農銀國際
ABC INTERNATIONAL
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2020 年下半年经济展望及投资策略报告

复苏之路

农银国际中国/香港证券研究



農銀國際
ABC INTERNATIONAL
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

2020 年下半年全球经济展望 **4**

2020 年下半年中国经济展望 **8**

2020 年下半年投资策略 **13**

香港 IPO 市场 **23**

中国银行业 - 正面 **26**

中国证券业 - 中性 **31**

中国房地产业 - 正面 **33**

中国替代能源业 - 中性 **37**

中国环保业 - 正面 **40**

中国互联网媒体与消费商务业- 正面 **44**

中国消费品业 - 中性 **46**

中国教育业 - 正面 **49**

中国电信业 - 正面 **51**

于 2020 年 6 月 26 日发布
另有指明外,数据截至 2020 年 6 月 23 日



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

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

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

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

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

吴景荃 (分析员)
中国环保业/替代能源业
kelvinng@abci.com.hk
852-2147 8869

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

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



全球经济展望

农银国际经济师姚少华

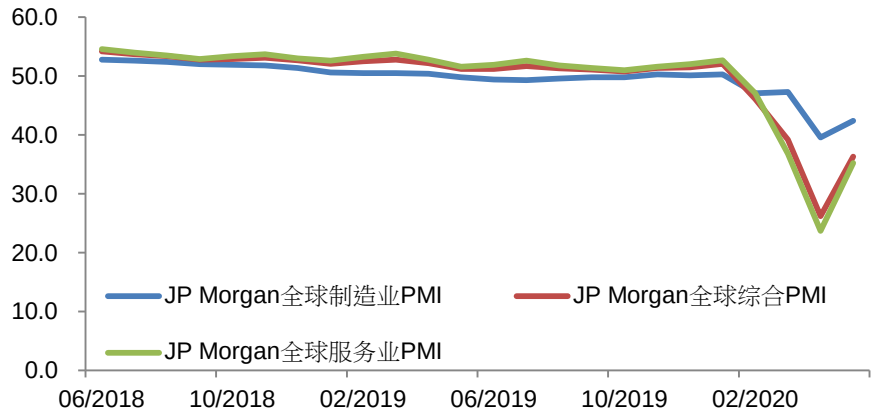
2020 年下半年全球经济展望

- 由于新冠肺炎大流行导致全球经济活动陷入停顿，年初以来全球经济增长遭受严重冲击。全球主要经济体在今年第 1 季 GDP 增长明显放缓，主要因为疫情所引致的诸如城市封锁、学校延迟上课以及边境关闭等严重不利影响
- 年初至今全球通胀水平因经济增长疲弱和油价大幅回落保持温和水平。由于工资增长疲弱，撇除食品及能源价格外的核心通胀整体上亦维持温和态势
- 展望未来，有见于全球疫情仍可能广泛冲击经济，我们预期今年下半年全球经济或持续陷入衰退。疫情不可预测的演变以及缺乏理想的解封策略，使经济前景蒙上了阴影
- 我们预期 2020 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长-5.8%、2.0%、-8.2%、-4.7%及-7.6%，相比而言，上述国家在 2019 年经济分别增长 2.3%、6.1%、1.2%、0.7%及 1.4%

上半年全球经济增长遭遇严重冲击

由于新冠肺炎大流行导致全球经济活动陷入停顿，年初以来全球经济增长遭受严重冲击。如图 1 所示，JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 2020 年前五个月大幅回落，显示全球经济增长陷入衰退。全球贸易活动亦因新冠肺炎的爆发急剧放缓。WTO 公布的世界贸易展望指标在 5 月份回落至 87.6 的深度收缩区间，特别是分项指标出口订单指数仍处于 83.3 的极低水平，远低于 100 的荣枯线水平。截至 2020 年 6 月下旬，全球新冠肺炎累计确诊人数超过 900 万人，超过全球人口的千分之一，而且新冠肺炎病毒的传播及持续性不断超出市场预期。

图 1: JP Morgan 全球 PMI 指数(%)



来源: 彭博，农银国际证券

*此报告中，季度或以 1Q / 2Q / 3Q / 4Q 代表。 如 3Q20，即代表 2020 年第 3 季度
半年度或以 1H/2H 代表。如 1H20，即代表 2020 年上半年， 2H20 即代表 2020 年下半年
累计月份或以 5M 代表。如 5M20，即代表 2020 年首 5 个月
**除另有指明外，「2020 年下半年全球经济展望」及「2020 年下半年中国经济展望」部分列示的变动比率均为按年变化

全球主要经济体在 1Q20 GDP 增长明显放缓，主要因为疫情所引致的诸如城市封锁、学校延迟上课以及边境关闭等严重不利影响。美国、中国、欧元区、日本及英国于 1Q20 的经济增长分别急剧放缓至 0.2%[1]、-6.8%、-3.1%、-1.7%及-1.6%，大幅低于 4Q19 2.3%、6.0%、1.0%、-0.7%及 1.1%的增速(图 2)。经济的失速加上大量企业停工导致主要经济体失业率大幅攀升。经济数据明确显示除中国外其余主要经济体在 2Q20 的增长动能大幅减弱。

图 2: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2019 年	4Q19	1Q20
美国	2.3	2.3	0.2
中国	6.1	6.0	(6.8)
欧元区	1.3	1.0	(3.1)
日本	0.7	(0.7)	(1.7)
英国	1.4	1.1	(1.6)

来源: 彭博、农银国际证券

年初至今全球通胀水平因经济增长疲弱和油价大幅回落保持温和水平。由于工资增长疲弱，撇除食品及能源价格外的核心通胀整体上亦维持温和态势。由于疫情冲击经济增长，大多数发达经济体的核心通胀未达到央行目标。在新兴经济体中，大多数因失业率高企导致核心通胀低于 2%水平。然而，新兴经济体因资本外流导致的货币贬值提振了通胀，部分抵消了能源价格回落所引致的通胀下行压力。此外，一些新兴经济体因食品供应链中断或劳动力短缺推高了食品价格。

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

今年下半年全球经济将持续陷入衰退

展望未来，有见于全球疫情仍可能广泛冲击经济，我们预期今年下半年全球经济或持续陷入衰退。疫情不可预测的演变以及缺乏理想的解封策略，使经济前景蒙上了阴影。在 4 月的全球贸易预测里，WTO 预测 2020 年全球货物贸易量增速将下跌 13%至 32%。根据世界银行 2020 年 6 月发布的《全球经济展望》预计， 2020 年全球经济将从 2019 年增长 2.4%变为萎缩 5.2%，为二战后最差的增速(图 3)。

