CMS 招商證券國際

2020 年 11 月 5 日（星期四）

行业报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

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

中国硬件科技

2020年下半年线上投资者会议 – 前景和情绪乐观

- **投资者普遍对科技硬件板块持乐观态度，基于需求回升、美国选后不确定性减少**
- **我们预期科技硬件板块今年四季度至明年一季度前景向好；随移动ARPU恢复，电信行业可能正接近拐点**
- **首选：华虹半导体（1347 HK）、瑞声科技（2018 HK）**

需求改善，投资者对科技硬件板块的信心增强

我们于10月27日至11月4日与约30位投资者举办了2020年下半年投资者交流电话会议。由于零部件囤货带来的顺风，以及美国选后宏观不确定性减少，投资者普遍对科技硬件持乐观态度。尽管投资者同意我们对电信板块观点，即随着移动ARPU的恢复，电信行业的前景有所改善，但部份投资者仍对5G成本负担的上升感到担忧。受到行业需求拉动，短期内我们对科技硬件板块更为乐观，但同时关注美国出口限制的变化。

科技硬件板块：乐观前景持续至今年四季度和明年一季度

我们对科技硬件板块的2020年四季度（尤其是半导体）变得更加乐观，原因是：1）需求（PC、服务器）有所改善；2）组件囤货：先是华为（9月15日前），之后是OPPO、vivo和小米（1810 HK）。今年的组件供应问题导致整个行业的库存水平超过往常的季节性水平。我们认为强劲的需求将带起2020年四季度到2021年一季度业绩和股价的动能。板块首选：华虹半导体（1347 HK）。鉴于规格升级趋缓以及竞争加剧（见我们10月8日报告），近期我们对手机镜头持谨慎态度，这可能会影响舜宇光学（2382 HK）。

电信行业：移动ARPU恢复将拉动重估

自8月以来我们一直对电信运营商持乐观态度，因我们认为电信行业正接近拐点。电信运营商的股票估值处于历史低谷（1.5-2.0倍前瞻EV/EBITDA）。中国联通（762 HK）和中国移动（941 HK）的移动ARPU已经恢复正增长。我们预计，随着5G用户渗透率的提高，价格环境将持续改善，从而推动收益增长和股票重估。我们的首选是中国电信（728 HK）。

主要观点和推荐

华虹半导体（1347 HK，买入）– 中国半导体国产化趋势的主要受益者。功率半导体需求强劲、8寸晶圆结构性吃紧将推动收入和利润率增长。自我们开始投资者会议以来股价已上涨了13%。

瑞声科技（2018 HK，买入）– 正面观点：1）iPhone周期或具上行空间；2）光学利润率提升；3）WLG（晶圆级玻璃）的推出。由于2020年二季度业绩不及预期（见我们8月24日报告），市场预期有所下降。

小米集团（1810 HK，评级审视中）– 预计公司具有价格竞争力的产品将使其智能手机市场份额增加；近期利好因素可能已反映于股价中。

重点公司财务资料

公司	股票代码	评级	交易货币	股价	招商证券目标价	上涨空间	市盈率 (x)		EV/EBITDA (x)		股息收益率 (%)		净杠杆率
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2019
华虹半导体	1347 HK	买入	港元	31.00	37.00	19%	60.1	37.0	22.0	14.1	0.0%	0.1%	-15%
瑞声科技	2018 HK	买入	港元	44.60	68.00	52%	25.7	15.8	10.5	7.9	1.6%	2.5%	15%
小米集团	1810 HK	审视中	港元	24.25	审视中	n.a.	42.1	33.3	30.0	26.1	0.0%	0.0%	-10%
舜宇光学	2382 HK	买入	港元	144.30	160.00	11%	30.9	24.7	20.7	16.8	0.8%	1.0%	26%
百富环球	0327 HK	买入	港元	4.60	5.20	13%	6.8	6.1	2.1	1.9	3.0%	3.7%	-68%
中芯国际	0981 HK	中性	港元	23.95	20.00	-16%	64.4	81.1	12.9	11.0	0.0%	0.0%	14%

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；股价截至2020年11月5日

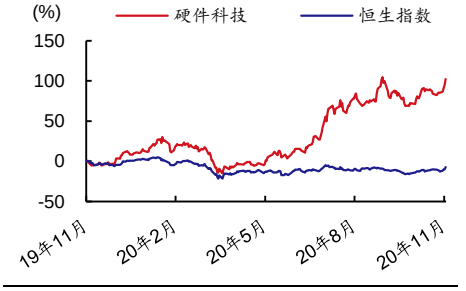
最新变动

投资者会议纪要

中性

前次评级		中性
恒生指数	（2020年11月5日）	25,696
国企指数	（2020年11月5日）	10,479

行业表现



资料来源：贝格数据；截至 2020 年 11 月 5 日

%	1m	6m	12m
绝对回报	18.1	101.1	102.4
相对回报	10.0	94.0	109.6

相关报告

1. 中国硬件科技 - 台积电业绩超预期；行业库存水平提升，趋动需求稳健（中性）(2020/10/15)
2. 中国硬件科技 - 苹果发布iPhone新品；定价具正面影响（中性）(2020/10/14)
3. 中国硬件科技 - 大立光业绩不及预期；镜头业竞争日益激烈（中性）(2020/10/8)
4. 中国硬件科技 - 更新智能手机预测；留意攀升的市场预期（中性）(2020/9/23)
5. 中国硬件科技 - 中期业绩总体优于预期，建议股价回调时买入(中性) (2020/9/6)
6. 中国硬件科技 - 2020年第二季度科技硬件公司业绩纪要（中性）(2020/8/4)
7. 中国硬件科技 -苹果业绩远超预期；科技行业前景向好（中性）(2020/7/31)
8. 中国硬件科技 - 台积电2020年第二季度业绩纪要（中性）(2020/7/16)
9. 中国硬件科技 - 科技股情绪转好，5G和苹果相关看涨（中性）(2020/7/2)
10. 中国硬件科技 - 2020年6月线上路演 – 前景喜忧参半（中性）(2020/6/15)

我们的主要观点和推荐

华虹半导体 (1347 HK，买入)

华虹半导体是我们目前在科技硬件板块的首选，公司是中国大陆领先的特色工艺半导体代工厂，尤其是在功率半导体领域，这在中国半导体国产化计划中起着至关重要的作用。我们认为华虹可以从中国的半导体国产化计划中结构性地受益。此外，我们预计在5G（5G无线电中的MOSFET使用量将增加5倍，以及5G基站数量更多）和电动汽车（与传统汽车相比，功率半导体含量增加2-5倍）的推动下，未来几年对功率半导体的需求强劲。华虹还受益于8寸代工厂产能的结构性吃紧，这可能会持续到2021年。我们预计华虹在2020-22年收入和利润率将增长；自我们举行投资者电话会议（10月27日至11月4日）以来，其股价已上涨了13%。

瑞声科技 (2018 HK，买入)

