策略专题

避风港与流动性宽松效应持续，在长赛道守龙头

H2 策略

2020-07-14 星期二

➢ **中国率先从疫情中恢复，中国资产具备避风港属性**

新冠肺炎仍在全球蔓延。美国单日新增连续多日在 5 万以上。中国抗疫举措得当，连续数月每日新增不超过两位数。中国 PMI 从 3 月开始就恢复到 50 以上。根据 IMF 数据，2020 年中国、美国和欧元区预测 GDP 增长率分别为 0.96%、-8.00%、-10.24%。中国资产具备避风港属性。

➢ **美联储推超级 QE，美股走势与基本面背离**

美联储在 3 月将联邦利率下调至 0~0.25%，并推出超级量化宽松，对购买资产的规模不设上限。从年初至今，标普 500 成分股 2020 年 EPS 增幅预测不断下修，从年初增长 16.8%下降至最新负增长-16.5%，但截至 7 月 12 日，标普 500 指数为 3185 点，距年初仅下降 1.4%。

➢ **港股上半年总结：估值适中，资金抱团强势股**

过去十年中，恒生指数市盈率大致在 7-13 之间波动。截至 7 月 10 日，恒生指数市盈率为 10.91，处于过去十年中间位置。2020 上半年资金抱团使得医疗、科技、物业等强势板块年初至今涨幅领先其他板块。其中医疗保健设备、半导体板块涨幅超 80%，物业、软件涨幅超过 60%。

➢ **港股下半年展望：避风港与流动性宽松效应持续，在长赛道守龙头**

美联储进一步大幅度释放流动性的空间不大，料可维持当前规模。美元有贬值压力，资本有从美国流向新兴市场的动力。流动性宽松和中国率先从疫情中复苏这两个因素是驱动港股最近上涨的主要动力，在下半年大概率会继续发挥效力。下半年港股布局思路包括：

1）在长赛道守龙头：本质上我们更看好成长股。中国企业的增长模式不断向以技术、商业模式创新和精益管理为核心的内生式增长切换。资本市场的估值体系也随之转换，更看重企业所处赛道的长远空间和企业持续领先于对手的竞争壁垒高度，相对忽略短期 PE 高估。

2）低估值标的价值回归：大河有水小河满。流动性宽裕会从热门板块和龙头标的向其他板块蔓延，利于基本面稳健的低估值标的价值回归。

3）回 A 的重新定价效应：港股通等资金对高科技企业登陆 A 股有浓厚兴趣和越来越重的定价权。在大国博弈背景下，此类标的大概率会维持市场高关注度和由此而来的估值重心向 A 股靠拢。

看好半导体、消费电子、互联网、医药、消费、教育、汽车、航空、能源与公用事业、房地产与物业、黄金板块。

相关报告

策略专题：油价暴跌冲击全球股市，风险与机遇同时来临-20200310

策略专题：疫情海外蔓延，内需内供板块攻守兼备-20200309

策略专题：全球疫情走势冲击，我国相对风险较低-20200225

策略专题:阶段性协议将利于中美在新战略下重整利益链条-20191014

策略专题：央行降准释放利好预期，银行与内房股最受益-20200102

策略专题:以安全可控与 5G 为主线，聚焦强国资产-20190903

研究部

姓名：杨森

SFC：BJO644

电话：0755-21519178

Email:yangsen@gyzq.com.hk

证券研究报告

目录

一、疫情加剧全球经济发展不平衡 6
各国疫情演变差异巨大，中国表现领先全球 6
各国经济恢复速度差异巨大，中国率先复苏 6
二、美联储超级 QE，美股走势与基本面背离 7
美联储 3 月推出超级量化宽松政策 7
美股走势与经济基本面背离 7
三、港股上半年总结 8
港股总体估值适中 8
资金抱团强势板块 8
四、港股下半年展望 9
美元流动性宽松状态或持续，利于新兴市场 9
资金持续涌入香港 10
下半年投资策略:中国资产避风港效应和流动性宽松效应持续，在长赛道守龙头 10
五、消费电子:推荐苹果产业链和小米集团 11
智能手机:销量有望从 Q3 逐步恢复，5G 渗透率快速提高 11
苹果产业链:下半年加大 5G 手机推货力度，核心供应商受益 11
六、半导体:全球龙头恒强，回 A 效应提升估值 12
全球龙头:竞争优势仍明显且可持续 12
国产崛起标的:回 A 效应和政策支持提升估值 13
2020 年展望：5G 投资增涨 3 倍，设备商最受益 13
七、医药生物行业:推荐制药、生物药龙头及医疗器械 14
制药及生物药行业:产品结构分化明显，创新药受益 14
医疗器械子行业:进口替代趋势继续推进 15
八、游戏行业:行业景气度持续走高 16
游戏行业:市场规模提速加快，游戏质量精品化 16
九、在线阅读行业:平台持续深挖 IP 价值 17
居民精神文化需求持续提升利好文娱产业 17
订阅费仍为行业主要收入来源，但未来将更加多元化 17
十、灵活用工人力资源行业:行业集中度将提升 19
中国人力资源服务市场的市场规模稳定增长 19
十一、教育行业:关注民办高教和 K12 课外培训板块 20
民办高教:受益于政策驱动 20
K12 课外培训:暑期已至，行业有望迎来旺季修复 21

十二、光伏行业:看好光伏玻璃和光伏电站运营商 21
光伏行业:国内装机需求强劲，行业高景气度持续 21
十三、公用事业:看好电力和固废板块估值修复 23
电力板块:低估值，高派息 23
十四、航空行业:推荐三大航和首都机场 24
消化利空影响后，航空行业估值将会逐步修复 24
十五、汽车:推荐确定性最强的三条主线 25
传统车存量市场竞争，整合加速，龙头份额提升 25
电动化浪潮迎来上升周期 26
乘用车消费升级背景下，豪华车是优选赛道 27
十六、餐饮行业:餐饮消费释放积极回暖信号 27
十七、猪肉行业:猪价有望维持高位震荡 28
十八、生活用纸行业:浆价维持低位，产商具备利润弹性 29
十九、房地产行业:地产+物业相结合 30
房地产行业:低估值、高股息+高业绩可见性推动行业估值修复 30
物业管理行业:推荐永升生活服务和佳兆业美好 32
二十、纺织服装及零售:Q2 回暖，下半年仍难报复性反弹 33
消费行业 Q2 景气度回升，但不认为 H2 会迎来“报复性反弹” 33
全年展望 34
二十一、黄金板块:疫情下美联储大规模放水， 凸显黄金价值 38
美国疫情出现反复，美联储宽松政策将长期维持 38
宽松政策下，美元购买力下降，凸显黄金价值 39
黄金价格上涨，利好行业龙头 40
二十二、风险因素 40
投资评级定义与免责条款 41

图目录

图 1：各国及全球新增确诊病例 6
图 2：中国失业率 7
图 3：美国失业率 7
图 4：各国制造业 PMI 7
图 5：各国预测 GDP 增速 7
图 6：标普 500 指数走势及 2020 年 EPS 预测 7
图 7：恒生指数 PE-BAND 8

图 8：港股涨幅前 20 行业市盈率(左侧坐标轴)及涨幅(右侧)..... 9
图 9：美联储资产负债表规模（百万美元)..... 9
图 10：香港房价指数..... 10
图 11：金管局卖出港币..... 10
图 12：全球智能手机出货量..... 11
图 13：我国 5G 手机渗透率..... 11
图 14：医药行业累计总收入同比增长(%)..... 14
图 15：2011-2019 CDE 药品受理数量..... 14
图 16：丘钛摄像模组月度数据..... 16
图 17：舜宇、丘钛手机摄像模组 ASP..... 16
图 18：房地产及物业管理行业重点公司主要财务和估值指标..... 17
图 19：2012-2020 年中国数字阅读行业订阅收入占比逐年下降..... 18
图 20：中国人力资源服务市场的市场规模稳定增长..... 19
图 21：2010 年以来全国大专院校招生总数及专升本招生规模..... 20
图 22：2020-2025 年国内光伏新增装机预测(GW)..... 22
图 23：2016-2020E 单双面组件市场占有率..... 22
图 24：中国电力 2015-2019 年每股股息及派息率..... 24
图 25：中国光大绿色环保分业务收入构成..... 24
图 26：丘钛摄像模组月度数据..... 25
图 27：舜宇、丘钛手机摄像模组 ASP..... 25
图 28：中国移动 DOU 与 ARPU..... 25
图 29：我国乘用车月销量(辆)及同比增速(%)..... 26
图 30：我国 2010-2019 年车企合计份额..... 26
图 31：2020 年 5 月餐饮收入总额同比-18.9%，环比+30.6%..... 28
图 32：2020 年 1-5 月餐饮累计收入总额同比-36.5%..... 28
图 33：全国平均生猪价格(元/公斤)..... 29
图 34：中国主要港口库存量(千吨)..... 30
图 35：2019H1 木浆价格回落，目前低位运行(美元/吨)..... 30
图 36：75 家港股上市房企 2011.09-2020.07 历年市盈率及涨跌幅..... 31
图 37：我国截至 2020 年 5 月社零数据(亿元)..... 33
图 38：美国每日新增新冠肺炎确诊人数(人)..... 39
图 39：美联储资产负债表规模(百万美元)..... 39

图 40：黄金价格与美国 10 年期国债利率水平变动 39

表目录

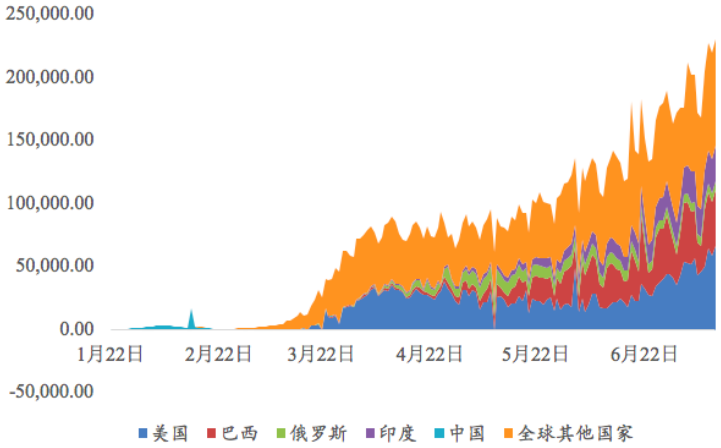
表 1：消费电子行业重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元） 12
表 2：半导体行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 13
表 3：医药行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 15
表 4：游戏行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 17
表 5：互联网内容平台重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 18
表 6：人力资源重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 20
表 7：教育行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 21
表 8：光伏行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 23
表 9：电力重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 24
表 10：固废重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 24
表 11：航空行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 25
表 12：汽车行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 27
表 13：餐饮行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 28
表 14：猪肉行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 29
表 15：生活用纸行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 30
表 16：房地产及物业管理行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 32
表 17：纺织服装及零售行业重点公司 2020H1 股价跌幅 33
表 18：运动行业重点公司折扣情况 34
表 19：运动行业重点公司经销商支持政策 34
表 20：纺服及零售行业重点公司主要财务和估值指标(单位:亿港元) 36
表 21：港股黄金板块龙头公司主要财务指标(单位:亿港元) 40

一、疫情加剧全球经济发展不平衡

1.1 各国疫情演变差异巨大，中国表现领先全球

截至 2020 年 7 月 12 日，全球累计感染新冠疫情人数达到 1255 万，全球整体疫情趋势仍在蔓延。其中：美国、印度等国疫情出现持续恶化，美国新增感染人数再次抬头，每日超过 5 万人。导致全球每日新增确诊人数进入 6 月后再次呈现增加。中国等国防控效果较好。从 4 月 18 日至今，中国已经连续 86 天每日新增不过百。

图 1：各国及全球新增确诊病例



资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

1.2 各国经济恢复速度差异巨大，中国率先复苏

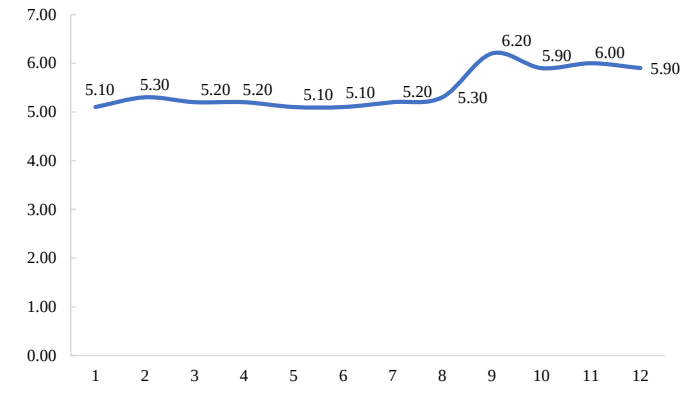
在疫情冲击全球经济的背景下，对疫情有效防控的国家经济恢复速度较快于其他国家。

中国作为第一批控制住疫情的国家，PMI 指数仅在 2 月低于 50，3 月便从 35.7 恢复到了 52。6 月中国 PMI 指数为 50.9，印度、日本、欧元区国家 PMI 则仍处于 50 以下。

美国 PMI 指数 6 月恢复至 50 以上，其失业率在 4 月快速上升至 14.7%后连续 2 个月 下降至 11.1%。但考虑到美国新增感染人数在 6 月份快速上升，其 PMI 和失业率存在恶化的可能性。

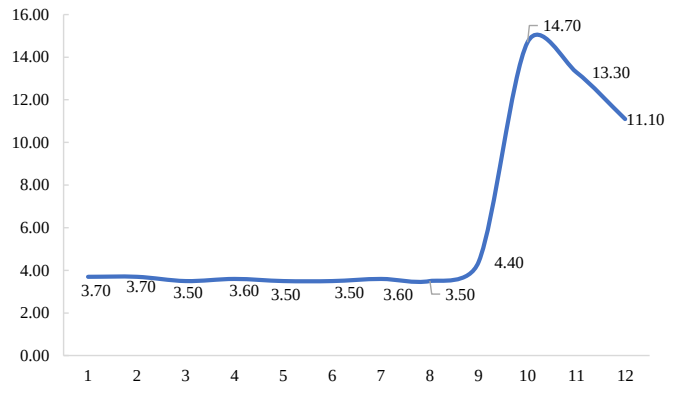
根据 IMF 数据，2020 年中国、印度、美国和欧元区预测 GDP 增长率分别为 0.96%、-4.55%、-8.00%、-10.24%。

图 2：中国失业率



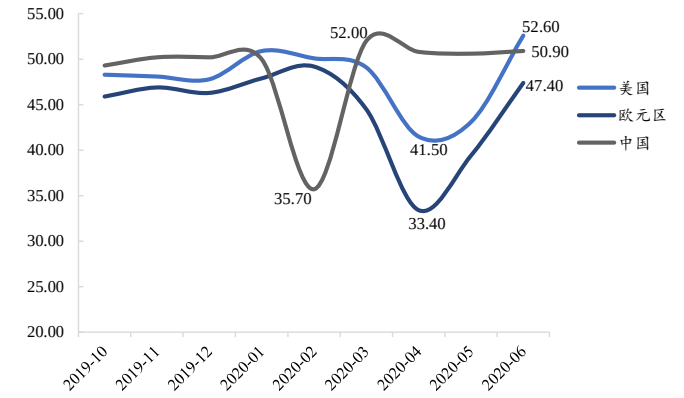
资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

