教育焦虑的驱动。我们重申更加看好线下教培，主要因为：1）得益于中国内地对于疫情的良好管控，线下业务快速恢复；2）预期线下业务受疫情影响而导致的2020年低基数会使得2021年有不错的增长；3）受到自2018年起更为严格的政策规管和疫情导致的财务困境的影响，许多中小企业倒闭，教培行业市场整合的机会增加；4）预期线下教培领头羊将加快线下中心的扩张；5）而线上业务由于2020年的高基数，2021年增长或会放缓。对于线上业务，我们看到增速有所放缓，但依然能够维持高增长（三位数），尽管如此，市场更加关注在大量公司进入后，激烈的市场竞争导致的获客成本陡增，和更高的盈利不确定性。我们重申对新东方的买入评级，看好其稳健的线下扩张和疫苗广泛应用之后的海外业务的潜在复苏。我们维持对好未来（TAL US）的中性评级，主要担忧其线上业务的估值，线上业务占好未来分部加总估值约40%。

乘政策东风，高教板块强劲增长不变

受益于扩招政策等提高毛入学率，高教板块维持稳固的基本面表现。我们预期：1）支持性扩招政策（例如职业教育和专升本）趋势不变；2）并购活动在2020年受到疫情影响而有所放缓，将于2021年加速；3）独立学院转设将抬升利润率；4）可能出台的民促法最终稿将缓解对于政策不确定性的担忧。我们认为由于高教板块公司选择"营利性"，最终稿的出台对高教板块不会产生影响。2021年盈利驱动因素有：1）内生学生人数/学费增长继续受到政策利好的推动；2）新自建学校（例如希望教育）和校园扩张（例如中教（839 HK）的白云、松田校园扩建以及科培的高要、哈尔滨校园扩建）。预计我们所覆盖的高教公司21财年收入平均同比增长为37%，核心盈利同比增长44%，主要受到规模效应推动。我们重申对所覆盖公司的买入评级，更加偏好希望、科培和华夏视听教育。

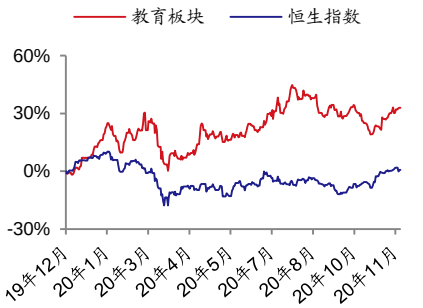
推荐教育行业

我们重申对教育行业的看好观点，子板块推荐顺序为线下教培>高等教育>线上教培>K-12教育。这一推荐顺序综合考量了盈利增速、市场机会、政策风险和估值水平。教育行业年初至今上涨27%，估值为19倍一年前瞻市盈率。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数（2020/12/01）	26,568
国企指数（2020/12/01）	10,660

行业表现

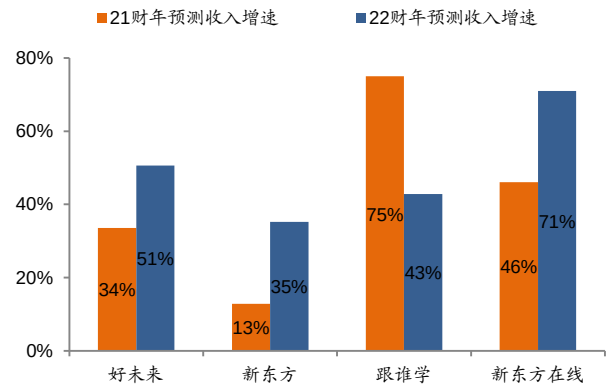


资料来源：彭博；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.3	11.0	39.6
相对表现	0.7	0.3	38.9

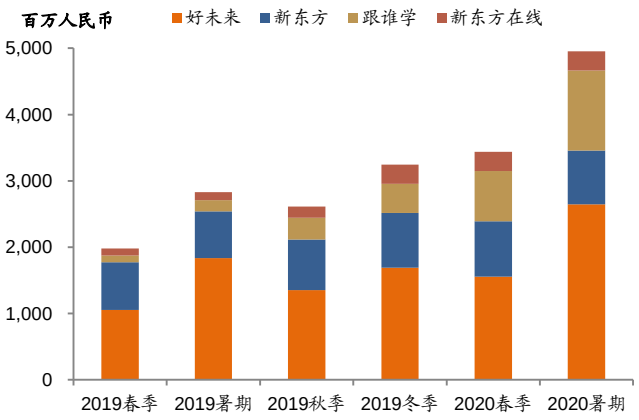
重点图表

图 1：所覆盖教培公司 21/22 财年预测收入增速依然强劲



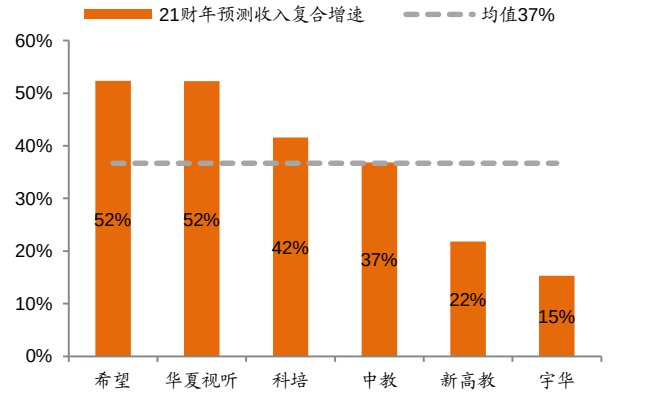
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 2：所覆盖教培公司最近几个季度销售费用增长明显



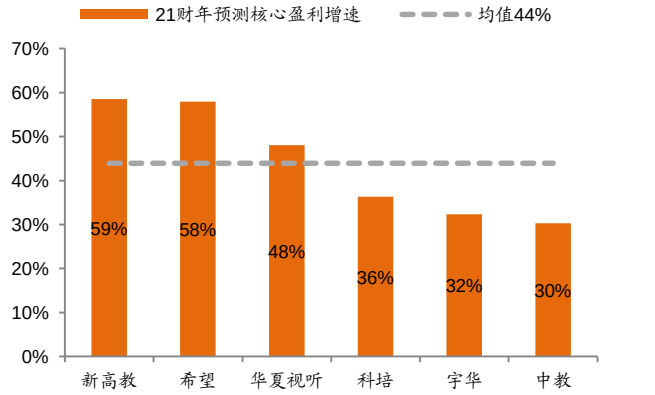
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测；注：新东方在线的季度数据基于我们的预测

图 3：所覆盖高教公司 21 财年预测收入将同比稳健增长 37%



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 4：受益于利润率攀升，所覆盖高教公司 21 财年预测核心盈利将同比增长 44%



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 5：主要民办教育/职业教育规管政策一览



资料来源：教育部、国务院、招商证券（香港）

估值比较

公司	代码	货币	招商评级	股价	招商目标价	上涨空间(%)	市值(百万美元)	市销率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)	EV/EBITDA (x)	EPS CAGR (%)	ROE (%)	
								2020E	2021E	2020E	2021E	2021E	2021E	2020-22E	2020E	2021E
高等教育																
中教	839 HK	港元	买入	14.9	22.0	48	4,133	10.2	7.4	25.6	19.7	0.8	15.9	24.4	8.0	11.0
宇华	6169 HK	港元	买入	7.3	10.1	39	3,123	8.5	7.4	19.7	14.9	0.7	12.1	20.8	5.0	28.1
希望	1765 HK	港元	买入	2.2	4.3	94	2,072	8.7	5.7	25.0	15.8	0.4	8.8	38.1	8.9	14.4
科培	1890 HK	港元	买入	6.0	8.7	45	1,562	11.1	7.8	17.9	13.2	0.5	10.9	27.7	18.3	21.7
华夏视听	1981 HK	港元	买入	4.8	6.0	24	1,034	8.6	5.6	20.6	13.9	0.4	12.4	34.5	14.7	16.5
新高教	2001 HK	港元	买入	5.0	7.2	44	1,023	5.2	4.3	16.3	10.3	0.3	8.6	34.3	15.9	22.8
中汇	382 HK	港元	未评级	8.2	n.a.	n.a.	1,071	8.8	7.1	24.2	18.0	0.6	13.2	30.6	16.9	18.7
嘉宏	1935 HK	港元	未评级	3.8	n.a.	n.a.	793	9.2	7.6	21.6	17.3	0.9	11.3	18.3	13.6	14.4
民生	1569 HK	港元	未评级	1.1	n.a.	n.a.	609	3.4	3.0	11.4	7.8	0.3	4.7	28.6	8.4	11.3
新华	2779 HK	港元	未评级	2.5	n.a.	n.a.	508	6.8	5.6	10.4	8.8	0.5	5.7	16.2	11.1	11.5
K-12 及学前教育																
天立	1773 HK	港元	未评级	7.7	n.a.	n.a.	2,064	11.1	7.8	36.5	26.1	0.7	18.8	37.8	13.7	17.0
海亮	HLG US	美元	未评级	64.1	n.a.	n.a.	1,653	7.3	5.8	29.3	22.5	0.3	12.0	88.0	20.2	21.1
枫叶	1317 HK	港元	未评级	2.3	n.a.	n.a.	877	2.6	2.4	8.0	7.0	1.4	9.2	5.1	14.6	14.9
睿见	6068 HK	港元	未评级	3.8	n.a.	n.a.	1,056	3.9	3.0	13.6	11.2	0.6	9.3	17.7	20.0	20.2
成实外	1565 HK	港元	未评级	2.1	n.a.	n.a.	845	3.1	2.5	14.8	10.6	0.3	9.4	35.4	13.7	17.3
博实乐	BEDU US	美元	未评级	6.4	n.a.	n.a.	764	1.5	1.2	31.2	12.2	0.3	8.0	46.8	8.7	13.4
教培行业																
新东方	EDU US	美元	买入	161.8	209.0	29	27,321	7.6	6.8	55.3	48.5	1.6	38.2	31.3	21.1	20.6
好未来	TAL US	美元	中性	71.1	70.0	-2	42,689	13.0	9.8	149.3	209.3	2.7	177.0	76.6	-4.3	8.5
跟谁学	GSX US	美元	中性	64.4	63.0	-2	15,364	14.4	8.2	n.a.	n.a.	n.a.	-129.2	n.a.	-37.7	-24.8
新东方在线	1797 HK	港元	中性	32.3	25.0	-23	3,917	25.7	17.6	n.a.	n.a.	n.a.	-26.5	n.a.	-33.2	-57.1
中公教育	002607 CH	人民币	未评级	35.7	n.a.	n.a.	33,454	17.1	12.7	87.0	63.3	1.8	49.5	35.4	49.5	49.7
东方	667 HK	港元	未评级	17.3	n.a.	n.a.	4,901	8.2	6.3	38.4	26.6	0.8	15.1	33.5	12.1	16.0
有道	DAO US	美元	未评级	28.5	n.a.	n.a.	3,186	6.6	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	-12.5	n.a.	239.7	96.5
思考乐	1769 HK	港元	未评级	16.2	n.a.	n.a.	1,161	8.3	5.8	46.4	32.6	0.8	23.2	41.8	22.2	26.9
朴新	NEW US	美元	未评级	7.5	n.a.	n.a.	655	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98.3	n.a.	n.a.
精锐	ONE US	美元	未评级	4.0	n.a.	n.a.	649	1.2	0.9	n.a.	19.8	n.a.	10.9	n.a.	-97.1	24.6
均值(高等教育)								**8.0**	**6.2**	**19.3**	**14.0**	**0.5**	**10.3**	**27.4**	**12.1**	**17.0**
均值(K-12 及学前教育)								**4.9**	**3.8**	**22.2**	**14.9**	**0.6**	**11.1**	**38.5**	**15.1**	**17.3**
均值 (教培行业)								**11.4**	**8.0**	**75.3**	**66.7**	**1.5**	**16.2**	**52.8**	**19.2**	**17.9**
均值(全部)								**8.5**	**6.2**	**33.5**	**28.6**	**0.8**	**12.6**	**37.3**	**15.4**	**17.4**

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测；注：未评级股票预测信息基于彭博一致预测；股价截至2020年12月1日

中国互联网

2021年展望：全面数字化的后疫情时代

- **互联网用户使用时长的结构变化将会逐渐放缓**
- **行业龙头公司将继续受益于疫情后出现的新趋势**
- **行业首选：腾讯、京东和阿里巴巴；同时也看好B站、网易和金山软件**

刘楠, CFA
+852 3189 6117
leoliu@cmschina.com.hk

马牧野
+852 3189 6194
mattma@cmschina.com.hk

黄耀林
+852 3189 6176
calvinngyl@cmschina.com.hk

变现能力的提升将越来越至关重要

2020年，中国互联网用户的增长已基本停滞，但疫情期间由于人们无法外出，用户时长则出现短暂的飙升，而线上游戏和线上娱乐板块则最为受益。与此同时，行业龙头的用户时长占比则在继续发生结构性的变化。其中，字节跳动和快手录得了最快的用户时长增长，并持续从腾讯和百度抢占份额，而阿里巴巴的份额相对去年则较为稳定。展望未来，我们认为移动互联网用户数和人均单日使用时长都难以再进一步获得大幅增长。同时，我们也预计腾讯将借助其不断强化的微信生态以及短视频内容矩阵来有效抗衡短视频平台的冲击，所以当前的用户时长占比结构也将保持在比较稳定的水平。因此，商业化变现能力的提升在未来将越来越至关重要。

游戏：龙头公司将受益于主要的行业大趋势

20年前9个月，中国的线上游戏市场录得了20.1%的同比加速增长，达到2,080亿元人民币，这主要归功于疫情期间及之后用户时长和付费金额的大幅提升。在这样的势头下，我们预计21年行业规模将进一步同比增长15%~20%，但上半年将面临高基数的增长压力。移动游戏将录得行业增速以上的收入增长，而端游的下滑也将逐渐趋缓。进入21年，我们认为行业增长动能将来自于四个主要趋势：1）电竞游戏将越来越受欢迎；2）行业议价能力将持续向高质量内容商以及新兴分发渠道转移；3）IP运营能力的提升将释放更深度的用户价值；以及4）在海外市场进一步探索。我们认为，行业龙头腾讯凭借其完整的生态构建，将抓住所有以上趋势，并最为受益。而网易、B站、金山软件也将受益于行业话语权的转换以及IP价值的进一步释放。

电商：新的长期消费习惯已被养成

截至10月，网上实物商品零售额（累计值）同比增长16.0%，达到7.6万亿元人民币。虽然在一季度受到了重创，电商行业已在其后迅速恢复，这主要归功于积压需求的集中释放，以及电商线上渗透率的提升。2021年，我们预计电商行业将同比加速增长20%~25%，而上半年由于低基数的影响会增长更快。长期来看，我们认为电商行业还有很大的增长空间，因为：1）电商行业在互联网众多细分领域中拥有最高的天花板；2）线下消费将加速向线上转移；以及3）电商龙头在线下布局的加深。此外，我们认为21年有三个主要趋势是特别值得关注的：1）下沉市场的竞争将更为白热化；2）社区团购将成为至关重要的新战场；3）头部网红直播带货可能会在短期见顶，但店铺直播则会逐渐成为电商主流的营销和转化手段。我们认为阿里巴巴可以凭借其在电商领域的完善布局进一步向产业价值链的上下游拓展，而淘宝特价版也能更好地满足下沉市场的需求。与此同时，京东也能凭借其在供应链上的优势，抓住在快消和生鲜品类上的新增消费份额。

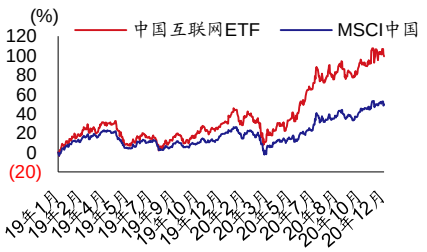
首选腾讯、京东和阿里巴巴

目前我们的行业首选为腾讯（700 HK；买入；目标价699港元）、京东（JD US；买入；目标价100美元）和阿里巴巴（BABA US；买入；目标价359美元），主要源于其有吸引力的估值水平。我们同时也看好B站（BILI US；买入；目标价63美元）、网易（NTES US；买入；目标价121美元）和金山软件（3888 HK；买入；目标价49港元），主要源于其各自在21年的催化剂。对于美团和阅文，我们目前还是维持中性评级。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数（2020/12/01）	26,568
MSCI中国（2020/12/01）	107

行业表现

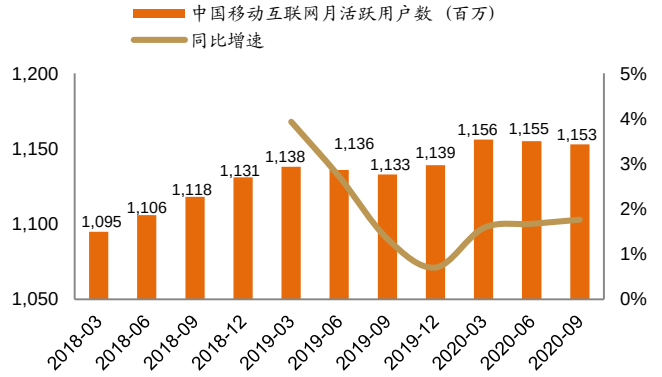


资料来源：彭博；股价截至2020 年12 月1 日

%	1m	6m	12m
绝对回报	2.9	36.0	60.6
相对回报	0.9	8.6	26.5

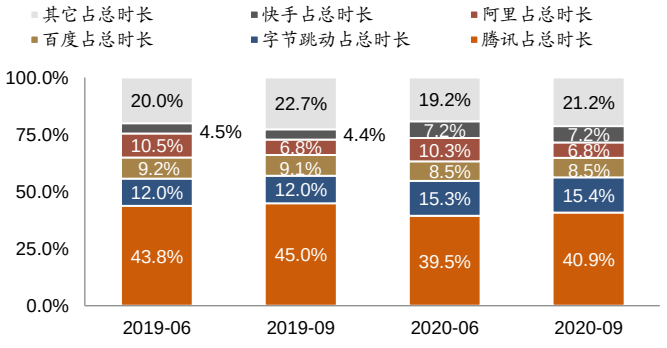
重点图表

图 1：中国移动互联网用户数



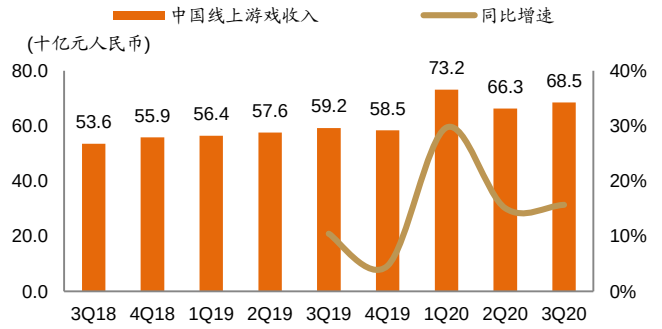
资料来源：QuestMobile、招商证券（香港）

图 2：互联网巨头在用户时长中的占比



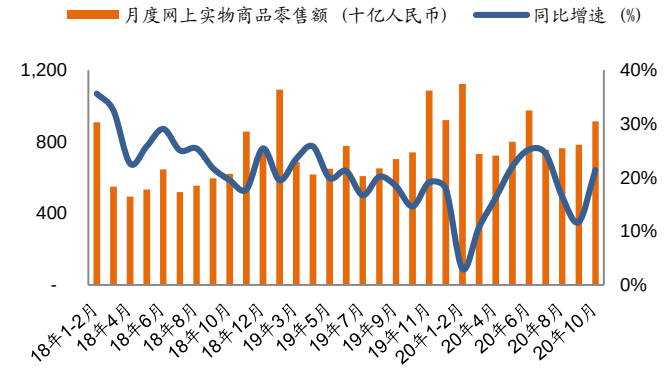
资料来源：QuestMobile、招商证券（香港）

图 3：由于用户时长在疫情后恢复正常，中国线上游戏市场二季度的增速有所放缓



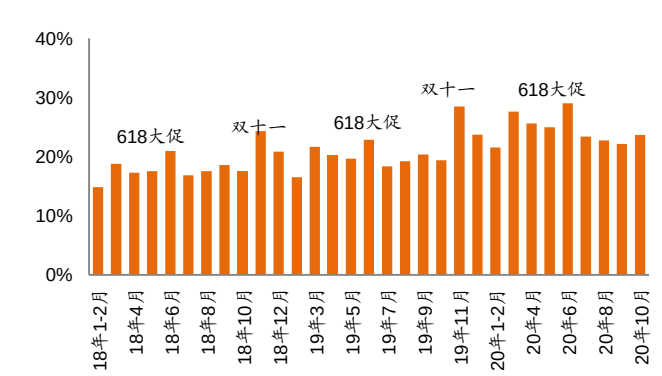
资料来源：伽马数据、招商证券（香港）

图 4：月度网上实物商品零售额在 4 月至 6 月呈现出加速增长



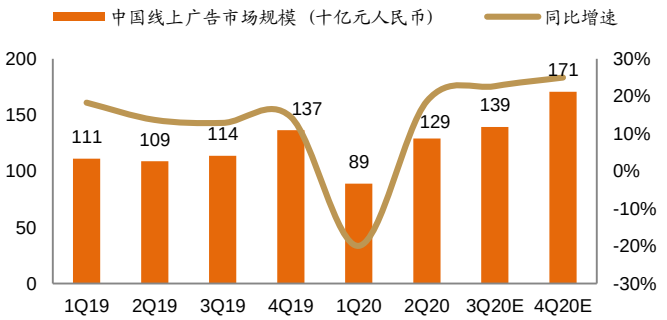
资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