尽管利润率恢复慢于预期，但我们仍对公司保持正面看法。光学业务（6P及更高、摄像头模组、晶圆级玻璃WLG）持续发展，并凭借其未来潜力吸引了小米和OPPO的投资。瑞声科技在美国主要客户的份额分配已稳定，我们预计瑞声科技将受益于iPhone带来的上行空间（下半年新品延迟推出、华为市场份额下降）。光学产品利润率继续提高，明年WLG可能成为关键的上行催化剂。自2020年二季度业绩不及预期以来，市场对公司光学业务的预期已有所下降，我们预计即将发布的三季度业绩（将于11月13日公布）的下行空间有限。瑞声科技是估值较低的科技硬件标的之一，其市盈率为16倍2021年前瞻市盈率。随着光学业务的发展，我们看到了买入机会。

小米集团 (1810 HK，评级审视中)

我们预计小米将在2020-21年间继续扩大其智能手机的市场份额，将抢占华为留下的市场，考虑小米的产品具有价格竞争力，我们认为其增长将超过其同业OPPO和vivo。但是，我们认为小米2020年三季度强劲的出货量（据IDC的估计为4,650万支，同比增长42%）已基本反映于股价中，但其互联网服务可能面临的压力却被忽略了（游戏收入在2020年下半年将恢复正常水平，以及金融科技业务面临的逆风）。小米、OPPO和vivo均设定了激进的出货量目标，整体合计很可能会多于华为流失的量。小米的股价在5个月内飙升了94%。我们建议在股价回落后买入小米股票，因为我们预计小米股票长期会随着其互联网用户的变现而得到重估，尤其是随着其在欧洲的业务不断增长。 我们的评级和目标价正在审视中。

舜宇光学 (2382 HK，买入)

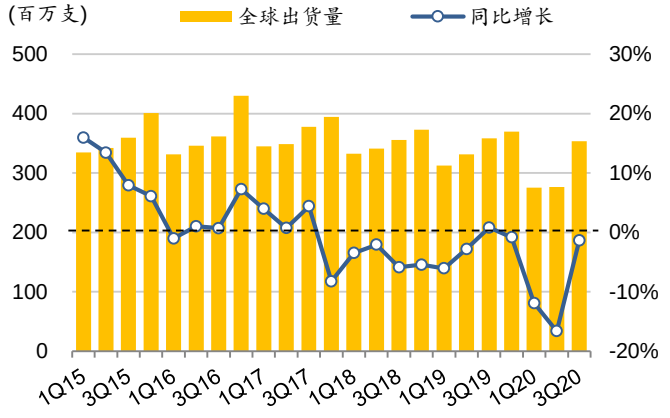
我们近期对手机镜头供应商更加谨慎，因为考虑到1）由于需求转向中低端，镜头规格升级有限；以及2）来自大立光（3008 TT）的高端产品和瑞声科技（2018 HK）的较低端产品的竞争持续加剧。为了满足华为订单损失而导致的闲置产能，大立光计划在利润率合理的情况下接受更多订单，我们认为将导致行业竞争加剧（见我们10月8日的报告）。建议密切关注舜宇光学手机镜头利润率的短期压力。股价正向的催化剂包括：1）可能于2021年进入苹果供应链，以及2）未来几年内VLS（车载镜头）的增长。

图 1：全球智能手机出货量预测

(百万支)	2019				2020								2021 情景分析	
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	悲观	乐观
三星	72	76	78	70	58	54	70	78	292	296	260	300	306	292
苹果	37	34	47	74	37	38	46	75	209	191	195	220	224	215
华为	59	59	67	56	49	56	50	40	206	241	195	135	107	166
OPPO	23	30	31	31	23	24	28	32	113	114	107	123	128	117
vivo	23	28	30	28	25	24	27	30	101	110	105	120	125	114
小米	28	32	33	33	29	28	35	42	119	126	135	160	166	153
其他	71	73	73	79	54	53	48	47	362	295	202	239	239	239
总计	**313**	**332**	**358**	**370**	**275**	**276**	**304**	**344**	**1,403**	**1,373**	**1,199**	**1,295**	**1,295**	**1,295**
同比增长														
三星	*-8%*	*7%*	*8%*	*-1%*	*-19%*	*-29%*	*-10%*	*12%*	*-8%*	*1%*	*-12%*	*15%*	*18%*	*12%*
苹果	*-29%*	*-18%*	*-1%*	*8%*	*0%*	*11%*	*-1%*	*2%*	*-3%*	*-9%*	*2%*	*12%*	*15%*	*10%*
华为	*50%*	*8%*	*28%*	*-7%*	*-17%*	*-5%*	*-25%*	*-29%*	*34%*	*17%*	*-19%*	*-31%*	*-45%*	*-15%*
OPPO	*-6%*	*0%*	*4%*	*4%*	*-1%*	*-19%*	*-10%*	*5%*	*1%*	*1%*	*-7%*	*15%*	*20%*	*9%*
vivo	*24%*	*5%*	*2%*	*10%*	*7%*	*-17%*	*-11%*	*6%*	*15%*	*9%*	*-4%*	*13%*	*18%*	*8%*
小米	*0%*	*0%*	*-3%*	*31%*	*6%*	*-12%*	*7%*	*28%*	*28%*	*6%*	*7%*	*18%*	*23%*	*13%*
其他	*-23%*	*-15%*	*-20%*	*-16%*	*-24%*	*-27%*	*-34%*	*-41%*	*-25%*	*-18%*	*-32%*	*19%*	*19%*	*19%*
总计	***-6%***	***-3%***	***1%***	***-1%***	***-12%***	***-17%***	***-15%***	***-7%***	***-4%***	***-2%***	***-13%***	***8%***	***8%***	***8%***