我们预期美国经济 2020 年萎缩 5.8%，大幅低于 2019 年 2.3%的增速。家庭消费信心不足和高失业率将抑制消费支出，而投资和贸易则可能下降。然而，大规模的财政和货币刺激措施应为家庭和企业提供一定的帮助。疫情或二次爆发、中美经济冲突以及乔治・弗洛伊德(George Floyd)去世引发的近期社会抗议仍然给经济带来风险。货币政策方面，随着经济前景转弱，我们预期美联储在今年下半年维持联邦基金目标利率近零水平。美联储将会以目前的速度维持购买国债以及住宅和商业抵押贷款支持证券。然而，

[1]除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

我们预期美联储不会采取负利率政策来支持经济，主要因为此政策将伤害商业银行的贷款及盈利能力。

尽管今年 1Q 中国的 GDP 录得大幅下跌，但我们预计 2020 年中国经济将增长 2.0%，虽低于 2019 年 6.1%的增速，但在全球疫情冲击下已是不错的增速。货币政策方面，我们预期人民银行将继续推出逆周期的政策措施以稳定经济增长。我们预计 2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.25%及 4.35%。随着通胀压力较温和以及经济下行压力增加，我们预期人民银行在今年下半年或再下调 RRR 两次。

受失业率高企、投资疲弱以及家庭支出减少影响，我们预计欧元区 2020 年的经济增长或由 2019 年的 1.2%大幅减慢至-8.2%。而且，由于边境限制，疫情对旅游业的影响是毁灭性的。外需亦将非常疲弱。根据欧洲央行的 6 月份货币政策会议，我们预期欧洲央行在 2020 年余下时间将维持基准利率不变。欧洲央行将继续扩大其资产负债表。此外，由于私人消费、投资以及出口放缓，我们预期英国经济在 2020 年萎缩 7.6%，较 2019 年 1.4%的增速大幅回落。

由于疫情打击了商业活动，以及拖累了消费与投资增长，我们预计日本 2020 年的经济增长或由 2019 年的 0.7%大幅回落至-4.7%。外需亦将下跌。有见于通胀前景仍疲弱及经济增长动能疲弱，我们预期 2020 年余下时间日本央行将维持其超宽松货币政策不变并继续购买各种资产。

图 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2018 年	2019 年	2020 年预测
美国	2.9	2.3	(5.8)
中国	6.6	6.1	2.0
欧元区	1.9	1.2	(8.2)
日本	0.3	0.7	(4.7)
英国	1.3	1.4	(7.6)
世界	3.0*	2.4*	(5.2*)

来源: 世界银行、彭博、农银国际证券预测
注释: *代表世界银行的估计及预测



中国经济展望

农银国际经济师姚少华

2020 年下半年中国经济展望

- 受累于新冠肺炎疫情的冲击，中国经济在今年 1Q 下跌 6.8%。随着疫情逐步受控，复工复产加速推进，经济数据显示中国经济在 2Q 开始反弹。
- 尽管今年 1Q 中国的 GDP 录得大幅下跌，但在基建及房地产投资反弹，以及消费回补下，我们相信第 2 季中国经济增速或回升转正，下半年中国经济增速将延续反弹态势。我们预计 2020 年国内生产总值增长 2.0%，虽低于 2019 年 6.1%的增速，但在全球疫情冲击下已是不错的增速。
- 然而，全球疫情仍处高位，并有二次爆发的可能，外需或持续疲弱。中美达成第一阶段贸易协议后，美国目前将对中国的遏制转为打击中国的供应链。所以中国经济面临的挑战亦不小。
- 政策方面，我们预期人民银行将继续推出包括降准减息在内的逆周期的政策措施以稳定经济增长。2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平或分别跌至 3.25%及 4.35%。中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长。政策措施包括提高财政赤字率、增加地方政府专项债发行、发行特别国债等，加大对疫情防控、民生保障等领域的公共支出，以及进一步降低税费。

中国经济在 2Q20 开始反弹

受累于新冠肺炎疫情的冲击，中国经济在今年 1Q 下跌 6.8%[2]。随着疫情逐步受控，复工复产加速推进，经济数据显示中国经济在 2Q 开始反弹。4 月份与 5 月份工业产出、固定资产投资、零售销售以及贸易盈余均较 1Q 显着回升。

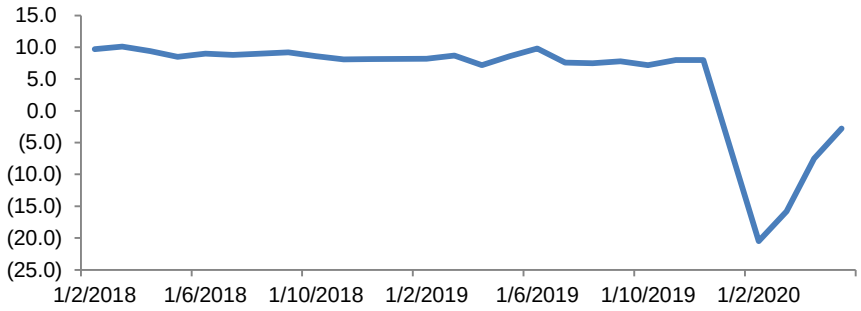
随着复工复产的推进，基建与房地产投资回升带动，工业产出继 1Q 下跌 8.4%后，4 月份及 5 月份分别增长至 3.9%及 4.4%。作为宏观经济的同步指标，4 月份与 5 月份发电量分别增长 0.3%及 4.3%，而 1Q 下跌 6.8%。涵盖 31 个行业大类的制造业 PMI 指数在 2 月份录得 35.7 的纪录低位后，在 3 月份大幅反弹至 52.0，4 月与 5 月亦高于 50 临界点水平。此外，4 月份工业企业实现利润增速仅下跌 4.3%，而 1Q 下跌 36.7%。

内需方面，消费支出及固定资产投资增速均显着反弹。4 月份及 5 月份零售销售分别下跌 7.5%及 2.8%，较 1Q 的 19.0%的跌幅大幅收窄 (图表 1)。由于房地产以及基建固定资产投资反弹，4 月份与 5 月份单月整体城镇固定资产投资增速由 1Q 的-16.1%分别回升至 0.8%与 3.9%(图表 2)。