图 5：随着线下消费持续转移到线上，线上渗透率有所提升



资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

图 6：中国线上广告市场规模



资料来源：QuestMobile、招商证券（香港）

估值比较

公司名称	彭博代码	币种	招商评级	收市价	招商目标价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率 (倍)		PEG (倍)		市销率 (倍)		ROE (%)		CAGR 2020E-22E	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020	2021	2020	2021	2020E	2021	EPS	EBITDA
平台型																		
腾讯	700 HK	港元	买入	578.0	699.0	714.7	26.7	21.8	38.6	31.9	1.9	1.5	10.2	8.0	25.4	21.6	20.7	20.5
阿里巴巴	BABA US	美元	买入	264.0	359.0	714.3	20.5	15.7	25.6	18.9	0.9	0.6	6.7	5.1	17.0	17.5	29.7	27.9
美团	3690 HK	港元	中性	289.2	273.0	219.5	n.a.	53.1	n.a.	81.8	1.9	0.6	12.5	7.8	7.6	12.5	n.a.	n.a.
百度	BIDU US	美元	未评级	140.3	n.a.	47.8	9.7	8.5	15.6	14.3	1.2	1.1	2.9	2.6	12.0	10.7	13.5	15.6
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	1,795.4	n.a.	1,215.4	17.3	14.2	32.0	26.2	1.5	1.3	8.3	6.8	17.3	17.7	20.9	17.8
脸书	FB US	美元	未评级	286.6	n.a.	816.2	17.6	14.9	29.0	25.7	1.8	1.6	9.7	7.8	22.7	21.5	16.0	19.9
Naver	035420 KS	韩元	未评级	285,500.0	n.a.	42.4	30.2	23.9	55.3	35.9	1.4	0.9	7.7	6.7	12.9	17.5	38.7	22.1
中国公司平均值							**19.0**	**24.8**	**26.6**	**36.7**	**1.4**	**1.0**	**8.1**	**5.9**	**15.5**	**15.6**	**21.3**	**21.3**
国际公司平均值							**21.7**	**17.7**	**38.8**	**29.3**	**1.6**	**1.3**	**8.5**	**7.1**	**17.6**	**18.9**	**25.2**	**19.9**
云计算																		
腾讯	700 HK	港元	买入	578.0	699.0	714.7	26.7	21.8	38.6	31.9	1.9	1.5	10.2	8.0	25.4	21.6	20.7	20.5
阿里巴巴	BABA US	美元	买入	264.0	359.0	714.3	20.5	15.7	25.6	18.9	0.9	0.6	6.7	5.1	17.0	17.5	29.7	27.9
金山软件	3888 HK	港元	买入	39.1	49.0	6.9	17.8	14.2	38.5	30.1	1.7	1.3	8.3	6.9	6.9	5.6	22.5	22.1
中软国际	354 HK	港元	买入	8.1	7.0	2.9	14.2	12.0	19.6	16.8	1.3	1.1	1.4	1.2	13.5	14.0	15.2	16.1
金蝶	268 HK	港元	未评级	26.8	n.a.	12.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22.6	18.3	n.a.	3.0	n.a.	39.0
微软	MSFT US	美元	未评级	216.2	n.a.	1,634.7	21.7	19.3	32.1	29.2	2.5	2.3	10.3	9.3	39.5	38.1	12.8	14.2
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	3,220.1	n.a.	1,615.7	29.8	23.7	65.5	54.3	2.5	2.1	4.3	3.6	23.1	23.2	26.4	25.6
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	1,795.4	n.a.	1,215.4	17.3	14.2	32.0	26.2	1.5	1.3	8.3	6.8	17.3	17.7	20.9	17.8
Salesforce	CRM US	美元	未评级	241.4	n.a.	219.6	34.7	29.7	64.4	64.5	5.5	5.5	10.6	9.0	10.3	9.0	11.6	19.3
甲骨文	ORCL US	美元	未评级	58.7	n.a.	176.9	10.4	10.2	14.1	13.0	1.8	1.6	4.4	4.3	n.a.	n.a.	7.9	3.2
SAP	SAP US	美元	未评级	123.0	n.a.	151.1	15.6	15.1	20.1	20.7	n.a.	n.a.	4.8	4.6	16.8	15.4	n.a.	n.a.
VMware	VMW US	美元	未评级	140.8	n.a.	59.2	15.1	13.1	21.4	20.0	7.0	6.5	5.9	5.1	77.6	35.6	3.1	5.8
Dropbox	DBX US	美元	未评级	20.2	n.a.	8.3	14.6	12.4	24.8	21.2	1.4	1.2	4.4	3.9	40.9	37.2	17.6	20.6
中国公司平均值							**19.8**	**15.9**	**30.6**	**24.4**	**1.4**	**1.2**	**9.8**	**7.9**	**15.7**	**12.3**	**22.0**	**25.1**
国际公司平均值							**19.9**	**17.2**	**34.3**	**31.1**	**3.2**	**2.9**	**6.6**	**5.8**	**32.2**	**25.2**	**14.4**	**15.2**
社交和泛娱乐																		
腾讯	700 HK	港元	买入	578.0	699.0	714.7	26.7	21.8	38.6	31.9	1.9	1.5	10.2	8.0	25.4	21.6	20.7	20.5
哔哩哔哩	BILI US	美元	买入	60.8	63.0	21.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.7	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
阅文	772 HK	港元	中性	57.4	45.0	7.5	n.a.	32.5	n.a.	33.6	1.0	0.3	6.8	5.0	n.a.	7.3	n.a.	n.a.
腾讯音乐	TME US	美元	未评级	16.4	n.a.	27.5	35.8	26.5	37.0	29.6	1.4	1.1	6.2	5.1	9.6	11.2	25.8	32.9
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	22.6	n.a.	16.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.6	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
微博	WB US	美元	未评级	41.8	n.a.	9.5	17.9	14.0	20.8	16.8	1.2	0.9	5.8	5.1	19.1	16.7	18.0	20.6
欢聚时代	YY US	美元	未评级	88.3	n.a.	7.2	11.5	9.9	21.5	17.2	0.7	0.6	1.9	1.6	10.5	5.6	31.0	28.5
虎牙	HUYA US	美元	未评级	20.1	n.a.	4.7	20.5	13.0	25.1	19.3	0.8	0.6	2.8	2.3	11.6	14.7	31.7	48.3
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	12.5	n.a.	4.0	25.6	13.3	30.5	18.5	0.6	0.4	2.6	2.2	10.4	15.5	47.6	68.5
陌陌	MOMO US	美元	未评级	13.6	n.a.	2.8	4.1	3.8	7.5	5.9	0.3	0.3	1.2	1.1	16.3	18.5	22.5	16.1
宝宝树	1761 HK	港元	未评级	1.3	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
脸书	FB US	美元	未评级	286.6	n.a.	816.2	17.6	14.9	29.0	25.7	1.8	1.6	9.7	7.8	22.7	21.5	16.0	19.9
奈飞	NFLX US	美元	未评级	504.6	n.a.	222.9	45.8	36.4	75.7	52.3	2.0	1.4	8.9	7.6	29.9	29.6	38.0	28.6
Snapchat	SNAP US	美元	未评级	44.5	n.a.	66.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27.1	19.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	未评级	285.0	n.a.	54.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.7	4.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Line	3938 JP	日元	未评级	5,370.0	n.a.	12.5	n.a.	47.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.1	4.5	n.a.	1.9	n.a.	n.a.
中国公司平均值							**20.3**	**16.9**	**25.9**	**21.6**	**1.0**	**0.7**	**5.3**	**4.2**	**14.7**	**13.9**	**28.2**	**33.6**
国际公司平均值							**31.7**	**32.9**	**52.4**	**39.0**	**1.9**	**1.5**	**11.3**	**8.7**	**26.3**	**17.7**	**27.0**	**24.3**

公司名称	彭博代码	币种	招商评级	收市价	招商目标价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率 (倍)		PEG (倍)		市销率 (倍)		ROE (%)		CAGR 2020-22E	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	EPS	EBITDA
线上游戏																		
腾讯	700 HK	港元	买入	578.0	699.0	714.7	26.7	21.8	38.6	31.9	1.9	1.5	10.2	8.0	25.4	21.6	20.7	20.5
哔哩哔哩	BILI US	美元	买入	60.8	63.0	21.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.7	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
网易	NTES US	美元	买入	90.0	121.0	62.2	18.2	16.0	25.2	21.7	1.8	1.5	5.6	4.8	17.5	15.6	14.0	12.8
金山软件	3888 HK	港元	买入	39.1	49.0	6.9	17.8	14.2	38.5	30.1	1.7	1.3	8.3	6.9	6.9	5.6	22.5	22.1
创梦天地	1119 HK	港元	买入	3.9	5.4	0.6	8.0	6.7	9.7	8.2	0.5	0.4	1.4	1.2	8.7	10.2	19.7	18.8
心动	2400 HK	港元	未评级	37.8	n.a.	2.2	18.9	14.2	30.0	22.5	1.0	0.7	4.4	3.4	20.3	21.3	30.3	28.9
网龙	777 HK	港元	未评级	16.9	n.a.	1.2	5.9	4.5	10.6	8.2	0.5	0.4	1.3	1.1	12.3	13.8	20.7	26.0
IGG	799 HK	港元	未评级	8.0	n.a.	1.3	3.5	3.8	6.2	7.2	n.a.	n.a.	1.9	1.8	47.2	29.8	(5.8)	(1.7)
中手游	302 HK	港元	未评级	2.8	n.a.	0.8	5.7	4.2	6.6	5.3	n.a.	0.3	1.3	1.0	18.8	20.8	21.0	36.7
玩友時代	6820 HK	港元	未评级	1.9	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	6.5	5.0	0.5	0.2	1.5	1.2	27.9	27.4	23.5	n.a.
SEA	SE US	美元	未评级	177.4	n.a.	87.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17.9	12.0	n.a.	93.9	n.a.	n.a.
任天堂	7974 JP	日元	未评级	57,370.0	n.a.	72.4	11.8	12.6	18.5	19.4	n.a.	n.a.	4.9	5.1	22.4	19.6	(3.5)	(2.2)
动视暴雪	ATVI US	美元	未评级	79.9	n.a.	61.8	16.4	16.1	23.7	22.7	2.5	2.4	7.6	7.4	17.5	16.0	9.4	7.4
艺电	EA US	美元	未评级	127.2	n.a.	36.9	14.9	14.1	23.6	21.3	2.3	2.1	6.1	5.9	18.6	18.4	10.1	6.2
Nexon	3659 JP	日元	未评级	3,175.0	n.a.	27.0	18.1	13.8	26.1	20.4	1.6	1.3	9.4	8.0	15.9	17.2	16.1	18.3
Take-Two	TTWO US	美元	未评级	180.1	n.a.	20.7	23.6	21.6	32.4	31.4	1.7	1.6	6.4	6.1	10.5	4.7	19.1	20.2
Ncsoft	036570 KS	韩元	未评级	852,000.0	n.a.	16.9	18.3	12.3	28.3	18.7	0.8	0.5	7.7	5.9	23.7	28.5	34.2	33.0
网石游戏	251270 KS	韩元	未评级	125,500.0	n.a.	9.7	23.4	18.3	37.5	30.8	1.8	1.5	4.2	3.7	5.9	7.0	20.6	24.4
Zynga	ZNGA US	美元	未评级	8.2	n.a.	8.9	16.6	13.5	22.2	22.4	2.2	2.2	4.0	3.2	6.7	12.4	10.1	17.1
中国公司平均值							**13.1**	**10.7**	**19.1**	**15.6**	**1.1**	**0.8**	**4.8**	**3.8**	**20.5**	**18.5**	**18.5**	**20.5**
国际公司平均值							**17.9**	**15.3**	**26.5**	**23.4**	**1.9**	**1.7**	**7.6**	**6.4**	**15.2**	**24.2**	**14.5**	**15.6**
电商																		
京东	JD US	美元	买入	85.4	100.0	133.6	39.1	24.8	54.7	38.9	1.4	1.0	1.2	1.0	22.8	11.7	38.3	47.5
阿里巴巴	BABA US	美元	买入	264.0	359.0	714.3	20.5	15.7	25.6	18.9	0.9	0.6	6.7	5.1	17.0	17.5	29.7	27.9
美团	3690 HK	港元	中性	289.2	273.0	219.5	n.a.	53.1	n.a.	81.8	1.9	0.6	12.5	7.8	7.6	12.5	n.a.	n.a.
拼多多	PDD US	美元	未评级	136.5	n.a.	168.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21.6	13.9	n.a.	10.4	n.a.	n.a.
唯品会	VIPS US	美元	未评级	25.4	n.a.	17.2	14.2	11.4	19.7	16.1	1.0	0.8	1.1	1.0	23.4	21.4	19.0	24.6
宝尊电商	BZUN US	美元	未评级	38.8	n.a.	3.2	25.1	17.9	30.9	22.6	0.9	0.7	2.3	1.8	12.2	14.0	34.1	34.7
寺库	SECO US	美元	未评级	2.9	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.5	n.a.	n.a.	n.a.
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	3,220.1	n.a.	1,615.7	29.8	23.7	65.5	54.3	2.5	2.1	4.3	3.6	23.1	23.2	26.4	25.6
eBay	EBAY US	美元	未评级	50.5	n.a.	34.8	10.2	9.7	14.9	13.9	1.6	1.5	3.4	3.2	129.3	2.8	9.5	6.6
中国公司平均值							**24.7**	**24.6**	**32.7**	**35.7**	**1.2**	**0.8**	**7.6**	**5.1**	**14.4**	**14.6**	**30.3**	**33.7**
国际公司平均值							**20.0**	**16.7**	**40.2**	**34.1**	**2.0**	**1.8**	**3.8**	**3.4**	**76.2**	**13.0**	**18.0**	**16.1**
中国垂直领域																		
携程	TCOM US	美元	未评级	34.4	n.a.	20.4	n.a.	27.0	n.a.	28.2	n.a.	n.a.	7.4	4.5	n.a.	4.2	n.a.	n.a.
汽车之家	ATHM US	美元	未评级	92.4	n.a.	11.0	16.0	13.7	20.8	18.1	1.3	1.2	8.3	7.4	22.0	20.9	15.5	14.8
前程无忧	JOBS US	美元	未评级	73.5	n.a.	5.0	19.5	17.1	27.7	22.2	1.2	0.9	9.1	8.1	10.7	11.2	23.8	13.1
趣头条	QTT US	美元	未评级	2.7	n.a.	0.8	n.a.	18.8	n.a.	53.1	n.a.	n.a.	1.0	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
宝宝树	1761 HK	港元	未评级	1.3	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
智游网	EXPE US	美元	未评级	126.2	n.a.	17.9	n.a.	19.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.3	2.3	n.a.	24.1	n.a.	n.a.
中国公司平均值							**17.7**	**19.2**	**24.3**	**30.4**	**1.3**	**1.1**	**6.4**	**5.2**	**16.4**	**12.1**	**19.6**	**13.9**

注：股价采用2020年12月1日的收市价；未来预测基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

公用事业
2021年展望：佳期在前

王腾杰 +852 3189 6634 tommywong@cmschina.com.hk

萧俊燊 +852 3189 6395 ericsiu@cmschina.com.hk

- **天然气：增长步伐加快，多引擎驱动回归焦点**
- **环保：业内公司激流勇进，“十四五”将重申对环保/清洁空气的支持**
- **推荐：维持看好燃气公用事业公司**

天然气：强劲复苏，2021年增长不变

在行业已从疫情中强劲复苏的基础上，冬季供暖需求将带动天然气消费增长，我们预计全国天然气消费 2020 年将同比增长 4%。预计 2021 年行业将全面复苏，天然气消费年增长率将进一步升至 9%。根据“十四五”规划和 2035 年远景目标建议，中央政府致力于有效控制碳排放，承诺中国将在 2030 年前达到碳排放峰值。鉴于天然气的稳定性和可靠性，我们认为天然气将在帮助从煤炭主导的传统能源社会向可再生能源社会过渡方面发挥关键作用。

国家管网公司开始运营是重要的里程碑事件

今年 9 月，在“三桶油”完成主要资产转移后，国家管网公司开始运营。这是一个重要的里程碑，标志着向市场自由化又迈进了一步。我们预计它将从以下方面为行业带来更可持续、更长远的发展：1）加快基础设施建设（管道/接收站/储气设施）；2）开放设施（如管道）供第三方使用。因此，我们看到越来越多的城市燃气运营商投资兴建 LNG 接收站，并/或与海外生产商签订采购合约，以更好地为这一趋势做准备。

环保：走更可持续的增长之路

环保将继续是经济发展的重要组成部分。我们预期“十四五”规划将强调几个关键环境领域的基础设施建设，例如污水管网、城市固废垃圾分类处理、医疗垃圾处理等。更重要的是，我们相信，鉴于近年来的经验，未来的发展将是基于项目的经济性是否可持续。尽管中央政府对 2021 年以后开始运营的垃圾发电项目的电费补贴可能会逐渐减少，但我们认为，这是一个必要的过渡，以便在政府补贴和市场化运营效率之间实现更健康的平衡。

首选买入：昆仑能源、新奥能源、中国燃气

昆仑能源（135 HK，买入，目标价：7.6 港元）– 快速的并购促进了公司燃气销售业务增长。股票当前估值为 6.6 倍 21 财年预测市盈率或 0.8 倍 21 财年预测市净率，股息率 4%，估值吸引。

新奥能源（2688 HK，买入，目标价：124 港元）– 看好公司 LNG 进口的成本节约优势，稳定的燃气销售增长以及综合能源业务的快速增长。股票当前估值为 14.8 倍 21 财年预测市盈率，预计 20-22 财年每股盈利年复合增长 16.2%，估值吸引。

中国燃气（384 HK，买入，目标价：36 港元）– 农村接驳费用收取节奏加快将带动 21 财年和 22 财年实现更好的现金流。股票当前估值为 11.7 倍 22 财年预测市盈率，20-22 财年预测每股盈利年复合增长 13.2%。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数（2020/12/01）	26,568
国企指数（2020/12/01）	10,660

行业表现

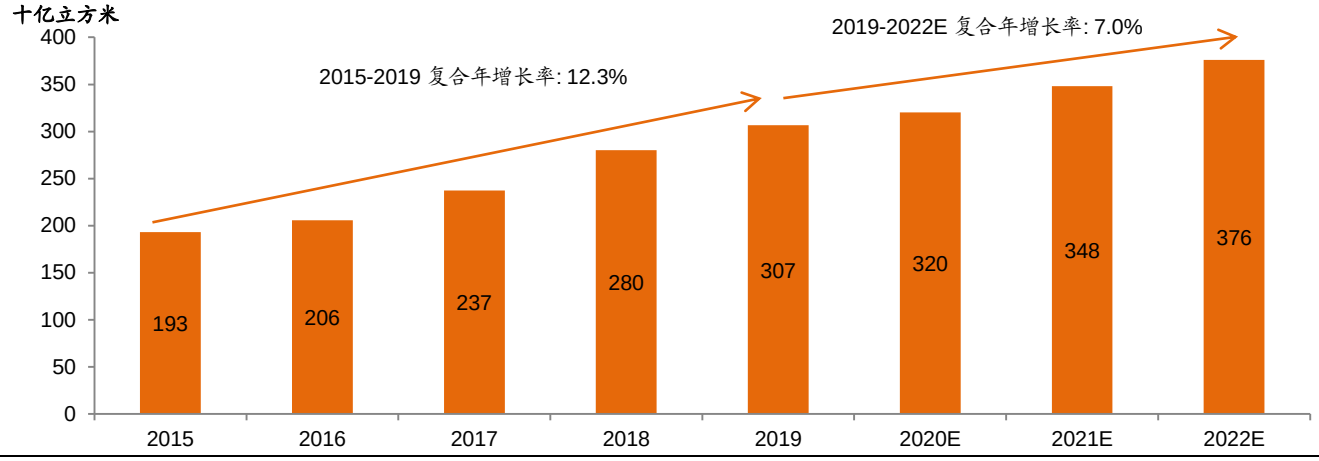


资料来源：彭博；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	7.4	(1.5)	(10.4)
相对表现	(2.8)	(13.5)	(11.1)

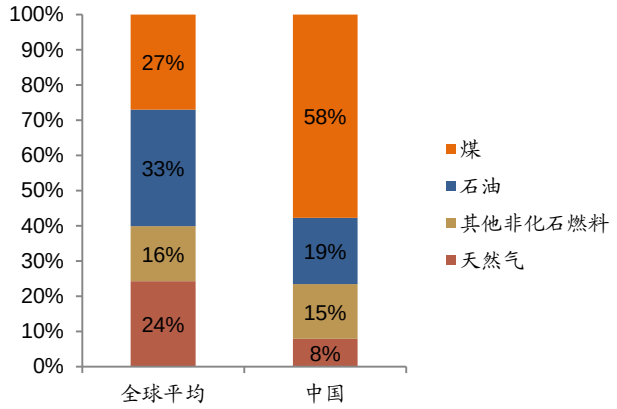
重点图表 — 天然气

图 1：中国天然气消费趋势：增速放缓至个位数，但仍保持稳定



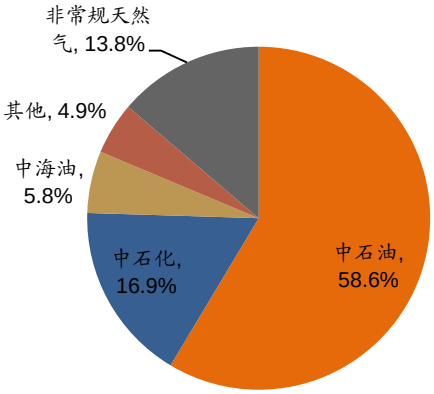
资料来源：国家发改委、招商证券（香港）预测

图 2：天然气在中国能源使用结构上还有很大上升空间



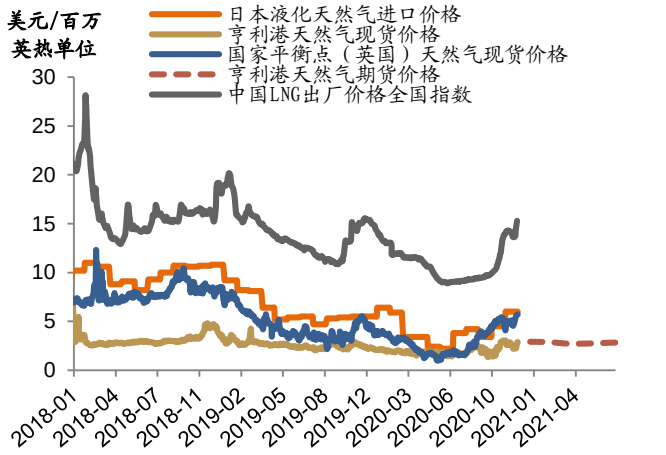
资料来源：英国石油公司、国家统计局、招商证券（香港）

图 3：中石油在国内天然气生产中仍占主导地位



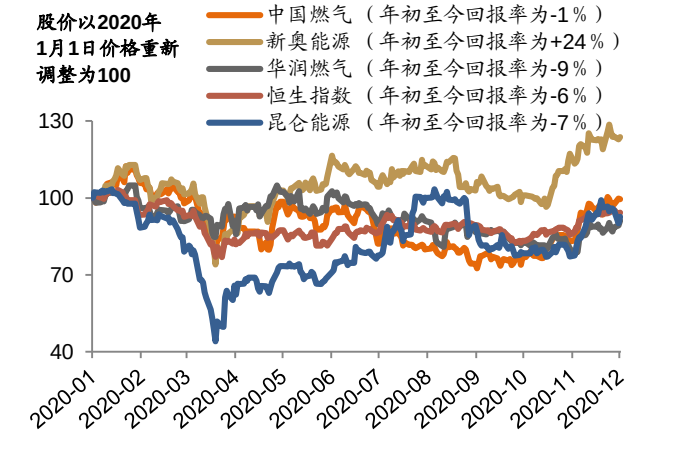
资料来源：万得、招商证券（香港）

图 4：进入 20 年四季度，全球 LNG 价格逐步复苏



资料来源：彭博、招商证券（香港）

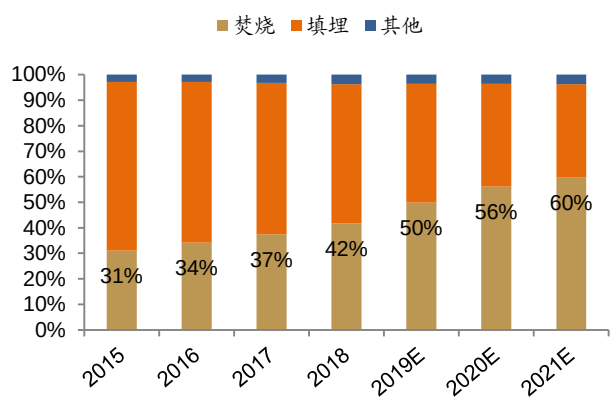
图 5：受冬季供暖需求的良好情绪带动，过去 1 个月城市燃气运营商的股价开始上涨