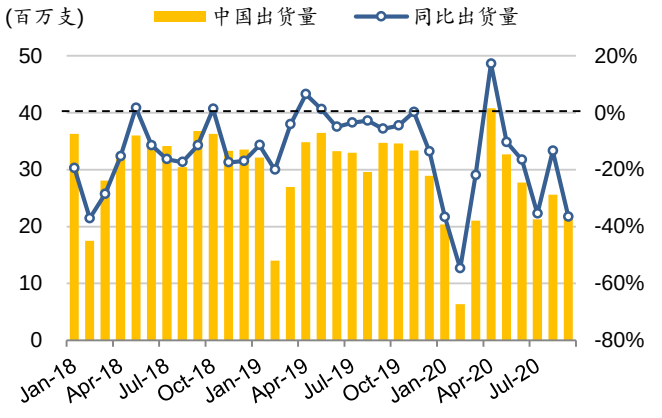
资料来源：IDC、招商证券（香港）预测

图 2：全球智能手机出货量



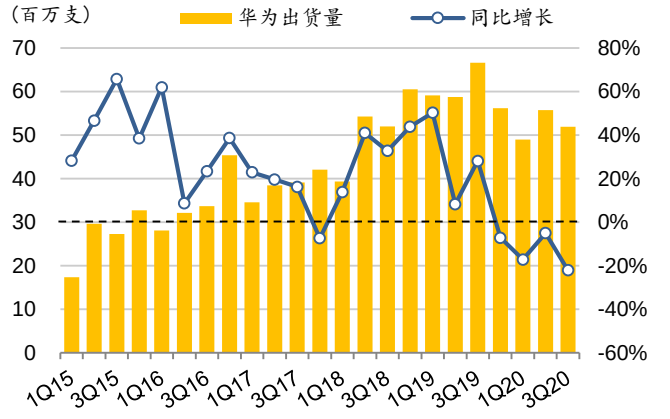
资料来源：IDC、招商证券（香港）；截至2020年三季度

图 3：中国智能手机出货量



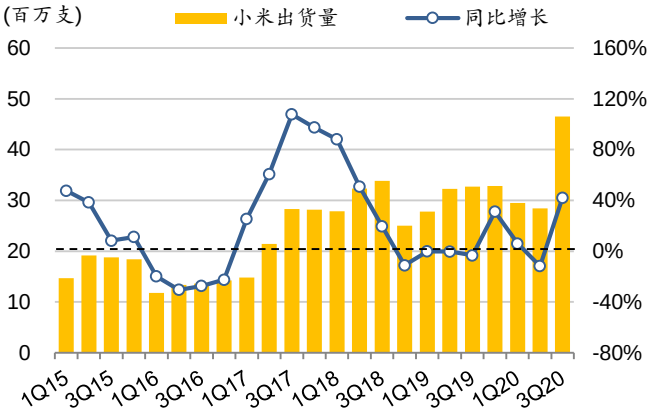
资料来源：中国信通院、招商证券（香港）；截至2020年9月

图 4：华为全球智能手机出货量



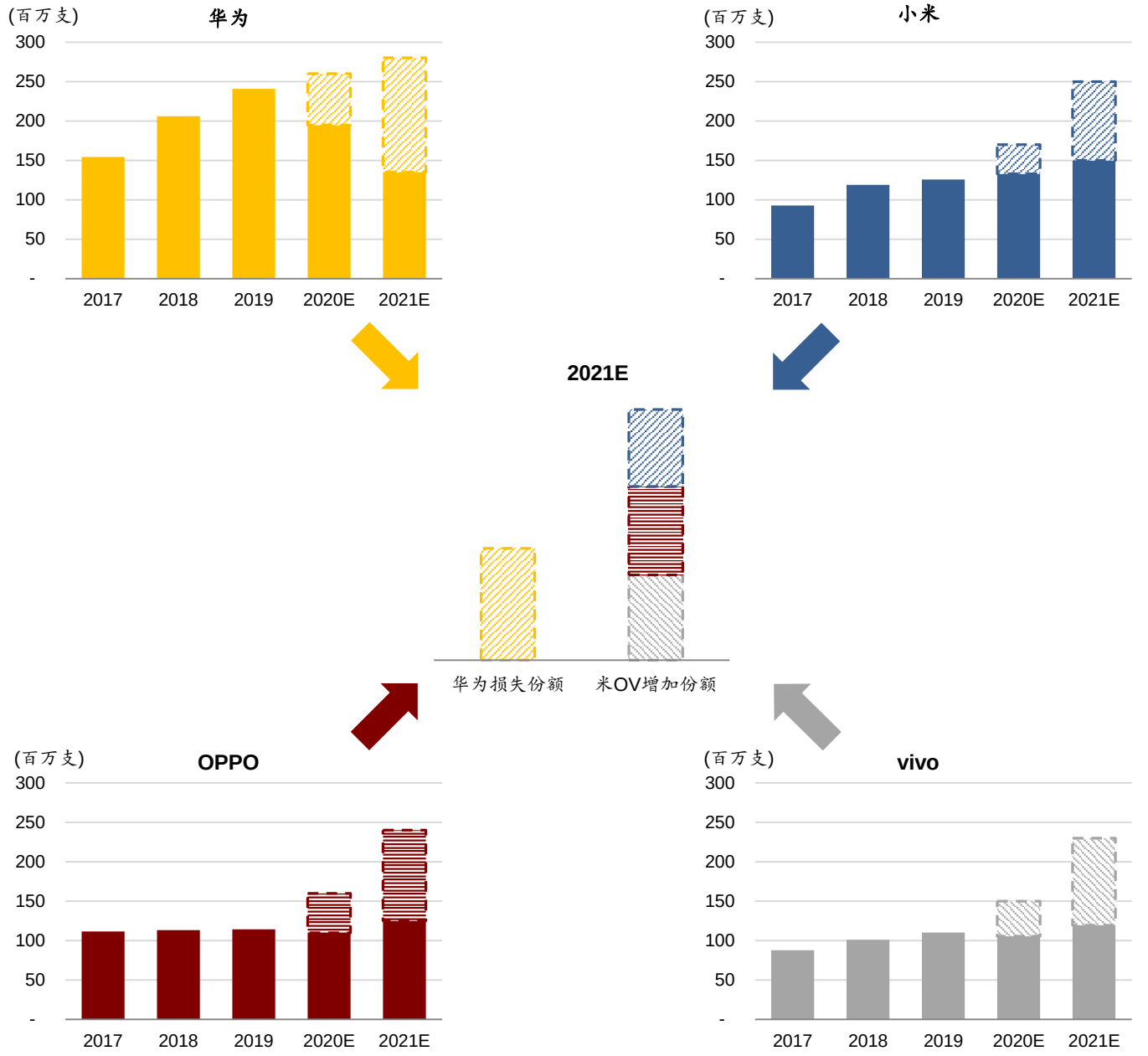
资料来源：IDC、招商证券（香港）；截至2020年三季度

图 5：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 6：米 OV（小米、OPPO、vivo）出货目标积极



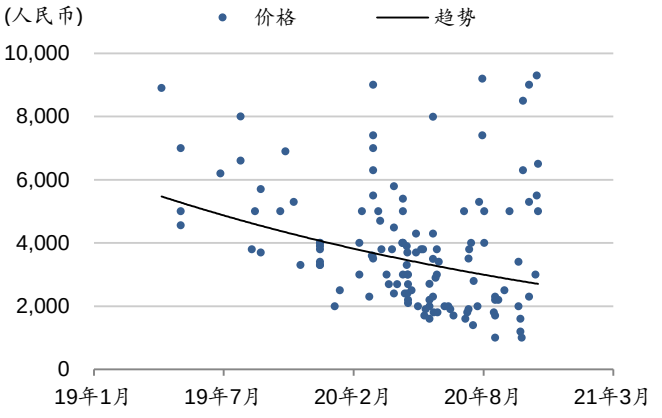
资料来源：IDC、招商证券（香港）预测

图 7：主要手机厂商 2020 年下半年旗舰机型

	华为 Mate 40 Pro+	苹果 iPhone 12 Pro Max	三星 Galaxy Note20 Ultra	小米 Mi 10 Ultra	OPPO Reno 4 Pro	vivo X50 Pro+
						