外需方面，由于防疫相关的产品与远程办公产品大幅增长，4 月份与 5 月份出口增速较 1Q 明显反弹(图表 3)。以美元计价，4 月份与 5 月份出口分别增长 3.5%与-3.3%，高于 1Q 的-13.3%增速。 4 月份与 5 月份进口增速因海外疫情导致部分商品供应不足，分别下跌 14.2%与 16.7%，而 1Q 仅下跌 2.9%。由于进口大幅下跌，4 月与 5 月的贸易盈余大幅增加，分别为 453 亿美元及 629 亿美元，大幅高于 1Q 的 132 亿美元。

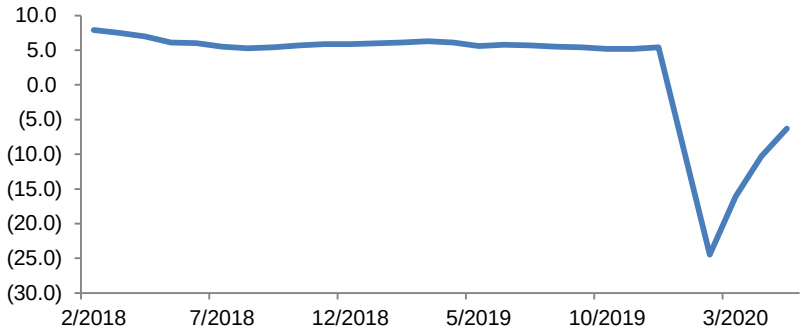
[2]除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

图 1: 中国零售销售增长(%)



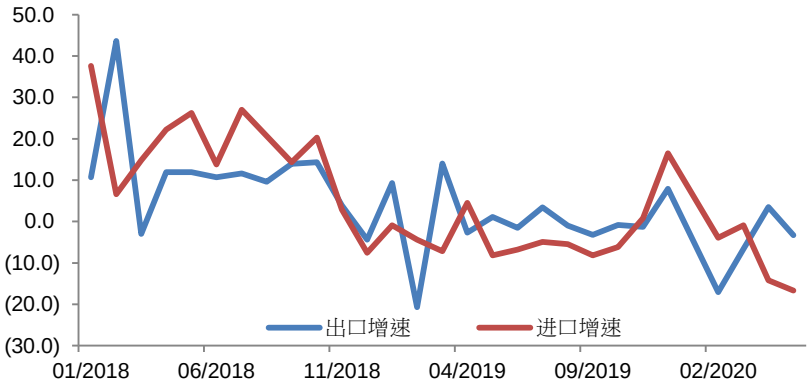
来源: 国家统计局、 农银国际证券

图 2:中国城镇固定资产投资年初至今增长(%)



来源: 国家统计局、 农银国际证券

图 3:中国出口及进口增长 (%)



来源: 中国海关、 农银国际证券

通胀在 4 月份与 5 月份大幅回落。由于食品价格涨幅放缓，4 月份与 5 月份 CPI 由 1Q 的 4.9%分别回落至 3.3%及 2.4%。此外，由于受石油等大宗商品价格大幅回落和内需整体仍弱的影响，4 月份与 5 月份 PPI 分别下跌 3.1%及 3.7%，而 1Q 仅下跌 0.6%。

货币政策方面， 2020 年年初至今人民银行采用了偏松的货币政策来支持经济增长。年初至今人民银行 3 次实施降准来支持实体经济，特别是中小企业及民营企业。尽管人民银行维持基准存款利率不变，但 2 次降低贷款市场报价利率(LPR)。5 月份广义货币供给(M2)的增速由 2019 年 12 月份的 8.7%反弹至 11.1%， 5M20 衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从去年同期的 12.0 万亿元人民币升至 17.4 万亿元人民币。

2020 年下半年经济增长料明显反弹

尽管今年 1Q 中国的 GDP 录得大幅下跌，但基于以下原因，我们相信下半年中国经济将明显回升。但由于海外疫情的控制仍不确定，中国经济增长所面临的风险亦不低。

首先，2020 年拟安排地方政府专项比 2019 年增加 1.6 万亿元达到了 3.75 万亿，并提高专项债券可用作项目资本金的比例。今年前 5 个月地方政府专项债已发行了 2.2 万亿，其中大约 80%投向了基建领域，由此拉动了基建投资增速在 4 月和 5 月大幅反弹至 2.3%及 8.3%。今年的政府工作报告提出加强包括 5G 应用在内的新型基础设施建设，加强交通、水利等重大工程建设，增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。我们预期 2020 年全年基建投资增速或由 2019 年的 3.8%反弹至 5%左右。

其次，新型城镇化建设的推进以及新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个将支撑房地产销售和投资的平稳增长。LPR 持续回落以及宽松的流动性有利于房地产企业融资，当前土地购置面积以及新开工面积已大幅回暖。5 月单月的房地产投资由 4 月的 6.7%回升至 8.4%，房地产销售在 5 月亦明显反弹，销售面积及金额增速分别由 4 月份的-2.3%及-5.0%回升至 9.6%及 14.2%。我们预计全年房地产开发投资增速约为 6.5%。

第三，随着国内疫情本土传播基本阻断，复工复产加快推进，就业市场逐步复苏，前期压抑的消费将会回补。从流动性的角度看，4 月及 5 月居民部门净存款减少，消费意愿出现回补。在中央和地方出台的稳定和促进汽车消费政策带动下，占整体零售销售 10%的汽车类同比增长 3.5%，而前 4 个月下跌 22.6%。随着 5 月份房地产竣工面积转为增长，加上今年老旧小区改造量达到去年 2 倍，家电、建材与家具等地产类消费有望明显反弹。此外，随着疫情消退，餐饮消费在下半年有望大幅回升。我们预计全年零售销售增速约为 2%。

然而，全球疫情仍处高位，并有二次爆发的可能，外需或持续疲弱。中美达成第一阶段贸易协议后，美国目前将对中国的遏制转为打击中国的供应链。美国打击中国供应链的方式为美国产业链去中国化以及中国产业链去美国化。美国通过实体清单不断在高端供应链上打击中国明星企业华为，同时通过关税措施令中国低端供应链向东南亚转移，从而冲击中国的就业。所以中国经济面临的挑战亦不小。

整体来说，我们相信 2Q20 中国经济增速或回升转正，下半年中国经济增速将延续反弹态势。我们预计 2020 年国内生产总值增长 2.0%，虽低于 2019 年 6.1%的增速，但在全球疫情冲击下已是不错的增速(图 4)。