图 3：美国失业率



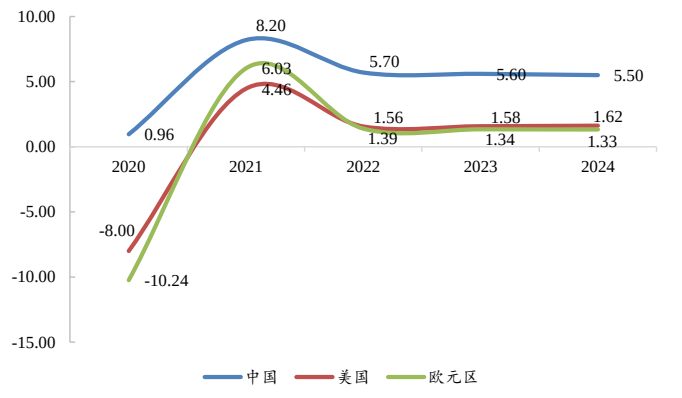
资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

图 4：各国制造业 PMI



资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

图 5：各国预测 GDP 增速



资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

二、美联储超级 QE，美股走势与基本面背离

2.1 美联储 3 月推出超级量化宽松政策

美联储在 3 月美国疫情爆发后密集推出的系列政策：

1）联邦基准利率下调至 0~0.25%；

2）无限量 QE，对购买资产的规模不设上限。购入资产标的包括美国国债、MBS 等；

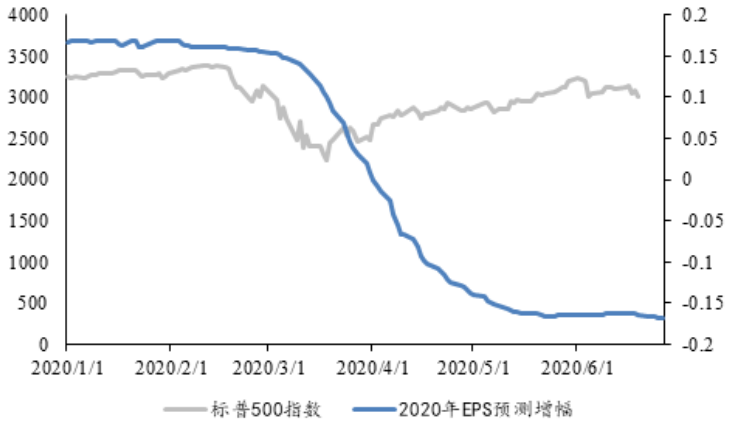
3）推出商业票据融资便利机制（CPFF）、初级交易商信贷安排（PDCF）、货币市场共同基金流动性工具（MMLF）、一级市场公司信贷机制（PMCCF）、二级市场公司信贷机制（SMCCF）、定期资产指出证券贷款机制（TALF）等一系列新兴金融工具，直接向市场提供流动性，并阻止机构投资者为获得流动性而对相关资产进行抛售。

2.2 美股走势与经济基本面背离

以标普 500 为例：其 2020 年 EPS 预测增幅不断下修，从年初增长 16.8%下降至负增长 -16.5%，但标普指数在 3 月 18 日跌至 2237.4 点（距年初下跌 31.3%）后迅速因为宽松

的流动性而反弹。截至 7 月 12 日，标普 500 指数为 3185 点，距年初下降 1.4%。

图 6：标普 500 指数走势及 2020 年 EPS 预测



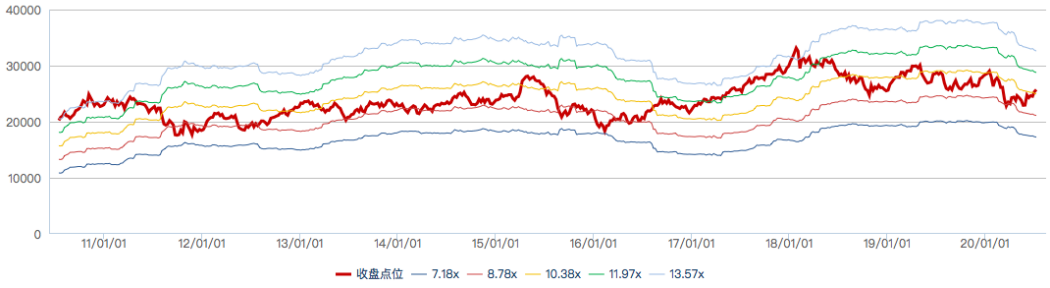
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

三、港股上半年总结

3.1 港股总体估值适中

在过去十年里，恒生指数市盈率大致在 7-13 之间波动。截至 7 月 10 日，恒生指数市盈率为 10.91 ，处于过去十年中间位置。

图 7：恒生指数 PE-Band



资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

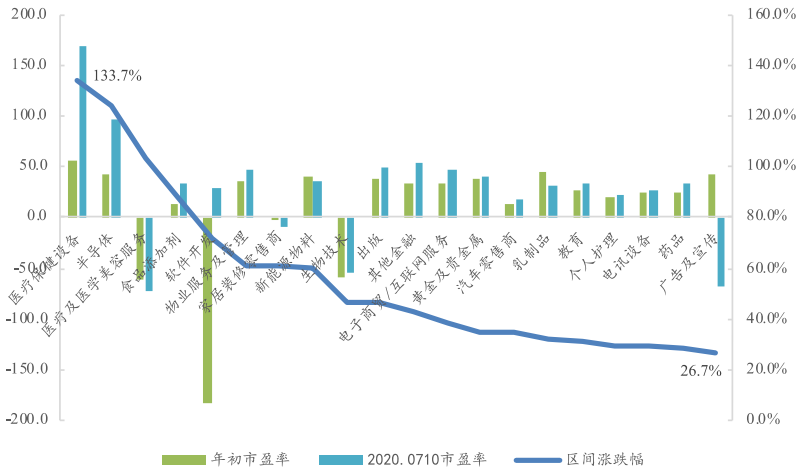
3.2 资金抱团强势板块

2020 上半年资金抱团使得医疗、科技、物业等强势板块年初至今涨幅领先其他板块。

从年初至今，根据港交所行业分类的四级子板块，医疗保健设备板块领涨，医疗保健设备、半导体、医疗及医学美容服务和食品添加剂板块获得超 80%的涨幅，物业、软件等板块涨幅超过 60%。

在估值方面，涨幅前 20 的板块中，多数板块有较大的市盈率提升。主要受益于 EPS 上升，涨幅较大但市盈率变化不大的板块有新能源物料、黄金及贵金属和乳制品。

图 8：港股涨幅前 20 行业市盈率（左侧坐标轴）及涨幅（右侧）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

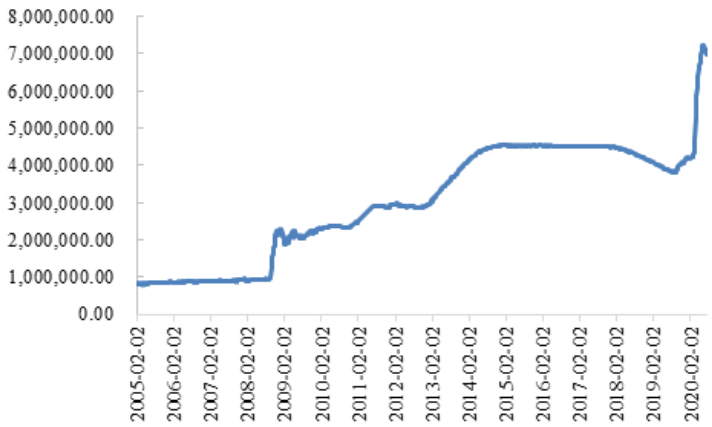
四、港股下半年展望

4.1 美元流动性宽松状态或持续，利于新兴市场

鉴于美国联邦利率已经降至 0~0.25%，而且美联储近段时间在小幅度缩减其资产负债表，我们认为美联储进一步大幅度释放流动性的空间不大。但由于美国疫情仍未得到有效控制，预计下半年美联储会倾向于维持当前规模的流动性。

美元的流动性充裕，对美元造成贬值压力，资本有从美国流向新兴市场的动力。

图 9：美联储资产负债表规模（百万美元）

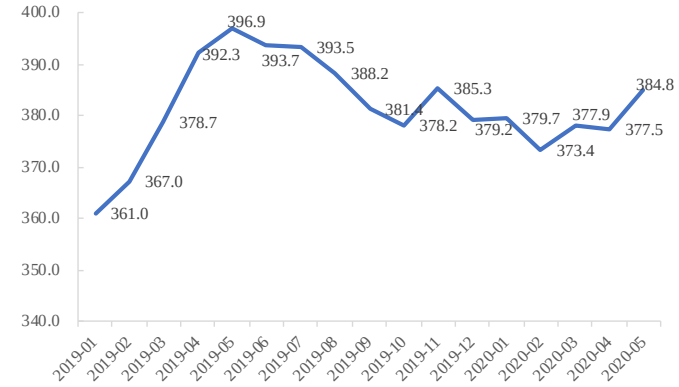


资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

4.2 资金持续涌入香港

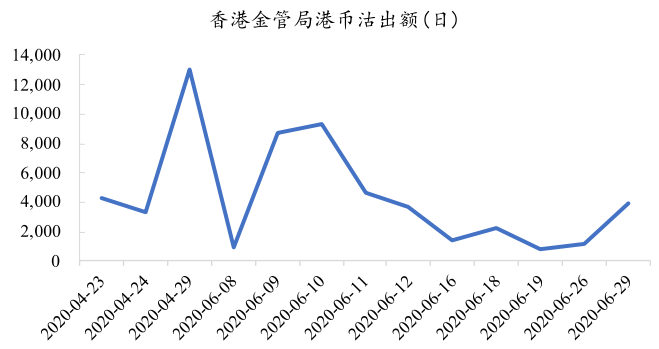
中国资产的避风港属性和适中的估值水平吸引国际资本持续流入香港市场，导致恒生指数近 20 日上升 5.28%至 25772 点，香港房价指数也在 2 月触底后持续上升。港汇的不断走强使得香港金管局不得不持续向市场提供港币。

图 10：香港房价指数



资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

图 11：金管局卖出港币



资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

4.3 下半年投资策略：中国资产避风港效应和流动性宽松效应持续，在长赛道守龙头

我们认为流动性宽裕和中国率先从疫情中复苏这两个因素是驱动港股最近上涨的主要因素，而这两个因素在下半年大概率会继续发挥效力。

对于港股布局，我们认为可以从三个角度考虑：

1）在长赛道守龙头：本质上我们更看好成长股。中国企业的增长模式在近几年不断从过去外延式、粗放式增长向以技术、商业模式创新和精益管理为核心的内生式增长切换。资本市场的估值体系也随之转换，更看重企业所处赛道的长远空间和企业持续领先于对手的竞争壁垒的高度，相对忽略短期 PE 高估。

2）低估值标的价值回归：大河有水小河满。流动性宽裕会从热门板块和龙头标的向其他板块蔓延，利于基本面稳健的低估值标的价值回归。

3）回 A 的重新定价效应：中芯国际（0981.HK）确定回科创板后，股价短时间内上涨近一倍。以港股通为代表的资金对于高科技企业登陆 A 股有浓厚兴趣和越来越重的定价权。在大国博弈背景下，此类标的大概率会维持市场高关注度和由此而来的估值重心向 A 股靠拢。

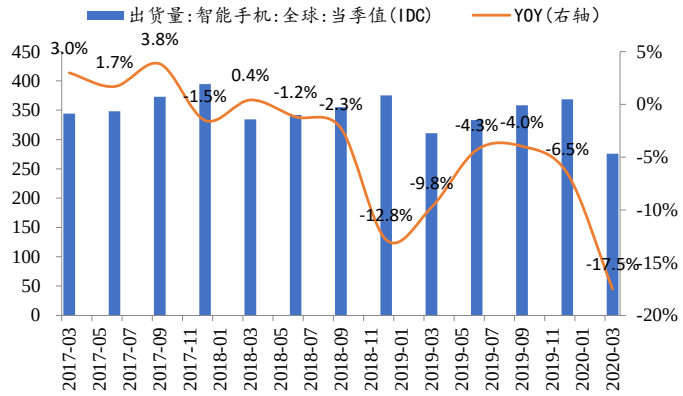
五、消费电子：推荐苹果产业链和小米集团

5.1 智能手机：销量有望从 Q3 逐步恢复，5G 渗透率快速提高

受疫情影响，全球智能手机出货量 2020 年 Q1 同比下滑 17.5%。随着欧美和亚洲国家逐步解禁，全球智能手机出货量有望从 Q3 开始缓慢恢复。

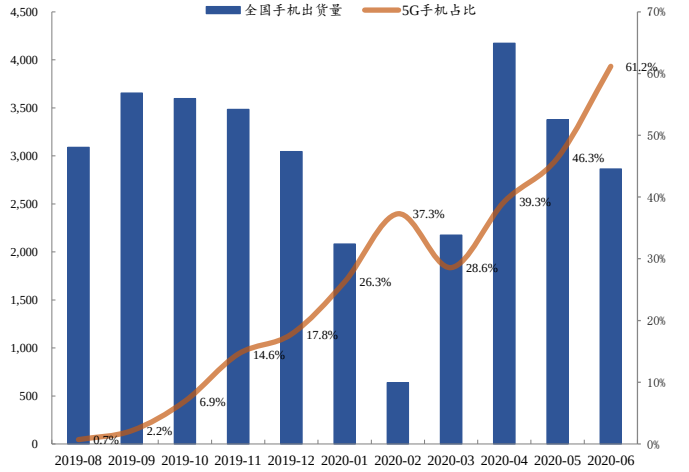
与此同时，5G 手机渗透率快速提升。我国 5G 手机占总出货量的比例从 1 月份占比 26.3%提升至 6 月份 61.2%。

图 12：全球智能手机出货量



资料来源：IDC、国元证券经纪（香港）整理

图 13：我国 5G 手机渗透率



资料来源：信通院、国元证券经纪（香港）整理

5.2 苹果产业链：下半年加大 5G 手机推货力度，核心供应商受益

苹果公司 2020 年下半年计划发布 4 款具有 5G 功能的新机，包括 5.4 吋、6.1 吋以及 6.7 吋三种屏幕大小。Strategy Analytics 预计：2020~2021 年，苹果占全球 5G 手机的市场份额分别为 21.4%和 24.2%。