网络	5G SA+NSA	5G SA+NSA	5G SA+NSA	5G SA+NSA	5G SA+NSA	5G SA+NSA
CPU	麒麟9000 5G (5nm)	A14仿生 (5nm)	Exynos 990 (7nm+)	骁龙865 (7nm+)	骁龙720G (8nm)	骁龙865 (7nm+)
GPU	Mali-G78 MP24	Apple GPU	Mali-G77 MP11	Adreno 650	Adreno 618	Adreno 650
内存	12GB RAM	6GB RAM	12GB RAM	8GB RAM	8GB RAM	8GB RAM
存储空间	256GB	128GB	128GB	128GB	128GB	128GB
显示	6.76" OLED	6.70" OLED	6.90" OLED	6.67" OLED	6.50" OLED	6.56" OLED
摄像头	后置: (五摄) 50/12/8/20MP+ToF 前置: (双摄) 13MP+ToF	后置: (四摄) 12/12/12MP+ToF 前置: (双摄) 12MP+SL	后置: (三摄) 108/12/12MP 前置: 10MP	后置: (四摄) 48/48/12/20MP 前置: 20MP	后置: (四摄) 48/8/2/2MP 前置: 32MP	后置: (四摄) 50/13/32/13MP 前置: 32MP
解锁	面部识别 / 屏下指纹	面部识别	屏下指纹（超声波）	屏下指纹	屏下指纹	屏下指纹
发售日期	2020年11月	2020年11月	2020年8月	2020年8月	2020年8月	2020年7月
售价	1,599美元 / 8,999元人民币	1,099美元 / 9,299元人民币	1,299美元 / 9,199源人民币	5,299元人民币	3,799元人民币	4,998元人民币