货币政策方面，我们预期人民银行将继续推出逆周期的政策措施以稳定经济增长。6 月 17 日国务院常务会议提议推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元，我们预计 2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.25%及 4.35%。随着通胀压力较温和以及经济下行压力增加，我们预期人民银行在今年下半年或再下调 RRR 两次。根据今年的政府工作报告，2020 年将较 2019 年新增 3.6 万亿的财政支出资源，约占 2019 年 GDP 总量的 3.63%，显示中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长。政策措施包括提高财政赤字率、增加地方政府专项债发行、发行特别国债等，加大对疫情防控、民生保障等领域的公共支出，以及进一步降低税费。

图 4:经济预测

经济指标	2018 年	2019 年	2020 年预测
实质 GDP 增长， %	6.6	6.1	2.0
固定资产投资增长， %	5.9	5.4	1.5
零售销售增长， %	9.0	8.0	2.0
以美元计出口增长， %	9.9	0.5	(2.0)
以美元计进口增长， %	15.8	(2.8)	(4.0)
工业产出增长， %	6.2	5.7	2.2
消费物价通胀， %	2.1	2.9	3.0
生产物价通胀，%	3.5	(0.3)	(1.0)
M2 增长， %	8.1	8.7	10.5
社会融资规模增量， 十亿人民币	22,492	25,580	30,000
新增人民币贷款， 十亿人民币	16,170	16,810	20,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.8785	6.9632	6.9000
1 年期 LPR，%	4.31	4.15	3.25
5 年期 LPR，%	NA	4.80	4.35

来源: 国家统计局， 中国人民银行、 农银国际证券预测



投资策略

农银国际研究部主管陈宋恩

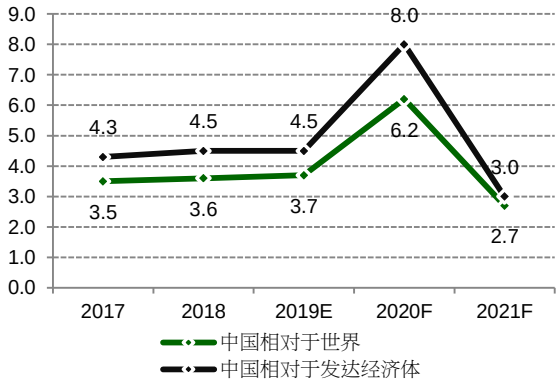
2020 年下半年投资策略

我们对全球事务的看法

- **相对而言，全球经济周期在 2020-21 年对中国有利**
- **中美脱钩意味着两者之间的投资 beta 降低; 我们认为，这将激励基金经理增加对中国资产的投资分配**
- **在半导体行业中寻找中国独角兽 - 中国新基础设施发展的核心**
- **随着全球经济经历货币和财政扩张，预计 2020-21 年热钱将大量涌入中国**

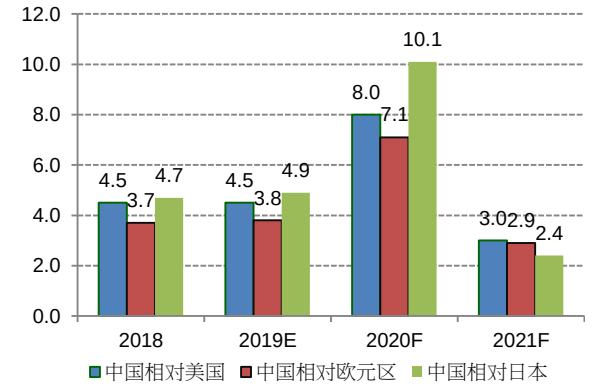
相对经济增长是很重要因素。 自 2020 年初以来，中国乃至世界都在遭受冠状病毒大流行的困扰-人们对经济前景的担忧日益升温，悲观情绪主导了市场情绪。 在 2020 年，我们认为中国的相对经济增长可能会超过发达经济体许多。 根据世界银行的数据，中国相对世界的实际 GDP 增长率(即中国的 GDP 增长减去其他经济体的 GDP 增长)将从 2019 年的 4.5%增加到 2020 年的 8.0%; 中国相对发达经济体的实际 GDP 增长率将从 2019 年的 3.7%增加到 2020 年的 6.2%。 对于全球投资者而言，相对经济增长率是决定投资分配的关键因素之一。 根据世界银行的预测， 2020 年，中国的经济增长将分别比美国、欧元区和日本高 8.0 个百分点、7.1 个百分点和 10.1 个百分点。

图表 1: 中国相对于其他地区的 GDP 增长(%)–预计 2020 年将实现大幅增长



相对 GDP 增长=中国实际 GDP 增长减去其他地区实际 GDP 增长
来源:世界银行于 2020 年 6 月发布的《全球经济展望》、农银国际证券

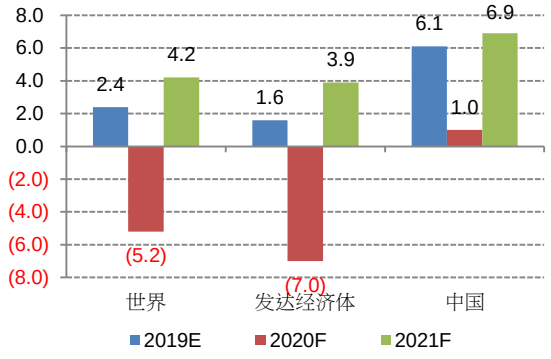
图表 2 ：中国相对美国、欧元区和日本的 GDP 增长(%)- 预计 2020 年将急剧扩大



相对 GDP 增长=中国实际 GDP 增长减去其他地区实际 GDP 增长
来源:世界银行于 2020 年 6 月发布的《全球经济展望》、农银国际证券

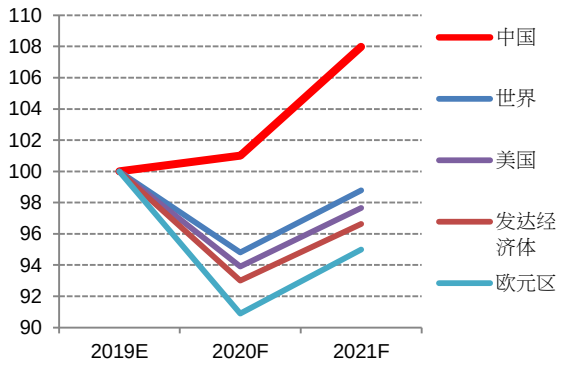
把握经济周期变化时间表很重要。可能需要等到 2021 年之后，全球经济产出回复到 2019 年的水平。尽管由于 2020 年基数较低，预计 2021 年全球经济将急剧反弹，但届时全球产出可能还没恢复到 2019 年的水平。世界银行预测 中国的经济产出将在 2021 年恢复到 2019 年的水平，但是美国、欧元区和日本的经济产出要在 2021 年之后才会恢复到 2019 年的水平。考虑全球经济周期的复苏周期不同，再加考虑上述相对经济增长因素， 对于全球投资者而言，中国是投资者在 2020-21 年增加对该地区投资的诱人选择。