我们看好**苹果（AAPL.O）**及其核心供应商，包括：

瑞声科技（2018.HK）：苹果传统的声学供应商，塑胶光学镜头业务快速增长，WLG 镜头有望下半年有项目落地；

比亚迪电子（0285.HK）：已承接 IPAD 组装业务，未来有望扩大与苹果的合作范围；

鸿腾精密（6088.HK）：有望成为 AirPods 三供，同时在汽车电子和 AR 眼镜领域与苹果存在合作空间。

小米集团-W（1810.HK）：5G 推动手机与 IoT 外延发展，品牌与生态打造内生动力

公司在 Q1 全球智能手机的市占率提升为 10.7%，同比增长 1.8%，位列全球第四。随着出海战略持续推进，公司海外手机销量同比总增长 28%，其中：欧洲增长 58.3%，市占率同比上升 8.6%至 14%，逆势录得高正增长。我们看好公司在海外市场的持续发力。

公司当前为全球最大的消费物联网平台，截至 1Q20，IoT 智能物联网设备连接超过 2.52 亿台，预计未来公司 IoT 与生活消费产品业务，将由智能电视和智能个人音频设备以及其他产品类推动高速增长。

表 1：消费电子行业重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
AAPL.O	苹果公司(APPLE)	20,763	20,399	-1.8%	4,654	4,332	-6.9%	30.1	30.5	25.0	18.4
1810.HK	小米集团-W	1,997	2,299	15.1%	155	112	-27.5%	36.3	33.2	26.0	4.5
2018.HK	瑞声科技	208	202	-2.7%	43	25	-42.7%	29.1	29.4	21.9	3.3
0285.HK	比亚迪电子	473	596	26.2%	25	18	-28.6%	27.9	10.8	15.2	2.6
6088.HK	FIT HON TENG	315	342	8.6%	18	18	0.0%	15.4	18.6	14.5	1.8

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

六、半导体：全球龙头恒强，回 A 效应提升估值

6.1 全球龙头：竞争优势仍明显且可持续

对于 7nm 及以下的最先进制程，中国大陆尚需时日进行追赶，当下仍宜以全球龙头为投资标的。建议重点配置：芯片制造业龙头台积电（TSM.N），EDA 软件龙头新思科技（SNPS.O）和铿腾电子（CDNS.O）。关注联发科（2454.TW）。

- **台积电（TSM.N）：领先优势至少持续至 3nm 时代**

目前全球已经实现量产 7nm 芯片的厂家只有台积电和三星。在 5nm 芯片领域，台积电已经于 2020 年上半年量产，并获得了苹果、华为、高通等大客户的订单。而三星或将推迟至 2021 年才能量产。这造就了台积电成为 2020 年唯一能够量产 5nm 芯片制造厂的局面，可独得今年的高端市场份额。

在 3nm 芯片领域，台积电预计 2022 年量产，大客户包括为苹果生产 A16 处理器。而且台积电的第一代 3nm 仍采用 FinFET 工艺，技术路线比较成熟，意味着不确定性低，更容易得到客户认可，而且投资额比较低。

基于公司的领先优势明显，建议配置。

- **高端 EDA 龙头：新思科技（SNPS.O）和铿腾电子（CDNS.O）**

随着 5G、AI 等新技术、新应用的出现，EDA 的潜在市场有望持续大幅度增长。由于 EDA 软件的研发与先进制程相辅相成，在大陆企业没有突破进入先进制程的大背景下，短期内国产 EDA 想突破进入 7nm 及以下的工艺难度比较大。

6.2 国产崛起标的：回 A 效应和政策支持提升估值

中芯国际（0981.HK）光速回 A，极大彰显了国家对半导体产业的重视，提升了市场关注度，引发近日港股大陆半导体板块迅速走强。从中长期看，大陆企业依托国内政策、资金与市场的支持，未来发展的确定性增强。建议“持有”中芯国际（0981.HK），并可进一步挖掘其他潜在的回 A 标的，重点关注上海复旦（1385.HK）、中国光大控股(0165.HK)和华虹半导体(1347.HK)。

- **上海复旦（1385.HK）：潜在回 A 标的**

公司曾于 2019 年 4 月发布公告，讨论发行 2.31 亿股 A 股，占公司已发行股本的 33.33%。如果公司回 A 进程继续推进并取得阶段性成果，借助回 A 和“北斗芯片”等题材带动，公司估值有望进一步提升。

- **华虹半导体（1347.HK）：特色工艺保障业绩稳定性**

华虹七厂的规划月产能是 4 万片 12 英寸集成电路生产线，支持 5G 和物联网等新兴领域的应用，已于 2019 年进行生产运营，成为中国大陆领先的 12 英寸特色工艺生产线，也是大陆第一条 12 英寸功率器件代工生产线，目前正处在产能爬坡阶段，预计对公司的收入和利润将持续产生正面贡献。我们认为公司的资质也能够满足 A 股科创板的发行条件。

- **中国光大控股（0165.HK）：光刻机突破受益股**

公司旗下光大控股（青岛）投资有限公司（「光控青岛投资」）于 2016 年 4 月成功投资上海微电子装备有限公司（「SMEE」或「公司」），投资后公司占比 11.98%。该项投资为公司投资布局智能装备领域的重要一步。若未来 SMEE 等公司能够在包括 A 股等证券市场上市，利于提升公司估值。

表 2：半导体行业重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
TSM.N	台积电	2,639	2,786	5.6%	929	922	-0.8%	28.0	0.0	0.0	6.1
SNPS.O	新思科技	245	263	7.6%	34	42	22.9%	56.1	52.0	50.2	7.3
1385.HK	上海复旦	16	16	1.0%	1	-2	-247.4%	-43.6	0.0	0.0	4.0
1347.HK	华虹半导体	74	74	-0.4%	14	13	-11.9%	38.3	54.0	41.3	2.8
0165.HK	中国光大控股	13	12	-12.2%	31	22	-27.9%	11.2	10.8	9.4	0.6

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

6.3 2020 年展望：5G 投资增涨 3 倍，设备商最受益

中国移动 2020 年总资本开支预算为 1798 亿元，yoy +8.4%。5G 相关开支预算约 1000 亿元，占总投资比例为 55.6%。2020 年 5G 相关开支将同比增长 316.7%。

中国联通 2020 年资本开支预算同比上升 24.1%至 700 亿，其中 5G 相关投资由将由 2019 年的 79 亿元提高至 350 亿元，yoy+343.04%。

中国电信 2020 年资本开支为 850 亿，yoy +9.6%；其中 5G 相关投资达 453 亿元，yoy +387.1%。

重点关注中兴通讯（0763.HK）：2020 年 3 月 31 日，中国移动 2020 年 5G 基站建设无线设备招投标结果公布。招标数量总计 23 万站。国内外共 4 家主设备厂商获得订单份额。其中华为公司以 214.11 亿元大单拿下最大份额，中标基站数量为 13

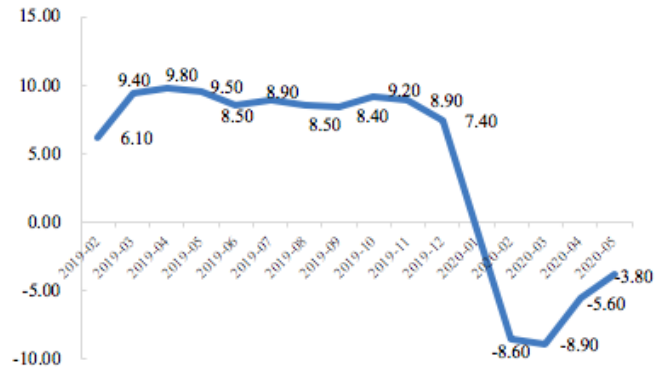
万站，中标份额 58%。中兴通讯以 107.31 亿元拿下市场份额第二名，中标基站数量 6.7 万站，中标份额 29%。同时，在全球 5G 标准必要专利数量中，中兴通讯以 2，561 个专利数量上升至全球第三位，距第二名 2，795 个专利数量差距进一步缩小，中兴通讯市场地位再次得到提升。

七、医药生物行业：推荐制药、生物药龙头及医疗器械

7.1 制药及生物药行业：产品结构分化明显，创新药受益

仿制药带量采购已经实施一年多，第三轮带量采购马上要开始，药品降价幅度较大，仿制药行业的下降趋势无法避免，对制药行业有一定的影响，制药公司的业绩增速略有下降。另一方面，国家对创新药的审批、定价等方面扶持力度加大，审批速度也加快，龙头公司通过不断提升研发费用，加强创新药的研发，龙头制药公司的研发费用率在 11%以上。随着老龄化加快、居民医疗支出不断增长，医药的需求持续增长，业绩确定增长的制药龙头公司值得投资。可以关注以下三类公司，第一类公司，创新能力突出的公司，很早就转型布局新药研发、产品梯队丰富，销售能力突出的制药龙头公司如石药集团、绿叶制药。第二类公司不受集中采购影响的生物药龙头公司，如三生制药。

图 14：医药行业累计总收入同比增长（%）



资料来源：IDC、国元证券经纪（香港）整理

图 15： 2011-2019 CDE 药品受理数量



资料来源： CDE、国元证券经纪（香港）整理

三生制药（1530.HK）

公司重磅品种赛普汀于今年 6 月获批上市，有望为公司营收贡献新增量。HER2 阳性乳腺癌患者约 50 万人，目前 HER2 单抗市场竞争温和，我们预计该峰值有望突破 20 亿元，成为公司重要增量贡献。公司其他核心产品包括特比澳、益赛普及重组人促红素产品益比奥及赛博尔，四种产品均为中国内地市场下各生物制药领域的领先产品，未来能为公司带来持续的增量可观的现金流收入。公司在研产品种类涵盖肾科、肿瘤、自身免疫及其他、代谢和皮肤疾病五个种类共 32 种在研产品，其中 22 种为国家新药。三生制药的附属公司三生国健于 2020 年 7 月在科创板上市。

未来 3 年公司的增长在 20%以上。公司目前 2020 年 PE 仅 21 倍。

石药集团（1093.HK）

公司 20201Q 的研发费用支出达 5.68 亿元，同比增加 23.2%，占成药业务收入的 11.3%。自 2020 年初起，公司已获得利伐沙班片、孟鲁司特钠片和门冬氨酸鸟氨酸注射液的国内药品注册批件，以及欧米加-3-酸乙酯 90 软胶囊的美国 ANDA 批件。两性霉素 B 有望于 2020 年下半年上市，米托蒽醌脂质体等也陆续上市。公司计划在未来三年内上市新产品 50 余个，其中预计市场空间超过人民币 10 亿元的重磅品种将不少于 15 个。公司现有心脑血管系统药物及抗肿瘤药将持续增长，管理层执行力强加销售优势明显，未来 3 年业绩复合增长 20%，目前 PE 仅 23 倍。

绿叶制药（2186.HK）

公司拥有 98%股份的博安拥有领先的全抗体转基因小鼠技术、噬菌体展示技术及纳米抗体平台，LY01008(VEGF 单抗)已递交 NDA，预计 2021 年上市。绿叶海外研发的主要方向是中枢神经用药，在 5 款临床三期或待批准的药物。国内研发 8 款进入临床三期或待批准的药物中，抗肿瘤用药有 2 款，中枢神经系统用药有 5 款。力朴素能维持正增长。授予阿斯利康血脂康胶囊推广权，血脂康有望实现 40%以上的增长。目前 20 年 PE 仅 8.9。

7.2 医疗器械子行业：进口替代趋势继续推进

医疗器械产品有明确的进口替代趋势，推动龙头公司业绩快速增长。代表性的公司 2019 年净利润同比平均增长 56%，预计行业的进口替代趋势还将延续，关注受益进口替代趋势，产品具有竞争力、估值低估的医疗器械公司，比如昊海生物科技。

昊海生物科技（6826.HK）

公司所处的眼科、医疗美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大治疗领域均处于快速增长阶段，特别是眼科医美是好赛道。眼疾发病率上升，眼科疾病手术的数量和质量逐渐提高，人工晶状体及视光材料和眼科粘弹剂有广阔的市场空间。公司收购杭州爱晶伦，其产品屈光晶体用于高度近视患者做屈光手术，中国目前只有 2 个厂家，爱晶伦是唯一国产厂家，国内高度近视人数达 5500 万，目前国内每年手术仅十几万台，渗透率极低，通过公司的市场推广及产品力优势，有望快速成长。公司是国内玻尿酸产品的龙头，随着医美行业规范化发展和第三代玻尿酸产品推出，公司有望实现玻尿酸产品收入高增长。19 年公司拥有 263 名研发人员，并加大了 21.71%的研发投入，达到了 1.16 亿元，研发力度明显优于同行业其他竞争对手。公司 2021-22 年业绩有望复合 20%以上的增长，目前估值 PE 为 21 倍，远低于医疗器械行业平均。

表 3：医药行业重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
1530.HK	三生制药	52.52	59.58	15.97%	14.58	10.87	-23.76%	29.8	20.7	17.9	3.0
6826.HK	昊海生物科技	17.69	17.86	3.20%	4.73	4.14	-10.56%	24.1	21.4	17.7	1.6
1093.HK	石药集团	212	247	24.60%	37	41	21%	27.5	23.2	19.3	5.5
2186.HK	绿叶制药	59	71	23%	15	16.5	12.70%	9.9	8.9	7.7	1.6

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

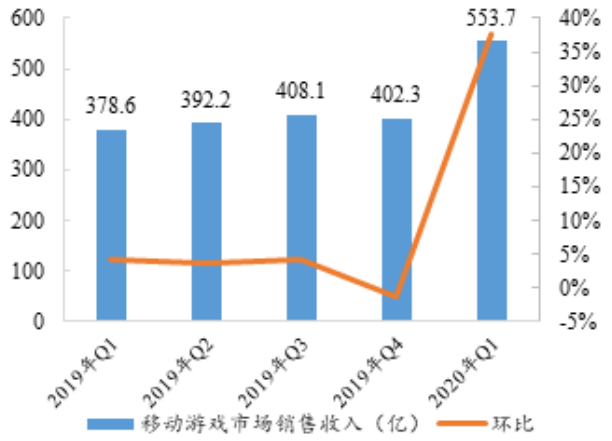
八、游戏行业：行业景气度持续走高

游戏行业：市场规模提速加快，游戏质量精品化

根据游戏工委统计，2020 年一季度中国游戏市场销售收入为 732.0 亿元，环比增长 25.2%，同比增长 29.7%，其中移动游戏市场实现销售收入为 553.7 亿元，环比增长 37.6%，同比增长 46.2%，占行业比重达到 75.6%。由于疫情时期，用户寻求“宅娱乐”为游戏产业带来很多新的增量用户，使得市场规模增速得到提升，其中移动游戏市场规模增长最快。

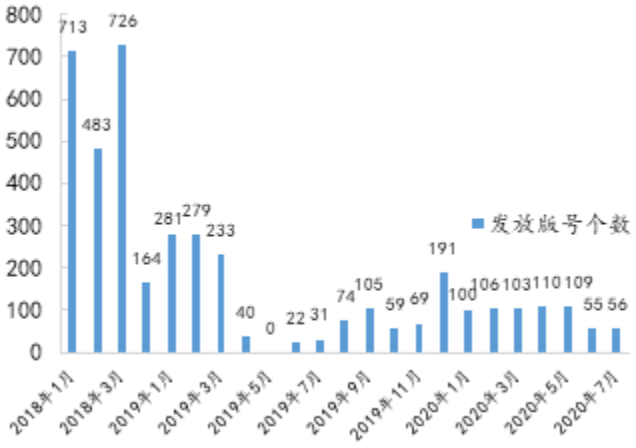
随着移动游戏版号恢复正常发放后，目前版号发行数量同比过去水平有极大减少，主要是因为国家从管理层面对游戏质量把控力度进行了严格调控，对于低质量及重复恶意“氪金”的游戏产品给予严厉打击，将行业中劣质游戏产品进行驱除。相信目前严格的版号审查制度将提升厂商研发积极性，未来产品将更加注重游戏长线运营及游戏用户体验。