资料来源：彭博、招商证券（香港）

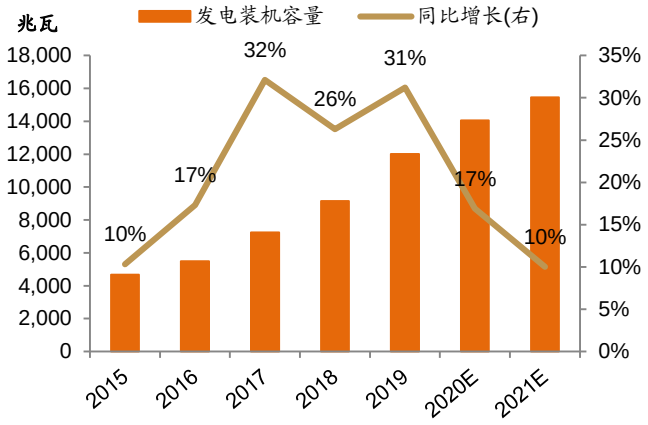
重点图表 — 环保

图 6：焚烧已成为主流的垃圾处理方法



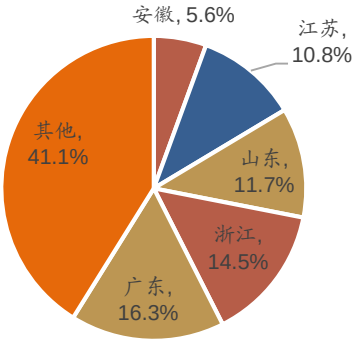
资料来源：住房和城乡建设部、招商证券（香港）预测

图 7：垃圾发电产能（按发电量）在过去 2-3 年激增



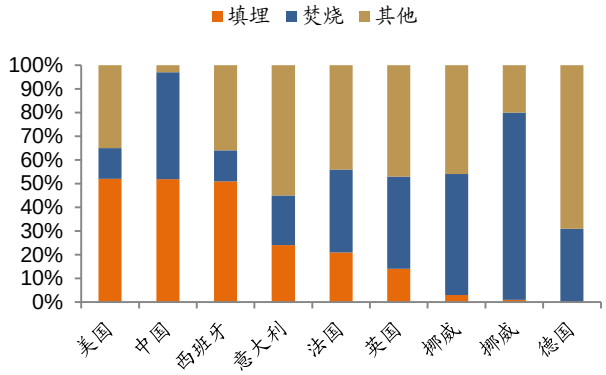
资料来源：中国产业发展促进会生物质能产业分会、招商证券（香港）预测

图 8：广东省成为 2019 年垃圾发电产能最大的省份（按发电量）



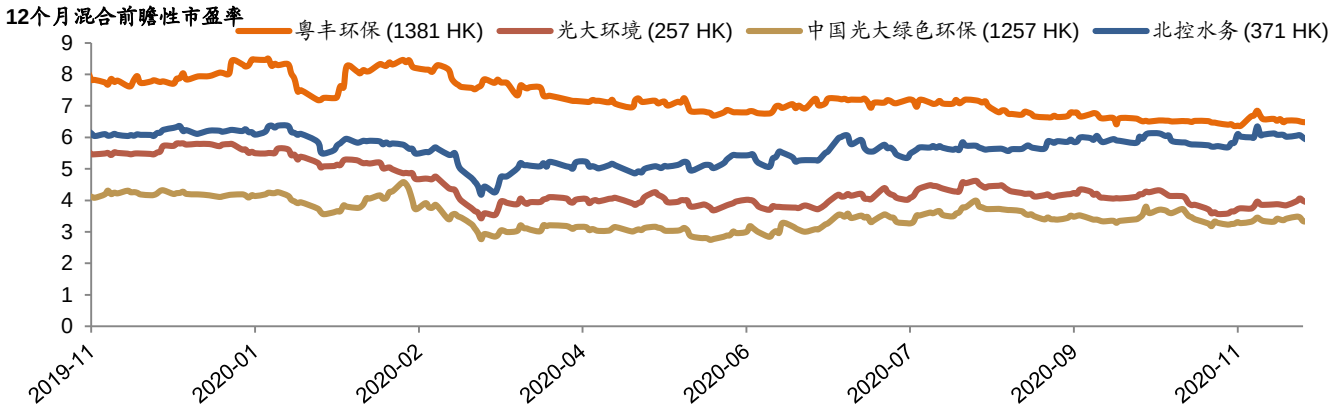
资料来源：电力维科网、招商证券（香港）

图 9：中国的垃圾焚烧处理占比还有上升空间



资料来源：经济合作暨发展组织、招商证券（香港）

图 10：环保类个股市盈率呈下降趋势



资料来源：彭博、招商证券（香港）

估值比较 — 城市燃气运营商

公司	代码	招商评级	股价 (港元)	招商目标价 (港元)	上涨空间 (%)	市值 (百万美元)	市净率 (x)		市盈率(x)		EPS CAGR (%)	股息率(x)	ROE (%)		净负债率 (%)
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020-22E	2020E	2020E	2021E	2020E
中国燃气	384 HK	买入	28.45	36.0	26.4	19,128	3.7	3.1	13.4	11.7	13.2	2.2	25.4	24.4	63.2
新奥能源	2688 HK	买入	103.40	124.0	19.9	15,042	3.5	3.1	17.7	14.8	16.2	2.1	21.3	22.2	36.1
昆仑能源	135 HK	买入	6.00	7.6	26.7	6,701	0.9	0.8	8.3	6.6	17.8	4.2	10.9	12.6	20.2
华润燃气	1193 HK	中性	38.15	35.0	(8.3)	11,387	2.7	2.4	18.4	15.4	14.4	2.3	15.7	16.5	净现金
香港中华煤气	3 HK	未评级	11.84	n.a	n.a	27,141	3.2	3.1	33.0	28.3	10.8	3.0	9.6	11.0	49.6
北京控股	392 HK	未评级	25.90	n.a	n.a	4,216	0.4	0.4	4.4	4.0	7.4	4.6	9.7	9.7	53.4
港华燃气	1083 HK	未评级	3.66	n.a	n.a	1,402	0.5	0.5	7.6	6.8	11.4	4.2	7.2	7.6	n.a.
天伦燃气	1600 HK	未评级	6.80	n.a	n.a	880	1.2	1.1	6.5	5.7	11.6	4.4	20.6	20.3	56.9
平均							**2.0**	**1.8**	**13.7**	**11.7**	**12.8**	**3.4**	**15.1**	**15.5**	**46.4**

*注：*中国燃气的2020-2021E是指其3月31日年结的2021-22E财年*

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；未评级股票预测基于彭博共识；股价截至2020年12月1日

估值比较 — 环保

公司	代码	招商评级	股价 (港元)	招商目标价 (港元)	上涨空间 (%)	市值 (百万美元)	市净率(x)		市盈率 (x)		EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)		净负债率 (%)
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020-22E	2020E	2020E	2021E	2020E
北控水务	371 HK	买入	3.14	3.7	17.8	4,059	0.9	0.9	7.0	6.1	10.9	0.6	14.1	14.7	118.2
光大环境	257 HK	买入	4.40	6.5	47.7	3,486	0.7	0.6	4.6	3.8	18.9	0.2	15.1	16.1	105.2
粤丰环保	1381 HK	买入	3.30	4.7	42.4	1,038	1.2	1.0	7.4	6.3	13.8	0.5	17.3	17.7	83.9
光大绿色环保	1257 HK	买入	3.18	6.2	95.0	847	0.5	0.4	3.8	3.0	25.5	0.1	15.2	15.8	84.3
粤海投资	270 HK	未评级	12.88	n.a.	n.a.	10,862	2.0	1.9	16.1	14.1	10.2	1.4	12.3	13.5	净现金
绿色动力环保	1330 HK	未评级	3.52	n.a.	n.a.	1,308	1.1	0.9	7.3	5.9	22.6	0.3	16.9	17.5	n.a.
中国水务	855 HK	未评级	6.53	n.a.	n.a.	1,336	1.1	0.9	6.1	5.5	10.8	0.5	17.9	17.8	n.a.
东江环保	895 HK	未评级	5.53	n.a.	n.a.	1,104	0.9	0.8	9.6	7.5	17.5	0.4	7.2	10.1	n.a.
中国光大水务	1857 HK	未评级	1.29	n.a.	n.a.	476	0.4	0.4	4.1	3.5	13.3	0.3	10.0	10.7	n.a.
上海实业环境	807 HK	未评级	1.07	n.a.	n.a.	359	0.3	0.2	3.8	3.4	10.6	0.3	7.0	7.5	n.a.
平均							**0.9**	**0.8**	**7.0**	**5.9**	**15.4**	**0.4**	**13.3**	**14.1**	**97.9**

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；未评级股票预测基于彭博共识；股价基于2020年12月1日收盘价

中国电信行业

2021年展望：黎明前的至暗时刻：电信行业重估可期

陈永豪 苏林
+852 3189 6125 +852 3189 6635
kevinchen@cmschina.com.hk clintsu@cmschina.com.hk

- **受5G渗透率提升以及价格环境改善，移动ARPU正逐渐恢复正增长**
- **板块估值位于历史低点；因移动ARPU恢复以及板块轮动至价值股，预计电信板块将得到重估**
- **首选：中国移动（941 HK）- 因ARPU恢复、强劲的资产负债表；中国电信（728 HK）- 共建共享节省资本支出**

移动ARPU达到拐点

我们对2021年的电信行业持乐观态度，因为我们预计在移动ARPU增长和行业轮动的带动下，股票将获得重估。经过很多年的下滑，中国联通和中国移动的移动ARPU已恢复正增长。我们认为，移动ARPU的趋势正处于拐点，归功于：1）5G ARPU的拉升（带动ARPU增长6-10%），2）价格环境改善（竞争和降费放缓）。截至2020年三季度末，中国移动和中国电信的5G套餐用户占比达到了12%和19%，并且随着2021年5G普及率的提高，移动ARPU将得到进一步拉升。

5G网络布建继续，资本支出节制

我们预计5G网络的部署周期会比较温和（相比于4G），资本支出强度峰值将在25-27%（4G布建时峰值为34%）。三大电信运营商有望在2020年建设70万个5G基站（BTS），超过最初目标的超过60万，但同时仅有有限的5G资本支出增加。电信运营商通过集采招标和成本控制措施来管理支出。我们预计2021年和2022年中国的5G基站安装量将达100万和110万，同时运营商的资本支出将有节制的使用，以减轻对盈利能力的压力。

估值位于历史低点；电信行业重估可期

电信运营商的估值目前处于历史低谷（1.1-1.8倍前瞻EV/EBITDA，历史估值约为3倍），原因可能是：1）网络部署初期的估值受压（资本支出增加、资本回报率有限），以及2）投资者相较于电信更偏好科技业（两个板块有-0.8的负相关）。美国行政命令（11月12日）禁止对31家中国公司进行投资，这进一步打击了投资者的情绪。展望2021年，我们认为电信行业将获得重估，驱动因素包括：1）移动ARPU的恢复；2）行业轮转至价值股。在目前的低谷估值下，我们认为下行风险有限。

行业首选

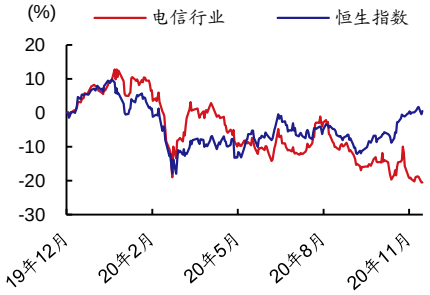
中国移动（941 HK，目标价70港元）考虑到移动ARPU的回升、资产负债表的优势、以及较低的估值，我们更推荐中国移动。其移动ARPU在2020年三季度刚刚恢复正增长，并且随着5G用户在2021年加速增长，移动ARPU将进一步上升。鉴于其优异的财务状况（零债务），在市场动荡情况下，中国移动仍然是最具防御性的标的。中国移动仅拥有5%的美国股东风险敞口，因此在美国行政命令下强制出售股份的情况下压力有限。

中国电信（728 HK，目标价3.8港元）通过共建共享，中国电信很可能受益于5G资本支出节省。中国电信还保持着：1）在行业领先的用户数增长推动下，移动服务收入增长最快；2）快速的5G用户渗透率提升和5G独立组网商用。公司估值仍然不高。由于美国投资者拥有公司50%的所有权，因此要留意强制出售股票的风险，这可能会导致股价回调，形成更好的买入时机。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数（2020/12/01）	26,568
国企指数（2020/12/01）	10,660

行业表现

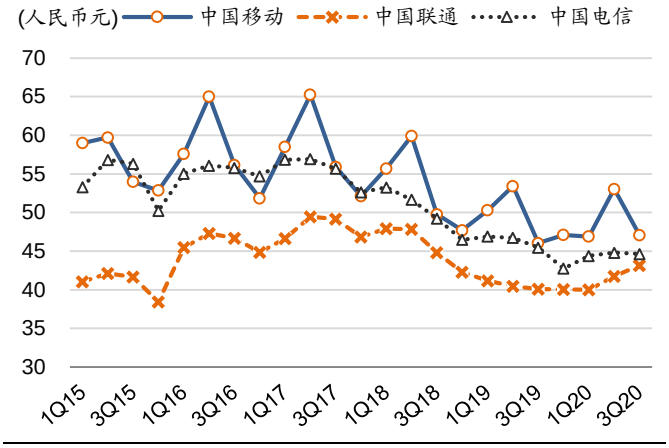


资料来源：彭博；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	(2.8)	(12.7)	(20.6)
相对表现	(11.4)	(23.4)	(21.1)

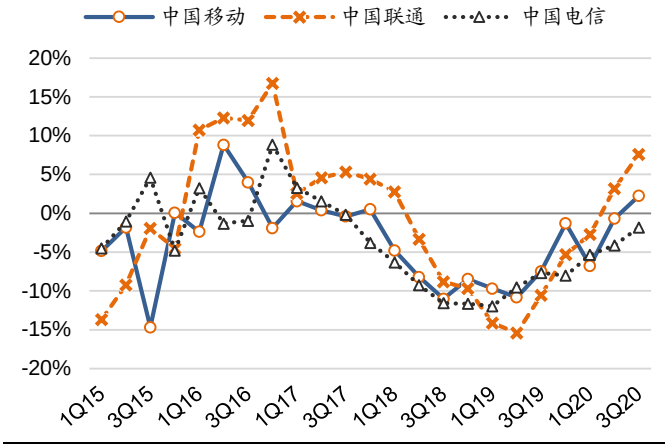
重点图表

图 1：中国电信运营商移动 ARPU



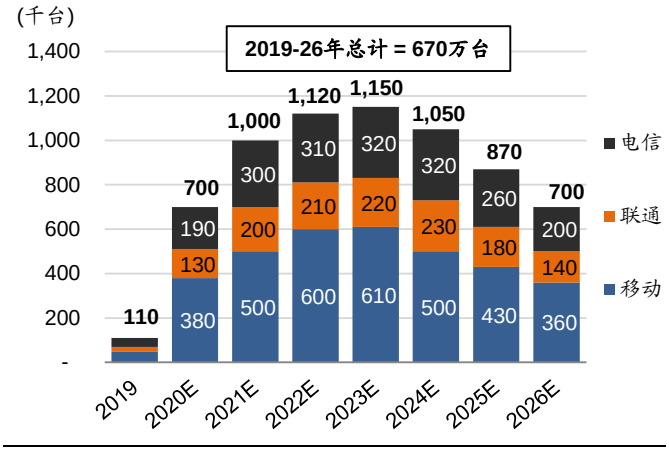
资料来源：公司数据、招商证券（香港）；截至 2020 年三季度

图 2：中国电信运营商移动 ARPU 同比增长率



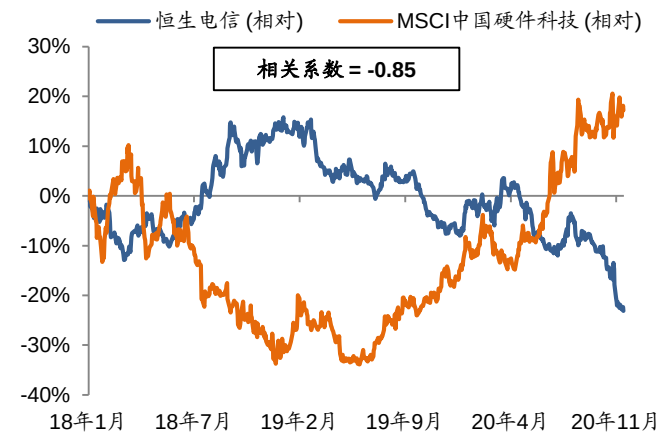
资料来源：公司数据、招商证券（香港）；截至 2020 年三季度

图 3：5G 基站安装量预测（基本情况）



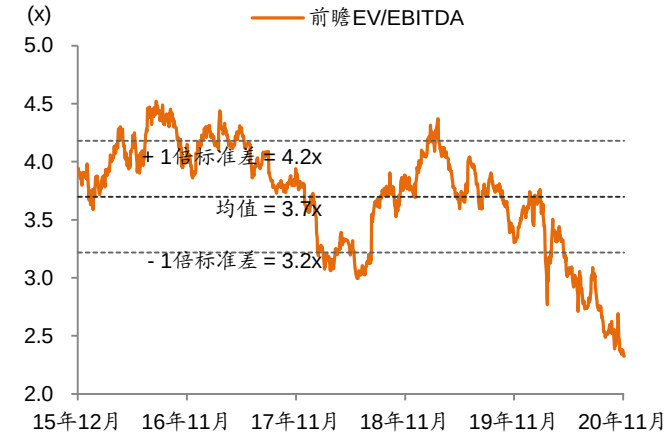
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 4：电信板块与科技硬件板块相对表现



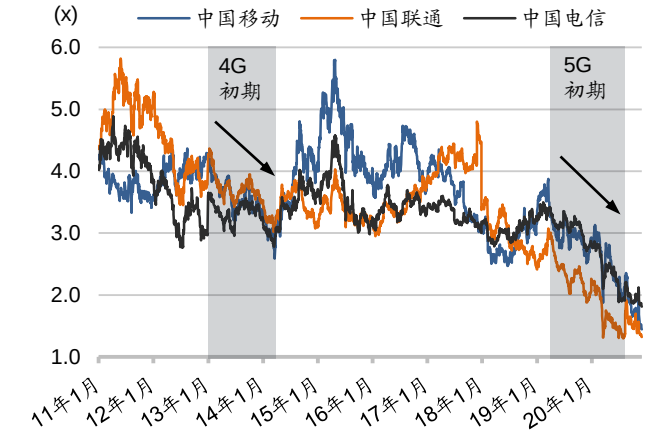
注：板块表现相对于恒生指数
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至 2020 年 12 月 1 日

图 5：中国电信行业前瞻 EV/EBITDA



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至 2020 年 12 月 1 日

图 6：中国电信运营商前瞻 EV/EBITDA



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至 2020 年 12 月 1 日

估值比较

公司	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价(港元)	上行空间(%)	市值(十亿美元)	市盈率(x)		市净率(x)		EV/EBITDA(x)		权益收益率(%)		股息收益率(%)		净杠杆率(%)
								2020E	2021E	2020E	2021E	2021E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2019
电信运营商																		
中国移动	941 HK	港元	买入	46.30	70.0	51	122.3	7.9	7.5	0.7	0.7	1.3	1.3	10	10	7.0	7.3	-38
中国电信	728 HK	港元	买入	2.33	3.8	63	24.3	7.6	7.5	0.5	0.5	1.9	1.8	6	6	6.2	6.2	24
中国联通	762 HK	港元	买入	4.65	7.0	51	18.4	10.0	9.2	0.4	0.4	1.2	1.1	4	4	4.0	4.4	0
香港电讯	6823 HK	港元	未评级	10.24	n.a.	n.a.	10.0	15.7	14.8	2.1	2.1	9.4	8.9	13	14	6.9	7.1	106
电讯盈科	8 HK	港元	未评级	4.69	n.a.	n.a.	4.7	126.8	48.4	2.8	3.3	7.4	7.0	2	7	6.9	7.0	297
中华电信	2412 TT	新台币	未评级	109.00	n.a.	n.a.	29.6	26.0	26.7	2.3	2.3	11.4	11.3	9	9	3.8	3.7	-7
台湾大哥大	3045 TT	新台币	未评级	98.30	n.a.	n.a.	12.1	24.5	26.4	4.3	4.4	12.7	12.3	17	16	4.8	4.4	59
SK 电信	017670 KS	韩元	未评级	236,500	n.a.	n.a.	17.3	13.9	10.2	0.8	0.7	5.3	5.1	6	8	4.2	4.4	40
KT 公司	030200 KS	韩元	未评级	24,250	n.a.	n.a.	5.7	8.9	7.7	0.4	0.4	2.5	2.4	5	6	4.7	4.9	32
LG U+	032640 KS	韩元	未评级	11,850	n.a.	n.a.	4.7	7.2	7.9	0.7	0.7	3.3	3.1	10	8	3.6	3.8	72
NTT Docomo	9437 JP	日元	未评级	3,875	n.a.	n.a.	120.0	20.3	20.0	2.3	2.3	8.5	8.5	12	11	2.9	3.2	-2
KDDI 公司	9433 JP	日元	未评级	2,999	n.a.	n.a.	66.3	10.5	10.1	1.5	1.4	4.8	4.7	15	14	4.1	4.2	22
威瑞森无线	VZ US	美元	未评级	60.58	n.a.	n.a.	250.7	12.6	12.1	3.6	3.2	7.7	7.4	29	27	4.1	4.2	208
AT&T 公司	T US	美元	未评级	28.87	n.a.	n.a.	205.7	9.1	9.0	1.1	1.1	6.8	6.7	12	12	7.2	7.3	87
T-Mobile 美国	TMUS US	美元	未评级	133.73	n.a.	n.a.	166.0	50.3	43.2	2.4	2.6	9.5	8.7	6	6	0.0	0.0	142
沃达丰	VOD LN	英镑	未评级	125.44	n.a.	n.a.	45.2	22.1	17.5	0.6	0.6	8.6	8.5	3	4	6.1	6.2	87
Orange 公司	ORA FP	欧元	未评级	10.63	n.a.	n.a.	34.1	10.7	10.0	0.9	0.8	5.3	5.2	9	9	6.3	6.7	85
西班牙电信	TEF SM	欧元	未评级	3.68	n.a.	n.a.	23.7	10.8	8.7	1.3	1.2	5.4	5.3	12	14	9.7	8.8	197
均值								**22.8**	**17.0**	**1.6**	**1.6**	**6.6**	**6.4**	**10**	**10**	**5.0**	**5.1**	**85**
电信设备商																		
中国铁塔	788 HK	港元	买入	1.23	1.8	46	**27.9**	30.7	22.4	1.0	1.0	4.6	4.2	3	4	1.8	2.4	49
中兴通讯	763 HK	港元	未评级	20.45	n.a.	n.a.	22.6	17.4	13.3	2.0	1.8	20.0	16.0	13	14	1.5	2.0	14
中国通信服务	552 HK	港元	未评级	4.13	n.a.	n.a.	3.7	7.8	6.8	0.7	0.6	1.1	1.0	8	9	4.4	4.9	-63
长飞光纤光缆	6869 HK	港元	未评级	11.14	n.a.	n.a.	2.3	10.2	8.9	0.8	0.7	15.5	13.6	8	8	2.7	3.0	-6
京信通信	2342 HK	港元	未评级	2.64	n.a.	n.a.	0.9	42.6	17.3	1.8	1.6	21.8	11.7	4	8	0.6	1.7	3
均值								**21.8**	**13.7**	**1.2**	**1.1**	**12.6**	**9.3**	**7**	**9**	**2.2**	**2.8**	**0**

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测；注：未评级股票预测信息基于彭博一致预测；股价截至2020年12月1日

汽车汽配

2021年展望：变革向新之年

■预计2021年行业增长10%，内生增长及政策双轮驱动

■新能源车进入爆发期，自主龙头技术创新，市场突破；豪华车强劲增长

■重点推荐比亚迪、吉利汽车、长城汽车

梁勇活
+86 755 8290 4571
liangy6@cmschina.com.cn

杨岱东
+86 755 8323 5354
yangdd2@cmschina.com.cn

行业进入持续复苏周期

预计2021年行业结束连续3年调整，销量增长10%，上下半年增速前高后低。维持行业推荐评级。驱动因素：1）内因：疫情影响消退，占销售比重大的中低端车客户的购买力修复；消费升级及产业升级；行业库存水平健康，整体供需均衡；同比低基数效应。2）政策：政府保就业抓汽车，挖掘消费潜力，政策导向正面，增加汽车号牌、汽车下乡、淘汰国三旧车等拉动增长。

新能源车进入爆发期，自主龙头创新突围

新能源车进入市场化驱动阶段，预计明年销量增长超过40%，未来5年渗透率将从2019年的4.7%上升到20%（销量CAGR约34%）。1）需求端：今年前三季限购/非限购地区的私人购买新能源车逆势增长15%/22%，新能源汽车的市场接受度大幅提高。2）供给端：厂家加速布局新能源，高中低端优质车型百花齐放。3）自主突破：自主龙头的纯电动平台将先后成型，三电技术获得突破。继比亚迪汉后，将有更多自主品牌从新能源领域突破20万元人民币定价区间。4）市场格局：离充分竞争仍远，明年特斯拉国产化加速，比亚迪依靠丰富产品线维持高市占率，四大国产新势力（蔚来/小鹏/理想/威马）销量趋势向好。5）零部件：电池/电机价值凸显，新能源车衍生轻量化和智能化产品的需求，龙头公司获得导入新产品线，提升单车配套价值机遇。