图 3：全球实际 GDP 增长率(同比%)
总体而言，预计 2021 年全球经济将急剧反弹



来源:世界银行于 2020 年 6 月发布的《全球经济前景》、农银国际证券

图 4：全球经济产出(2019 年基数= 100)除中国外，发达经济体的经济产出在 2022 年之前不会恢复到 2019 年的水平



来源:世界银行于 2020 年 6 月发布的《全球经济前景》、农银国际证券

倘若中美经济脱钩意味着全球经济走向多极化，扩大了基金经理的投资机会。我们认为倘若中美经济脱钩将意味着两者之间的相关性降低，对中国资产进行投资的动机将会增强。这一观念对于某些人而言可能听起来违反直觉，因为不确定性会阻碍投资决策。我们的理由是，如果两个资产的价格高度相关，则投资者对它们中的任何一个都将无动于衷，同时投资于这两种资产的动机将会减弱。相反，当相关性降低时，两种资产的投资多元化动机将变得更有意义。两个超级大国的脱钩起初将导致不确定性，但稍后可能会出现新的投资机会。这种现象已经在中国的科技行业出现。显然，投资者担心美国禁止向中国出口高科技产品的经济影响。结果是中国政府将采取行动减少对美国科技产业的依赖。因此，在中国的半导体产业和整个技术领域将出现投资机会。如果两国之间的僵局持续存在，那么两个超级大国的脱钩将扩大投资机会的范围，全球经济势走向多极化，而不是目前环绕美国领导的单极。经济学理论的基础之一，当选择增加时，效用曲线可以得到更好的优化。

边际投资收益很重要。 从经济学角度看，当商品供应充足时，其增量供应的边际收益将减少。 我们认为，中国科技行业的缺陷将为投资者带来高额的边际投资回报。 随着中美关系脱钩的发生，中国的科技公司将需要满足国内需求，填补美国供应商留下的未满足需求。这些产品的技术水平不完全决定其边际回报，而边际回报取决于市场需求的未满足程度和适当的成本控制。

芯片是集成电路(IC)的通用核心组件。 集成电路是决定未来几年中国新基础设施投资的效率和有效性的核心组件。华为的实力彰显了中国集成电路设计行业的全球竞争力，但中国半导体行业其他领域的不足可能会带来相对较高的边际投资回报。

芯片供应链的中国化是一个长期的目标。目前，中国没有商业化的 14nm 晶圆代工厂生产线 (中芯国际仍在试运行中，但尚未将其 14nm 生产线商业化)。 尽管 14nm 生产线比 5nm 生产线落后了两代，中芯国际(981 HK)仍将在中国享有先发优势。 中国的 IC 设计人员非常依靠美国的 EDA 软件。 长期而言，国内 IC 分析服务、IC 设计服务和 EDA 软件服务的提供商(例如华大九天软件(Empyrean Software)，芯愿景软件技术(Cellixsoft Corp))将与国际竞争对手竞争。 长期来看，国内芯片设备制造商也将从晶圆代工厂的本地化率提高中受益。企业家不怕困难，不怕失败，最怕无机会。

总体而言，中美之间的脱钩提高了中国半导体产业价值链的本地化率的可持续需求，将为成功确定独角兽公司的私募股权投资者提供诱人的回报。从投资者的角度来看，风险和回报是建立在是否有投资机会之上的。

图 5: 大型晶圆代工厂之间关键技术节点的量产时间比较 – 中国领先的中芯国际比市场领先者台积电落后了五年或两代技术

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
台积电 (TSMC)	**28nm**			**20nm**	**16nm**	**10nm**		**7nm**	
格罗方德 (Global Foundries)	**32nm**	**28nm**			**14nm**			**12nm**	
联华电子 (UMC)			**28nm**				**14nm**		
中芯国际 (SMIC)	**40nm**				**28nm**				**14nm**
力晶科技 (Powerchip)		**90nm**		**55nm**		**25nm**			
华虹集团 (Huahong)						**65nm**	**55nm**	**28nm**	
高塔半导体 (Tower Semi)				**65nm, 45nm**					

来源:中芯国际的招股书(2020 年 6 月 1 日)、农银国际证券

图 6: 中国主要本土晶圆厂设备的国产化情况如下
中国晶圆代工厂设备的本地化率低，在未来几年为本地设备厂家提供良好的边际投资回报

序号	设备名称	国产化率	主要国内厂家
1	去胶设备	90%以上	北京屹唐半导体科技
2	清洗设备	20%左右	盛美半导体 (ACMR US)、北方华创 (002371 CH)
3	刻蚀设备	20%左右	中微公司 (688012 CH)、北方华创、北京屹唐半导体科技
4	热处理设备	20%左右	北方华创、北京屹唐半导体
5	物理气相沉积PVD设备	10%左右	北方华创
6	化学气相沉积CMP设备	10%左右	天津华海清科机电科技
7	涂胶显影设备	零的突破	芯源微 (688037 CH)
8	光刻设备	预计将有零的突破	上海微电子装备(集团)

来源:盛美半导体设备(上海)的招股说明书(2020 年 6 月 1 日)), 《半导体设备行业 2020 年度策略》、农银国际证券

图 7: 中国的新基础设施发展

型基础设施建设 (新基建)	获益者
5G	华为，中兴(763HK，000063CH)
大数据中心	中国通信服务(552)- 云中心或数据中心的主承建商
人工智能	百度，AI 芯片生产商(例如: 中科寒武纪科技)
工业互联网	NB-IoT 芯片生产商 - 物联网芯片组的需求量远大于手机芯片
城际高速铁路和城市轨道交通	中国铁路信号与通信(3969 HK，688009 CH)- 自动驾驶和信号系统可靠性和安全标准对频繁的城轨交通至关重要
新能源汽车充电桩	比亚迪(1211 HK)受益于充电桩网建设降低新能源汽车普及的阻力
特高压	清洁能源生产商受益于特高压电网建设