图 16：中国移动游戏市场销售收入



资料来源：游戏工委、国元证券经纪(香港)整理

图 17：我国游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署、国元证券经纪(香港)整理

心动公司（2400.HK）：强大的双核驱动游戏娱乐平台企业

公司拥有强大的游戏开发及运营能力：公司游戏业务收入一直保持较高增速，且高于行业整体增速，收入从 2016 年 7.7 亿增长至 2018 年 15.6 亿，一方面是由于公司游戏自研能力强，同时在海外运营能力上也有出色的表现，使得游戏业务付费用户及客单价不断提升，根据公司目前游戏产品储备，2020 年公司预计将上线 16 款新游戏。认为随着海外市场的扩张步伐加速及国内版号市场审批回复正常化，公司游戏业务仍有较大发展空间。

旗下运营最具影响力游戏社区平台，用户品牌度高：公司运营中国最具影响力的游戏社区平台 TapTap，该平台通过为广告主提供在线推广服务产生收入，目前平台

成长速度很高，收入从 2017 年 8099 万元增长至 2018 年 2.95 亿元，MAU 从 2017 年 90 万增长至 2019 年 9 月 1700 万，而目前该平台广告库存较低，同时用户去点击浏览的意愿较同类型平台更高，加上社区专业性、高活跃等特点，假如公司未来增加广告库存比，TapTap 平台商业化水平将会急速提升。

表 4：游戏行业重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
0700.HK	腾讯控股	3,569	4,212	18.0%	898	1,042	15.9%	50.1	41.9	34.1	10.8
9999.HK	网易-S	766	661	-13.7%	70	237	237.6%	22.2	33.4	28.7	7.7
0799.HK	IGG	59	52	-11.4%	15	13	-13.4%	7.3	8.7	8.8	3.2
0302.HK	中手游	18	34	86.0%	4	3	-21.9%	30.8	9.3	7.6	2.1
6820.HK	友谊时光	17	19	12.8%	4	5	20.7%	17.5	12.7	10.2	5.5
1119.HK	创梦天地	27	31	15.9%	3	4	39.8%	16.1	11.2	9.3	1.6
2100.HK	百奥家庭互动	3	8	133.8%	1	2	32.3%	16.9	6.6	5.6	1.7
0777.HK	网龙	58	65	12.4%	6	9	44.7%	15.5	11.8	8.8	2.2

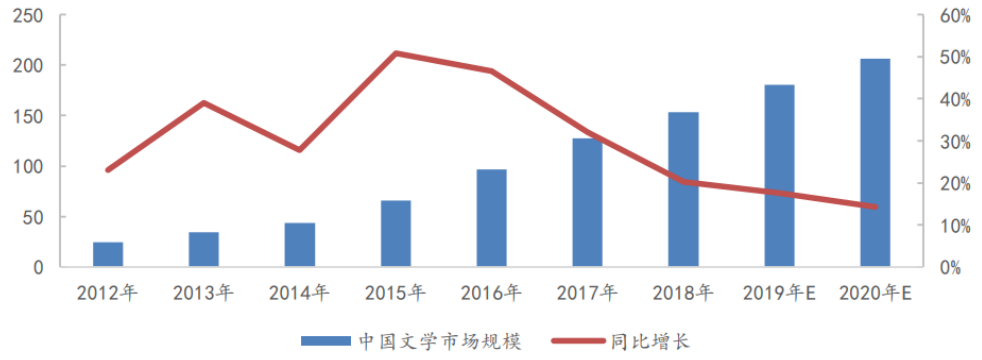
资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

九、在线阅读行业：平台持续深挖 IP 价值

9.1 居民精神文化需求持续提升利好文娱产业

随着国内人均 GDP 持续增长、人均可支配收入提升以及居民消费模式升级，人们对高质量文娱内容需求也在不断提升，而文学作为行业中最基础的基石，将成为最直接受益的产业。截至 2020 年一季度，中国互联网用户普及率已超过 60%，而网络文学平台使用率也从 53.2%，因此数据表明中国有越来越多的人已经习惯使用互联网及移动互联网文学平台，这一趋势给产业发展带来了更多发展空间，虽然目前网络文学用户数量增长开始降低，但是单一用户消费水平仍有较大的上升空间。

图 18：中国在线阅读市场预计规模将持续增长



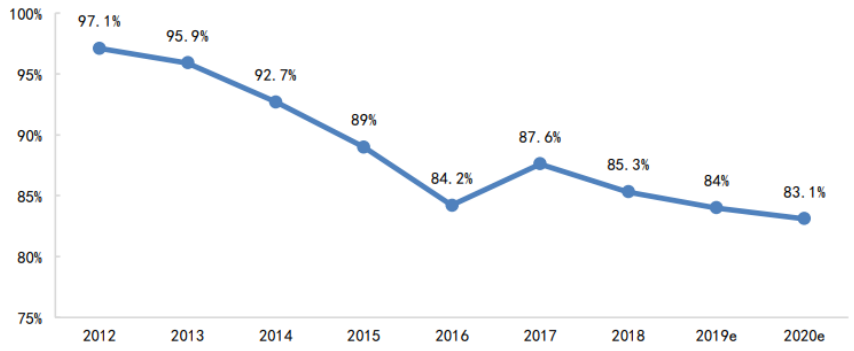
资料来源：艾瑞咨询、国元证券经纪(香港)整理

9.2 订阅费仍为行业主要收入来源，但未来将更加多元化

我们认为未来网络文学变现方式将愈加多元化，虽然目前行业主要收入来源仍是订阅费，根据艾瑞咨询的数据预计 2020 年行业文字订阅收入仍占到 80%以上，但近几年文学内容版权运营收入在行业中的比重在快速提升，文学内容资源已经变成泛娱乐平台的重要生产资料，随着 IP 衍生形式多种多样化，极大的提升了内容平台

的变现水平。目前阅文集团在内容储备上基本占据市场一半以上的份额，如果按提供内容的数量来看，前五大内容平台分别为阅文平台、中文在线、掌阅、百度文学、阿里文学，而阅文集团凭借强大的行业地位，旗下平台作家及 IP 储备数量为全行业最高。

图 19：2012-2020 年中国数字阅读行业订阅收入占比逐年下降



资料来源：艾瑞咨询、国元证券经纪(香港)整理

阅文集团（772.HK）：互联网文学龙头，战略改变进入新周期

公司基于互联网文学生态搭建版权运营双驱动发展路径，同时作为国内引领行业的正版数字阅读平台和文学 IP 培育平台，阅文旗下已拥有行业中最庞大的作家群体及 IP 储备，同时自身背靠腾讯，具备将优质 IP 改编为影视、动漫、游戏的实力。形成了拥有顶级内容端分发渠道和 IP 多业态衍生的业务模式。

公司背靠大股东腾讯互动娱乐平台，因此拥有腾讯动漫、腾讯视频、腾讯影业、腾讯电竞等的内容平台合作优先权。借助腾讯强大的泛娱乐内容分发平台，公司可以实现从内容创作到 IP 改编制作再到影视剧创作，将优质 IP 的价值最大化。另外我们预计随着管理团队调整完毕，未来公司与大股东腾讯在 IP 联动和内容生态建设上的合作关系将更加紧密。

表 5：互联网内容平台重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
BILI.O	哔哩哔哩	47	76	60.6%	-6	-14	128.5%	-84.4	-56.1	-101.8	15.4
603533.SH	掌阅科技	22	21	-3.3%	2	2	13.0%	105.3	62.5	42.6	13.7
IQ.O	爱奇艺	285	324	13.5%	-104	-115	10.8%	-11.4	-16.4	-31.6	12.3
TME.N	腾讯音乐	217	284	31.0%	21	44	112.5%	50.2	52.5	38.0	4.6
300364.SZ	中文在线	10	8	-21.7%	-17	-7	-60.9%	-9.7	74.4	51.0	4.1

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

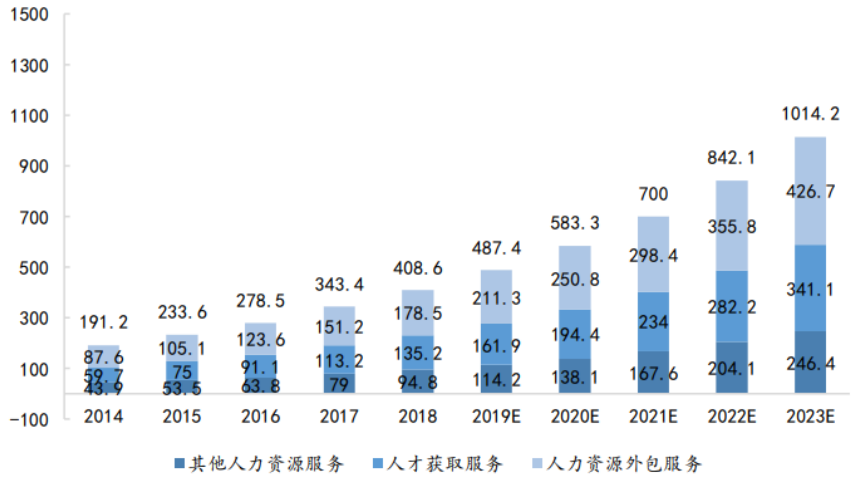
十、灵活用工人力资源行业：行业集中度将提升

中国人力资源服务市场的市场规模稳定增长

中国人力资源服务市场由 2014 年约人民币 1912 亿元增长至 2018 年约人民币 4086 亿元，复合年增长率为 20.9%。行业增长迅速除了主要受惠于政府的利好支持外，还受惠于新兴行业增长迅速，特别是新经济产业对人才获取及管理的需求增加。，中国人力资源服务市场由 2014 年约 1912 亿元增长至 2018 年约人民币 4086 亿元，复合年增长率为 20.9%，预期到 2023 年达到约 10142 亿元，复合年增长率为 19.9%。增长迅速主要受惠于政府的利好支持，包括刺激政策、增加公共开支、增加人力资源服务预算，以及新兴行业增长迅速，特别是新经济产业对人才获取及管理的需求增加。

中国灵活用工人数由 2014 年约 69.3 万人增长至 2018 年约 128.1 万人，而中国劳工市场的员工人数由 2014 年的 7.73 亿人增加至 2018 年的 7.76 亿人。因此，与中国劳工市场的员工总数相比，渗透率仍然很低。另外，2018 年中国、美国、日本及欧盟的灵活员工占所有员工的比例分别为小于 1%、约为 10%、4%及 3%，与发达国家相比，中国灵活用工比例较低，市场渗透率低，灵活用工市场处于初步发展阶段。

图 20：中国人力资源服务市场的市场规模稳定增长



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

人瑞人才（6919.HK）：新经济产业发展受益者

公司是中国最大的灵活用工服务提供商，市场份额为 1.7%。按 2017 年至 2019 年灵活用工服务所得收入的复合年增长率来看，人瑞人才为中国灵活用工市场上五大企业中增长最快的灵活用工服务提供商。公司核心特色在于能够在短时间内大规模提

供灵活用工服务，使客户专注于壮大其业务，同时有效地配合其增长需求调整人才调配。而且公司核心灵活用工业务主要客户为新经济产业中的独角兽企业，因此未来将受益于该产业快速增长而增长。

从市场竞争来看，如果按人数口径统计，公司在市场份额居首位，市占率为市占率为 1.5%。如果对标日本 Recruit12%-15%和美国 ADP15%的市占率空间，可以看出我国灵活用工行业集中度还有较大提升空间。我们预计未来整体行业市场集中度将提升,头部玩家将受益。

表 6：人力资源重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
6100.HK	有才天下猎聘	14	17	20.7%	0	1	1421.5%	65.8	33.4	20.0	2.7
2180.HK	万宝盛华	28	34	19.4%	1	1	9.8%	17.2	14.9	12.6	1.6
300662.SZ	科锐国际	25	40	59.7%	1	2	26.5%	56.2	48.3	37.3	9.9
JOBS.O	前程无忧	43	45	4.6%	14	6	-58.4%	64.4	39.8	32.6	3.1

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

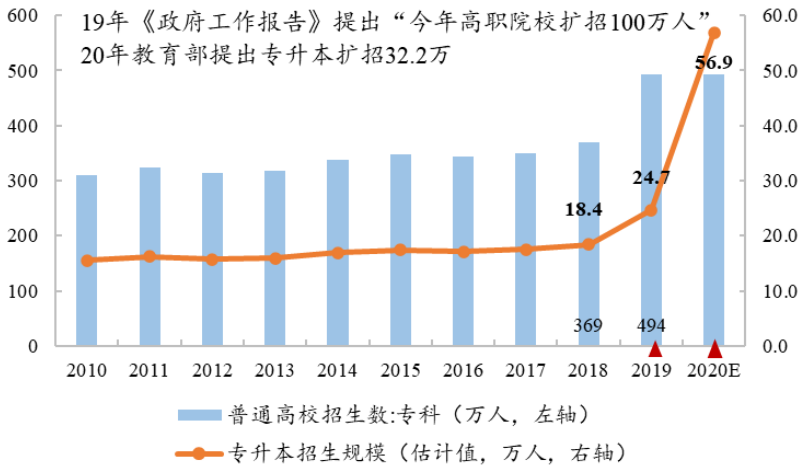
十一、教育行业：关注民办高教和 K12 课外培训板块

11.1 民办高教：受益于政策驱动

今年以来，受新冠疫情影响，就业形势严峻，为了稳就业，2020 年 2 月教育部表示专升本招生同比增加 32.2 万人，并研究推进第二学士学位扩招工作。预计 2020 年扩招后专升本招生规模将达 56.9 万人，同比增幅达 130%以上。

2020 年 5 月 22 日《政府工作报告》提出高职院校全年扩招 200 万，招生数同比增加 41%（19 年高职专科招生数为 483 万人），民办高职专科院校有望显著受益。

图 21：2010 年以来全国大专院校招生总数及专升本招生规模



资料来源：国家统计局、Wind、国元证券经纪（香港）整理

注：2010-2019 专升本招生规模按照占高职招生数 5%的比例估算

今年以来频繁出台的稳就业高校扩招政策直接利好民办高校未来学额的增长，**建议关注行业龙头中教控股（839.HK）以及内生增长动能强劲的中国科培（1890.HK）。**

11.2 K12 课外培训：暑期已至，行业有望迎来旺季修复

对于 K12 课外培训行业而言，寒暑假期是传统旺季，目前随着全国各地中小学陆续进入暑期，学生对线下培训的需求将进一步提升，行业有望迎来旺季修复。同时，我们预计疫情对缺乏资金流动性的小机构影响更大，长期有助于龙头企业扩大市占率，**建议关注行业龙头新东方（EDU.N）及华南区域教培龙头卓越教育集团（3978.HK）。**