自主龙头持续扩张，豪华车强劲增长

今年前10个月日系/德系市占率同比上升2ppt/0.7ppt，自主品牌整体市场份额收缩1.8ppt，但自主龙头公司市占率逆势提升，并增强研发实力，前瞻性布局新四化。预计明年自主龙头依靠强劲的产品线上升周期，市场和技术不断突破，将拉近与合资品牌的差距。前10个月豪华车销量同比增长15.5%，在乘用车市场渗透率仅为14.5%，预计明年将持续跑赢市场，得益于消费升级以及放松限购。

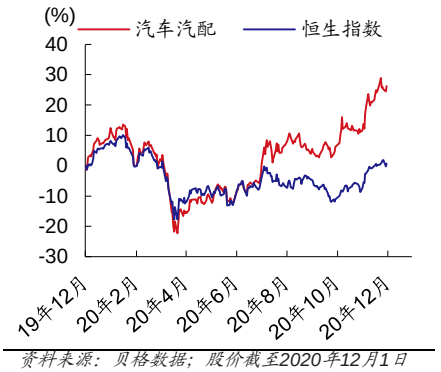
重点推荐新能源汽车和豪华车产业链

1）新能源：a）整车首推比亚迪股份（1211 HK，买入），新能源全产业链优势，纯电动/混动车最先爆发；吉利汽车（175 HK，买入），明年进入新产品周期，看好纯电动SEA平台后发优势；长城汽车（2333 HK，买入），欧拉电动车市场定位精准，新SUV产品线效应持续释放；b）零部件看好具有卡位优势的敏实集团（425 HK，买入）和福耀玻璃（3606 HK，买入）。**2）豪华车**：中升控股（881 HK，买入），看好豪华品牌组合/渠道/管理优势。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数（2020/12/01）	26,568
国企指数（2020/12/01）	10,660

行业表现



资料来源：贝格数据；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	13.7	39.9	27.4
相对表现	3.5	27.9	26.6

资料来源：贝格数据

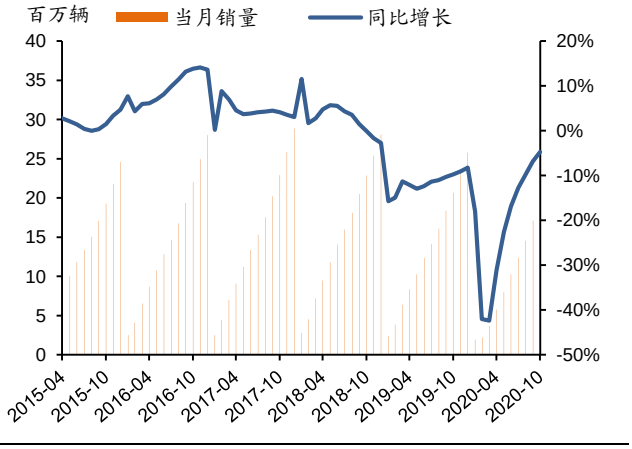
重点图表

图 1：汽车月销量及同比增长



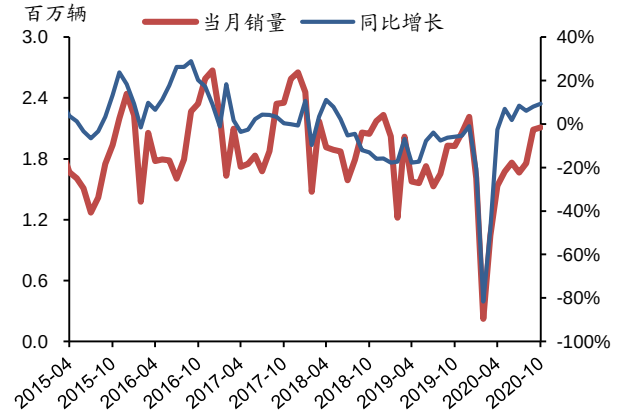
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图 2：汽车累计月销量及同比增长



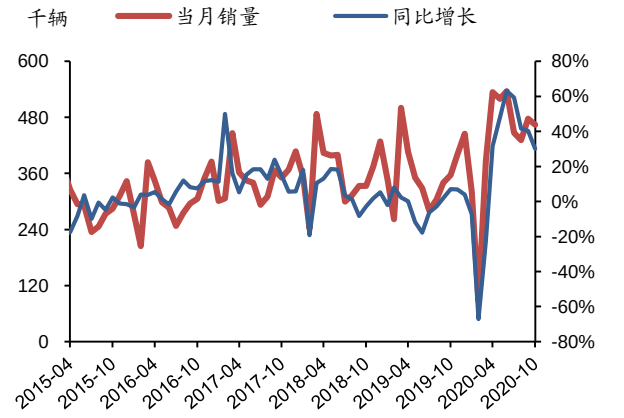
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图 3：乘用车月销量及同比增长



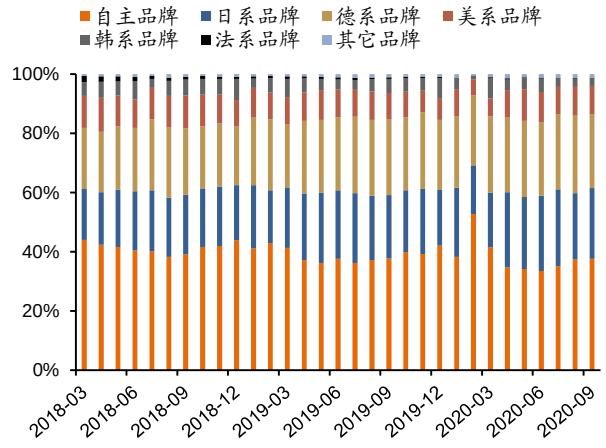
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图 4：商用车月销量及同比增长



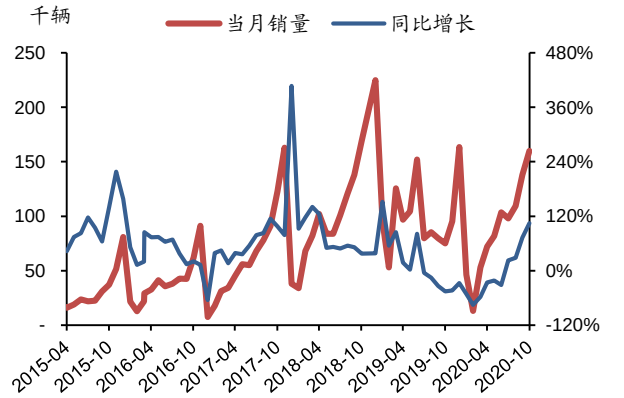
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图 5：乘用车的分国别市场占有率



资料来源：中汽协、招商证券（香港）；注：未披露 10 月数据

图 6：新能源车月销量及同比增长



资料来源：中汽协、招商证券（香港）

估值比较

公司	彭博代码	招商证券评级	股价（港元）	招商证券目标价（港元）	上涨空间	市值(百万美元)	市盈率(x) 2020E	市盈率(x) 2021E	市净率(x) 2020E	市净率(x) 2021E	PEG(x) 2020E	PEG(x) 2021E	ROE (%) 2020E	ROE (%) 2021E	股息收益率(%) 2020E	股息收益率(%) 2021E	净负债率(%) 2019
汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	买入	187.6	340.0	81%	70,391	87.8	67.1	7.1	6.4	0.4	3.6	6.9	7.4	0.1	0.1	105.5
长城汽车	2333 HK	买入	15.8	20.0	27%	31,903	26.1	15.0	2.1	1.9	5.9	0.2	8.2	13.0	2.0	3.4	-11.7
吉利汽车	175 HK	买入	21.7	30.0	39%	27,205	22.2	15.7	2.6	2.7	-3.1	0.4	11.9	17.3	1.1	1.5	-31.6
华晨中国	1114 HK	买入	6.8	10.0	47%	4,398	4.2	3.7	0.8	0.7	1.2	0.3	18.8	18.2	6.4	1.7	-1.5
广汽集团	2238 HK	未评级	8.3	n.a	n.a	18,332	10.6	8.1	0.8	0.8	1.8	0.3	7.7	9.5	3.0	3.8	-19.6
东风集团	489 HK	未评级	8.0	n.a	n.a	8,835	6.2	4.8	0.4	0.4	-0.3	0.2	7.2	8.8	4.2	5.3	20.1
中国重汽	3808 HK	未评级	19.6	n.a	n.a	6,928	8.6	8.3	1.5	1.3	0.1	2.5	18.3	16.4	4.4	4.5	-63.9
平均*							13.0	9.3	1.4	1.3	0.9	0.6	12.0	13.9	3.5	3.4	-18.0
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	57.9	70.0	21%	16,884	23.0	17.9	4.5	3.7	2.1	0.6	19.8	20.9	0.9	1.2	68.5
和谐汽车	3836 HK	中性	4.2	3.6	-13%	837	9.4	8.5	0.7	0.6	0.9	0.8	7.3	7.6	2.1	2.4	15.6
正通汽车	1728 HK	中性	1.1	1.0	-7%	373	-1.8	6.0	0.2	0.2	0.0	0.0	-11.5	3.5	0.0	3.7	67.0
美东汽车	1268 HK	未评级	30.7	n.a	n.a	4,882	42.0	29.8	12.7	10.2	1.2	0.7	34.6	37.3	1.3	1.8	45.1
永达汽车	3669 HK	未评级	13.7	n.a	n.a	3,454	13.9	10.8	1.9	1.7	1.6	0.4	14.8	16.6	2.8	2.8	116.3
宝信汽车	1293 HK	未评级	1.0	n.a	n.a	378	5.0	4.0	0.3	0.3	-0.3	0.2	6.4	7.3	0.0	0.0	122.1
平均							15.3	12.8	3.4	2.8	0.9	0.4	11.9	15.5	1.2	2.0	72.4
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	16.6	22.0	33%	19,646	11.3	10.0	2.1	1.8	1.4	0.8	18.7	18.2	2.2	2.5	-63.9
福耀玻璃	3606 HK	买入	37.7	47.0	25%	14,489	29.8	21.4	3.6	3.3	-4.2	0.5	12.1	15.5	2.2	3.0	11.1
敏实集团	425 HK	买入	37.1	45.0	21%	5,490	30.3	19.0	2.4	2.2	-1.0	0.3	8.2	11.9	1.3	2.1	60.4
耐世特	1316 HK	未评级	8.5	n.a	n.a	2,741	24.7	12.3	1.5	1.3	-0.5	0.1	6.1	11.4	1.5	2.6	-12.6
平均							24.0	15.7	2.4	2.2	-1.1	0.4	11.3	14.2	1.8	2.6	-1.2
整体平均*							16.6	12.2	2.4	2.1	0.4	0.5	11.8	14.6	2.2	2.7	20.1

*收盘价截至2020年12月1日，未评级公司基于市场共识，资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；*注：汽车制造商平均和整体平均不含比亚迪股份*

航空

2021年展望：关注国际市场重启进度

魏芸
+86 755 8373 2985
weiyun@cmschina.com.cn

- **至暗时刻已过，国内市场恢复进度全球领先**
- **国际市场重启将推动行业盈利拐点的到来，关注疫苗落地进度**
- **看好航空业基本面修复带动中期估值修复，看好三大航**

国内市场已率先恢复

中国民航业在2020年受到疫情的巨大冲击。1-10月，三大航ASK和RPK分别同比大降44.3%和52.0%，平均客座率同比下降14.4个百分点，是2003年非典、2008年金融危机以来行业遭受的最严重危机，且影响的时间和范围远超以往。但同中国国内疫情的变化一样，中国民航业在全球范围内最先受到疫情冲击，也最先从低谷恢复过来。2-6月，中国国内市场开始温和复苏；暑期旺季时，复苏进度加快；直至9-10月，国内客流基本恢复至去年同期水平。三季度各航司已基本实现环比大幅减亏。于10月底开始的冬春航季，国内每周计划航班同比增长20%，从运力和客流量来看，中国国内市场已经实现在全球的率先恢复。

国际市场是盈利拐点到来的关键

民航业的恢复基本遵循运力恢复——客流恢复——票价恢复三个阶段。目前海外疫情肆虐，导致国际市场仍未开放，成为中国民航业进一步恢复的瓶颈。对于中国国内航司而言，大量的闲置国际航班运力拥挤在国内，国内市场供给过剩，客座率和票价进一步修复难度加大。只有等到国际市场重新开放，闲置运力被消化，国内市场方能再进一步。近期，BioNTech/辉瑞和Moderna都公布了积极的疫苗进展，若疫苗落地顺利，将大大提升对国际市场重新开放的预期。

中期基本面修复带动估值修复

我们于5月底将航空业上调至买入评级，目前三大航平均股价距当时已上涨40%，跑赢恒生指数25个百分点。我们预计民航业2021-22年基本面将迎来大幅改善，带动航空业中短期估值继续修复：1）国内市场复苏进度世界领先，且目前国内疫情再次大规模爆发可能性低，基本面从三季度已明显好转；2）疫苗落地将助推国际市场重启，而国际市场重新开放又将推动国内客座率和票价进一步恢复；3）国际油价处于低位，人民币汇率升值。目前三大航平均估值为0.8x P/B，仍处于历史低位，推荐关注：中国国航（753 HK，买入，目标价7.7港元）：国际市场占比大，前期受此拖累大，明后年相比同业更受益国际市场的重新开放；南方航空（1055 HK，买入，目标价5.9港元）：国内市场占比大，基本面恢复进度为三大航最快，看好公司广州白云-北京大兴双枢纽运营潜力。

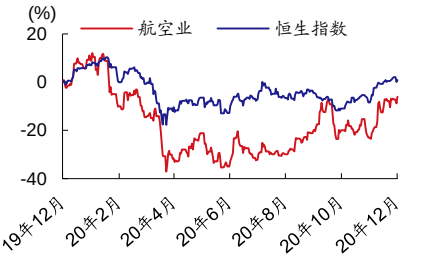
风险：疫苗进度不及预期；国内疫情大规模爆发；需求不及预期；油价大幅上涨；人民币贬值；

催化剂：春运市场超预期；疫苗落地；国际市场重新开放。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数 (2020/12/01)	26,568
国企指数 (2020/12/01)	10,660

行业表现

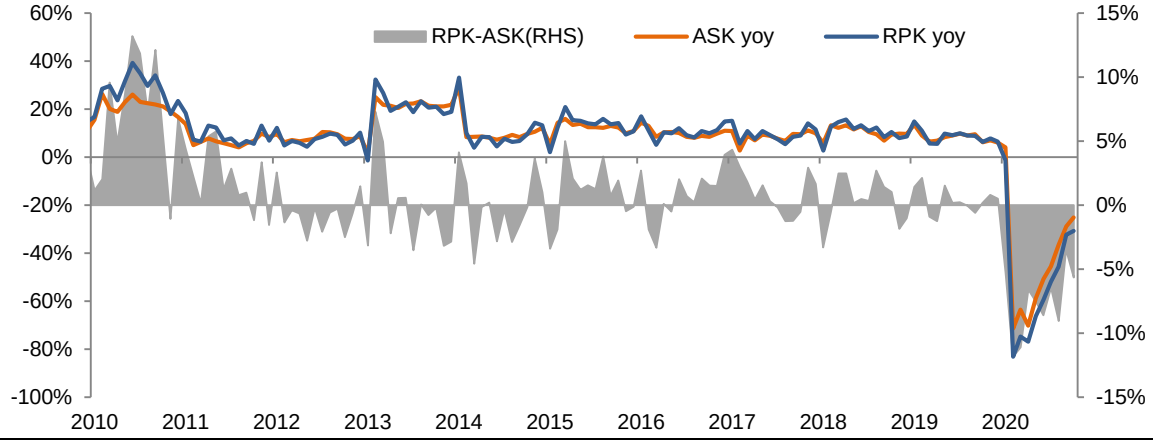


资料来源：贝格数据；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	17.1	25.5	(6.0)
相对表现	7.8	15.7	(6.8)

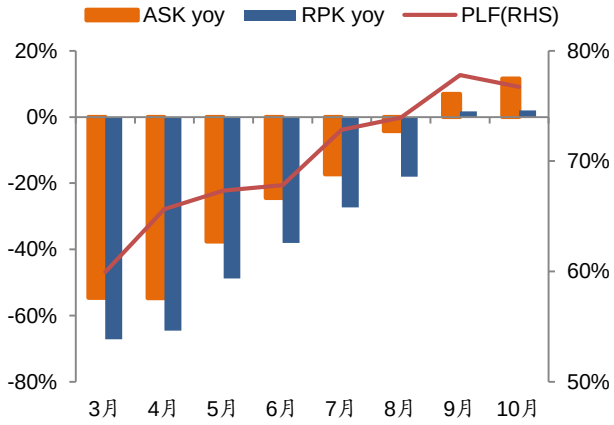
重点图表

图1：三大航ASK、RPK同比增速及RPK-ASK差额



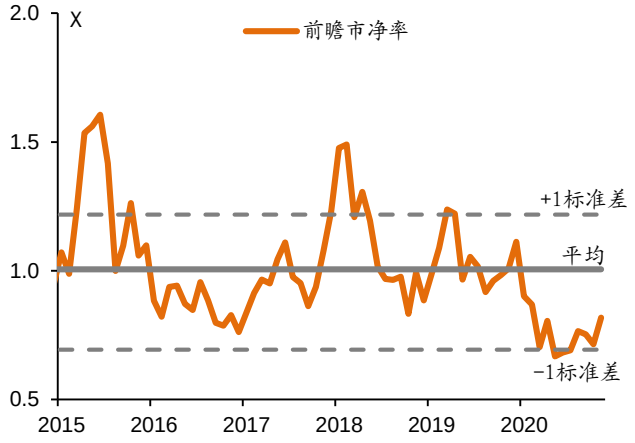
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图2：三大航国内市场恢复进度



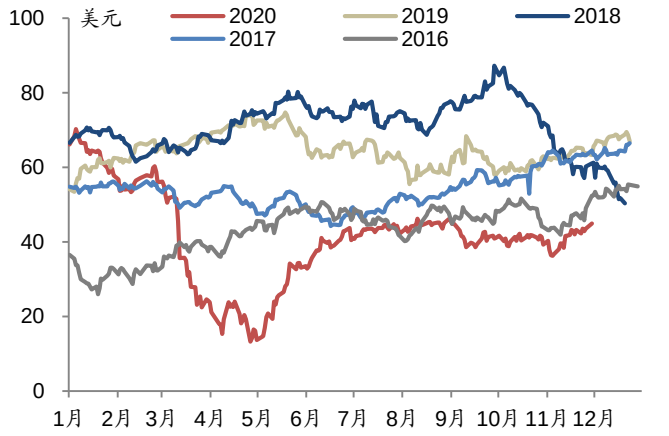
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图3：行业前瞻市净率



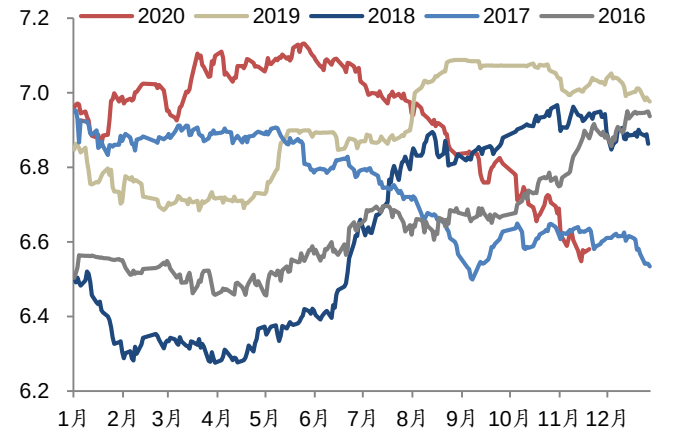
资料来源：彭博、公司资料、招商证券（香港）

图4：布伦特油价



资料来源：Wind、招商证券（香港）

图5：美元-人民币汇率



资料来源：Wind、招商证券（香港）

估值比较

公司	代码	招商证券评级	股价（港元）	招商证券目标价（港元）	上涨空间(%)	市值(百万美元)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR 20E-22E (%)		净负债比率(%)
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	EPS	EBITDA	2020E
航空																			
中国国航	753 HK	买入	6.5	7.7	18.8	16,357	13.4	6.4	1.0	0.9	n.a.	17.9	n.a.	n.a.	-13.2	4.9	n.a.	47.4	40.1
南方航空	1055 HK	买入	4.9	5.9	19.7	13,652	6.9	4.3	0.9	0.9	n.a.	19.7	n.a.	n.a.	-13.9	4.5	n.a.	30.7	98.3
东方航空	670 HK	买入	3.6	4.6	28.5	11,109	6.6	4.4	0.9	0.8	n.a.	15.4	n.a.	n.a.	-16.5	5.2	n.a.	25.8	94.4
平均							**9.0**	**5.1**	**0.9**	**0.9**	**n.a.**	**17.7**	**n.a.**	**n.a.**	**-14.5**	**4.9**	**n.a.**	**34.6**	**77.6**

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测；股价截至2020年12月1日

建材

2021年展望：盈利主要取决于供应端

焦一丁 CFA FRM
+86 755 8290 8475
jiaoyd@cmschina.com.cn

魏芸
+86 755 8373 2985
weiyun@cmschina.com.cn

赵安博
+86 755 8285 2939
zhaoab@cmschina.com.cn

- **基建投资完成额有望恢复高单位数增长，房地产新开工同比持平或略升**
- **水泥：关注区域分化和资产整合进程，强者恒强，首选中国建材（3323 HK）及海螺水泥（914 HK）**
- **钢铁：需求增长，但高库存和高产能问题仍未改善**

预期基建投资增速乐观，房地产新开工持平或略增

2019 及 2020 年中央政府负债，专项债和城投债的累计值有明显的净增长（12 个月滚动同比超过 80%）。但受疫情影响，前 11 个月固定资产完成额同比仅增长 3%，结合挖掘机销售表现超预期，我们认为 2020 年为强开工周期，而 2021 年进入强落地周期，基建投资增速有望达到高单位数水平。房地产方面，前 11 个月商品房销售面积和房屋新开工面积累计同比分别为持平和下降 2.6%。前 10 个月百城供应土地规划面积累计同比增加 12%，但“三条红线”后，截止 11 月 22 日，累计同比增速下降至 3%。受到“三条红线”的影响，我们预计 2021 年房地产竣工有望超预期，但新开工的动力有限，预计 2021 年房地产新开工与 2020 年持平或略增。综合基建和房地产两方面，2021 年建材的下游需求预计将实现 5%的增长。

水泥行业：区域分化+资产整合，强者恒强

从 2016 年供给侧改革至今，水泥行业保持了高景气度，周期性有所弱化，区域分化和强者恒强局面形成。2020 年 1-10 月全国水泥产量同比增长 0.4%，10 月单月同比增长 9.6%，预计基建项目落地叠加年底赶工推动跨年行情。展望 2021 年：1）基建是水泥需求的支撑，而明年下半年来自房地产的需求或偏弱，总体而言预计水泥需求保持高位，同比或略有增长，上半年增速高于下半年；2）华东、中南地区依然是最好的区域，今年这两个地区的水泥需求从疫情中快速恢复，旺季销量强劲，淡季价格可控，且当地政府资金充裕，基建项目落地确定性高；3）西北、华北等区域受益于基建和季节性行情。我们推荐关注：中国建材（3323 HK，买入，目标价 13.9 港元），期待公司资产整合带来盈利能力上升，打开估值向上空间；海螺水泥（914 HK，买入，目标价 68.5 港元），华东及华南优质龙头，盈利稳健。