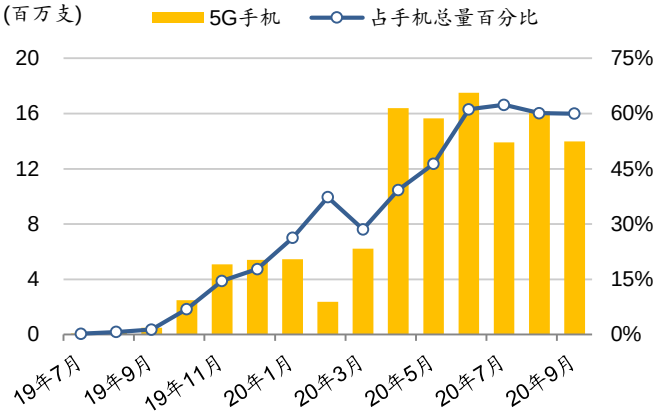
资料来源：公司网站、GSMArena、招商证券（香港）

图 8：中国市场 5G 手机价格



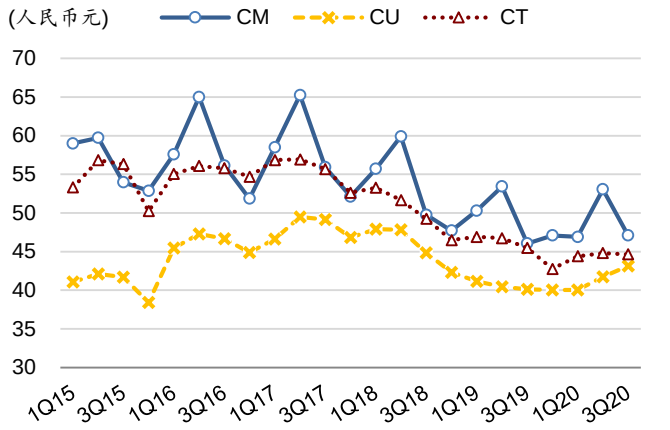
资料来源：公司网站、招商证券（香港）；截至2020年11月4日

图 9：中国 5G 手机出货量



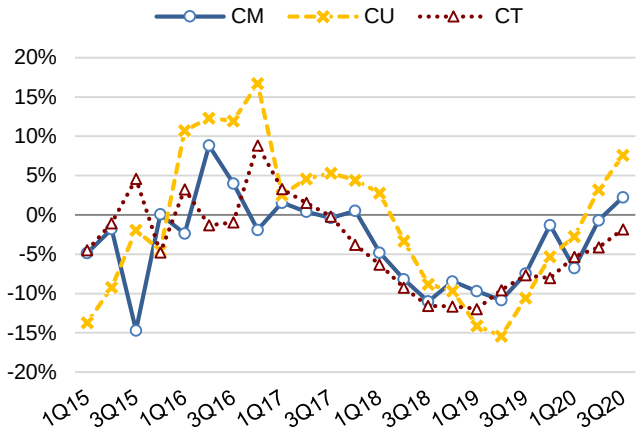
资料来源：中国信通院、招商证券（香港）；截至2020年9月

图 10：中国电信运营商移动 ARPU



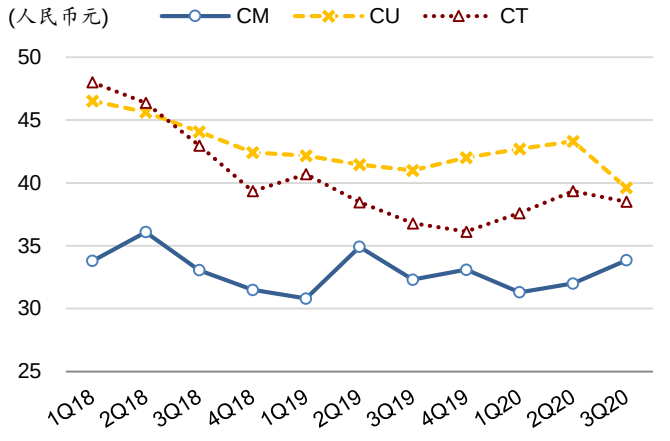
资料来源：公司数据、招商证券（香港）；截至2020年三季度

图 11：中国电信运营商移动 ARPU 同比增长率



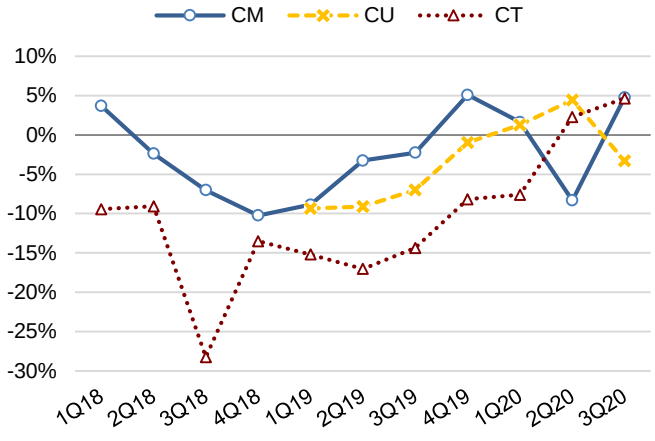
资料来源：公司数据、招商证券（香港）；截至2020年三季度

图 12：中国电信运营商有线宽带 ARPU



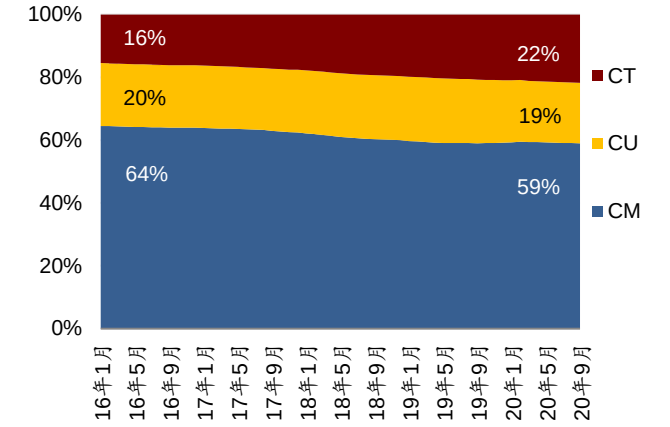
资料来源：公司数据、招商证券（香港）；截至2020年三季度

图 13：中国电信运营商有线宽带 ARPU 同比增长率



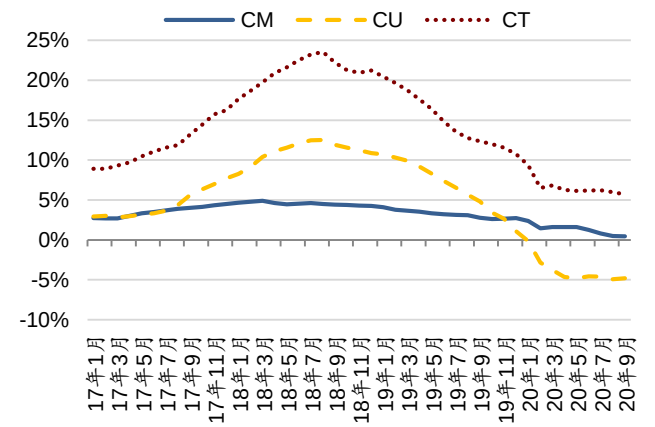
资料来源：公司数据、招商证券（香港）；截至2020年三季度

图 14：中国的移动用户市场份额



资料来源：公司数据、招商证券（香港）；截至2020年9月

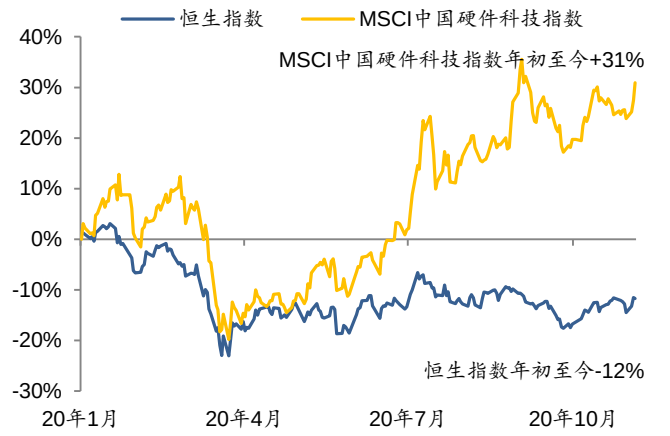
图 15：中国电信运营商移动用户同比增长率



资料来源：公司数据、招商证券（香港）；截至2020年9月

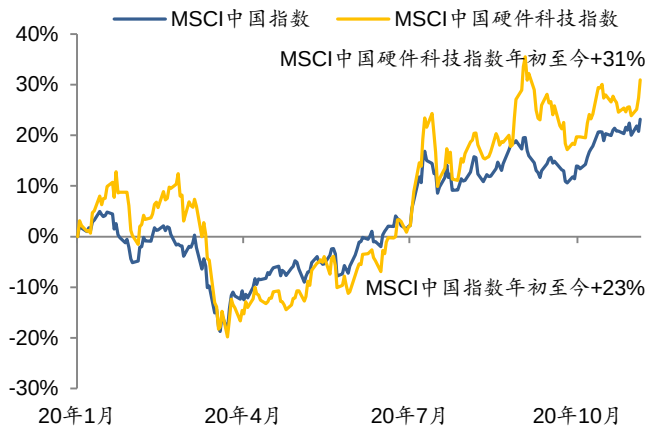
表现与估值 – 科技硬件

图 16：MSCI 中国硬件科技指数对比恒生指数



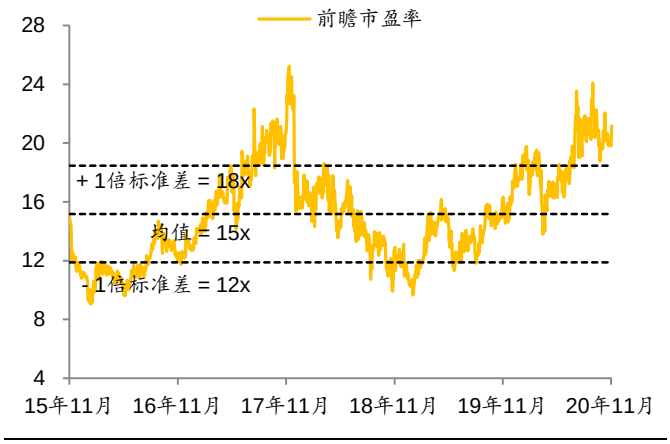
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月4日

图 17：MSCI 中国硬件科技指数对比 MSCI 中国指数



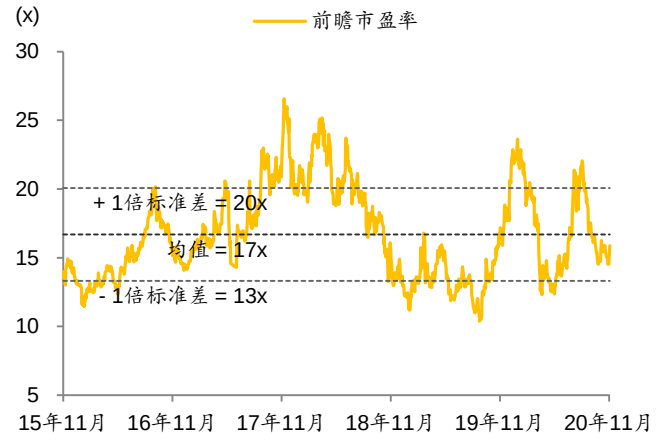
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月4日

图 18：MSCI 中国硬件科技指数前瞻市盈率



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月4日

图 19：瑞声科技（2018 HK）前瞻市盈率



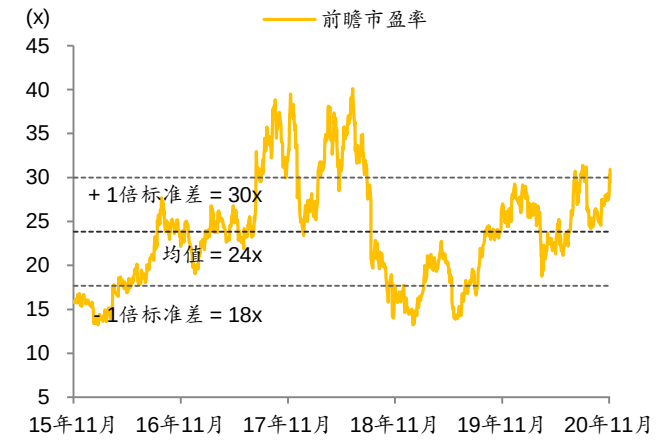
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