表 7：教育行业重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
0839.HK	中教控股	-	22	-	-	7	-	38.1	25.2	20.4	3.4
1890.HK	中国科培	7	8	20.8%	4	5	30.5%	23.1	17.7	14.9	3.8
EDU.N	新东方	192	243	26.5%	23	19	-19.6%	98.9	40.3	29.5	8.5
3978.HK	卓越教育集团	17	20	21.4%	1	2	141.5%	19.8	16.8	10.8	3.4

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

注：中教控股 2018 年调整财政年度，数据不具可比性

十二、光伏行业：看好光伏玻璃和光伏电站运营商

光伏行业：国内装机需求强劲，行业高景气度持续

- **光伏玻璃：供需偏紧，量价齐升**

需求端：2019 年双面双玻组件渗透率约为 10-15%，目前单双面 PERC 电池片已经同价，随着下游应用端对于双面组件发电增益的认可，预期 2020 年双面双玻组件的渗透率将会快速提升。全球光伏装机需求持续增长叠加双面双玻组件渗透率提升，预期光伏玻璃行业景气度持续。

供给端：光伏玻璃为技术和资本双密集型行业，先发优势、规模优势、资源优势和客户优势等构筑的行业壁垒突出，目前已形成信义光能和福莱特双寡头格局。按光伏玻璃原片产能计算，全国前五大光伏玻璃生产企业的市场集中度从 2013 年的 63.3%提高到 2019 年末的 80%左右。2020 年及以后新增产能也主要来自于龙头企业，预期市场份额将会向规模化光伏玻璃龙头业进一步集中。

近期国家能源局公布 2020 年光伏竞价补贴项目约 26GW，同比增长约 14%，略超市场预期。预期四季度抢装需求将提前释放，而目前主流 3.2mm 光伏镀膜玻璃价格 24 元/平米，已接近二三线厂商边际成本，预期下半年光伏玻璃价格有望于三季度中下旬提前反弹。

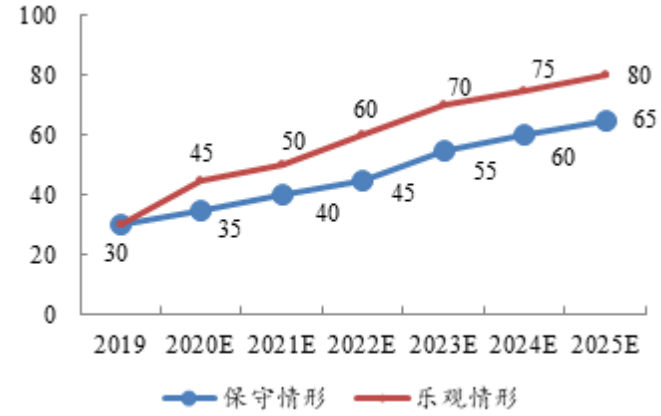
- **光伏电站运营：正式进入平价上网时代**

2019 年我国光伏系统价格已降至 4.5 元/W，其中组件均价为 1.75 元/W，占比下降至 38%。光伏度电成本的快速下降促进中国光伏平价时代加速到来，2020 年 2020

年是企业参与竞价的最后一年，2021 年将全面进入平价时代。

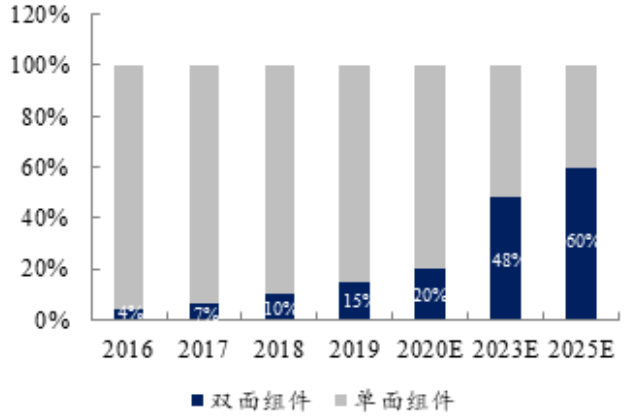
平价上网后光伏行业正式进入去补贴真正市场化发展阶段。未来随着光伏进一步降本增效，高效组件、双面发电、跟踪支架等技术能够轻松实现 10%-30%的发电量增益，度电成本更具经济性；另一方面，随着光伏+储能技术的成熟，光伏功率输出曲线不稳定的问题也将被有效解决，光伏有望成为全球能源供给的主要形式。

图 22：2020-2025 年国内光伏新增装机预测(GW)



资料来源：CPIA、国元证券经纪（香港）整理

图 23：2016-2020E 单双面组件市场占有率



资料来源：CPIA、国元证券经纪（香港）整理

重点公司推荐：

- **信义光能（968.HK）：全球最大的光伏玻璃制造商，光伏玻璃一体化优势显著**

公司为全球最大的光伏玻璃制造商，截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有总计日熔化量 7,800 吨的光伏玻璃生产线，占有全球超过 30% 的市场份额。2020 年公司新增四条太阳能玻璃生产线，总产能为 4,000 吨/日，总日熔量将由 7,800 吨增加至 11,800 吨，预期 2020 年产能增长 26%，公司市场份额将进一步提升。基于公司光伏玻璃龙头规模成本一体化优势、融资成本优势，以及太阳能电站项目稳定可观的回报，2015-2019 年公司平均净利率和 ROE 分别达到 27%和 25%，显著领先行业。受益薄片玻璃渗透率的快速提升，公司将加大高附加值产品占比，优化产品结构，未来业绩成长可期。

- **福莱特玻璃（6865.HK）：光伏玻璃技术领先行业，加速扩产提升市场份额**

截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有总计日熔化量 5,400 吨的光伏玻璃生产线，占有全球超过 20% 的市场份额，为全球最二大的光伏玻璃制造商。公司新增四条太阳能玻璃生产线，总产能为 4,400 吨/日，将分别于 2020 年和 2021 年新增 2000 吨/日和 2400 吨/日产能，此外，根据公司 A 股发行预案，公司将进一步扩充安徽凤阳 2*1200t/d 窑炉线，届时未来公司总日熔量将由 5,400 吨增加至 12,200 吨。产能扩充将进一步巩固公司龙头行业地位，规模成本一体化优势将进一步提升公司盈利水平，支撑公司未来业绩高增长。

- **信义能源（3868.HK）：持续高派息，股东回报稳定**

公司于 2019 年 5 月 28 日在香港联交所从信义光能控股有限公司分拆上市。公司在安徽省主要市场占据重要地位，并成功将模式复制至湖北、河南、海南、广东、福建、天津等省市。截至 2019 年 12 月 31 日，由公司开发、建设且并网的太阳能发电场项目总规模为 2,630 兆瓦，其中 1,074 兆瓦的项目已列入第六批/第七批补贴名

录，另有 1,310 兆瓦为符合可再生能源发电项目补助清单资格的存量项目。

公司财务稳健，2019 年公司资产负债率仅 31.89%，显著低于行业同类公司。且公司融资成本优势明显，较其他民营光伏运营商具有明显优势；公司光伏电站贡献持续稳定经管现金流，根据公司派息政策，2019 年-2020 年公司派息率为 100%，未来公司亦将持续保持高派息，给予股东稳定回报。

表 8：光伏行业重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2019	2020	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
6865.HK	福莱特玻璃	35	53	52.7%	5	8	70.7%	23.6	16.1	11.9	3.8
0968.HK	信义光能	77	92	18.4%	19	24	29.7%	27.7	22.2	17.2	4.7

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

十三、公用事业：看好电力和固废板块估值修复

电力板块：低估值，高派息

- **火电：受益煤价和利率下行**

受疫情影响，3 月至 4 月煤价加速下跌，4 月下旬煤炭现货价格跌破 470 元/吨临界点，步入红色区间，煤价超跌有望为火电第二季度业绩带来较大弹性。预期全年均价同比仍呈下降趋势，火电有望受益煤价下行带来利润空间。行业估值处于历史底部，受益无风险利率下行，预期火电龙头估值有望率先修复。

- **固废：补贴回款将加快**

国家财政部 2020 年可再生能源电价附加收入安排的支出预算中，生物质能发电补助为人民币 53.41 亿元，较 2019 年执行数人民币 34.86 亿元增长 53.21%，预期 2020 补贴回款将明显好于 2019 年。固废板受益环保国策推动，预计行业未来 2-3 年复合增速 20-30%，业绩增长确定性高。

低利率环境下，重资产的电力及固废板块将受益，重点推荐高派息，低估值，成长性公司：

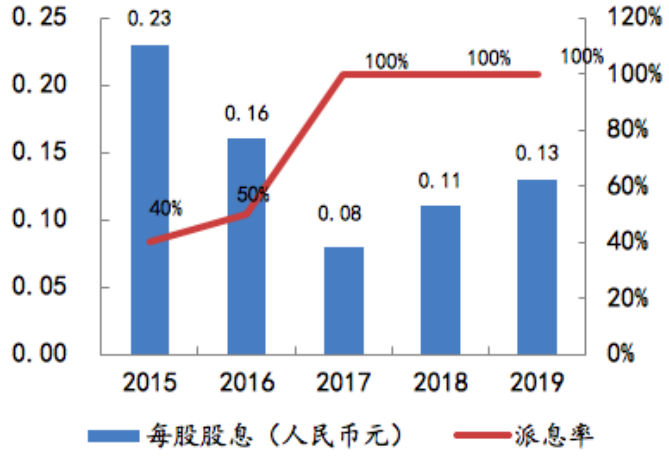
- **中国电力（2380.HK）：国家电投旗下综合能源集团，加速向清洁能源转型**

2019 年公司清洁能源包括水电、风电、光伏发电及天然气发电的权益装机容量合共为 7,510.1 兆瓦，占权益装机容量总额约 35.57%；公司 2017-2019 年公司连续三年保持 100%派息；控股股东国家电投多次增持有利提振市场信心。

- **中国光大绿色环保（1257.HK）： 危固废项目储备充裕，未来 2-3 年高增长**

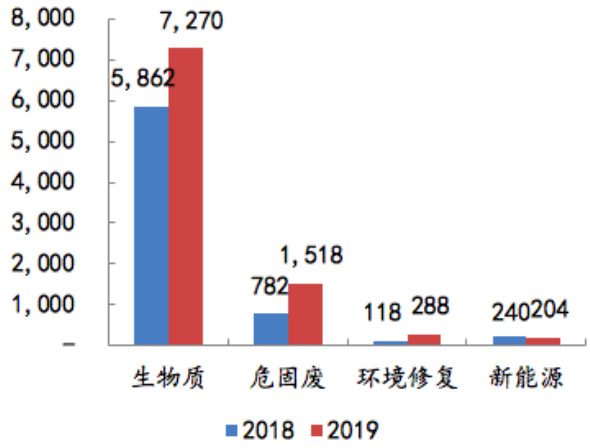
目前公司危固废年处置规模达到约 28 万吨，在建、筹建项目储备达到 200 万吨，将于未来 2-3 年陆续投产，预计 2023 年公司危固废将达到约 240 万年处置规模。公司 2019 年建造服务收入占比 53%，运营服务收入占比 45%。未来随着危固废处置收入占比提升，预期 2021 年持续性运营收入占比将显著提升，将有利于提升公司现金流、整体回报和估值水平。

图 24：中国电力 2015-2019 年每股股息及派息率



资料来源：CPIA、国元证券经纪（香港）整理

图 25：中国光大绿色环保分业务收入构成



资料来源：CPIA、国元证券经纪（香港）整理

表 9：电力重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
2380.HK	中国电力	269	319	18.4%	13	14	14.4%	10.1	6.5	5.2	0.4
3868.HK	信义能源	12	16	31.7%	7	9	19.6%	18.9	16.0	14.6	1.7
0902.HK	华能国际电力股份	1,915	1,922	0.4%	8	9	2.1%	58.4	7.6	6.7	0.4
1071.HK	华电国际电力股份	995	1,026	3.1%	17	38	129.0%	5.9	5.3	5.0	0.3
0836.HK	华润电力	768	684	-10.9%	40	66	66.8%	6.8	5.1	4.4	0.6
0916.HK	龙源电力	302	308	1.9%	45	48	7.8%	7.8	7.2	6.3	0.6
0182.HK	协合新能源	16	21	27.4%	6	7	17.7%	4.1	3.2	2.6	0.4
1798.HK	大唐新能源	95	93	-2.1%	14	10	-24.3%	7.9	-	-	0.7
0816.HK	华电福新	211	221	5.1%	26	27	4.2%	7.6	8.5	6.7	0.5
1811.HK	中广核新能源	109	100	-7.8%	7	9	25.3%	7.4	6.6	6.1	0.9

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

表 10：固废重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
1257.HK	中国光大绿色环保	70	93	32.6%	13	16	22.4%	4.3	3.7	3.2	0.7
0257.HK	中国光大国际	273	377	37.9%	43	52	20.5%	5.4	4.5	3.9	0.8
1381.HK	粤丰环保	33	40	19.0%	8	9	18.3%	9.6	7.9	6.9	1.5
1330.HK	绿色动力环保	12	19	63.3%	3	5	49.2%	8.0	7.3	6.7	1.0
0895.HK	东江环保	37	38	3.1%	5	5	1.7%	9.8	8.5	7.1	1.0
3989.HK	首创环境	53	66	24.9%	2	3	62.1%	5.4	-	-	0.5
3718.HK	北控城市资源	22	27	22.3%	4	3	-34.6%	18.6	10.9	8.5	2.9

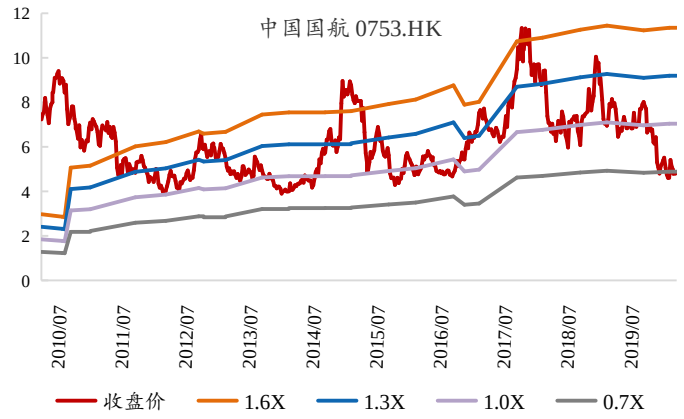
资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