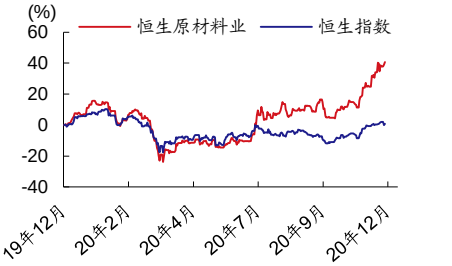
钢铁行业：需求有改善，但库存和产能问题仍未解决

11 月以来，受益于年底超强赶工需求的拉动，螺纹钢表观消费量同比提升 7.8%。螺纹钢社会库存虽然环比下降明显，且库存同比增量已下降至 3 月份以来最低水平，但绝对水平仍较去年同期高约 200 万吨。截止 11 月 21 日，我们测算螺纹钢吨钢价格成本差为 728 元人民币/吨，较 10 月末环比提升 33%，但仍较去年同期下降 45%。2021 年产能方面，由于 2020 年总体产能利用率维持在 68%左右，产能空间仍然宽裕。综合来看，虽然 2021 年基建发力和全球经济复苏对钢铁需求正面刺激，但远未达到扭转供需的级别。冬季限产方面，2020 年的限产期限略长于 2019 年，且限产规则更加细化，但预计总限产规模降低了 25%。伴随相对宽松的产能和放松的政策监管，我们认为钢铁行业的顺周期行情仍有待观察。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数(2020/12/01)	26,568
国企指数(2020/12/01)	10,660

行业表现

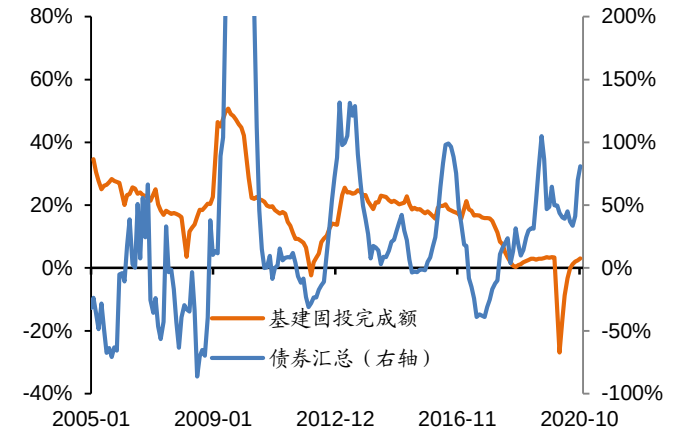


资料来源：贝格数据；股价截至 2020 年 12 月 1 日

%	1m	6m	12m
绝对表现	29.5	53.9	40.8
相对表现	20.2	44.2	40.0

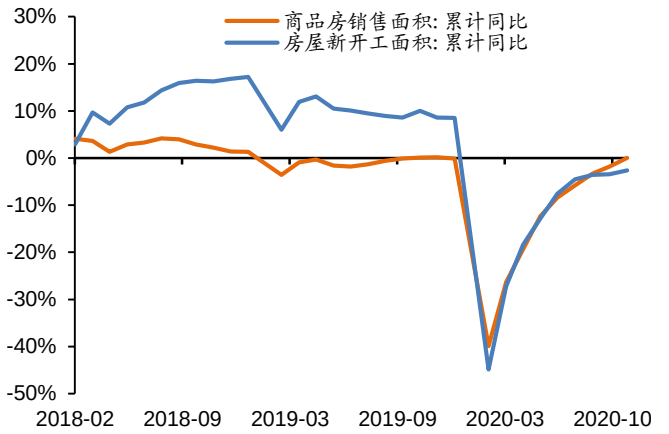
重点图表

图 1：基建固投完成额与债券净融资额同比对比



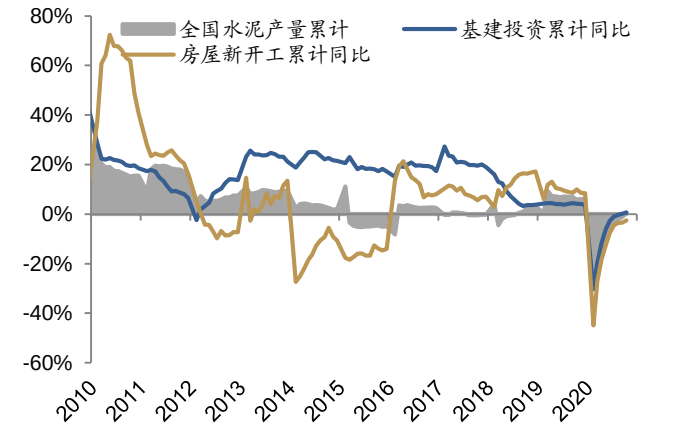
*资料来源：Wind、招商证券（香港）*债券包括国债、专项债、以及城投债*

图 2：房地产销售及新开工累计同比，销售和开工有所反弹，但力度有限



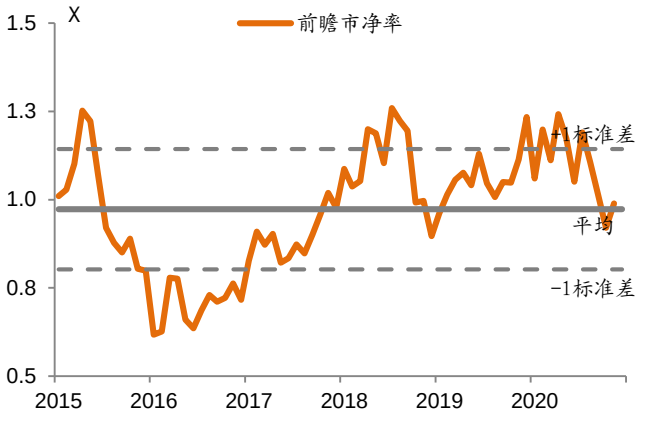
资料来源：Wind、招商证券（香港）

图 3：水泥产量与基建投资、房屋新开工累计增速



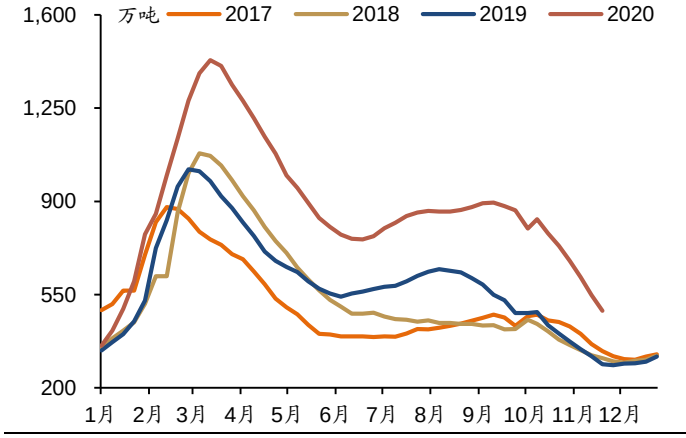
资料来源：Wind、招商证券（香港）

图 4：港股水泥板块前瞻 P/B，估值仍有吸引力



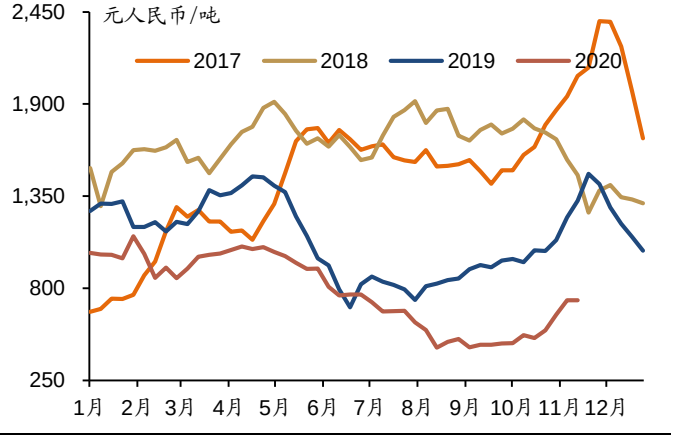
资料来源：Wind、招商证券（香港）预测

图 5：螺纹钢库存情况比较，虽然环比下降但同比仍然处于高位



资料来源：Wind、招商证券（香港）

图 6：估算螺纹钢盈利情况比较，盈利反弹，但仍低于历史同期水平



资料来源：Wind、招商证券（香港）

估值比较

公司	代码	招商证券	股价	招商证券目标价	上涨空间	市值	EV/EBITDA (x)		P/B (x)		P/E (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR 20E-22E (%)		净负债比率 (%)
		评级	（港元）	（港元）	(%)	（百万美元）	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	EPS	EBITDA	2020E
钢铁																			
鞍钢	347 HK	中性	3.3	3.1	-6.9	4,475	8.3	8.3	0.5	0.5	24.1	22.8	n.a.	n.a.	2.1	2.2	-0.4	-0.6	25.0
马钢	323 HK	中性	2.4	2.4	0.4	3,087	7.4	7.4	0.6	0.6	13.1	13.4	n.a.	n.a.	4.4	4.3	-2.5	1.2	17.0
行业平均							7.8	7.8	0.5	0.5	18.6	18.1	n.a.	n.a.	3.2	3.2	-1.5	0.3	21.0
水泥																			
海螺水泥	914 HK	买入	50.2	68.5	36.5	42,564	5.3	5.4	1.4	1.2	6.4	6.5	0.7	0.7	21.8	18.7	-3.7	-2.9	净现金
中国建材	3323 HK	买入	10.4	13.9	33.7	11,316	4.5	4.5	0.8	0.8	6.4	6.3	0.3	0.3	11.8	11.0	0.1	-0.3	94.4
行业平均							4.9	4.9	1.1	1.0	6.4	6.4	0.5	0.5	16.8	14.8	-1.8	-1.6	94.4

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测；注：未评级股票预测信息基于彭博一致预测；股价截至2020年12月1日

基建及工程机械

2021年展望：多维数据显示行业景气度将进一步提升

焦一丁 CFA FRM　　赵安博
+86 755 8290 8475　　+86 755 8285 2939
jiaoyd@cmschina.com.cn　　zhaoab@cmschina.com.cn

- **政府负债和相关行业需求均显示2021年基础设施投资完成额有望恢复高单位数增长**
- **基建行业基本面持续改善，估值吸引，行业首选中国中铁（390 HK）及中国建筑国际（3311 HK）**
- **工程机械行业看好后周期设备发力**

宏观和行业数据均显示 2021 年基建投资预期乐观

宏观层面，通过对 2000 年以来中央政府负债，专项债和城投债增量变化以及基建相关数据的分析，我们认为政府每一次强刺激之后，将至少带来未来 2-3 年的基础设施投资完成额的快速增长。19/20 年政府相关负债净增额同比峰值均超过 80%，但 2020 年受疫情影响基建固定资产完成额承压。行业层面：1）挖掘机销售数据是基建开工的前瞻指标，2020 年下半年挖掘机销售持续超预期，显示 2021 年基建收入确认预期非常强劲；2）螺纹钢表观消费量在 11 月逆势上扬，大幅赶工预示后续需求旺盛。综上所述，我们预计 2021 年基建投资完成额将实现高单位数增长。

基建行业：基本面持续向好

2020年基建行业是在疫情之后恢复最快的行业之一。大型建筑企业三季度平均收入同比增长24.8%，鉴于11月份螺纹钢表观消费量快速提升，我们预计大型建筑企业四季度将同样录得高收入增长。订单方面，大型建筑企业的前三季度新订单同比增长28.3%；我们认为政府的基建政策具有持续性，叠加前期项目的落地，预计2021年基建新订单保持两位数增长。上半年，大型建筑企业经营性现金流受疫情影响同比降低170亿元人民币，但三季度经营性现金流流入同比增加60亿元人民币，随着疫情的消退，我们预计2021年现金流将持续改善。大型建筑企业目前估值为2.6倍前瞻市盈率，年初为3.7倍，仍处于历史低位。我们看好市政项目占比高，管理效率提升中的标的，行业首选中国中铁（390 HK，目标价7.8港元，买入）和中建国际（3311 HK，目标价9.8港元，买入）。股价提升的催化剂包括疫情好转带动的周期板块轮动和基建固定资产完成额的加速提升。

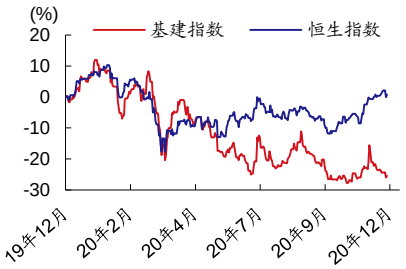
工程机械行业：后周期设备板块发力+海外市场拓展将加速

截止10月份，中国挖掘机销售连续7个月超过50%，超过年初预期。对比强劲的挖掘机销售数据和相对温和的基建固定资产完成额情况和螺纹钢表观消费量，我们认为2020年基建仍处于强开工周期，而随着开工之后的项目推进，我们预计2021年工程机械销售的强点将向后周期产品线转移。产品线相对集中在后周期的中联重科（1157 HK）三季度国内工程机械销售同比增长90%，为可比公司中最快的，反映后周期工程机械加速已经启动。国际方面，在全球疫情尚未平息的情况下，10月份挖掘机行业海外销售额同比提升59%。我们认为疫情期间中国的产能优势客观上提升了中国产品的市占率和市场认知，后续疫情恢复期中国企业仍然具有先发优势。我们看好2021年工程机械行业内外开花的局面，首选后周期设备占比高的中联重科（1157 HK，目标价10.7港元，买入）。股价提升的催化剂包括：核心产品线保持高增长及土方、高机和农机等新兴板块快速突破。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数 (2020/12/01)	26,568
国企指数 (2020/12/01)	10,660

行业表现

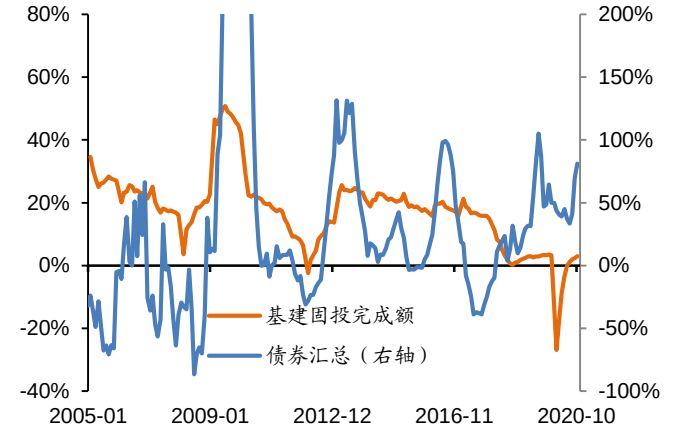


资料来源：贝格数据；股价截至 2020 年 12 月 1 日

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.5	(7.7)	(25.5)
相对表现	(8.9)	(17.5)	(26.4)

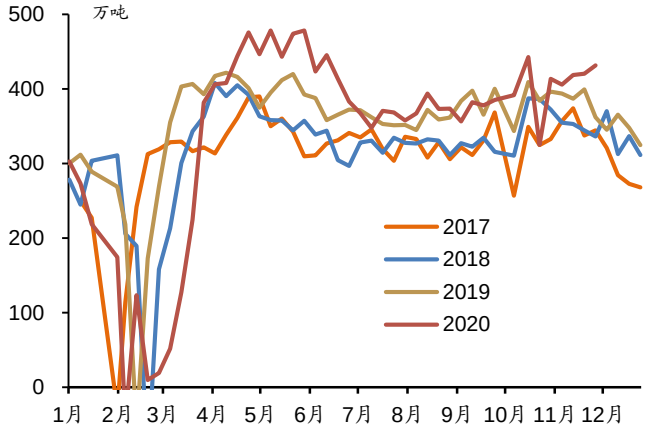
重点图表

图 1：基建固投完成额与债券净融资额同比对比*



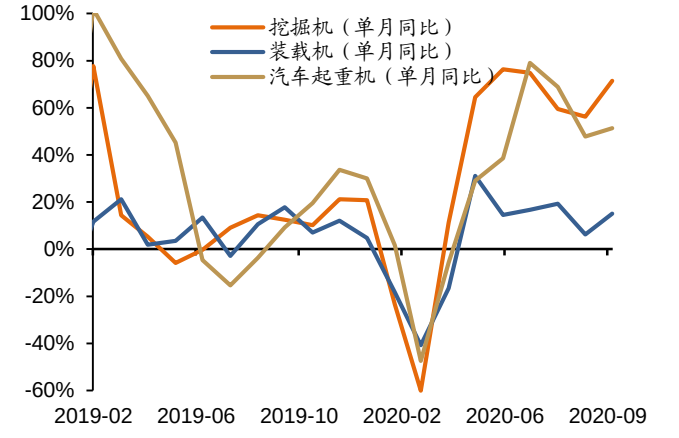
*资料来源：Wind、招商证券（香港）*债券包括国债、专项债、以及城投债*

图 2：螺纹钢表观消费量对比，今年 11 月消费量快速提升



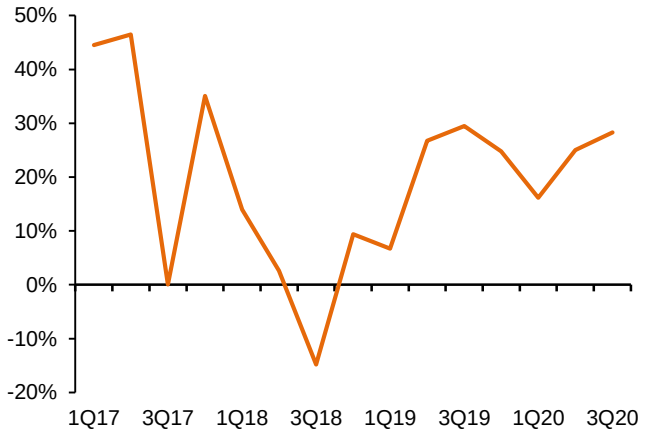
资料来源：Wind、招商证券（香港）

图 3：各工程机械品种中单月销量同比增速



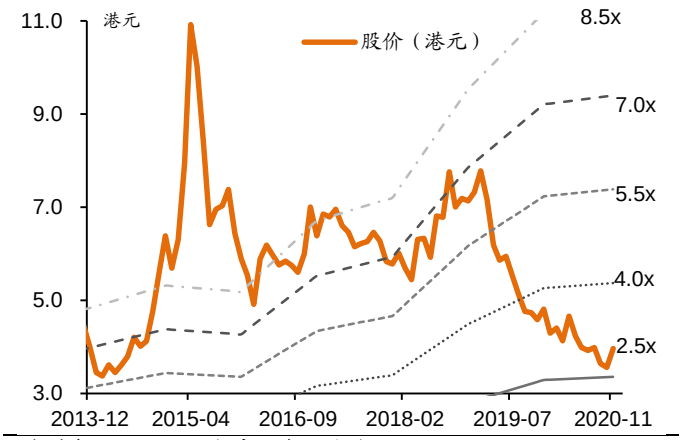
资料来源：Wind、招商证券（香港）

图 4：大型基建企业基建订单额累计同比



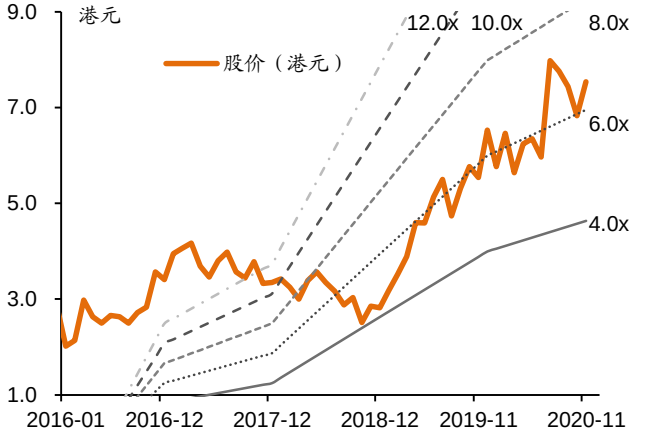
资料来源：Wind、招商证券（香港）

图 5：中国中铁前瞻市盈率，处于历史最低水平



资料来源：Wind、招商证券（香港）预测

图 6：中联重科前瞻市盈率



资料来源：Wind、招商证券（香港）预测

估值比较

公司	代码	招商证券	股价	招商证券目标价	上涨空间	市值	EV/EBITDA (x)		P/B (x)		P/E (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR 20E-22E (%)		净负债比率 (%)
		评级	（港元）	（港元）	(%)	（百万美元）	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	EPS	EBITDA	2020E
大型基建																			
中国中铁	390 HK	买入	3.8	7.8	103.1	19,661	5.2	5.1	0.3	0.3	2.9	2.9	0.1	0.1	11.4	10.7	5.3	5.0	56.1
中国铁建	1186 HK	买入	5.2	12.1	132.7	16,522	4.4	4.0	0.2	0.2	2.6	2.3	0.1	0.1	8.1	8.0	7.5	8.9	1.4
中国交建	1800 HK	中性	4.1	4.6	13.0	16,523	7.9	7.5	0.2	0.2	2.9	2.6	1.7	1.5	6.7	7.0	10.1	5.5	87.8
行业平均							**5.9**	**5.5**	**0.2**	**0.2**	**2.8**	**2.6**	**0.7**	**0.6**	**8.7**	**8.6**	**7.6**	**6.5**	**48.4**
中型基建																			
中建国际	3311 HK	买入	5.1	9.8	91.8	3,328	5.3	4.5	0.5	0.4	4.3	3.5	0.3	0.2	10.9	12.2	18.3	14.4	11.7
行业平均							**5.3**	**4.5**	**0.5**	**0.4**	**4.3**	**3.5**	**0.3**	**0.2**	**10.9**	**12.2**	**18.3**	**14.4**	**11.7**
工程机械																			
中联重科	1157 HK	买入	9.1	10.7	17.5	10,964	10.8	9.4	1.3	1.0	8.6	8.9	0.1	0.1	14.7	13.6	4.3	13.2	19.6
中国龙工	3339 HK	中性	2.4	2.5	2.9	1,342	4.4	5.0	0.9	0.8	5.4	6.0	0.3	0.3	16.6	13.9	-4.6	-7.2	净现金
行业平均							**7.6**	**7.2**	**1.1**	**0.9**	**7.0**	**7.4**	**0.2**	**0.2**	**15.6**	**13.8**	**-0.1**	**3.0**	**19.6**

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测；股价截至2020年12月1日

硬件科技

2021年展望：强劲动能持续至2021年初

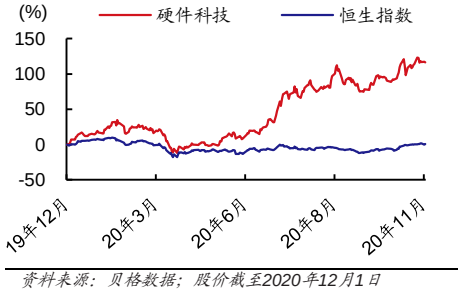
陈永豪 +852 3189 6125 kevinchen@cmschina.com.hk
苏林 +852 3189 6635 clintsu@cmschina.com.hk

- **科技硬件板块因稳固的基本面和市场情绪而反弹，强劲势头将持续到2021年初**
- **行业估值较高；留意库存水平修正和板块轮转至非科技业的风险**
- **行业首选：华虹半导体（半导体国产化、供给吃紧）、瑞声科技（光学业务进展、较低的预期）**

中性

前次评级	推荐
恒生指数（2020/12/01）	26,568
国企指数（2020/12/01）	10,660

行业表现



资料来源：贝格数据；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	11.9	89.8	116.5
相对表现	3.3	79.1	116.0

科技硬件的强劲需求有望持续至2021年初

在稳固的基本面支撑下，我们预计科技硬件的强劲势头将持续到2021年初。我们对2020年四季度的科技硬件行业特别是半导体行业持乐观态度，这是由于：1）需求增加（PC、服务器）；2）组件库存囤货：先是华为（9月15日之前），其后是OPPO、vivo、小米。2020年的供应中断导致了整个行业的零部件囤货，加剧了短缺，这种短缺可能会持续到明年一季度。我们会在明年2月至4月（安卓上半年新品周期）中观察实际销售情况，以判断组件库存调整的情况。