图 20：小米集团（1810 HK）前瞻市盈率



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

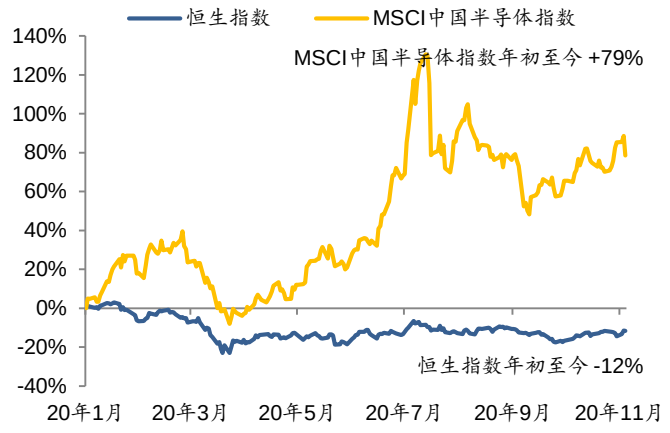
图 21：舜宇光学（2382 HK）前瞻市盈率



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

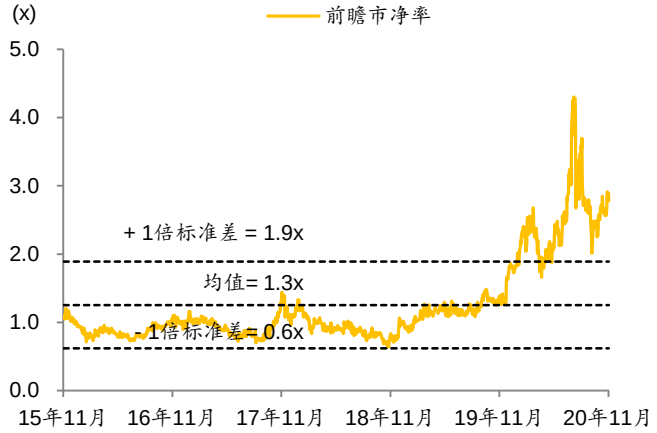
表现与估值 – 半导体

图 22：MSCI 中国半导体指数对比恒生指数



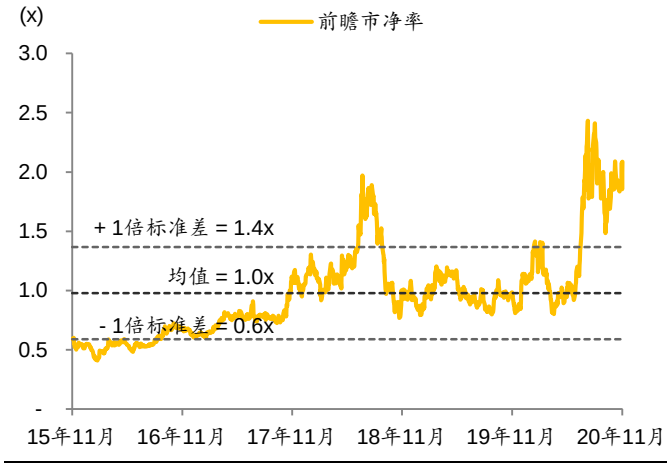
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月4日

图 23：MSCI 中国半导体指数前瞻市净率



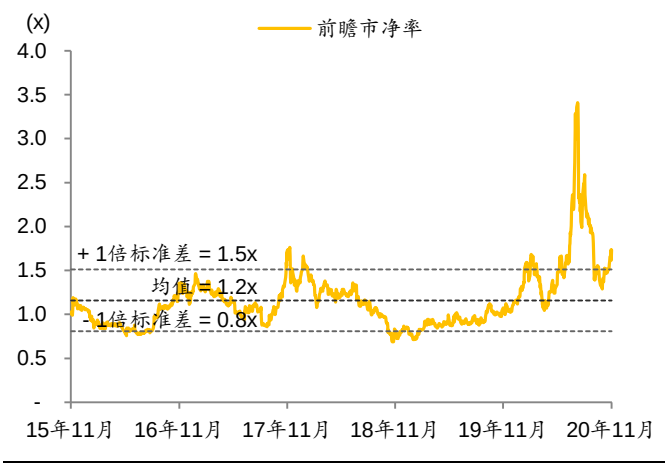
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月4日

图 24：华虹半导体（1347 HK）前瞻市净率



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

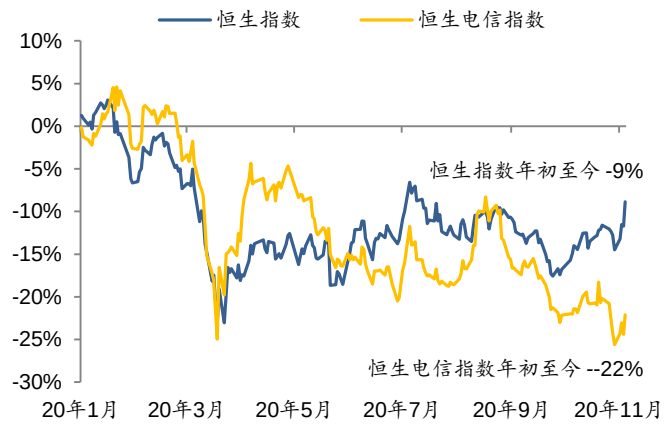
图 25：瑞声科技（2018 HK）前瞻市盈率



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

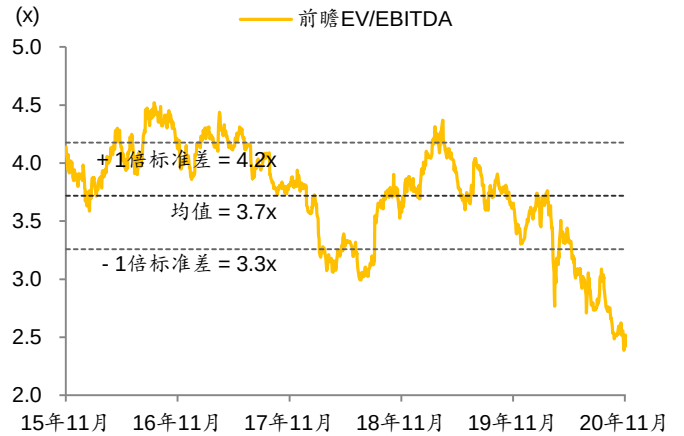
表现与估值 – 电信行业

图 26：恒生电信指数对比恒生指数



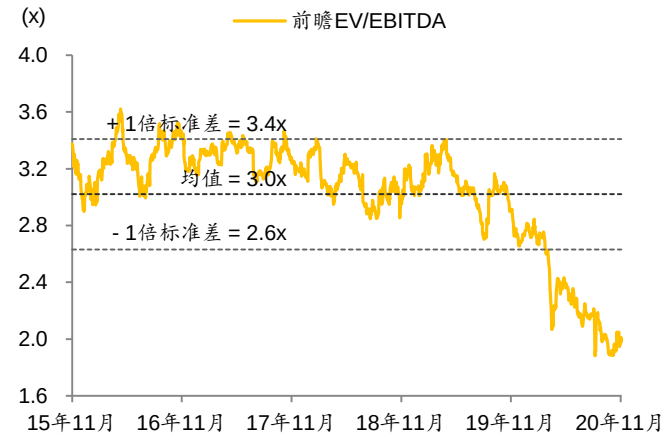
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