十四、航空行业：推荐三大航和首都机场

消化利空影响后，航空行业估值将会逐步修复

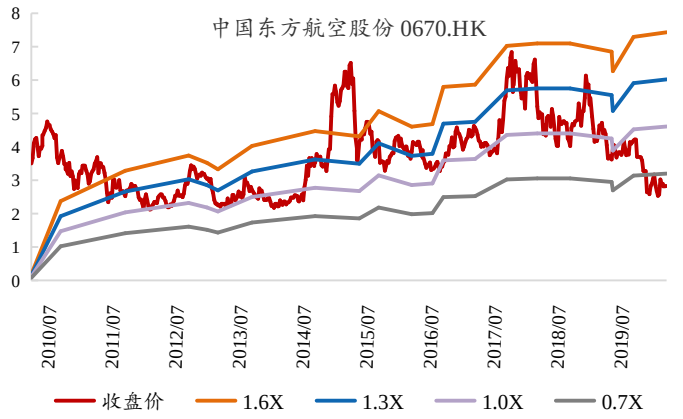
受疫情影响巨大，航空行业现处于周期最低谷，但长期看来最坏的时期终将过去，我国航空消费将重回长期增长轨道，未来前景仍然乐观。当前我国三大航，**中国国航（0753.HK）、中国东方航空股份（0670.HK）、中国南方航空股份（1055.HK）**，市净率跌破十年来历史最低点，在 0.65-0.80 倍区间，悲观情绪充分反映。相比于往年 PB 最高的区间 1.75-2.40 倍，超额收益空间巨大，是长期价值投资优质时点，重点推荐。机场板块短期业绩压力较大，但长期仍有配置价值，建议关注**北京首都机场股份(0694.HK)**。

图 26：中国国航 PB-Band



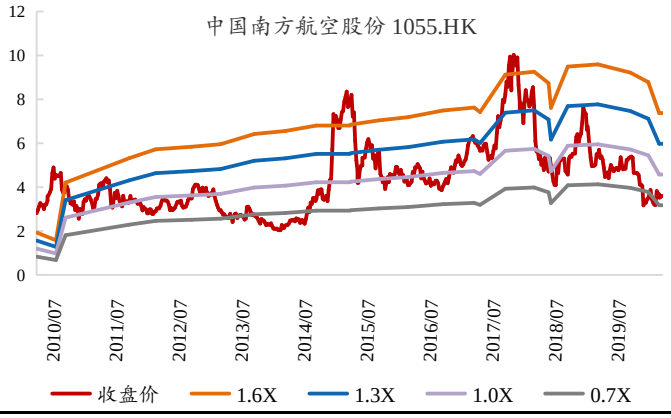
资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 27：中国东方航空股份 PB-Band



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 28：中国南方航空股份 PB-Band



资料来源：信通院、国元证券经纪(香港)整理

表 11：航空行业重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
0753.HK	中国国航	1,565	1,523	-2.6%	84	72	-14.6%	9.8	-32.5	16.7	0.7
0670.HK	中国东方航空股份	1,371	1,416	3.3%	31	36	15.7%	13.0	-28.3	7.2	0.6
1055.HK	中国南方航空股份	1,642	1,729	5.3%	33	29	-10.8%	18.9	-56.7	9.8	0.8
0694.HK	北京首都机场股份	129	121	-5.8%	33	27	-17.6%	9.0	47.7	16.4	0.9

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

十五、汽车：推荐确定性最强的三条主线

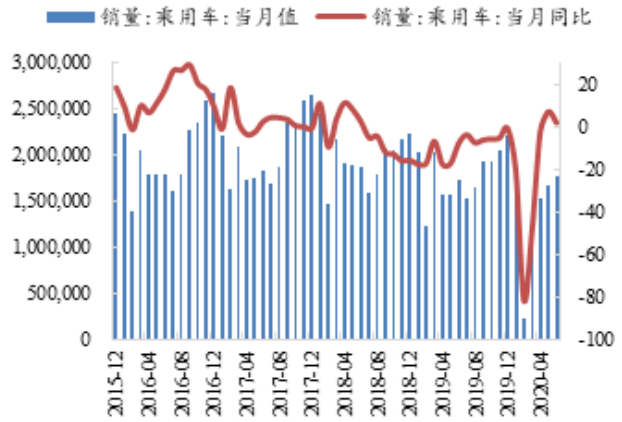
15.1 传统车存量市场竞争，整合加速，龙头份额提升

2018 年下半年开始，我国传统汽车市场就已进入存量竞争时代，车企的两极分化将推动行业整合。我们可以发现，国内 1-5 名和 6-20 名车企份额加速提升，20 名之后的车企不断没落，市场份额正逐渐向头部车企集中。并且，此次新冠疫情黑天鹅事件对行业短期供需带来扰动，我们预计中小车厂或会因经营能力不佳和现金流压力被迫退出市场，形成龙头车厂份额提升的局面。

我们维持推荐自主龙头吉利汽车（0175.HK）：公司二季度展现出强劲复苏，批发

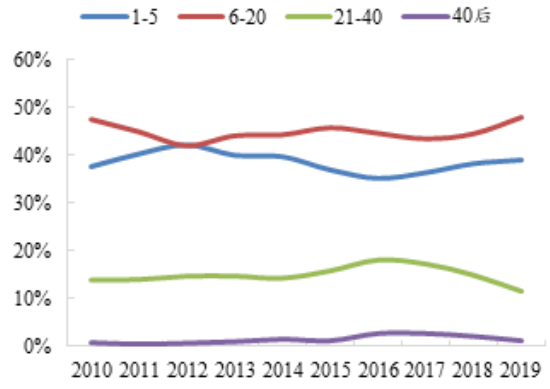
销量持续回升。公司产品矩阵丰富、产品力强、规模优势明显，在行业景气度回升的过程中向上弹性强于行业。同时，公司拟登录科创板上市，或将提高公司现有估值水平。

图 29：我国乘用车月销量（辆）及同比增速（%）



资料来源：中汽协、国元证券经纪（香港）整理

图 30：我国 2010-2019 年车企合计份额



资料来源：中汽协、国元证券经纪（香港）整理

15.2 电动化浪潮迎来上升周期

长期看，汽车电动化趋势毋庸置疑，未来增长空间广阔。1）从政策端看，欧洲碳排放法规趋严，车企为规避巨额罚款势必要加速电动化转型；同时在疫情后周期下，包括法国、德国等欧洲各国开始加码新能源补贴，我们预计欧洲电动车销量进入快速上升周期。另一方面，我国已明确未来 3 年补贴政策缓慢退坡，引导市场平稳发展；疫情后周期下，包括深圳、北京、上海等地方政府纷纷加码新能源补贴，我们预计从 2020 下半年开始国内新能源汽车销量有望重回增长轨道。2）从供给端看，特斯拉作为目前电动车市场最强势力，凭借其优秀产品力及口碑叠加上海工厂国产化超预期，有望加速全球电动车普及速度，提升消费者对于电动车的认知；大众将借助 MEB 平台加速电动车型投放，2025 年电动车销量有望达 300 万辆。3）从需求端看，随着电池成本不断下降，电动车与燃油车全生命周期成本一致的拐点加速到来；同时随着配套设施与充电技术的日益完善，电动车需求爆发增长可期。

我们推荐新能源龙头比亚迪（1211.HK）：公司作为国内新能源汽车龙头企业，核心技术及产业优势显著，全产业链布局完备。公司 2019 年新能源汽车销量仅 23 万辆，考虑到未来电动化浪潮下的新能源汽车市场空间，我们认为公司销量增长弹性巨大。公司深耕电池领域多年，最新推出的刀片电池产品在能量密度、成本、安全性等方面优势显著，未来有望加速外供，贡献增量。同时，半导体、电池、光伏业务后续或将陆续分拆，提升公司整体价值。

我们维持推荐零部件龙头敏实集团（0425.HK）：在汽车减排与电动化趋势下，汽车轻量化加速推进。公司深耕铝件业务多年，在客户基础、技术储备、工艺水平等

方面处于行业领先。同时公司铝电池盒业务发展迅猛，已成功进入大众欧洲 MEB 平台供应链，未来订单增长空间巨大。

15.3 乘用车消费升级背景下，豪华车是优选赛道

根据乘联会数据，4、5、6 月豪华车零售分别同比增长 16%、28%、27%，高端换购需求回暖明显。我们认为，此次疫情对于豪华车目标客群的购买力影响较小，短期冲击不改乘用车消费升级的长期趋势。我们坚持认为豪华车市场是未来的优选赛道，抗风险性强，一线城市限牌政策后续可能放松将为豪华车销量提供增量。

我们维持推荐中升控股（0881.HK）：公司是国内最大的奔驰与雷克萨斯经销商之一，品牌组合优异，有望持续提供增长动力。公司盈利能力均衡，售后业务毛利占比逐年提高，有助于业绩稳定。同时公司在售后服务管理、库存周转、费用管控等方面经营效率行业领先。同时现金流稳健，疫情后周期下有望通过收并购持续扩大规模优势。

我们维持推荐美东汽车（1268.HK）：公司品牌组合优异，核心品牌宝马、雷克萨斯、保时捷市场表现优于行业。公司目前处于快速发展期，店龄年轻，单店盈利性未来有较大增长空间。同时，公司的单城市单店有效避免同一城市不同经销商互相竞争，有利于维持较高的毛利率与售后粘性。

表 12：汽车行业重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

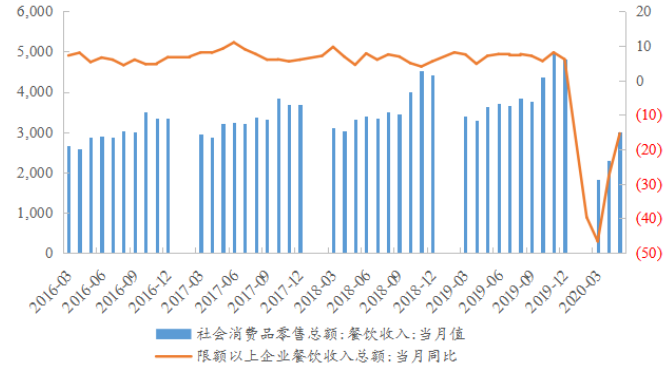
代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
0175.HK	吉利汽车	1,219	1,091	-10.5%	143	91	-36.2%	18.9	17.1	14.4	2.8
1211.HK	比亚迪股份	1,403	1,373	-2.1%	32	18	-43.2%	117.0	56.1	50.4	3.3
0425.HK	敏实集团	144	148	2.8%	19	19	-0.4%	14.4	15.0	12.7	1.7
0881.HK	中升控股	1,258	1,418	12.7%	42	50	21.1%	21.5	19.9	16.3	4.5
1268.HK	美东汽车	127	182	43.3%	4	6	48.5%	44.5	34.0	25.4	14.3

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

十六、餐饮行业：餐饮消费释放积极回暖信号，推荐九毛九

餐饮行业逐步回暖。根据国家统计局数据显示，2020 年 5 月份，餐饮收入 3,013 亿元，同比下降 18.9%，环比增长 30.6%，呈现持续回升态势。餐饮市场虽未止跌，但降幅已开始收窄。2020 年 1-5 月份，餐饮收入较同期下降 36.5%，降幅较 1-4 月收窄 4.7 个百分点。

图 31:2020 年 5 月餐饮收入总额同比-18.9%,环比+30.6%



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 32：2020 年 1-5 月餐饮累计收入总额同比-36.5%



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

九毛九（9922.HK）：疫情不改扩张计划，网红太二已恢复元气

疫情下，公司旗下太二品牌凭借“堂食+外卖”的经营模式，收入在四月份就已实现完全恢复，恢复速度领先行业，展现出较强的品牌势能；在门店拓展方面也未受到疫情影响，仍旧按计划进行，预期年内将新开太二门店 80 家。作为公司盈利性最好的太二品牌，目前正处于加速扩张期，且开店空间广阔，有利公司整体利润率的提升；而对于具备品牌力、完善的供应链体系、在手现金充裕的品牌连锁餐企也有望加速收割不堪经营压力的中小餐企退出而腾出的市场空间，利好龙头连锁餐饮品牌。

表 13：餐饮行业重点公司主要财务和估值指标

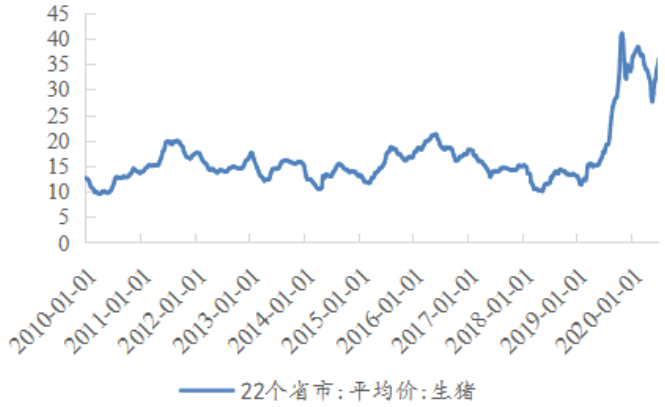
代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
9922.HK	九毛九	1893	2,687	42.0%	70	164	136.1%	97.2	121.7	37.7	120.1
6862.HK	海底捞	16969	26,556	56.5%	1,646	2,345	42.4%	69.5	87.3	35.6	15.3
0520.HK	呷哺呷哺	4734	6,030	27.4%	462	288	-37.7%	27.7	58.4	16.2	3.4
0341.HK	大家乐集团	8494	7,963	-6.2%	590	74	-87.5%	117.7	14.1	15.1	3.3

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

十七、猪肉行业：猪价有望维持高位震荡，推荐进入盈利释放期的中粮肉食

猪价企稳回升，全年预期维持高位震荡。猪价自 5 月下旬企稳后呈现持续回升态势，6 月 20 日，国内外三元生猪均价为 33.8 元/kg，月环比+20.3%，年同比+108.6%。伴随学生复课、餐饮业的复苏，消费需求在积极恢复当中。考虑到供给缺口尚存，南方洪灾可能对供给端造成的影响，预期猪价有望维持高位震荡。

图 33：全国平均生猪价格（元/公斤）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

中粮肉食（1610.HK）：生猪出栏逐季回升，公司进入盈利释放期

2020 年 2 季度，公司生猪出栏量同比下降 22.8%至 49.3 万头，环比大幅增长 59.9%，呈现逐季回升态势；生猪养殖成本约 16 元/公斤，我们预期随着出栏量的逐季增加，生猪养殖的固定成本将被持续摊薄，年底有望达到 15 元/公斤左右的水平；同时，考虑到猪价有望维持高位震荡，公司将进入盈利释放期，全年头均利润可期。

表 14：猪肉行业重点公司主要财务和估值指标

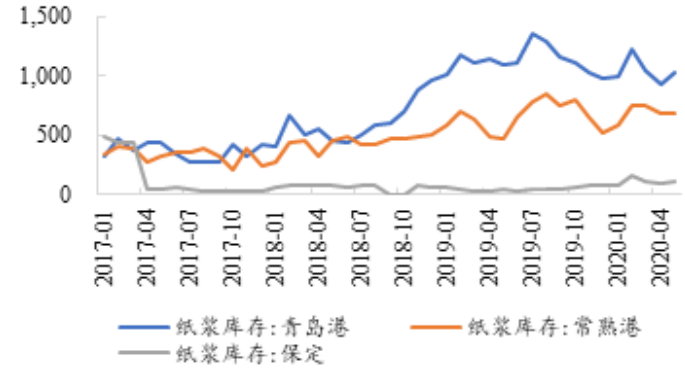
代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
300498.SZ	温氏股份	653	815	25.0%	45	156	245.2%	11.1	5.3	6.1	3.4
002714.SZ	牧原股份	153	225	47.8%	6	68	1049.7%	54.8	9.8	10.2	14.5
002157.SZ	正邦科技	252	273	8.4%	2	18	732.9%	29.0	5.2	4.4	5.1
002124.SZ	天邦股份	51	67	30.1%	-7	1	-117.2%	179.9	4.8	5.4	6.3
1610.HK	中粮肉食	83	124	49.1%	-7	18	NA	6.7	4.5	4.2	1.7