智能手机将因宏观环境改善以及5G普及而重获增长

我们预计在经济复苏和5G升级的推动下，智能手机市场将在2021年恢复到10%的出货量增长率（2020年预计为-7%）。由于美国的供应限制，华为出货量出现下跌（2020年前三季度为1.57亿支，同比下降15%），这可能使苹果、三星（高端）和小米、OPPO、vivo（中低端）受益。我们认为竞争格局可能会从最近的荣耀分拆（品牌年出货量大约6,000-7,000万支）和华为受限的未来变化中再次有所变动。鉴于小米手机具有价格竞争力且在欧洲发展势头强劲，我们预计其将进一步获得智能手机的市场份额。

科技板块估值较高，留意板块轮动

科技硬件行业在2020年表现出色（MSCI中国硬件科技指数年初至今上涨39%，而恒生指数下跌6%，截至12月1日），其增长动力来自：1）居家办公的需求，以及2）投资者更偏好增长股而非价值股。我们仍然预计强劲的行业动能至少将持续到2021年初，因为我们尚未看到需求发生明显变化。展望2021年，我们提醒投资者注意行业的估值过高（目前为23倍前瞻市盈率）和可能的行业轮转。留意行业重估的催化剂，包括：1）需求弱于预期和库存修正；2）新冠疫苗推出后行业轮转至非科技行业。

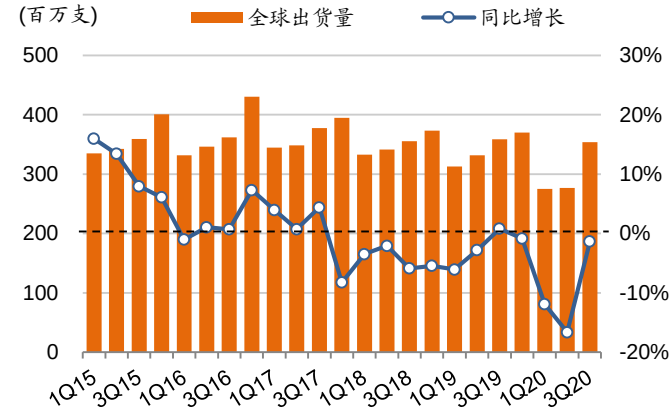
行业首选

华虹半导体（1347 HK，买入）。华虹半导体处于有利位置，可以从中国的半导体国产化计划中受益。我们还预计，在5G和电动汽车的发展推动下，未来几年对功率半导体有强劲需求（含量将增加2-5倍）。8英寸晶圆代工产能的吃紧可能会持续到2021年。股价正向催化剂还包括可能于科创板上市。我们预计华虹的收入和利润率将在2020-22年实现增长。

瑞声科技（2018 HK，买入）。尽管复苏速度慢于预期，但我们对瑞声科技维持乐观看法。其光学业务的持续发展，吸引了小米和OPPO的投资，将得以开拓未来的潜力。WLG（晶圆级玻璃）将于2021年二季度推出可能是关键的催化剂。瑞声科技在其美国大客户中的份额已稳定下来，很可能会受益于iPhone的任何正面因素。市场预期有所下降。瑞声科技在科技硬件标的中估值不贵（16倍的2021年市盈率），风险/回报吸引。

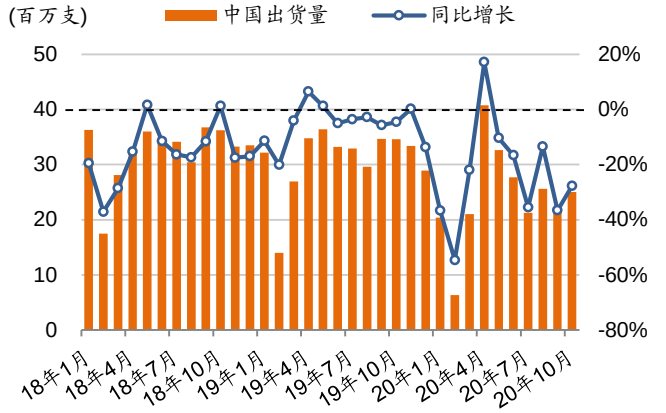
重点图表

图 1：全球智能手机出货量



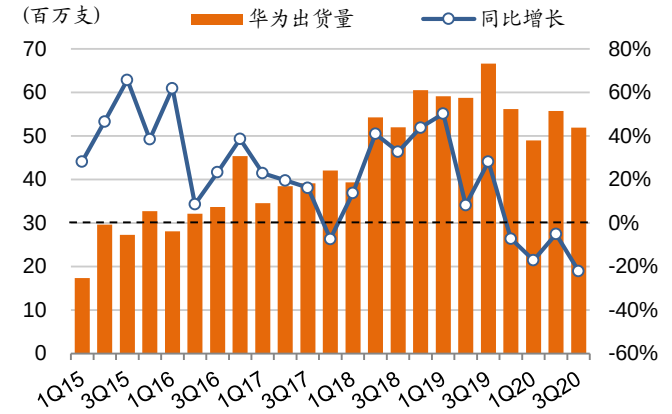
资料来源：IDC、招商证券（香港）；截至 2020 年三季度

图 2：中国智能手机出货量



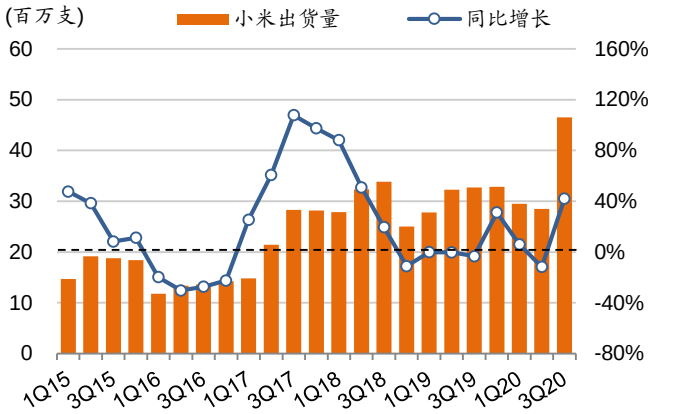
资料来源：中国信通院、招商证券（香港）；截至 2020 年 10 月

图 3：华为全球智能手机出货量



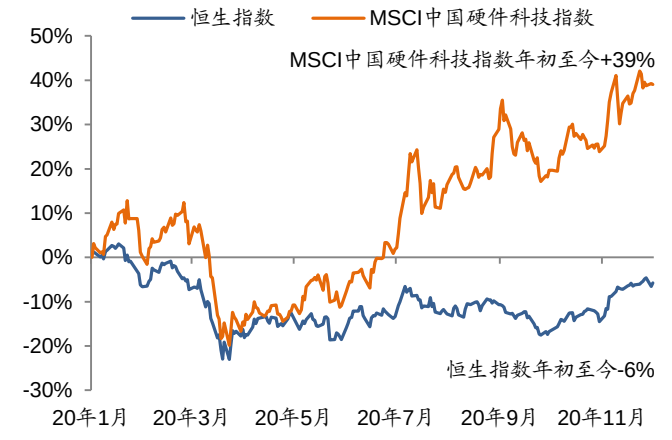
资料来源：IDC、招商证券（香港）；截至 2020 年三季度

图 4：小米全球智能手机出货量



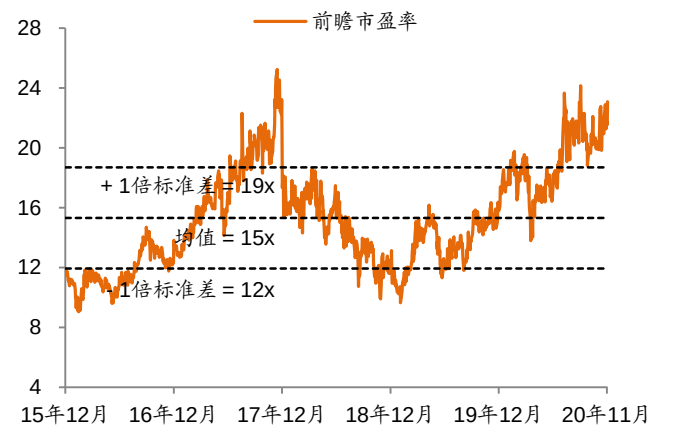
资料来源：IDC、招商证券（香港）；截至 2020 年三季度

图 5：MSCI 中国科技硬件指数对比恒生指数



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至 2020 年 12 月 1 日

图 6：MSCI 中国科技硬件指数前瞻市盈率



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至 2020 年 12 月 1 日

估值比较

公司	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价(港元)	上行空间(%)	市值(十亿美元)	市盈率(x)		市净率(x)		EV/EBITDA(x)		权益收益率(%)		股息收益率(%)		净杠杆率(%)
								2020E	2021E	2020E	2021E	2021E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2019
半导体																		
华虹半导体	1347 HK	港元	买入	38.95	37.0	-5	6.5	87.3	47.8	2.7	2.6	29.6	17.8	3	6	0.0	0.1	-15
中芯国际	981 HK	港元	中性	21.50	21.0	-2	33.3	35.0	70.0	1.5	1.4	14.7	14.9	5	2	0.0	0.0	14
ASM 太平洋	522 HK	港元	未评级	94.15	n.a.	n.a.	5.0	40.1	20.6	3.2	3.0	18.3	11.9	8	14	1.7	2.7	21
均值								**54.2**	**46.1**	**2.5**	**2.3**	**20.9**	**14.9**	**5**	**7**	**0.6**	**0.9**	**7**
硬件科技																		
瑞声科技	2018 HK	港元	买入	43.80	65.0	48	6.8	30.6	15.7	2.3	2.0	11.0	7.7	8	13	1.3	2.6	15
小米集团	1810 HK	港元	买入	26.15	32.0	22	81.4	42.4	32.3	5.9	4.9	27.2	25.7	15	16	0.0	0.0	-10
舜宇光学	1810 HK	港元	买入	152.00	160.0	5	21.5	32.6	26.0	9.2	7.2	21.8	17.7	32	31	0.8	1.0	26
百富环球	2382 HK	港元	买入	6.53	5.2	-20	0.9	9.7	8.7	1.4	1.2	4.3	3.9	15	15	2.1	2.6	-68
联想集团	327 HK	港元	未评级	5.58	n.a.	n.a.	8.6	9.8	9.2	1.9	1.7	4.2	4.1	24	22	5.3	5.9	42
比亚迪电子	992 HK	港元	未评级	39.35	n.a.	n.a.	11.4	13.3	15.4	3.4	2.9	8.8	10.0	27	18	0.9	0.7	-4
鸿腾精密	6088 HK	港元	未评级	2.61	n.a.	n.a.	2.3	14.3	10.1	1.0	1.0	6.4	5.2	8	9	2.1	2.3	4
丘钛科技	1478 HK	港元	未评级	10.12	n.a.	n.a.	1.5	13.5	11.3	2.9	2.4	9.6	8.0	23	22	1.5	1.9	34
富智康集团	2038 HK	港元	未评级	0.83	n.a.	n.a.	0.9	n.a.	12.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	-6	3	0.0	0.0	-48
通达集团	698 HK	港元	未评级	0.51	n.a.	n.a.	0.4	10.4	7.0	0.5	0.5	7.8	6.3	5	6	2.0	2.4	46
高伟电子	1415 HK	港元	未评级	4.77	n.a.	n.a.	0.5	8.7	7.1	2.1	1.9	4.1	3.4	21	30	14.0	7.7	-41
均值								**15.9**	**14.1**	**3.0**	**2.6**	**10.5**	**8.4**	**15**	**17**	**2.7**	**2.5**	**0**
电信设备商																		
中国铁塔	788 HK	港元	买入	1.23	1.8	46	27.9	30.7	22.4	1.0	1.0	4.6	4.2	3	4	1.8	2.4	49
中兴通讯	763 HK	港元	未评级	20.45	n.a.	n.a.	22.6	17.4	13.3	2.0	1.8	20.0	16.0	13	14	1.5	2.0	14
中国通信服务	552 HK	港元	未评级	4.13	n.a.	n.a.	3.7	7.8	6.8	0.7	0.6	1.1	1.0	8	9	4.4	4.9	-63
长飞光纤光缆	6869 HK	港元	未评级	11.14	n.a.	n.a.	2.3	10.2	8.9	0.8	0.7	15.5	13.6	8	8	2.7	3.0	-6
京信通信	2342 HK	港元	未评级	2.64	n.a.	n.a.	0.9	42.6	17.3	1.8	1.6	21.8	11.7	4	8	0.6	1.7	3
均值								**21.8**	**13.7**	**1.2**	**1.1**	**12.6**	**9.3**	**7**	**9**	**2.2**	**2.8**	**0**

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测；注：未评级股票预测信息基于彭博一致预测；股价截至2020年12月1日

医药、医疗

2021年展望：锚定创新航向

张皓渊, CFA
+852 3189 6354
haydenzhang@cmschina.com.hk

代方琦, CFA
+852 3189 6126
warrendai@cmschina.com.hk

- **创新型企业将在2021年继续受益于政策利好，而国家集采带来的压力将延伸至更多领域**
- **随着新冠疫苗及特效药逐渐获批上市，我们预计大多医药医疗企业将在2021年走上复苏之路**
- **维持板块中性展望，个股推荐偏好具有创新属性和明确催化剂的公司**

创新将继续领航2021年

我们认为政府将继续鼓励医药、医疗行业创新，并出台政策支持新药研发和互联网医疗服务。我们认为，**CRO/CDMO**公司将在这股浪潮下，继续享受持续增长的行业红利。同时我们认为**生物制药**的龙头公司也值得买入，主要因为可控的医保谈判风险、丰富的管线催化剂和潜在的BD机遇。这些利好催化剂将不断释放和提升其研发管线的价值空间。我们也看好这些企业的全球化战略布局，有效缓解国内市场激烈的竞争压力。此外，政府倾向于逐步放宽对**互联网+大健康**产业的监管，这将有助于相关企业变现长期的增长机会。我们期待2021年更多政策细则出台，将是此行业的重要催化剂。

规避受到集采政策压力的子板块

仿制药企业将在2021年继续掣制于增长困境，主要受到持续的仿制药集采降价压力。我们预计明年的集采覆盖范围可能将扩大至注射剂型和胰岛素类生物制品，或将进一步压制板块的增长前景。**医疗器械和耗材企业**近期由于医疗器械和耗材的集采，股价遭遇大幅回调，但目前的风险回报情况仍不明朗。最近冠状动脉支架集采结果公布后，其市场规模由原来的约120亿元人民币/年压缩至集采后的约10亿元人民币/年。骨科产品集采也将开始启动。2018年底仿制药集采启动后，相关药企增长受困，我们预计器械企业也将面临开始同样的困境。此外，我们认为政府将在2021年推广实施新的DRGs/DIP政策，进一步加强其在医保控费方面的力度。

首选推荐：创新属性 + 明确催化剂

信达生物（1801 HK，买入，目标价80港元）预计将在2021年继续迎来多项研发催化剂，我们看好其在PD-1/L1药物的龙头地位以及与礼来制药合作加深后的全球化前景。

百济神州（BGNE US，买入，目标价345美元）预计将在2021年实现多项里程碑，包括其核心产品医保谈判结果即将揭晓。我们继续看好公司丰富的后期临床管线、高效的执行力和已获证明的BD能力。

药明康德（2359 HK，买入，目标价179.0港元）预计2020-22年期间业绩将维持增长韧性，预计年复合年化增长达到28%，主要受益于其良好的平台建设和在新冠疫情间不断增长的海外需求。我们认为公司资金充裕，可以为潜在外延式增长提供充分支持。

中性

前次评级	中性
恒生指数（2020/12/01）	26,568
国企指数（2020/12/01）	10,660

行业表现

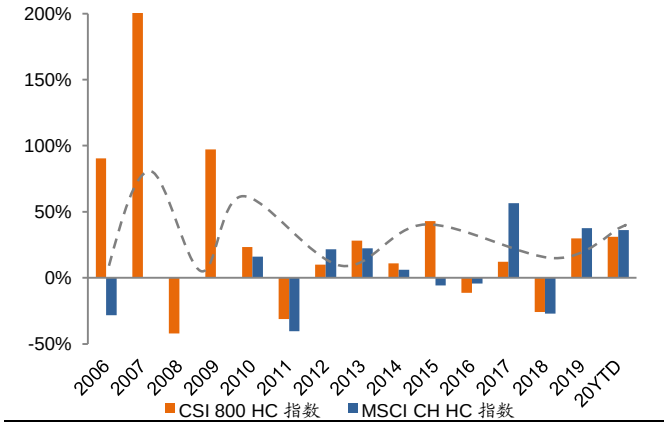


资料来源：彭博；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.7	23.8	41.6
相对表现	(7.3)	15.1	44.4

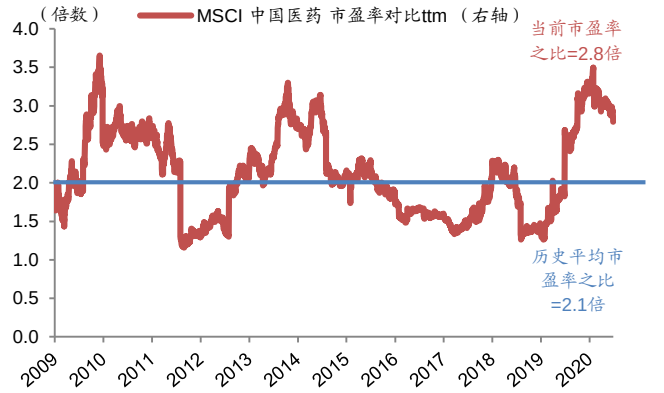
重点图表

图1：行业表现与政策周期



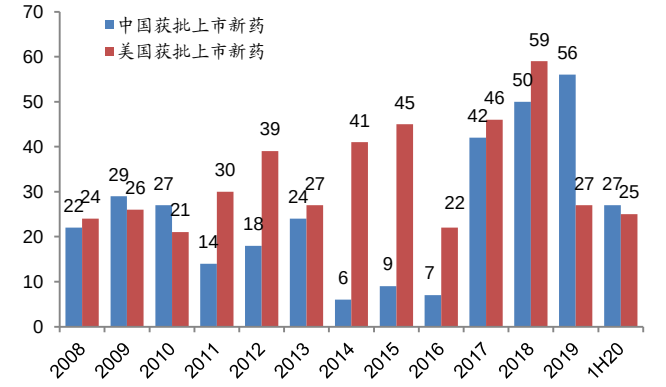
资料来源：彭博、万得

图2：行业与MSCI中国医药估值对比



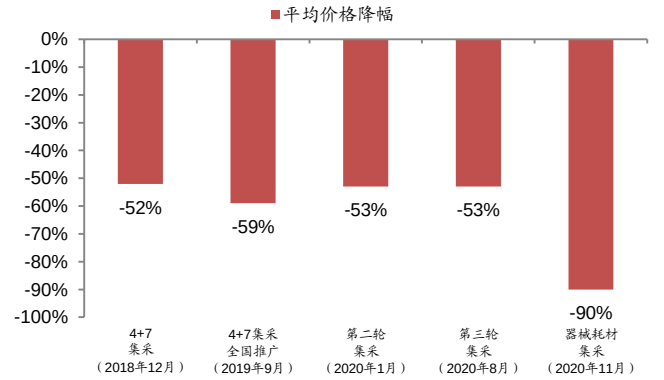
资料来源：彭博

图3：近十年中美两地新药获批上市情况



资料来源：GBI、药智网

图4：多轮仿制药集采后药价降幅均超过50%



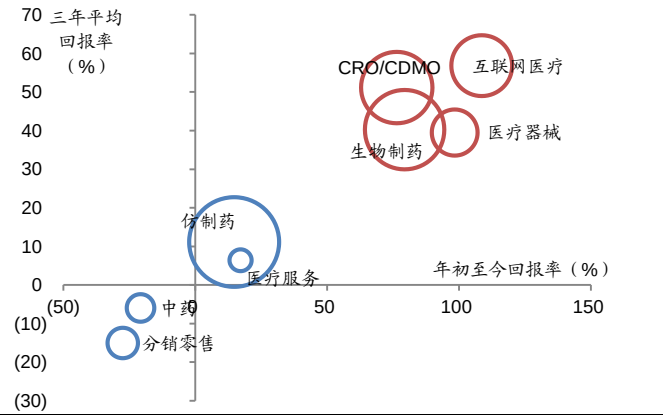
资料来源：国家医保局

图5：中国大健康投融资热力表2014年至2020年11月

细分行业	2016 十亿美元	2016 事件数	2017 十亿美元	2017 事件数	2018 十亿美元	2018 事件数	2019 十亿美元	2019 事件数	11M20 十亿美元	11M20 事件数
创新药	0.4	17	0.6	23	1.2	23	13.4	190	16.8	137
在线与智能问诊	1.1	98	0.9	86	0.9	44	2.8	113	1.6	57
医药电商	0.3	24	0.4	25	0.6	19	2.0	6	0.5	5
分子诊断	0.6	120	1.0	109	0.6	72	2.6	75	4.3	55
医疗耗材	0.1	26	0.1	23	0.1	18	1.4	52	1.6	22
医疗服务	0.2	19	0.2	19	0.3	18	0.8	22	1.5	25
CRO/CMO	0.3	17	0.1	20	0.3	18	2.1	21	1.3	34
医学影像设备	0.1	32	0.6	36	0.1	19	0.3	28	0.3	18

资料来源：PharmaCube、JingData、动脉网

图6：2020年至今与2019年股价表现



资料来源：彭博

估值比较

公司	代码	招商评级	货币	股价	招商目标价	上涨空间	市值百万美元	市盈率（倍）		市净率（倍）		市销率（倍）		PEG（倍）	ROE（%）		股息率（%）
								2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E	2021E	2020E
信达生物	1801 HK	买入	港元	53.5	80.0	50%	9,658	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
百济神州	BGNE US	买入	美元	255.7	345.0	35%	23,250	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
药明康德	2359 HK	买入	港元	119.5	179.0	50%	39,972	88.6	70.3	9.9	9.0	21.6	16.9	3.8	12.8	13.4	0.4
阿里健康	241 HK	买入	港元	22.2	25.2	14%	38,525	n.a.	n.a.	48.4	40.2	52.6	27.9	8.4	4.9	6.7	n.a.
翰森制药	3692 HK	买入	港元	36.6	39.3	8%	27,906	73.2	52.1	10.3	8.6	22.4	22.2	3.3	19.7	14.1	0.4
石药集团	1093 HK	买入	港元	7.4	11.6	57%	11,445	18.1	14.8	4.5	3.8	3.6	3.1	1.2	19.9	20.1	2.1
中国生物制药	1177 HK	中性	港元	6.9	8.4	22%	16,739	47.1	37.8	4.0	3.8	4.8	5.0	5.6	8.7	7.8	0.8
上海医药	2607 HK	买入	港元	13.3	19.8	49%	7,488	7.6	6.7	0.7	0.6	0.3	0.3	0.6	9.8	9.8	4.2
华润医药	3320 HK	买入	港元	4.3	6.5	51%	3,493	7.8	7.0	0.4	0.3	0.1	0.1	1.1	8.2	8.3	2.5
锦欣生殖	1951 HK	买入	港元	14.0	UR	n.a.	4,387	66.6	41.6	4.0	3.8	18.5	19.9	2.4	5.4	5.7	0.3
石四药集团	2005 HK	买入	港元	4.9	6.8	39%	1,924	17.7	12.0	2.4	2.0	3.2	3.5	2.7	24.6	16.1	2.2
中国中药	570 HK	买入	港元	3.7	8.3	125%	2,397	7.5	5.8	0.9	0.8	1.2	1.0	0.3	10.2	11.6	3.3
绿叶制药	2186 HK	买入	港元	4.7	6.8	46%	1,949	9.1	8.0	1.3	1.1	2.1	2.1	3.0	15.9	12.2	1.8
启明医疗	2500 HK	买入	港元	74.9	UR	n.a.	4,087	n.a.	n.a.	8.7	7.8	121.9	81.2	n.a.	-21.8	-0.5	n.a.
诺诚健华	9969 HK	买入	港元	12.9	17.9	39%	2,145	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	109.6	n.a.	n.a.
基石药业	2616 HK	买入	港元	9.9	21.8	121%	1,490	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
环球医疗	2666 HK	买入	港元	6.0	9.2	54%	1,326	4.7	4.1	0.7	0.6	1.4	1.1	0.3	14.3	15.3	6.3
康臣药业	1681 HK	买入	港元	3.1	7.7	148%	334	4.9	46.0	1.0	0.9	1.3	1.3	0.3	3.8	22.0	6.0
华润医疗	1515 HK	买入	港元	5.8	6.8	18%	963	21.5	13.7	1.1	1.1	3.2	3.9	0.3	6.9	5.2	1.6
加权均值								**27.7**	**23.5**	**5.8**	**5.2**	**15.1**	**11.1**	**2.3**	**15.1**	**11.6**	**2.3**