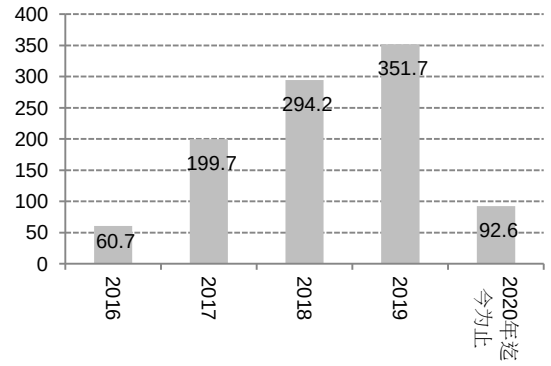
来源:农银国际证券

对流动性继续流入中国持乐观看法。 与过去二十年中大多数全球危机不同，当前主要发达国家正在采取积极的货币和财政扩张措施，以扭转由冠状病毒大流行引起的衰退。 随后，由于全球流动性供应的急剧增加，我们可以预期 2020-22 年全球资本市场将蓬勃发展。 不利的一面是，在一些国家，受财政赤字大幅增加的驱动，主权债务风险将升级。尽管如此，包括香港在内的国际金融中心将受益于 2020-22 年全球货币和财政扩张。

我们认为，流动性不足不是全球资本市场的主要痛点，而是缺乏有预期可观回报的大量投资机会。 现在是中国进一步开放经济以吸收全球资本市场过剩流动性的时机。 将全球投资者的利益与中国的利益相结合，是提高中国经济抵御外部冲击的防御力的好策略。

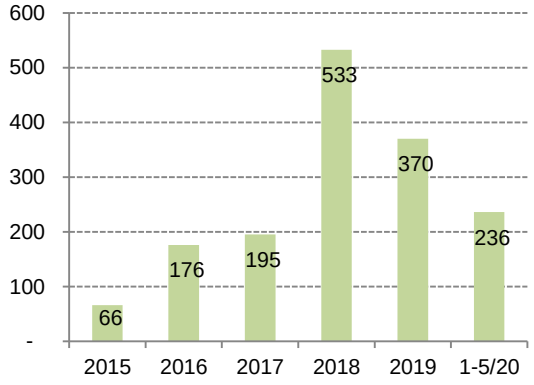
尽管国内经济在 2020 年上半年开始走软，但离岸金融和行业投资者提供的流动性仍在净流入中国。今年迄今截至 6 月 17 日，离岸投资者已净买入 926 亿元人民币的 A 股。于 5M20，境外机构持有的中国境内债券净增加了 2,360 亿元人民币，至 2.11 万亿人民币。于 5M20，中国实际非金融外国直接投资为 3,552 亿元人民币。

图 8: 境外投资者通过北向沪深港股通年度净买入 A 股 (人民币 10 亿)



截至 6 月 17 日的 2020 年数据
来源:香港交易所、彭博、农银国际证券

图 9: 境外机构持有的中国境内债券净增加额 (人民币 10 亿)