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

十八、生活用纸行业：浆价维持低位，产商具备利润弹性，推荐行业龙头恒安国际

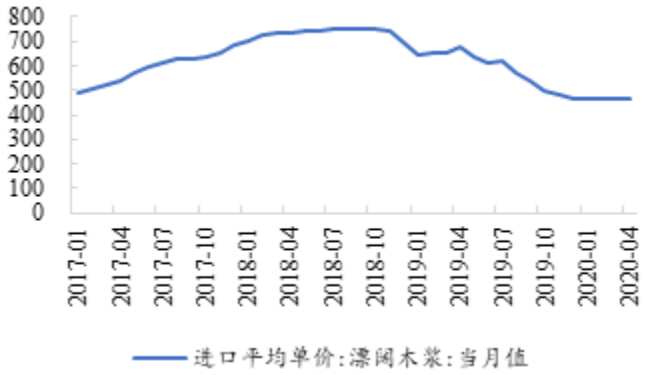
疫情提升生活用纸消费需求，浆价低位利好产商业绩释放。以史为鉴，卫生纸和面巾纸在 2003 年非典疫情爆发最为严重的第二季度增长率较其他月份有显著提升，在新冠肺炎疫情的催化下，预期短期内生活用纸的消费需求将有所提升。成本端来看，占生产成本 50-70%的木浆价格于 2019H1 开始回落，目前仍在低位徘徊，结合各生活用纸企业木浆的库存情况，我们预期行业龙头全年都有望享受低价木浆带来的利好，成本端压力较小，有助进一步释放利润弹性。

图 34：中国主要港口库存量（千吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 35：2019H1 木浆价格回落，目前低位运行（美元/吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

恒安国际（1044.HK）：综合实力强劲，业绩持续改善具备较强确定性

产品创新及高端化将驱动生活用纸、卫生巾、纸尿裤行业继续扩容；且生活用纸的人均消费量和纸尿裤的渗透率还有继续提升的空间，恒安作为行业龙头，将受益于市场规模的持续增长及集中度的提升；另外，公司“平台化小团队”运营已初步显现成效，渠道改革的阵痛期已逐步消除，业绩持续改善的确定性较强，且能够保持60%以上稳定的派息比率，当期估值相较同行处于偏低水平，较为吸引。

表 15：生活用纸行业重点公司主要财务和估值指标

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
1044.HK	恒安国际	234	252	7.5%	43	44	0.6%	17.1	15.4	14.3	3.7
3331.HK	维达国际	149	161	8.1%	6	11	75.3%	31.3	21.4	18.8	3.8
002511.SZ	中顺洁柔	64	74	14.3%	5	7	45.1%	52.0	39.6	33.1	7.7

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

十九、房地产行业：地产+物业相结合

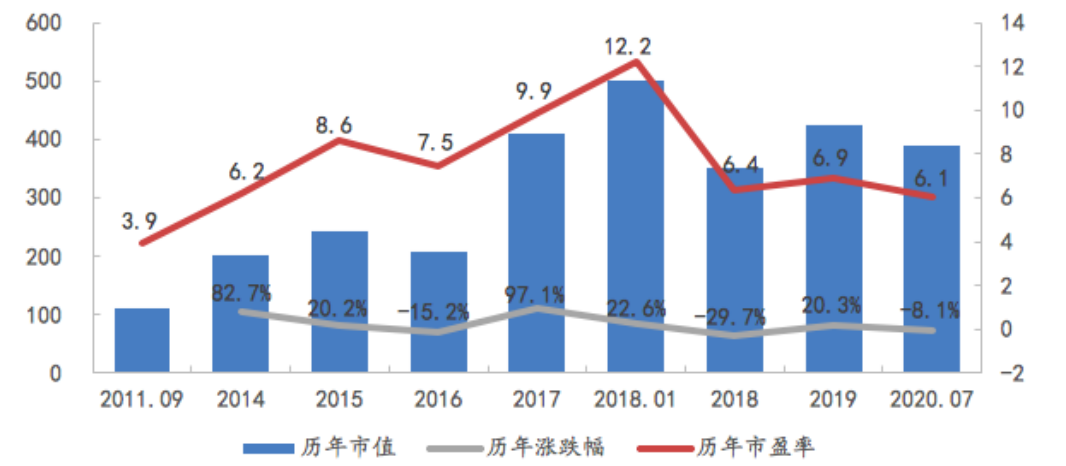
19.1 房地产行业：低估值、高股息+高业绩可见性推动行业估值修复

经营概况：6 月百强房企单月累计实现销售金额同比增 13.8%，恢复情况良好。我们选取了 75 家港股上市房企，从经营情况来看，截至 2019 年底，75 家房企的营收和毛利最近一年增长率分别为 31%和 28%，毛利率为 32.8%，净利率为 16.9%，ROE、ROA 分别为 17.5%和 6.4%；资产负债率 74.8%；平均股息率在 5.9%左右。总体来看，行业经营情况依然稳健，受疫情影响的恢复情况较为良好。

市场表现：75 家房企年初至今下跌 8.1%，平均市盈率 6.1 倍(年初为 6.9 倍，历史高位在 12.2 倍左右，低位为 3.9 倍)，平均市净率 0.9 倍，而 2020 年主流房企平均估值预测在 5.6 倍，整体估值处于历史相对低位。年初疫情以来，多数房企也相应下调全年经营目标，总体偏保守。未来在各地经济扶持政策的刺激下，房企的各项

生产经营活动有望加速，从而促进房企基本面向好。

图 36：75 家*港股上市房企 2011.09-2020.07 历年市盈率及涨跌幅



资料来源：彭博、国元证券经纪（香港）整理

**75 家港股上市房企数据中，2019 年以前数据不包括当时未上市房企数据*

行业基本面：

1）地产行业调控大方向不变，总体松多紧少，难以抑制需求端的快速恢复；

2）行业融资收紧效果显现，并购整合提速，运营管理能力及品牌效应带来资产端的重新定价；

3）行业估值处于历史相对低位，利率下行促进优质房企成本端的改善，结合行业业绩增长的高可见性及高股息回报率的特性，有望进一步推动行业的估值修复。

在行业加速整合的背景下，合作开发及收并购等经营模式将会更为常见，具备良好的资源整合能力、同时掌握地方资源的全国性或区域型龙头房企将会更为受益，从而对未来盈利的增长带来额外的空间。

旭辉控股集团（0884.HK）：合同销售迅速恢复的同时，销售均价维持稳定；全国化布局良好，区域集团逐渐壮大享规模效应；多元化拿地四轮驱动，拥有大量优质土地储备，货值充足，新增权益比明显提升；开发+经营持有模式有望对未来利润形成良好补充；并表永升协同发展，有助估值提升。

佳兆业集团（1638.HK）：湾区旧改龙头标的：上半年销售规模回升，全年可售货值充足，仅 56%去化即可达成全年千亿目标；大湾区货值占 66%，深圳货值占 33%，"粤港澳大湾区"及"先行示范区"双重受益；现有旧改占 22%，未入账旧改项目超 2 万亿货值有待释放（100%大湾区）。

禹洲集团（1628.HK）：千亿目标不变，上半年销售规模快速回升，完成率高于同

类公司（43%）；土地储备持续扩张，新增货值一二线占比超 95%，可售货值一二线占比超 90%，进一步支撑未来规模增长；派息维持高位（19 年 46%，过去 5 年平均 37.5%），高股息回报有望持续；估值处于历史相对低位，如业绩兑现，估值将极具吸引力。

19.2 物业管理行业：推荐永升生活服务和佳兆业美好

地产行业短期政策环境存在一定不确定性，而物业管理行业具备避险属性，建议地产物业板块相结合。物管行业收入稳定、高增长高盈利、低负债，拥有良好的现金流：一方面，拥有母公司背景及具备较强外拓能力的物管公司未来业绩增长的确定性较高；另一方面，品牌和服务有较好积累和沉淀的物管公司未来在增值服务及并购整合方面具备明显优势。

疫情下行业整合加速，有望促进物业公司估值的改善，推荐拥有良好母公司背景，品牌和服务具有一定积累，同时具备较强外拓能力的物业公司。

永升生活服务（1995.HK）：母公司+外拓双轮驱动：母公司贡献稳定结转面积的同时，第三方业务跟随母公司全国化步伐迅速展开，同时收并购持续发力，未来增长确定性高；业绩高增长态势延续：近三年复合增长率:“营收 57.6%、归母净利润 88.2%、毛利润 74.4%”，预计未来三年复合增长率超 50%；品牌及服务不断得到市场认可，第三方面积量价齐升，助力盈利能力改善；良好的企业文化及管理效能的转化带来品牌及服务的沉淀，享有行业估值溢价；在手现金充裕，在行业整合加速的背景下，为公司规模扩张带来更大的想象空间，从而有利于估值改善。

佳兆业美好（2168.HK）：背靠母公司，在管面积持续增长：集团合同销售金额从 2016 年的人民币 298 亿元增长至 2019 年的 881 亿元，复合增长率达到 44%；新增长点:外拓逐渐发力，第三方贡献面积占比呈加速提升趋势；非住宅类收入进入快速上升通道保障公司未来收入和利润的增长:非住宅收费可达到 13-15 元每平米的水平；城市运营持续发力，对公司品牌和口碑的积累起到良好的辅助和推动作用；目前估值仍大幅度低于行业平均水平，估值极具吸引力。

表 16：房地产及物业管理行业重点公司主要财务和估值指标

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
0884.HK	旭辉控股集团	484	612	26.5%	62	72	16.4%	7.6	5.7	4.7	1.6
1638.HK	佳兆业集团	442	536	21.2%	31	51	63.4%	4.3	3.7	3.0	0.8
1628.HK	禹洲集团	279	261	-6.4%	40	40	0.6%	4.7	3.8	3.2	0.7
1995.HK	永升生活服务	12	21	70.7%	1	2	117.8%	95.9	58.8	37.9	18.7
2168.HK	佳兆业美好	10	14	37.8%	1	2	196.6%	29.8	20.5	13.7	7.3

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

二十、纺织服装及零售：Q2 回暖，下半年仍难报复性反弹

20.1 消费行业 Q2 景气度回升，但不认为 H2 会迎来“报复性反弹”

1） 5 月社零数据今年首次突破 3 万亿，跌幅收窄：

根据国家统计局数据，我国 2020 年 5 月社会消费品零售总额为 31972.8 亿元，当月同比下跌 2.8%。从需求端看，5 月份，社会消费品零售总额超过了 3 万亿元，消费需求正在回暖。从供给端来看，截止到 5 月底，我们国家 67.4%的企业达到了正常生产水平的八成以上，和 4 月底比较，上升了 6.6 个百分点。5 月份，规模以上工业增加值同比增长了 4.4%。这是该数据今年以来，连续第二个月实现同比正增长。因此，4 月和 5 月的趋势来看，终端零售相关行业在逐渐回暖。

图 37：我国截至 2020 年 5 月社零数据（亿元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

2） 二季度以来，纺服行业景气度逐渐回升，但报复性消费并未到来：中纺联流通分会景气监测结果显示，2020 年 5 月，全国纺织服装专业市场管理者景气指数为 51.13，比 4 月的 50.59 上升 0.54 个百分点；专业市场商户景气指数为 50.13，比 4 月的 48.92 上升 1.21 个百分点。5 月份，商户销售方面的三项重要指数回升。销量指数为 50.90，比 4 月的 47.76 上升 3.14 个百分点；平均售价指数为 49.86，比 4 月的 46.57 上升 3.29 个百分点；盈利指数为 49.86，比 4 月的 47.69 上升 2.17 个百分点。**目前来看，市场商户通过积极调整产品结构、创新销售渠道，实现了销售情况的逐步回升，疫情结束后的报复性消费并未到来，符合我们此前的判断。**

表 17：纺织服装及零售行业重点公司 2020H1 股价跌幅

代码	公司	2020/6/30	2020/1/1	股价变动
2020.HK	安踏体育	68.40	69.75	-2%
2331.HK	李宁	24.60	23.35	5%
1368.HK	特步国际	2.58	4.14	-38%
1999.HK	敏华控股	7.41	5.55	34%
3998.HK	波司登	2.40	2.81	-15%
2313.HK	申洲国际	93.40	113.90	-18%

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

品牌商们都在做的事：

1）力推线上：各大品牌都在发力线上，目前结果来看头部企业较有成效。例如，安踏旗下的 Fila 电商 Q1 1.6 倍增长；李宁电商以保利润率为主，low 50%的毛利率，Q1 仍有低双位数增长。

2）打折促销：各大品牌都在进行更大力度的折扣。安踏零售折扣不到 7，Fila 是 74 折，比正常零售多几个点。

3）给予经销商政策支持：疫情之下，经销商的库存承压，品牌商纷纷出台库存回购和换货政策。

4）控费用，留存现金：包括安踏在内的公司均在节省费用，留存现金，保持谨慎。其中，例如安踏发行的 10 亿欧元 CB 原计划会更多的用来偿还原先收购 Amer 的 8.5 亿债务，但目前偏向于留存更多的现金保持灵活性。

表 18：运动行业重点公司折扣情况

公司	折扣情况
安踏	安踏零售折扣不到7，Fila是74折，比正常零售多几个点。
特步国际	原来7-7.5折，现在5.5-6.5折左右。
李宁	公司暂时未披露。但公司表示疫情对毛利率的上半年大概影响1%，全年的影响肯定小于100个基点。公司预计毛利率相对去年会持平或者轻微的改善。

资料来源：安踏、李宁及特步国际公开资料、国元证券经纪（香港）整理

表 19：运动行业重点公司经销商支持政策

公司	经销商支持政策
安踏	针对现在库存，Q2Q3订单减了10-15%，Q1的春装也挪到Q3销售，Q2没开始生产的挪到Q3生产。10-15%回购政策来动态调整各个分销商库存的状况，希望库销比在5.5-6之间。
特步国际	20%左右的换货，Q3减少自己的生产10%。
李宁	疫情前2019H2公司开始做积极的库存清理，2019Q4公司为20年准备经销商现金补贴，因此20年开头经销商库存和现金都是状况比较好，可以支持他们度过短期危机。虽然没有给回购政策，但公司18年就已经开始有换货政策，10%的比例，保证经销商店铺的货品比较有效率。

资料来源：安踏、李宁及特步国际公开资料、国元证券经纪（香港）整理

20.2 全年展望

国内逐渐“谨慎”复苏：假设下半年国内疫情不出现大规模反复，则目前大多数公司是有相应预期和预案的，复苏预计会有序开展，但我们维持此前观点，失去的一季度服装消费很难在之后实现“报复性”反弹。