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测；股价截至2020年12月1日

保险

2021年展望：长期发展潜力不变；新单销售有望恢复

- **受疫情影响新单销售疲弱；行业长期发展潜力不变**
- **2021年寿险新保单销售增速有望恢复**
- **维持推荐评级**

罗磊, PhD
+852 3189 6288
felixluo@cmschina.com.hk

朱璐颖
+852 3189 6142
laurelzhu@cmschina.com.hk

行业长期潜力不变

疫情对三季度寿险保单销售产生了持续的负面影响，但是，寿险业的长期潜力仍未改变：1）中国寿险密度和深度还远低于其他发达国家（图1-2），存在长期增长空间；2）中国居民健康支出压力较大，36%来自个人或家庭支付，然而保险保障较低（图3）；3）新冠疫情之后，公众的保险意识显著增强。

2021年销售增速有望恢复

考虑到以下因素，2021年寿险新保单销售增速有望恢复：1）寿险行业更加积极的新年预售活动。尽管新年预售对新业务价值没有太大帮助，但在扩大业务规模和稳定营销员团队方面会有所益处。2）人均可支配收入的回升可能会支持2021年寿险行业的需求，尤其是保障型产品。历史数据表明，城镇居民可支配收入增速与GDP增速是同步指标。目前，市场预计2021年GDP增速将迅速复苏，这可能对人均可支配收入的增长及寿险保单销售产生积极影响（图4）。3）对于一些寿险公司而言，例如中国平安，2021年新业务价值的增速可能受益于其2020年的低基数。

债券收益率为短期正面因素

国债收益率的上行或提升寿险公司投资收益率假设的可信度，缓解投资者对于10年期国债收益率750天移动平均线下行的担忧，并可能带动寿险公司估值重估。历史数据显示社融存量增速与递延的10年期国债收益率走势相若（国债收益率约延后3-4个月，新冠肺炎严重爆发时期除外）。根据最新数据，社融存量的增长在4月至10月加速，这表明中国10年期国债收益率可能在短期内保持总体上升趋势（图5）。

中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）

中国精算师协会发布了《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）》。根据新的2020版重大疾病定义，将原来的25种重疾扩展到28种重症和3种轻症，并将某些阶段的甲状腺癌从重症归为轻症。但由于实际的定价模型还需要参考多方面因素，包括利率、费用率、风险发生率、保障责任范围及供求等等，预计对业务总体影响有限。

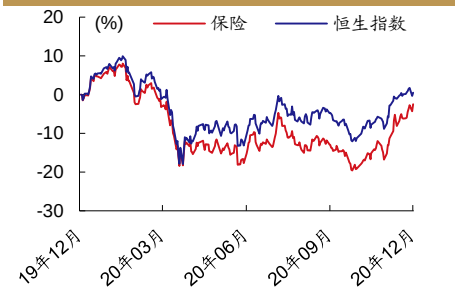
首选：中国平安

中国保险行业目前平均估值大约为1.5倍2021年预测市净率。寿险行业估值吸引，维持行业推荐评级。中国平安（2318 HK，买入）为我们的行业首选：维持买入评级，目标价117.0港元，相当于1.3倍2021年预测内含价值倍数或约2.3倍2021年预测市净率。主要催化剂：资本市场向好，新业务价值增长超预期；主要风险：资本市场恶化，新业务价值增长低于预期。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数（2020/12/01）	26,568
国企指数（2020/12/01）	10,660

行业表现

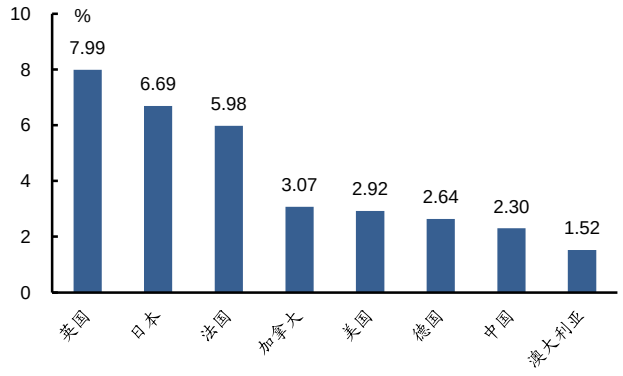


资料来源：贝格数据；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	17.3	15.1	(2.1)
相对表现	7.0	3.1	(3.0)

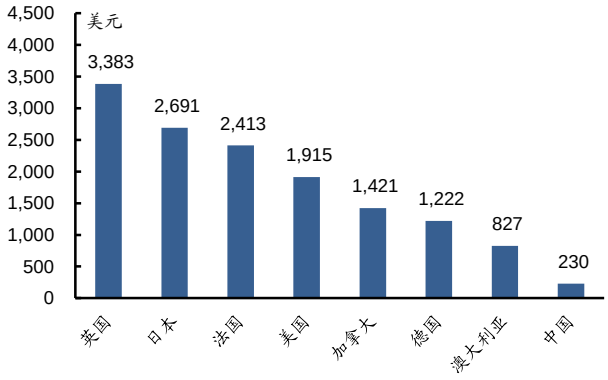
重点图表

图1：寿险深度：2019年保费占GDP比例



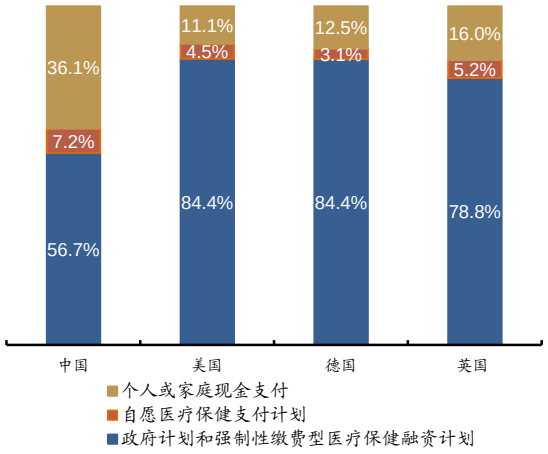
资料来源：瑞士再保险、招商证券（香港）

图2：寿险密度：2019年以美元计算的人均保费



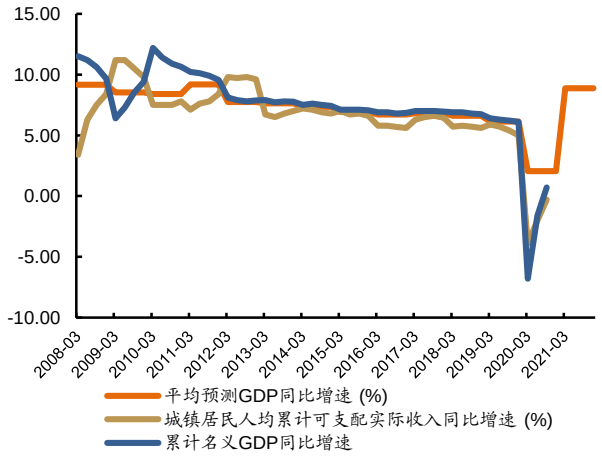
资料来源：瑞士再保险、招商证券（香港）

图3：健康支出结构（2017年）



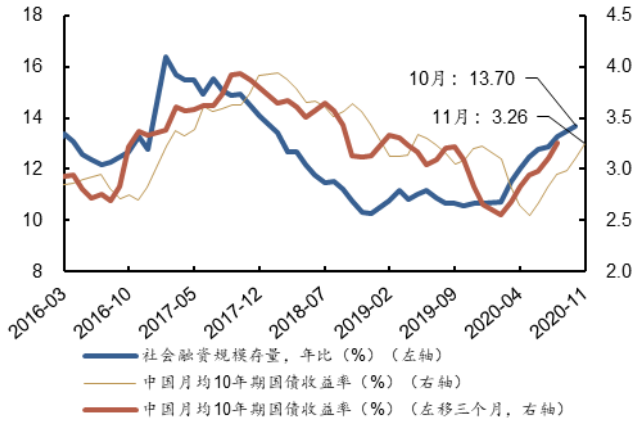
资料来源：世界卫生组织、招商证券（香港）

图4：城镇居民人均可支配收入和GDP增速



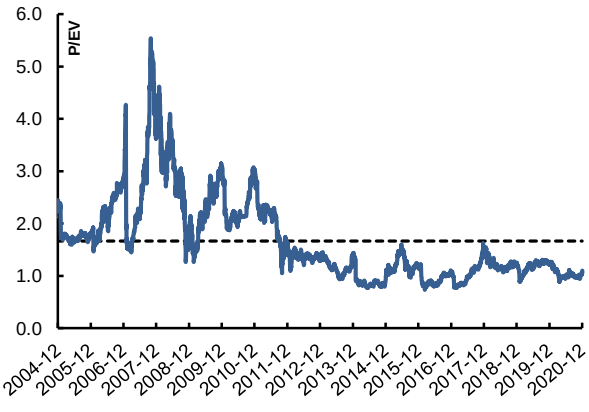
资料来源：万得、招商证券（香港）

图5：中国社会融资规模存量增速及10年期国债收益率



资料来源：万得、招商证券（香港）；注：红线及黄线之间有小部分不一致主要由于1月社会融资规模数据调整（1月社会融资规模数据缺失）

图6：中国平安预测内含价值倍数



资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）预测

估值比较

公司	代码	评级	股价	目标价	市值	P/EV (x)		市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
			当地货币	（港元）	（百万美元）	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
港股同业															
中国平安	2318 HK	买入	94.3	117.0	245,243	1.2	1.0	11.5	10.0	2.1	1.9	18.5	19.1	2.6	3.0
中国人寿	2628 HK	买入	18.0	23.5	154,130	0.4	0.4	8.4	7.6	1.1	1.0	13.0	13.4	4.3	4.7
中国太保	2601 HK	买入	30.9	32.5	52,734	0.6	0.5	10.9	9.5	1.3	1.2	12.8	13.1	4.4	5.0
新华保险	1336 HK	买入	33.6	39.7	24,266	0.4	0.3	7.0	6.3	1.0	0.9	15.2	15.0	4.5	4.9
中国太平 *	966 HK	未评级	14.8	n.a.	6,899	n.a.	n.a.	8.0	6.2	0.6	0.6	8.8	10.3	1.7	2.4
人保集团 *	1339 HK	未评级	2.6	n.a.	41,281	n.a.	n.a.	4.9	4.7	0.5	0.4	10.0	9.8	5.3	5.7
人保财险 *	2328 HK	未评级	6.5	n.a.	18,794	n.a.	n.a.	5.8	5.4	0.7	0.6	12.1	12.2	7.0	7.5
中国再保险 *	1508 HK	未评级	0.9	n.a.	4,730	n.a.	n.a.	5.3	4.7	0.3	0.3	7.3	7.8	9.1	10.2
众安在线 *	6060 HK	未评级	37.7	n.a.	7,129	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.0	2.9	3.5	5.3	0.0	0.0
友邦 *	1299 HK	未评级	88.2	n.a.	137,833	n.a.	n.a.	25.7	20.2	2.2	2.1	9.1	10.9	1.5	1.6
算数平均						**0.6**	**0.6**	**9.7**	**8.3**	**1.3**	**1.2**	**11.0**	**11.7**	**4.0**	**4.5**
加权平均						**0.8**	**0.7**	**12.7**	**10.7**	**1.6**	**1.5**	**13.9**	**14.6**	**3.2**	**3.6**
A 股同业 *															
中国平安	601318 CH	未评级	93.4	n.a.	245,243	n.a.	n.a.	13.2	11.0	2.3	2.0	17.2	19.0	2.3	2.7
中国人寿	601628 CH	未评级	43.1	n.a.	154,130	n.a.	n.a.	23.9	21.5	2.8	2.5	11.7	11.9	1.5	1.6
中国太保	601601 CH	未评级	39.9	n.a.	52,734	n.a.	n.a.	14.3	12.3	1.8	1.7	13.2	14.0	3.0	3.3
新华保险	601336 CH	未评级	62.2	n.a.	24,266	n.a.	n.a.	14.7	12.8	2.1	1.8	14.4	14.5	1.9	2.1
人保集团	601319 CH	未评级	7.1	n.a.	41,281	n.a.	n.a.	15.0	13.6	1.5	1.4	11.5	11.3	1.7	1.8
算数平均								**16.2**	**14.2**	**2.1**	**1.9**	**13.6**	**14.2**	**2.1**	**2.3**
加权平均								**16.7**	**14.5**	**2.3**	**2.0**	**14.6**	**15.6**	**2.1**	**2.3**

公司	代码	评级	股价	目标价	市值	P/EV (x)		市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
			当地货币	（港元）	（百万美元）	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
全球同业 *															
CHINA LIFE	2823 TT	未评级	22.3	n.a.	3,683	n.a.	n.a.	7.3	7.6	0.7	0.6	10.5	9.0	2.8	2.8
GREAT-WEST LIFEC	GWO CN	未评级	30.5	n.a.	21,869	n.a.	n.a.	11.0	9.8	1.3	1.3	12.6	13.3	5.7	5.9
MUENCHENER RUE-R	MUV2 GR	未评级	241.9	n.a.	40,753	n.a.	n.a.	24.2	12.3	1.1	1.1	4.7	9.6	4.1	4.3
HANNOVER RUECK S	HNR1 GR	未评级	142.9	n.a.	20,763	n.a.	n.a.	19.8	13.3	1.6	1.5	8.0	12.0	3.2	3.9
CNP ASSURANCES	CNP FP	未评级	13.8	n.a.	11,432	n.a.	n.a.	7.5	6.9	0.5	0.5	6.8	7.2	6.7	6.9
METLIFE INC	MET US	未评级	46.9	n.a.	42,217	n.a.	n.a.	8.3	7.5	0.6	0.6	10.9	11.3	3.9	4.1
PRUDENTIAL PLC	PRU LN	未评级	1,220.5	n.a.	42,744	n.a.	n.a.	12.2	9.9	2.1	1.8	12.5	13.8	1.4	1.5
AFLAC INC	AFL US	未评级	44.7	n.a.	31,399	n.a.	n.a.	9.1	9.2	1.0	0.9	12.3	10.5	2.5	2.9
MANULIFE FIN	MFC CN	未评级	22.2	n.a.	33,300	n.a.	n.a.	8.2	7.1	0.9	0.8	10.3	11.2	5.0	5.2
ALLIANZ SE-VINK	ALV GR	未评级	199.8	n.a.	99,367	n.a.	n.a.	12.2	10.1	1.1	1.1	9.0	10.7	4.8	5.0
SAMSUNG LIFE INS	032830 KS	未评级	72,500.0	n.a.	13,255	n.a.	n.a.	12.1	11.9	0.4	0.3	3.0	3.0	3.5	3.8
AEGON NV	AGN NA	未评级	3.2	n.a.	8,105	n.a.	n.a.	7.4	5.9	0.3	0.3	4.1	4.8	4.6	5.0
AXA SA	CS FP	未评级	19.8	n.a.	57,962	n.a.	n.a.	10.5	7.3	0.7	0.7	6.5	9.2	6.9	7.5
DAI-ICHI LIFE	8750 JP	未评级	1,687.5	n.a.	19,581	n.a.	n.a.	18.5	9.8	0.5	0.5	3.0	5.0	3.6	3.6
平均								**12.0**	**9.2**	**0.9**	**0.8**	**8.2**	**9.3**	**4.2**	**4.5**

*资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测；基于2020年12月1日收盘价；注：*预测数据基于彭博一致预测*

银行

2021年展望：资产质量风险持续

罗磊, PhD
+852 3189 6288
felixluo@cmschina.com.hk

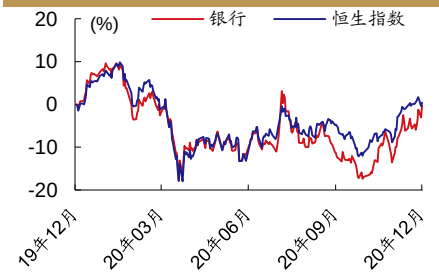
朱璐颖
+852 3189 6142
laurelzhu@cmschina.com.hk

- **对资产质量及净息差的担忧仍持续存在**
- **行业估值较低**
- **首选：邮储银行（1658 HK）**

中性

前次评级	中性
恒生指数（2020/12/01）	26,568
国企指数（2020/12/01）	10,660

行业表现



资料来源：贝格数据；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	15.3	10.4	(0.0)
相对表现	5.1	(1.5)	(0.9)

银行业绩表现出现边际改善

国有大型银行不良贷款余额和不良贷款率在三季度末仍普遍上升，资产质量压力持续存在。对于个人贷款业务较集中的银行，不良贷款率相对稳定。在LPR下降的压力下，银行加强了对负债成本的控制，例如，结构性存款在总存款中占比下降，净息差在三季度环比而言趋于稳定。

对资产质量的担忧持续存在

展望2021年，我们认为银行资产质量的压力可能会持续：1）历史数据显示，调整后的贷款需求指数在一定程度上与大型银行的平均不良生成率具有相似的周期性（图1）。该指数的历史范围约为-16.2%至10.2%。截至上半年末，该指数已达到9.6%，在三季度则下滑。假设其历史范围仍有效，那么该指数在可预见的未来将难以持续攀升（受疫情的低基数影响，2021年一季度除外），可能意味着大型银行的平均不良生成率将承受一定压力。2）延期还本付息政策可能会给银行的资产质量带来不确定性。

净息差短期有望保持稳定，长期仍有压力

净息差在三季度环比而言趋于稳定，部分原因是银行加强了成本控制。根据央行最新数据，三季度银行业新发贷款加权平均贷款利率轻微上升至5.12%，显示大型国有银行平均净息差短期内有望保持稳定（历史数据显示贷款加权平均利率领先大型国有银行平均净息差1-2个季度，图3）。但是，展望2021年，央行货币政策执行报告表示要“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降”，显示长期而言资产端及净息差压力仍然存在。

行业估值不高

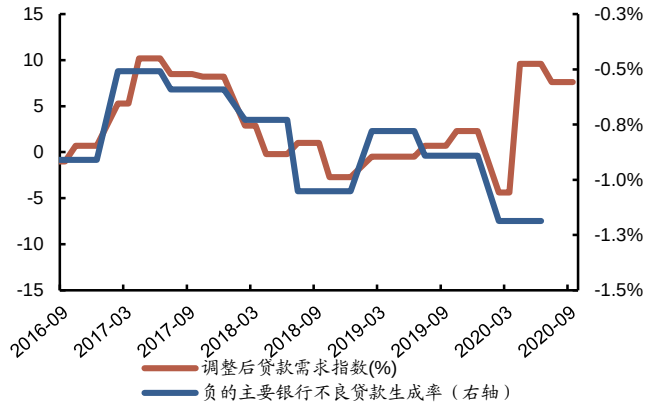
目前，中国银行业的2021年预测市净率约为0.49倍。大型银行的前瞻市净率已达到历史极值（2014年至今），对长期投资来说具有一定投资价值。股息收益率方面，头部银行（例如工行（1398 HK））的股息率比2016年的历史高位低约22%，其与10年期政府债券收益率的利差比2016年的历史高位低约45%。需要指出的是，如果银行利润恶化，市场可能下调预期股息。总而言之，大型银行估值不高。

行业首选：邮储银行

基于贷款质量和净息差压力仍然存在，我们维持行业中性评级。行业首选为邮储银行（1658 HK，买入）：邮储银行受延期还本付息政策影响较小且更有可能保持净息差稳定。目标价为5.2港元，相当于约0.70倍2021年预期市净率。主要催化剂：资产质量超过预期，净息差上升；主要风险：资产质量低于预期，净息差下降，分红下降。

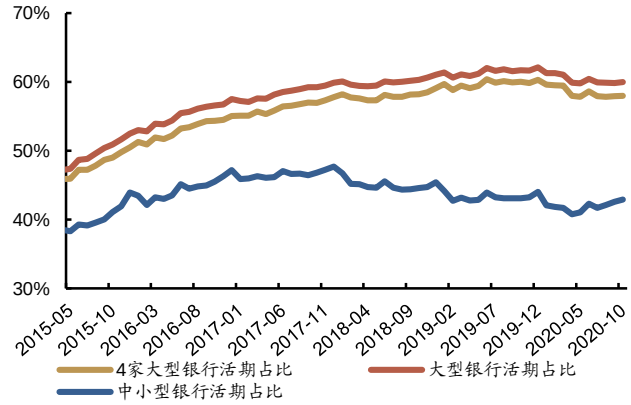
重点图表

图 1：调整后贷款需求指数和负的主要银行平均不良贷款生成率



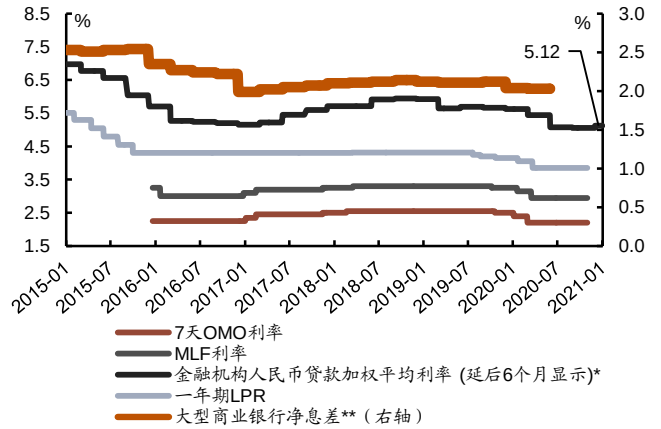
资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）；注：调整后贷款需求指数等于贷款需求指数的同比变化；为演示目的，蓝线为负的主要银行平均不良贷款生成率

图 2：按金融机构区分的活期存款占比



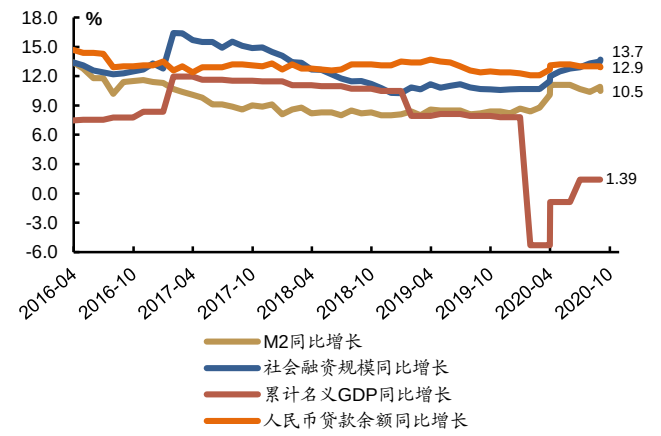
资料来源：万得、招商证券（香港）

图 3：加权平均贷款利率及大型银行净息差



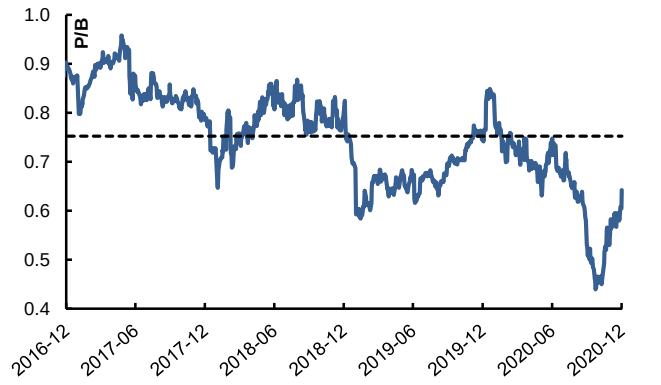
资料来源：万得、招商证券（香港）；注：图中加权平均利率延后 6 个月显示；**：由于大型商 业银行净息差数据从 2017 年开始统计，2017 年之前的数据为银行业净息差*