图 27：电信行业前瞻 EV/EBITDA



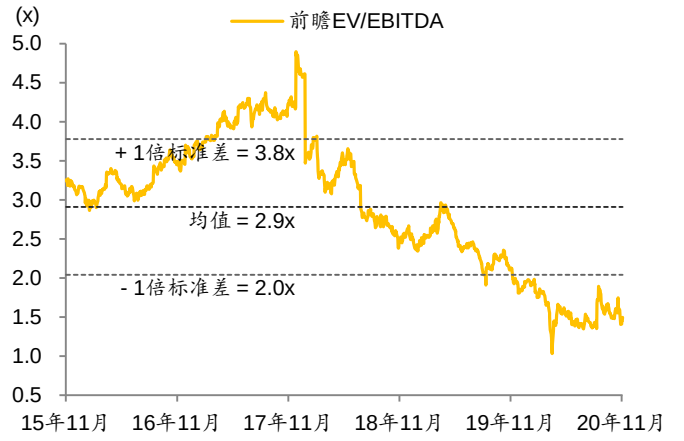
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

图 28：中国电信（728 HK）前瞻 EV/EBITDA



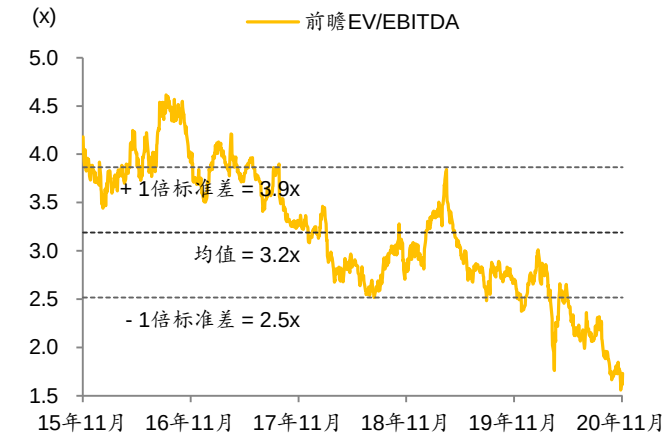
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

图 29：中国联通（762 HK）前瞻 EV/EBITDA



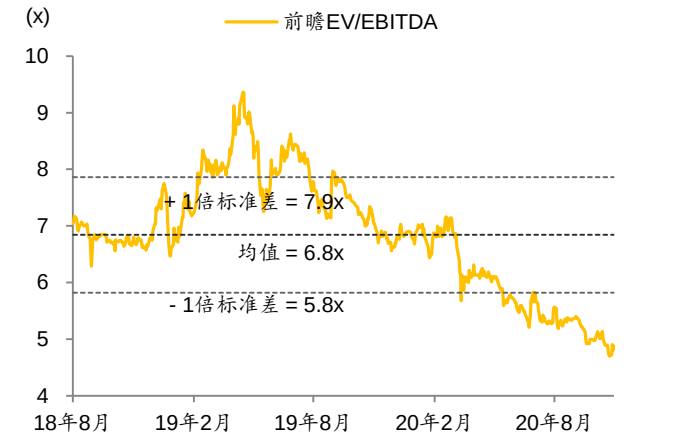
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

图 30：中国移动（941 HK）前瞻 EV/EBITDA



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

图 31：中国铁塔（788 HK）前瞻 EV/EBITDA



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2020年11月5日

硬件科技板块估值比较

图 32：硬件科技板块估值比较

公司	股票代码	CMS 评级	交易货币	股价	目标价	上涨空间	市值 (十亿美元)	市盈率(x)		市净率 (x)		EV/EBITDA (x)		股本回报率		股息收益率		净杠杆率
								2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2019
半导体																		
华虹半导体	**1347 HK**	**买入**	**港元**	**31.00**	**37.00**	**19%**	**5.2**	**60.1**	**37.0**	**2.2**	**2.1**	**22.0**	**14.1**	**4%**	**6%**	**0.0%**	**0.1%**	**-15%**
中芯国际	**0981 HK**	**中性**	**港元**	**23.95**	**20.00**	**-16%**	**36.7**	**64.4**	**81.1**	**1.7**	**1.6**	**12.9**	**11.0**	**3%**	**2%**	**0.0%**	**0.0%**	**14%**
ASM 太平洋	0522 HK	未评级	港元	78.10	n.a.	n.a.	4.1	33.0	17.1	2.7	2.5	15.1	9.8	8%	14%	2.1%	3.2%	21%
均值								**52.5**	**45.0**	**2.2**	**2.1**	**16.7**	**11.7**	**5%**	**7%**	**0.7%**	**1.1%**	**7%**
硬件科技																		
瑞声科技	**2018 HK**	**买入**	**港元**	**44.60**	**68.00**	**52%**	**7.0**	**25.7**	**15.8**	**2.3**	**2.1**	**10.5**	**7.9**	**9%**	**14%**	**1.6%**	**2.5%**	**15%**
小米集团	**1810 HK**	**审视中**	**港元**	**24.25**	**审视中**	**n.a.**	**75.5**	**42.1**	**33.3**	**5.6**	**4.8**	**30.0**	**26.1**	**14%**	**15%**	**0.0%**	**0.0%**	**-10%**
舜宇光学	**2382 HK**	**买入**	**港元**	**144.30**	**160.00**	**11%**	**20.4**	**30.9**	**24.7**	**8.8**	**6.8**	**20.7**	**16.8**	**32%**	**31%**	**0.8%**	**1.0%**	**26%**
百富环球	**0327 HK**	**买入**	**港元**	**4.60**	**5.20**	**13%**	**0.6**	**6.8**	**6.1**	**1.0**	**0.8**	**2.1**	**1.9**	**15%**	**15%**	**3.0%**	**3.7%**	**-68%**
联想集团	0992 HK	未评级	港元	5.35	n.a.	n.a.	8.3	9.4	8.8	1.8	1.6	4.1	4.0	24%	22%	5.5%	6.1%	42%
比亚迪电子	0285 HK	未评级	港元	37.50	n.a.	n.a.	10.9	12.7	15.2	3.3	2.8	8.4	9.9	27%	18%	1.0%	0.7%	-4%
鸿腾精密	6088 HK	未评级	港元	3.00	n.a.	n.a.	2.7	17.2	12.0	1.2	1.1	7.6	6.1	7%	9%	1.7%	1.9%	4%
丘钛科技	1478 HK	未评级	港元	9.39	n.a.	n.a.	1.4	13.0	10.6	2.7	2.2	9.1	7.5	23%	23%	1.6%	2.0%	34%
富智康集团	2038 HK	未评级	港元	0.88	n.a.	n.a.	0.9	n.a.	13.3	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	-6%	3%	0.0%	0.0%	-48%
通达集团	0698 HK	未评级	港元	0.43	n.a.	n.a.	0.4	8.0	5.5	0.5	0.4	7.2	5.8	5%	7%	2.3%	2.8%	46%
高伟电子	1415 HK	未评级	港元	3.83	n.a.	n.a.	0.4	7.0	5.7	1.6	1.5	3.0	2.5	21%	30%	17.4%	9.6%	-41%
均值								**17.3**	**13.7**	**2.9**	**2.4**	**10.3**	**8.1**	**16%**	**17%**	**3.2%**	**2.8%**	**0%**
电信设备和设施																		
中国铁塔	**0788 HK**	**买入**	**港元**	**1.28**	**1.80**	**41%**	**29.1**	**32.0**	**23.3**	**1.1**	**1.0**	**4.8**	**4.3**	**3%**	**4%**	**1.7%**	**2.3%**	**49%**
中兴通讯	0763 HK	未评级	港元	20.70	n.a.	n.a.	22.2	18.0	13.7	2.0	1.8	19.8	15.9	13%	14%	1.5%	1.9%	14%
中国通信服务	0552 HK	未评级	港元	4.60	n.a.	n.a.	4.1	8.8	7.8	0.8	0.7	1.7	1.5	9%	9%	4.0%	4.4%	-63%
长飞光纤光缆	6869 HK	未评级	港元	11.30	n.a.	n.a.	2.3	10.5	9.2	0.8	0.8	15.6	13.7	8%	8%	2.6%	2.9%	-6%
京信通信	2342 HK	未评级	港元	2.67	n.a.	n.a.	0.9	33.8	17.2	1.8	1.6	22.0	11.8	5%	8%	0.6%	1.6%	3%
均值								**20.6**	**14.2**	**1.3**	**1.2**	**12.8**	**9.4**	**7%**	**9%**	**2.1%**	**2.6%**	**0%**