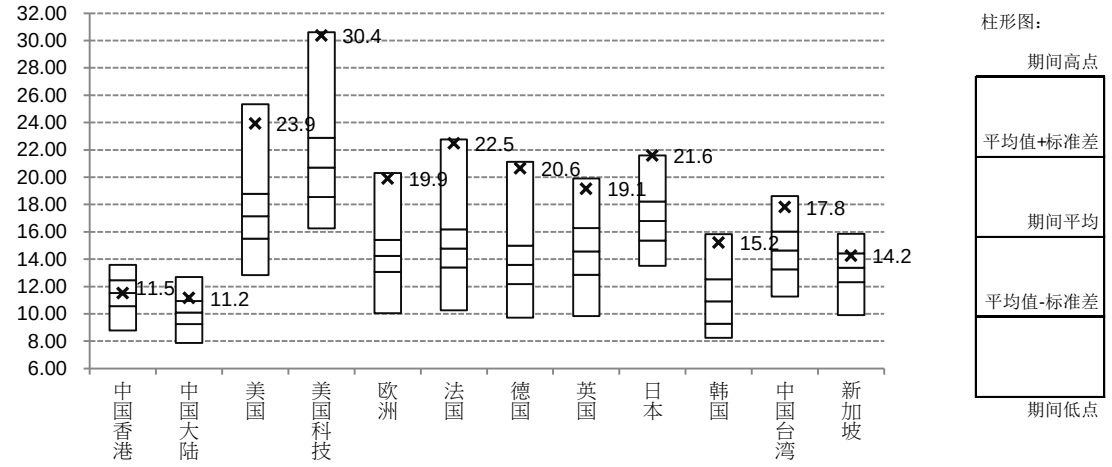


来源:中国国家外汇管理局、农银国际证券

全球股市:估值概要

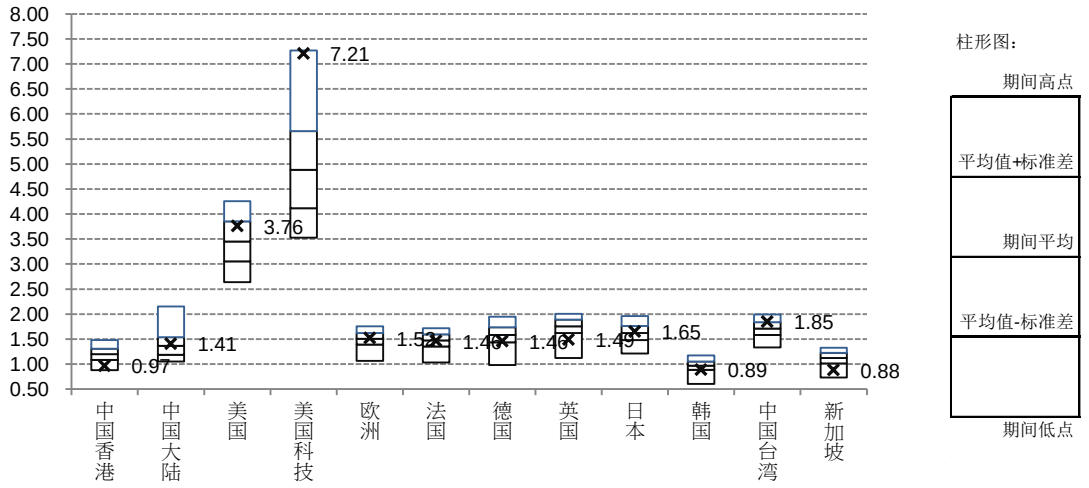
陈宋恩

图 10: 全球股票市场估值(市盈率)摘要
中国和香港股市的市场估值具有吸引力



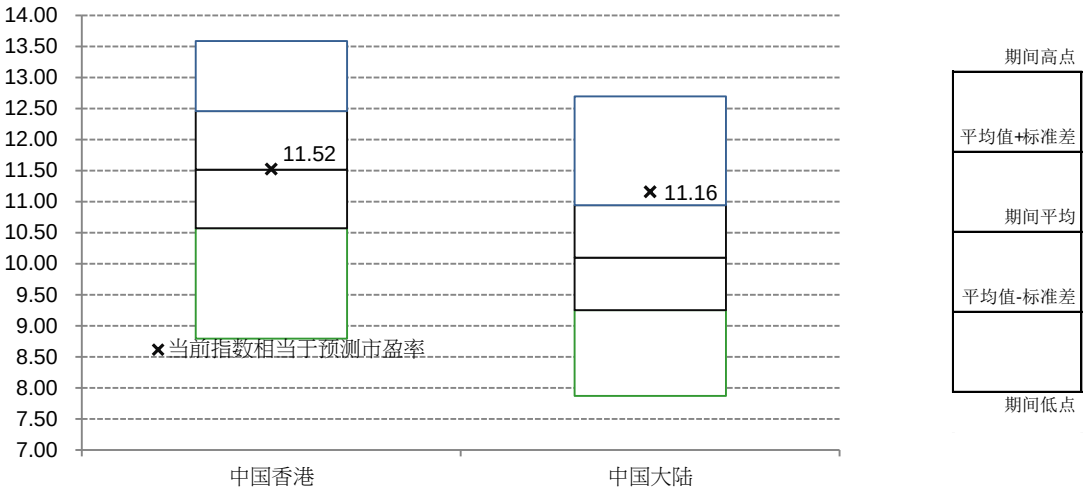
x:当前指数相当于预测市盈率
期间:自 2015 年起的预期市盈率范围(高，均值+标准差，均值，均值-标准差，低)
相应市场的参考指数(从左至右):恒指，上证 50 指数，道琼斯工业平均指数，纳斯达克 100 指数，斯托克 50 指数，CAC 指数，DAX 指数，富时 100 指数，日经 225 指数，KOSPI 指数，TWSE 指数和 STI 指数
截至 2020 年 6 月 19 日的数据
来源:彭博、农银国际证券

图 11: 全球股票市场估值(市净率)摘要
中国和香港股市的市场估值具有吸引力



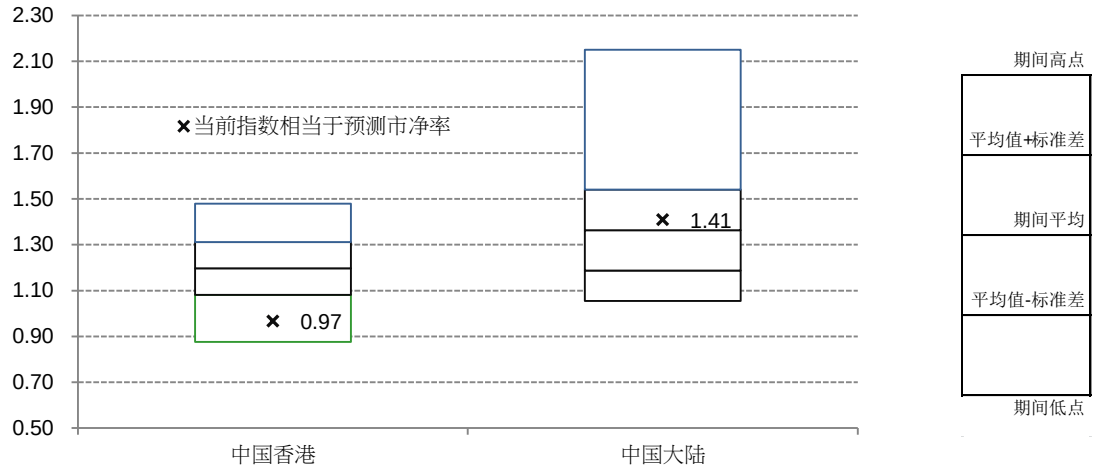
x:当前指数相当于预测市净率
期间:自 2015 年起的预期市净率范围(高，均值+标准差，均值，均值-标准差，低)
相应市场的参考指数(从左至右):恒指，上证 50 指数，道琼斯工业平均指数，纳斯达克 100 指数，斯托克 50 指数，CAC 指数，DAX 指数，富时 100 指数，日经 225 指数，KOSPI 指数，TWSE 指数和 STI 指数
截至 2020 年 6 月 19 日的数据
来源:彭博、农银国际证券

图 12: 中国大陆和香港的股票市场估值(市盈率)
就市盈率范围而言，香港股票市场估值接近历史平均水平



期间:自 2015 年起的预期市盈率范围(高，均值+标准差，均值，均值-标准差，低)
参考指数:恒指(左)和上证 50 指数(右)
截至 2020 年 6 月 19 日的数据
来源:彭博、农银国际证券

图 13: 中国大陆和香港的股票市场估值(市净率)
就市净率范围而言，香港股市处于估值区间的低端



期间:自 2015 年起的预期市净率范围(高，均值+标准差，均值，均值-标准差，低)
参考指数:恒指(左)和上证 50 指数(右)
截至 2020 年 6 月 19 日的数据
来源:彭博、农银国际证券

恒生指数(HSI)

2020 下半年的预测交易范围: 22,700-26,700
2021 年的预测交易范围: 26,700-32,900

鉴于各种不利因素以及公司在 1Q20 的业绩报告，今年到目前为止(至 2020 年 6 月 17 日)，市场将恒生指数 2020 年和 2021 年的每股盈利预测分别下调 18.6%和 11.3%。在市场下调蓝筹公司 2020 -21 年盈利前景之后，当前市场预计该指数 2020 年的预测 EPS 将同比下降 14.4%，然后在 2021 年将同比增长 18.0%。 尽管预计 2021 年的收益将反弹，但预计全年每股收益仅比 2019 年高 1.0%。这反映了投资市场对 2021 年的蓝筹公司盈利能力复苏仍持谨慎态度。