打折促销仍会继续：虽然线下流量开始复苏，但此时更需要维持大力度折扣清理库存。我们认为，对于品牌商和经销商的全盘生意来说，库存才是今年（尤其是上半年）的重点，而非过度看重利润率。

奥运取消，品牌商利润率仍承压：东京奥运取消后，头部企业如安踏等部分的 AP 费用均可节省下来，但推新品等必要的费用仍需支出，同时加之对于经销商的回购支持，终端打折等，势必会对全年 GPM,OPM 等利润率造成影响。

海外疫情仍带来不确定性：3 月以后海外疫情进入高峰期，对于具有海外业务的国际品牌受到的总体冲击明显大于国内品牌。但总体来看，国内品牌虽然可短期规避海外风险，但若海外疫情不能得到及时控制，中国市场也无法独善其身，宏观的影响将大概率传导至微观层面，影响居民财富状况，从而影响底层的消费逻辑。因此，供应链的上下游企业都会受到影响。

个股推荐：

安踏体育（2020.HK）：矩阵多元，短期承压，但反弹力度将优于同业

整个运动行业在疫情之下，终端销售都遇冷，但运动板块作为近年来的高景气度板块，短期业绩将承压。今年行业品牌商的最大任务将是消化库存，和经销商实现平稳过渡。

推荐逻辑：

1、行业业绩整体承压，从 Q1 业绩来看，李宁品牌和安踏品牌仍然是国内品牌的第一梯队。Q1 安踏品牌包括安踏大货儿童线上线下的流水，录得 20%-25%的负增长（此前指引是下跌 20-30%），符合预期；FILA 品牌线上线下的流水中单位数负增长（此前指引是下跌 10-20%），超预期。

2、品牌矩阵多元。运动行业里唯一具有两个销售破百亿的品牌的公司，我们看好二者搭配的“双百亿品牌”组合继续引领大众体育和运动休闲市场。去年收购 AMER，为品牌矩阵增加了诸如始祖鸟等顶级户外品牌，短期仍将亏损，但我们认为其培育时间将短于 FILA，未来有望成为新的增长引擎。

波司登（3998.HK）：品牌定位的提升是成长的关键

推荐逻辑：

1、虽然今年一样收到影响，但我们认为，公司的二季度是传统淡季，一季度疫情期间的 2-3 月的销售只占全财年 10%，如果下半年疫情恢复较好，预计恢复速度会加快。

2、我们认为公司未来最大的增长关键就是品牌建设，一旦抓住了消费者心智，就能继续稳步提价，让产品定位再上一个台阶。目前公司在品牌建设上所投入的，比如国外走秀，营销造势等都是符合商业模式的逻辑的，接下来公司表示会在不显著提升费率的前提下提高营销的效率，打造效率年，值得期待。

敏华控股（1810.HK）：产品竞争力继续提升，市场想象空间大

推荐逻辑：

1、中美功能沙发渗透率差距大，美国达 40%以上，中国 10%以上，行业增长的大

方向仍然不变。

2、从此次全年业绩来看，近年来，公司掌握了核心技术，五金和核心机电的价格下降，功能沙发现在的价格已经不再比普通沙发有那么大的价差，因此在消费升级的背景下，消费者选择功能沙发的概率有望提升，尤其对于下沉三四线的时候，对于消费者会较有吸引力；

3、公司会不断细分品类，会分“不同的款式”，比如床垫、敬老椅，把每个品类细分，这就给了未来增长带来很大的想象空间，类似于现在的酱油逐渐分成了蒸鱼豉油、老抽、生抽等等，随着 SKU 扩张，盈利空间将被打开。

4、公司今年明年会大力开拓市场，公司看好近年来宅文化的兴起，尤其疫情带来的机遇，今年会在各个网络平台大力推广，加大推广力度和投入。线下也会大力开店，目前这几个月：3 月以来新开店 80 多家，4 月新开 80 多家，五月份会开 120 家，创造了几年以来最快的记录。

5、我们认可公司线上线下的分配模式，线下经销商提供最后一公里的服务，线上则会给予相应利润分成，因此经销商乐于做，希望线上大卖，形成了很好的信息流、资金流和物流的灵活组合。

表 20：纺服及零售行业重点公司主要财务和估值指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
		2018	2019	2019 增速	2018	2019	2019 增速	2019	2020E	2021E	2019
2020.HK	安踏体育	275	379	37.6%	48	63	31.3%	33.7	31.7	23.5	9.0
1999.HK	敏华控股	113	121	7.9%	14	16	20.1%	19.3	17.5	15.0	4.7
3998.HK	波司登	121	134	10.4%	11	13	15.1%	20.2	16.7	13.4	2.4

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➢ 重点公司 19 年业绩总结

安踏体育：营收 339.3 亿元，同比增长 40.8%；归母净利润 53.4 亿元，同比增长 30.3%。毛利率达到了 55%，上升 2.4 个百分点。业绩再创新高，展示了龙头企业的地位，同时在疫情之下展示了很强的调整和预案能力，作为龙头企业有望在其运营能力强的优势下平稳度过危机，迎来更快的复苏。

李宁：收入上升 32%至 138.70 亿元人民币，权益持有人应占净溢利上升约 110%至 14.99 亿元人民币，净利率由 6.8%提高至 10.8%；扣除一次性与经营无关的损益后权益持有人应占净溢利上升约 77%至 12.66 亿元人民币，净利率为 9.1%。公司未来策略为抓店效，促进线上线下融合，提升零售能力，建立可复制的高盈利单店模式。

我们认为公司净利率仍有提升空间，若营运效率可继续提升，则或有进一步增长。

特步国际：收入录得 81.83 亿元，按年升 28.19%，股权持有人应占溢利约 7.28 亿元，按年升 10.85%，若扣除收购产生的一亿元费用，净利润增速为 26%左右。总体来看，我们认可公司保持主品牌增长的背景下，开始培育新品牌的思路，若新品牌可以成功培育，则会给公司带来持续增长的新动力。

申洲国际：销售额达人民币 226.65 亿元元，同比上升约 8.2%（若剔除零售业务则比去年上升约 10.1%）。净利润达人民币 50.95 亿元，同比上升约 12.2%（若剔除零售业务则比去年上升约 14.1%）。我们认为，公司具有垂直一体化的快交付、供应链稳定、精益生产等优势，对于国内和海外的风险承受能力均在行业内较强；2 月耽误的 10 天左右的交付期，目前基本产能已经全部恢复，未来的不确定性主要就是几大客户的未来受疫情影响，但疫情终将过去，未来公司的业务也势必会迎来恢复。

中国利郎：收入按年增长 15.5%至人民币 3,658.5 百万元；净利润上升 8.1%至人民币 812.2 百万元。总体来看，我们认为公司：1）业绩增长较为稳健，但也受到轻商务库存和暖冬影响带来的拖累；2）目前现金流稳健，轻杠杆；3）轻商务通过代销的模式尝试并不十分成功，未来将转为直营，将继续挖掘增长动力；4）目前男装行业景气度较低，除了要具备产品思维，更加要解决如何应对愈发高企的“流量成本”问题。公司推进新零售的方向值得认可，但仍需时间观察获客能力以及对于收入的实际带动。

江南布衣：FY2020H1 实现收入约为人民币 21.36 亿元，同比增加 5.33%；股东应占溢利约 4.3 亿元，同比增长 12.9%。公司业绩增速较之前的高增长有所下滑，一方面是面临宏观环境和气候影响外，另一方面是会员增长放缓及同店增长的放缓，我们认为可分别理解为流量获取难度增加，以及客单价和复购率的提升速度变慢。如若公司未来结合多品牌的战略，持续深度挖掘各种可触达消费者的渠道以提升流量获取，转化率，复购率及客单价，则公司的盈利有望再度提速。

- **重点公司 Q1 概况**

耐克：2 月期间，已暂时关闭其在中国内地的 50%门店，其它特许经营店则根据情况调整营业时间，公司表示会对 1，2 月份短期业绩产生实质性影响。

阿迪达斯：自 1 月 25 日农历新年以来其大中华区的销量因大部分门店关闭而暴跌 85%。

安踏体育：Q1 安踏品牌包括安踏大货儿童线上线下的流水，录得 20%-25%的负增长（此前指引是下跌 20-30%），符合预期；2、FILA 品牌线上线下的流水中单位

数负增长（此前指引是下跌 10-20%），超预期。公司总体符合预期。

李宁：Q1 整个平台之零售流水按年录得 10%-20%高段下降，其中线下渠道录得 20%-30%低段下降，零售渠道录得 30%-40%中段下降及批发渠道录得 10%-20%高段下降；电商业务录得 10%-20%低段增长。李宁销售点数量（不包括李宁 YOUNG）共计 6,225 个，本年迄今净减少 224 个。在净减少的 224 个销售点中，零售业务净减少 26 个，及批发业务净减少 198 个。李宁 YOUNG 销售点数量共计 1,026 个，本年迄今净减少 75 个。受 COVID-19 影响，2020 年第四季度订货会（不包括中国李宁及李宁 YOUNG）延迟至四月中下旬进行。

特步国际：1）零售增速方面， 2020Q1 特步主品牌零售流水 20-25%下滑，整体疫情影响较为有限。2）终端存货周转放缓， 2020Q1 库存周转较前两年 4 个月左右水平提升至约 5.5 个月，仍可控。3）折扣率环比下降，2020Q1 公司产品折扣率 65 折至 7 折左右，较 2019 年底 75 折至 8 折下降，因受春节促销及疫情影响。终端折扣表现略高于预期。

申洲国际：公司预计一季度没有影响，二季度预计影响轻微。

江南布衣：未披露 Q1 情况。在最严重的一月底和二月份，公司在湖北地区的全部店铺都关闭。

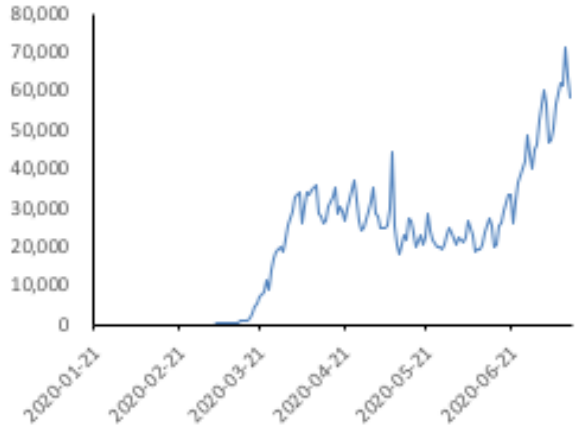
二十一、黄金板块：疫情下美联储大规模放水，凸显黄金价值

21.1 美国疫情出现反复，美联储宽松政策将长期维持

自 2020 年新冠疫情爆发以来，世界多国央行下调了本国的基准利率，以为市场提供流动性，其中美联储决定将存款基准利率下调至 0%~0.25%，并在 6 月的公开市场委员会（FOMC）会议中决定，将这一利率至少维持到 2022 年。同时美联储自疫情爆发以来，启动了无上限 QE 计划，从公开市场大举吃进美国国债和 MBS 证券，并通过其他手段直接、间接地向市场全方位注入流动性。目前美联储仍在以每月 800 亿美元国债和 400 亿 MBS 的速度从公开市场购入证券，向市场流动性，这一计划预计将持续数月。

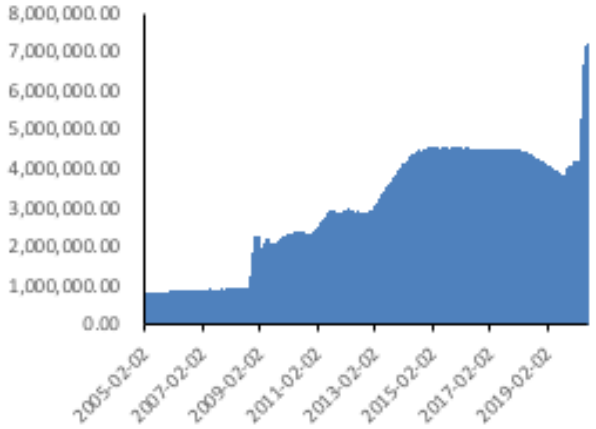
由于美联储的大幅度宽松政策，美联储资产负债表从疫情前的约 4.2 万亿美元大幅提高至当前的 7.05 万亿美元，虽近期资产负债表规模有略微的缩小，但是受美国疫情的二次反弹等因素的影响，预计美联储资产负债表仍将持续保持在高位水平。

图 38：美国每日新增新冠肺炎确诊人数（人）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 39：美联储资产负债表规模（百万美元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

21.2 宽松政策下，美元购买力下降，凸显黄金价值

黄金作为一种曾经长期作为货币锚定物的贵金属，虽然由于布林带森林体系的瓦解，其已不再与美元直接挂钩，但价格仍然与当前国际货币体系深度挂钩。具体表现为，黄金会时常被市场的投资者看作美元信用的对冲品，当作为信用货币的美元其购买能力下降时，黄金价格往往会出现上涨。当前，由于美国疫情的反复，以及由此带来的美国经济的不确定性，美联储的宽松政策仍将维持，而由此带来的天量货币投放必然带来美元购买力的下降，这时候，黄金作为避险资产，其良好的投资价值得到彰显。 自今年欧美疫情爆发以来，COMEX 黄金期货价格自 3 月 11 日的 1450.9 美元/盎司的最低点一路上涨至当前的 1811.6 美元/盎司，四个月上涨了约 25%，黄金价格已经接近 2011 年时的历史高位 1923.7 美元/盎司。在历史上，黄金价格往往同美国 10 年期国债水平呈现负相关，而目前美联储对于低利率水平的维持，使得我们看好后市的金价，其有望在今后一段时间内达到或超过 2011 年时的历史高位。

图 40：黄金价格与美国 10 年期国债利率水平变动



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

21.3 黄金价格上涨，利好行业龙头。推荐关注：紫金矿业（2899.HK），山东黄金（1787.HK），招金矿业（1818.HK）

推荐逻辑：上半年金价上涨，后市金价预计仍有增长潜力，这将带动黄金矿产相关企业业绩上涨。目前，在港交所的所有黄金板块上市公司，行业分化较为显著，其中紫金矿业、山东黄金、招金矿业，无论是从公司规模看，还是业绩情况看，都属于绝对的龙头地位，因此推荐进行关注。

表 21：港股黄金板块龙头公司主要财务指标（单位：亿港元）

代码	简称	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
2899.HK	紫金矿业	80.7	76.1	87.9	35.1	40.9	42.8
1787.HK	山东黄金	21.2	21.9	27.3	11.2	8.2	12.9
1818.HK	招金矿业	11.5	9.4	9.4	6.4	4.7	4.8

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

二十二、风险因素

1、大国博弈对全球供应链和金融格局造成冲击；

2、全球疫情失控拖累经济复苏；

3、香港本地因素影响本地金融稳定和投资者情绪；

4、流动性存量博弈造成市场波动加剧。

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称"国元证券经纪（香港）"）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电　　话：(852) 3769 6888
传　　真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：http://www.gyzq.com.hk