图 4：M2、社会融资规模、人民币贷款余额及名义 GDP 增速



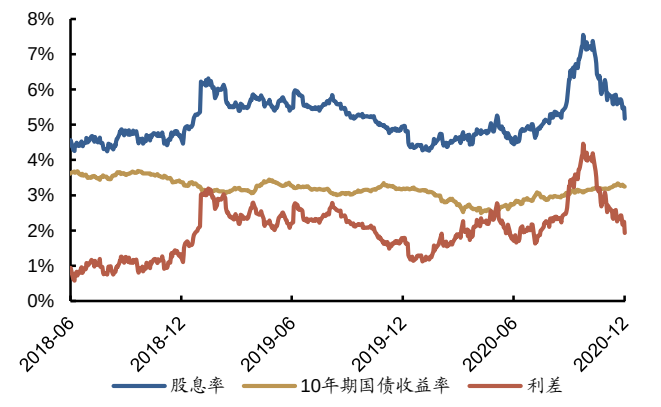
资料来源：万得、招商证券（香港）；注：自 2017 年 1 月起，中国人民银行公布的同比数据基于可比基准

图 5：邮储银行市净率



资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）预测

图 6：邮储银行股息率



资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）预测

估值比较

公司	代码	评级	股价 当地货币	目标价 （港元）	市值 (百万美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
						2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
港股同业													
中国邮政储蓄银行	1658 HK	买入	4.64	5.20	65,631	6.4	5.6	0.7	0.6	11.0	11.6	4.9	5.6
中国工商银行	1398 HK	中性	5.10	5.05	281,944	5.8	5.5	0.6	0.6	11.2	11.0	5.3	5.6
中国农业银行	1288 HK	中性	3.02	3.05	175,266	5.0	4.7	0.5	0.5	10.5	10.3	6.1	6.5
交通银行	3328 HK	中性	4.33	4.40	48,374	4.2	4.0	0.4	0.4	9.8	9.8	7.5	7.9
中国建设银行 *	939 HK	未评级	6.2	n.a.	202,935	5.4	5.1	0.6	0.5	11.2	10.9	5.6	6.0
中国银行 *	3988 HK	未评级	2.8	n.a.	137,417	4.1	4.0	0.4	0.4	9.5	9.2	7.7	7.9
中信银行 *	998 HK	未评级	3.5	n.a.	34,666	3.5	3.3	0.3	0.3	9.2	9.0	7.2	7.7
中国民生银行 *	1988 HK	未评级	4.4	n.a.	33,999	3.4	3.2	0.3	0.3	10.4	10.2	7.7	8.4
中国光大银行 *	6818 HK	未评级	3.2	n.a.	32,101	4.4	4.0	0.4	0.4	9.7	9.9	7.0	7.6
算数平均						**4.7**	**4.4**	**0.5**	**0.4**	**10.3**	**10.2**	**6.6**	**7.0**
加权平均						**5.1**	**4.8**	**0.5**	**0.5**	**10.6**	**10.5**	**6.1**	**6.5**
A 股同业 *													
中国工商银行	601398 CH	未评级	5.5	n.a.	281,940	6.8	6.4	0.7	0.7	11.1	10.8	4.5	4.7
中国农业银行	601288 CH	未评级	3.4	n.a.	175,263	6.0	5.7	0.6	0.6	10.8	10.5	5.1	5.3
交通银行	601328 CH	未评级	4.8	n.a.	48,374	5.2	4.9	0.5	0.4	9.6	9.4	5.9	6.2
中国邮政储蓄银行	601658 CH	未评级	5.3	n.a.	65,630	7.6	7.0	0.8	0.8	10.9	11.0	4.0	4.4
中国建设银行	601939 CH	未评级	7.3	n.a.	202,932	7.3	7.0	0.8	0.7	11.3	10.9	4.1	4.3
中国银行	601988 CH	未评级	3.4	n.a.	137,415	5.8	5.5	0.6	0.5	9.7	9.6	5.4	5.5
中信银行	601998 CH	未评级	5.4	n.a.	34,665	6.1	5.7	0.5	0.5	9.5	9.3	4.1	4.4
中国民生银行	600016 CH	未评级	5.4	n.a.	33,999	4.9	4.4	0.5	0.4	10.4	10.3	5.5	5.9
兴业银行	601166 CH	未评级	21.6	n.a.	68,275	7.2	6.6	0.8	0.8	11.9	11.9	3.4	3.7
中国光大银行	601818 CH	未评级	4.4	n.a.	32,100	6.8	6.1	0.7	0.6	9.9	10.1	4.5	4.9
上海浦东发展银行	600000 CH	未评级	10.3	n.a.	46,000	5.5	5.2	0.6	0.5	10.3	10.0	4.6	4.8
平安银行	000001 CH	未评级	20.1	n.a.	59,201	14.1	12.3	1.3	1.2	9.3	9.8	1.0	1.2
华夏银行	600015 CH	未评级	6.7	n.a.	15,639	4.9	4.7	0.5	0.4	9.3	9.0	3.9	4.0
北京银行	601169 CH	未评级	5.0	n.a.	16,117	5.5	5.3	0.5	0.5	9.6	9.4	5.2	5.6
上海银行	601229 CH	未评级	8.2	n.a.	17,790	5.9	5.3	0.7	0.6	11.0	11.3	5.2	5.7
宁波银行	002142 CH	未评级	37.4	n.a.	34,207	14.8	12.6	2.1	1.9	15.0	15.2	1.4	1.6
算数平均						**7.1**	**6.6**	**0.8**	**0.7**	**10.6**	**10.5**	**4.2**	**4.5**
加权平均						**7.0**	**6.6**	**0.7**	**0.7**	**10.8**	**10.6**	**4.4**	**4.6**

公司	代码	评级	股价	目标价	市值	市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
			当地货币	（港元）	(百万美元)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
全球同业 *													
HSBC	HSBA LN	未评级	406.1	n.a.	111,021	20.9	12.9	0.7	0.6	2.5	4.2	1.8	4.7
Standard Chartered	STAN LN	未评级	476.9	n.a.	20,203	16.0	10.3	0.4	0.4	2.1	3.9	1.2	3.0
Barclays	BARC LN	未评级	143.2	n.a.	33,371	18.6	9.9	0.4	0.4	2.4	4.4	1.2	3.6
Hang Seng Bank	11 HK	未评级	133.3	n.a.	33,047	14.8	14.2	1.5	1.4	10.1	10.6	3.9	4.5
Bank of East Asia	23 HK	未评级	16.8	n.a.	6,306	20.9	13.2	0.5	0.5	2.3	3.5	2.2	3.8
BOC Hong Kong	2388 HK	未评级	24.8	n.a.	33,414	9.5	9.3	0.9	0.8	9.5	9.4	4.7	5.3
Bank of America	BAC US	未评级	28.7	n.a.	248,191	16.5	13.6	1.0	1.0	6.2	7.0	2.5	2.7
J.P. Morgan Chase & Co.	JPM US	未评级	119.7	n.a.	364,992	16.0	13.1	1.5	1.4	9.6	11.1	3.0	3.1
Wells Fargo	WFC US	未评级	28.1	n.a.	116,014	60.2	13.8	0.7	0.7	1.3	4.9	4.3	2.0
Deutsche Bank	DBK GR	未评级	9.5	n.a.	23,628	n.a.	23.8	0.4	0.4	(0.8)	0.8	0.0	0.5
BNP Paribas	BNP FP	未评级	44.2	n.a.	66,645	9.1	9.3	0.5	0.5	6.1	5.4	5.3	5.2
平均						**20.2**	**13.0**	**0.8**	**0.7**	**4.7**	**5.9**	**2.7**	**3.5**

*资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测；基于2020年12月1日收盘价；注：*预测数据基于彭博一致预期*

券商

2021年展望：短期内缺乏货币政策催化剂

- **制度建设向前推进，行业竞争仍然激烈**
- **短期内缺乏货币政策催化剂**
- **维持中性评级**

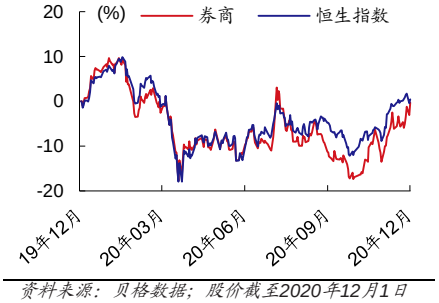
罗磊, PhD
+852 3189 6288
felixluo@cmschina.com.hk

朱璐颖
+852 3189 6142
laurelzhu@cmschina.com.hk

中性

前次评级	中性
恒生指数（2020/12/01）	26,568
国企指数（2020/12/01）	10,660

行业表现



资料来源：贝格数据；股价截至2020年12月1日

%	1m	6m	12m
绝对表现	15.3	10.4	(0.0)
相对表现	5.1	(1.5)	(0.9)

制度建设向前推进，行业整体竞争仍然激烈

资本市场的深化改革，包括金融稳定发展委员会强调"增强资本市场枢纽功能、全面实行股票发行注册制、建立常态化退市机制、提高直接融资比重、推进金融双向开放"及证监会表示"正在研究全市场推广注册制"等措施，正在研讨及推进之中。长远而言，这些措施将建立一个更加规范、公平、透明、开放的资本市场。但是，证券行业的竞争仍然激烈，券商行业集中度止步不前。截至今年首三季度，营业收入前十的券商占行业收入比重为60.3%，盈利前十的券商占行业盈利比重为63.4%，自2018年以来持续低迷（图5），显示头部券商单纯依靠规模效应产生的竞争优势下降，头部券商可能需要追求更好的成本管控及差异化的服务以加强竞争优势。

短期内缺乏货币政策催化剂

我们研究了自2012年以来香港上市的中资券商在每轮货币宽松政策后的股价表现。为保持数据一致性，相隔2个月以内的降准及降息被视为同一轮货币政策。数据研究显示（详情参考19年9月报告），自2012年以来证券行业在每一轮降准及降息后的不超过44个交易日之内，均有超越恒指的股价表现，虽然后期股价表现可能下滑。基于货币政策近期恢复常态，券商股短期内可能缺乏货币政策催化剂。

目前内地股市证券化率较高，不确定性上升，存在交易性机会

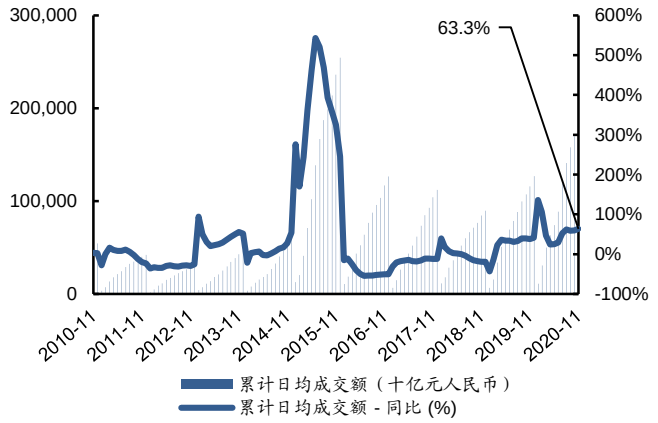
历史数据显示，中资券商股股价综合表现和市场表现相关度较高（图3）。截至2020年10月底，境内股票市场证券化率为大约73%，从内地市场历史上看属于偏高位置。证券化率的上升可能包含了提升直接融资比重、及资本市场加强对新经济产业发展支持的原因。我们不判断市场及证券化率的未来趋势，但是历史上内地市场证券化率超过约70%时，市场不确定性上升，大部分时期市场受到一些阻力（图4），部分时期市场短期大幅上升后回撤（2007年三季度及2015年二季度）带来券商股交易性机会。

维持行业中性评级；基于估值给予HTSC买入评级

中国证券行业目前平均估值大约为0.83倍2021年预测市净率。基于行业竞争激烈及短期内可能缺乏货币政策催化剂，维持行业中性评级。HTSC（6886 HK）：目前股价相当于0.75倍21年预测市净率，与公司历史最低估值0.67倍相近，基于估值给予买入评级，目标价维持15.0港元，相当于约0.89倍2021年预测市净率。主要催化剂：经济上行，资本市场向好；其他主要风险：经济下行，资本市场恶化。

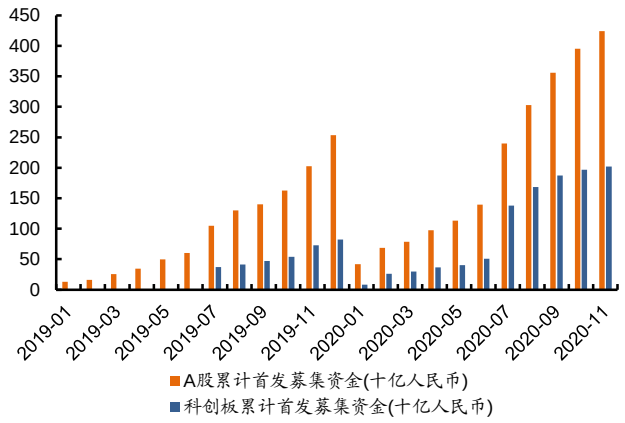
重点图表

图 1：A 股市场交易量



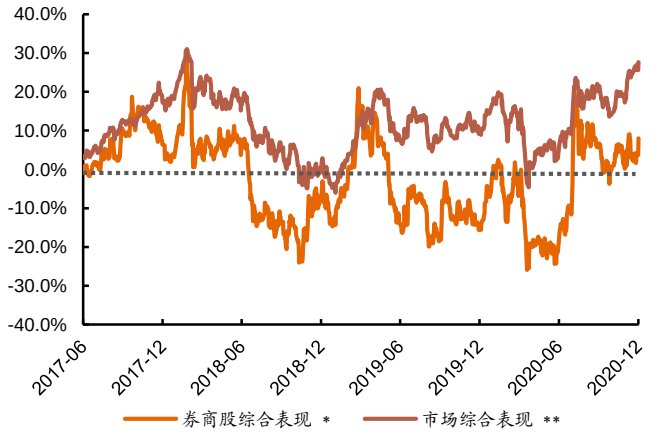
资料来源：万得、招商证券（香港）

图 2：累计 A 股 IPO 融资总额



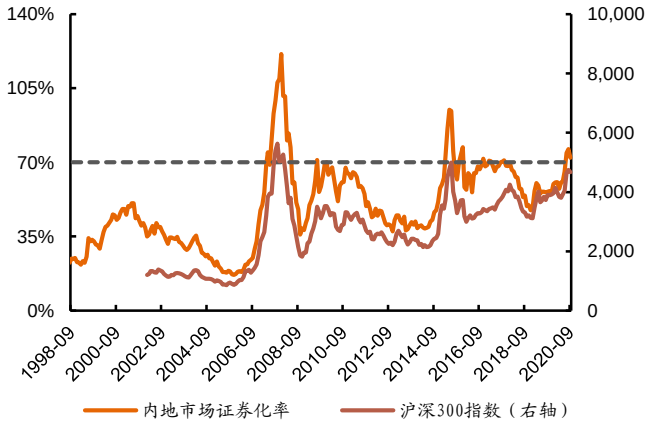
资料来源：万得、招商证券（香港）

图 3：中资券商股综合表现与市场整体趋势大致相若



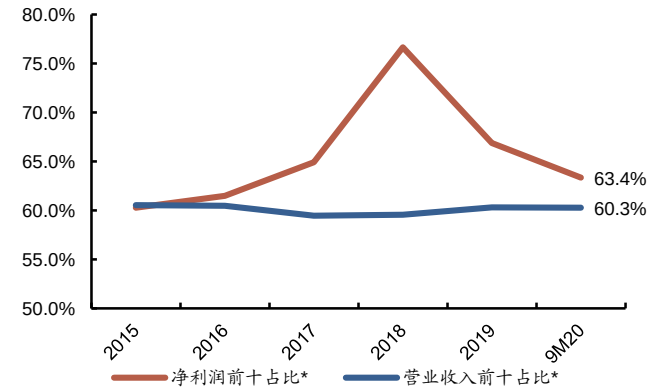
*资料来源：万得、招商证券（香港）；注：*券商股综合表现通过主要国内券商的 H 股加权平均股价表现来计算；**市场整体趋势包含恒生指数及沪深 300 指数表现，各占 50%权重*

图 4：内地市场证券化率



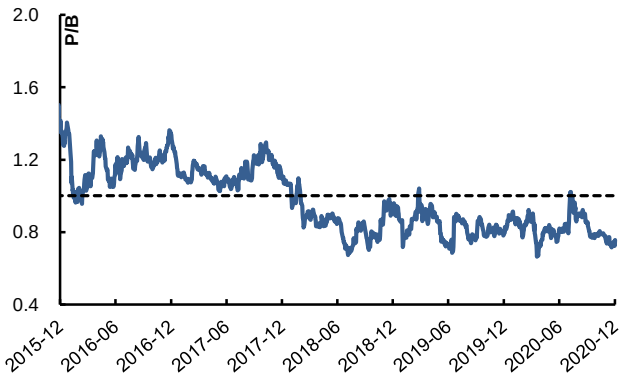
资料来源：万得、招商证券（香港）；注：内地市场证券化率=内地市场月度总市值/年度 GDP ，未包含香港及境外上市中国公司市值

图 5：前十大券商营业收入和净利润占比情况



*资料来源：万得、招商证券（香港）；注：*在 47 家上市中资券商中的占比*

图 6：HTSC 市净率



资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）预测

估值比较

公司	代码	评级	股价	目标价	市值	市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
			当地货币	（港元）	(百万美元)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
港股同业													
华泰证券	6886 HK	买入	12.6	15.0	24,971	8.7	8.0	0.8	0.7	9.4	9.7	3.8	4.1
中金公司	3908 HK	中性	18.8	19.7	34,879	11.5	10.5	1.2	1.1	11.4	11.0	1.7	1.9
中信证券 *	6030 HK	未评级	18.1	n.a.	56,086	11.9	10.4	1.1	1.0	9.5	10.1	3.9	4.4
国泰君安 *	2611 HK	未评级	11.5	n.a.	24,130	8.4	7.4	0.7	0.6	7.8	8.4	4.6	5.2
海通证券 *	6837 HK	未评级	7.0	n.a.	23,327	6.7	5.9	0.5	0.5	7.8	8.2	4.5	5.2
广发证券 *	1776 HK	未评级	11.4	n.a.	18,205	8.4	7.9	0.8	0.7	9.2	9.2	4.1	4.4
申万宏源 *	6806 HK	未评级	2.4	n.a.	19,781	7.0	6.4	0.5	0.5	8.7	8.5	4.9	5.3
中信建投 *	6066 HK	未评级	11.2	n.a.	45,241	9.0	8.2	1.2	1.1	14.4	13.4	3.8	3.9
中国银河 *	6881 HK	未评级	5.2	n.a.	15,403	6.8	6.5	0.6	0.5	8.8	8.9	4.5	4.6
东方证券 *	3958 HK	未评级	5.6	n.a.	11,551	10.0	9.1	0.6	0.6	6.4	6.9	4.1	4.3
算数平均						**8.8**	**8.0**	**0.8**	**0.7**	**9.3**	**9.4**	**4.0**	**4.4**
加权平均						**9.4**	**8.4**	**0.9**	**0.8**	**10.0**	**10.0**	**3.8**	**4.2**
A 股同业 *													
华泰证券	601688 CH	未评级	19.8	n.a.	24,971	15.0	13.2	1.4	1.2	9.6	10.1	2.2	2.5
中金公司	601995 CH	未评级	68.0	n.a.	34,879	48.6	40.7	5.2	4.6	11.0	12.3	n.a.	n.a.
中信证券	600030 CH	未评级	31.3	n.a.	56,085	23.9	20.7	2.2	2.1	9.8	10.9	1.9	2.2
国泰君安	601211 CH	未评级	19.3	n.a.	24,130	16.1	13.9	1.3	1.2	7.7	8.3	2.4	2.8
海通证券	600837 CH	未评级	13.8	n.a.	23,327	15.4	13.4	1.2	1.1	7.8	8.4	2.1	2.3
广发证券	000776 CH	未评级	17.4	n.a.	18,205	14.3	13.3	1.4	1.3	9.8	10.1	2.3	2.4
申万宏源	000166 CH	未评级	5.5	n.a.	19,781	19.2	18.5	1.5	1.4	8.3	8.0	1.7	1.7
中信建投	601066 CH	未评级	44.7	n.a.	45,241	40.2	36.0	5.4	4.8	14.5	14.0	0.9	0.8
中国银河	601881 CH	未评级	13.2	n.a.	15,403	20.7	19.2	1.8	1.7	8.8	9.0	1.4	1.6
东方证券	600958 CH	未评级	11.9	n.a.	11,551	26.1	23.2	1.5	1.4	6.2	6.8	1.8	2.0
国金证券	600109 CH	未评级	18.7	n.a.	8,587	30.4	27.3	2.5	2.4	8.9	9.0	0.9	0.8
国元证券	000728 CH	未评级	9.2	n.a.	6,082	30.0	26.5	1.4	1.3	4.4	5.1	n.a.	n.a.
兴业证券	601377 CH	未评级	9.3	n.a.	9,456	20.5	18.7	1.7	1.6	9.0	9.1	1.5	1.6
长江证券	000783 CH	未评级	9.0	n.a.	7,564	24.8	21.4	1.7	1.6	7.2	7.6	1.6	1.4
算数平均						**24.7**	**21.8**	**2.1**	**2.0**	**8.8**	**9.2**	**1.7**	**1.8**
加权平均						**26.4**	**23.2**	**2.6**	**2.4**	**9.8**	**10.3**	**1.5**	**1.6**

公司	代码	评级	股价 当地货币	目标价 （港元）	市值 (百万美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
						2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
全球同业 *													
The Goldman Sachs Group, Inc.	GS US	未评级	232.1	n.a.	83,240	10.4	9.6	1.0	0.9	9.1	10.2	2.2	2.2
Morgan Stanley	MS US	未评级	63.3	n.a.	114,486	11.0	12.3	1.2	1.2	11.4	9.6	2.2	2.3
Citigroup Inc	C US	未评级	55.5	n.a.	115,486	13.4	9.2	0.7	0.6	4.9	6.4	3.7	3.8
Bank of America Corp	BAC US	未评级	28.7	n.a.	248,191	16.5	13.6	1.0	1.0	6.2	7.0	2.5	2.7
Credit Suisse Group AG	CSGN SW	未评级	11.6	n.a.	31,672	8.9	8.5	0.6	0.6	7.4	6.9	2.5	2.7
UBS Group AG	UBSG SW	未评级	13.0	n.a.	55,788	9.6	10.7	0.9	0.8	10.1	7.3	3.0	3.1
Barclays PLC	BARC LN	未评级	143.2	n.a.	33,369	18.6	9.9	0.4	0.4	2.4	4.4	1.2	3.6
Nomura Holdings Inc	8604 JP	未评级	547.4	n.a.	17,326	6.1	5.9	0.6	0.6	9.4	11.3	4.1	5.1
Macquarie Group Ltd	MQG AU	未评级	140.2	n.a.	36,748	16.9	22.7	2.4	2.3	15.2	10.7	3.9	2.5
平均						**12.4**	**11.4**	**1.0**	**0.9**	**8.5**	**8.2**	**2.8**	**3.1**

*资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测；基于2020年12月1日收盘价；注：*预测数据基于彭博一致预期*

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828