注：未评级公司预测基于彭博一致预测；股价截至2020年11月5日

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

电信行业估值比较

图 33：电信行业估值比较

公司	股票代码	招商证券评级	交易货币	股价	目标价	上涨空间	市值(十亿美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		EV/EBITDA (x)		股本回报率		股息收益率		净杠杆率
								2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2019
电信运营商																		
中国电信	**728 HK**	**买入**	**港元**	**2.55**	**3.8**	**49%**	**26.6**	**8.3**	**8.2**	**0.5**	**0.5**	**2.0**	**1.9**	**6%**	**6%**	**5.6%**	**5.7%**	**24%**
中国联通	**762 HK**	**买入**	**港元**	**5.08**	**7.0**	**38%**	**20.0**	**10.9**	**10.0**	**0.4**	**0.4**	**1.3**	**1.3**	**4%**	**4%**	**3.7%**	**4.0%**	**0%**
中国移动	**941 HK**	**买入**	**港元**	**49.95**	**70.0**	**40%**	**131.9**	**8.5**	**8.1**	**0.8**	**0.8**	**1.6**	**1.5**	**10%**	**10%**	**6.5%**	**6.8%**	**-38%**
香港电讯	6823 HK	未评级	港元	9.92	n.a.	n.a.	9.7	15.2	14.3	2.0	2.0	9.2	8.8	13%	14%	7.1%	7.4%	106%
电讯盈科	8 HK	未评级	港元	4.76	n.a.	n.a.	4.7	103.5	49.6	2.9	3.3	7.4	7.0	3%	7%	7.2%	6.9%	297%
中华电信	2412 TT	未评级	新台币	110.00	n.a.	n.a.	29.9	26.5	27.7	2.3	2.3	11.3	11.3	9%	8%	3.7%	3.5%	-7%
台湾大哥大	3045 TT	未评级	新台币	98.60	n.a.	n.a.	12.1	24.6	26.2	4.4	4.5	12.5	12.1	17%	16%	4.7%	4.4%	59%
SK 电信	017670 KS	未评级	韩元	223,000	n.a.	n.a.	16.0	12.8	8.5	0.7	0.7	5.1	4.9	6%	8%	4.5%	4.7%	40%
KT 公司	030200 KS	未评级	韩元	22,900	n.a.	n.a.	5.3	8.7	7.5	0.4	0.4	2.5	2.4	5%	6%	4.8%	5.0%	32%
LG U+	032640 KS	未评级	韩元	11,850	n.a.	n.a.	4.6	9.1	8.1	0.7	0.7	3.4	3.3	8%	8%	3.5%	3.7%	72%
NTT Docomo	9437 JP	未评级	日元	3,889	n.a.	n.a.	120.3	20.4	19.9	2.4	2.3	8.5	8.5	12%	12%	3.0%	3.3%	-2%
KDDI 公司	9433 JP	未评级	日元	2,935	n.a.	n.a.	64.8	10.3	9.9	1.4	1.3	4.7	4.6	15%	14%	4.2%	4.3%	22%
威瑞森无线	VZ US	未评级	美元	57.22	n.a.	n.a.	236.8	11.9	11.5	3.4	3.0	7.4	7.1	29%	27%	4.3%	4.4%	208%
AT&T 公司	T US	未评级	美元	27.04	n.a.	n.a.	192.7	8.6	8.4	1.1	1.1	6.6	6.4	11%	12%	7.7%	7.8%	87%
T-Mobile 美国	TMUS US	未评级	美元	116.02	n.a.	n.a.	143.6	51.0	45.3	2.1	2.3	8.7	8.2	5%	5%	0.0%	0.0%	142%
沃达丰	VOD LN	未评级	英镑	106.38	n.a.	n.a.	37.2	22.2	16.1	0.5	0.5	6.1	5.8	3%	4%	7.7%	7.8%	87%
Orange 公司	ORA FP	未评级	欧元	9.57	n.a.	n.a.	29.9	9.7	8.9	0.8	0.7	5.1	5.0	8%	9%	6.9%	7.3%	85%
西班牙电信	TEF SM	未评级	欧元	2.89	n.a.	n.a.	18.1	7.4	6.3	1.0	0.9	5.0	5.0	13%	14%	12.5%	11.6%	197%
均值								**20.5**	**16.4**	**1.5**	**1.5**	**6.0**	**5.8**	**10%**	**10%**	**5.4%**	**5.5%**	**78%**
通信设施及设备																		
中国铁塔	**788 HK**	**买入**	**港元**	**1.28**	**1.80**	**41%**	**29.1**	**32.0**	**23.3**	**1.1**	**1.0**	**4.8**	**4.3**	**3%**	**4%**	**1.7%**	**2.3%**	**49%**
中兴通讯	763 HK	未评级	港元	20.70	n.a.	n.a.	22.2	18.0	13.7	2.0	1.8	19.8	15.9	13%	14%	1.5%	1.9%	14%
中国通信服务	552 HK	未评级	港元	4.60	n.a.	n.a.	4.1	8.8	7.8	0.8	0.7	1.7	1.5	9%	9%	4.0%	4.4%	-63%
长飞光纤光缆	6869 HK	未评级	港元	11.30	n.a.	n.a.	2.3	10.5	9.2	0.8	0.8	15.6	13.7	8%	8%	2.6%	2.9%	-6%
京信通信	2342 HK	未评级	港元	2.67	n.a.	n.a.	0.9	33.8	17.2	1.8	1.6	22.0	11.8	5%	8%	0.6%	1.6%	3%
均值								**20.6**	**14.2**	**1.3**	**1.2**	**12.8**	**9.4**	**7%**	**9%**	**2.1%**	**2.6%**	**0%**

注：未评级股票预测基于彭博一致预测；股价截至2020年11月5日，美股股价截至11月4日

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）

2020 年 11 月 5 日（星期四）

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