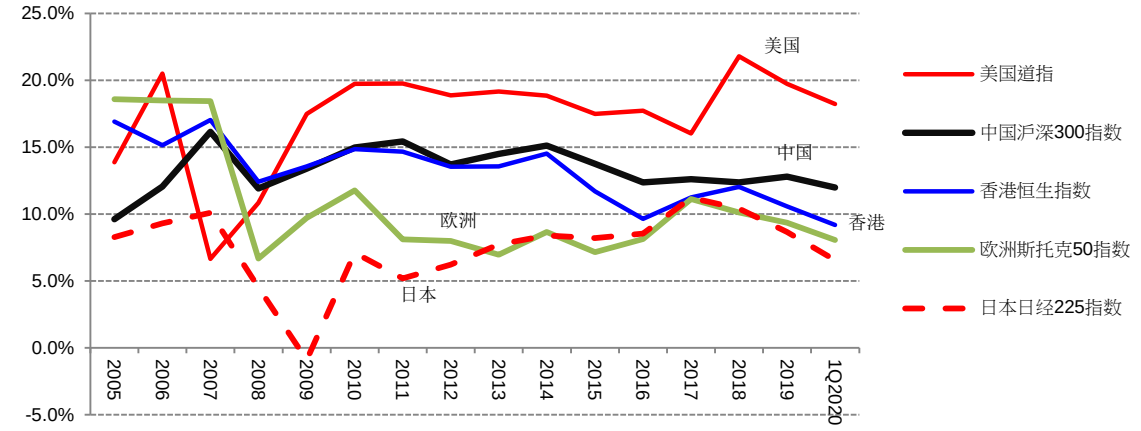
恒指在 2020 下半年的交易范围预计为 ~22,700-26,700，相等于 10.6-12.4 倍 2020 年预测市盈率或 0.89-1.04 倍 2020 年预测市净率。 平均权益回报率 (ROAE) 从 2018 年的 10.58%降至 2019 年的 9.19%和 2020 年预测的 8.8%，盈利能力下降导致该指数目前的市净率处于较低市净率范围的基本原因。 此外，预计 2020 年收入增长的下降将限制市盈率估值的上限。

对于 2021 年，我们预计指数交易范围将扩大至 26,700-32,900，相当于 10.5-13.0 倍 2021 年市盈率或 0.98-1.21 倍 2021 年市净率。 该指数的 ROAE 将从 2020 年的 8.8%提高到 2021 年的 9.6%。 但是，我们预计指数中可能包含一些大型新经济股，将增加波动性。

外部冲击的潮起潮落通常很少事先警告(如果有的话)。 这不是香港资本市场特有的问题; 相反，这些是全球资本市场固有的风险。 从流动性持续流入中国的 A 股市场和在岸债券市场来看，我们认为全球投资者仍在增加对中国的资产配置。 香港未来的挑战之一是其资本市场能否为全球投资者提供广泛的风险资产。 为扩大风险资产范围以吸引全球投资者而进行的一些战略举措是有效的，如容许加权投票权的中国新经济公司双重上市以及在香港获准上市的收入和产品前的生物技术公司。

恒指目前的结构阻碍了 ETF 产品的发展。 恒生指数和恒生中国企业指数(HSCEI)是跟踪香港股市表现的两种流行指数。 但是，这两个指数中的成分股大量重叠，不可避免地导致高度相关。 此外，这些指数主要由中国的旧经济公司在金融、房地产、电信服务和能源资源方面占据主导地位。这些公司的盈利能力和增长动力不足以为长期投资者带来丰厚的投资回报。

图 14: 主要股市基准蓝筹股指数的平均权益回报率(ROAE)



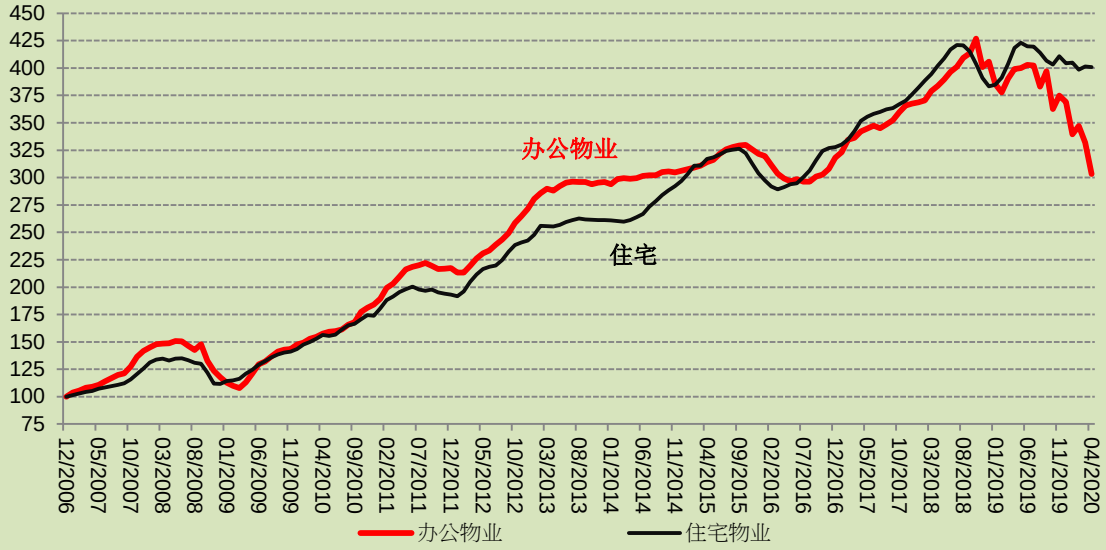
来源:彭博、农银国际证券

专题讨论
香港房地产市场处于高风险：给中国其他城市的启示

陈宋恩

维持预期经济繁荣的环境对香港房地产市场的重要性

图 15: 香港房地产价格指数(以 12/2006 = 100 为基数): 住宅价处于悬崖边缘



截至 2019 年末的 36 个月，两个指数之间统计相关性为 0.87。
来源:香港政府、彭博、农银国际证券

办公楼价格已大幅下降，但仍未观察到稳定的信号。自 2018 年 10 月以来，我们估计办公楼的平均价格已下跌了大约 29%，并降至 2016 年中水平。 自 2018 年以来的中美贸易战， 2019 年下半年以来香港的社会动荡以及 2020 年上半年爆发的 COVID-19 对香港经济前景产生了不利影响，随后削弱了对香港办公楼物业的需求。

本地和外国企业会缩减在香港的业务。 办公楼价格的调整是香港本地和外国企业减少资本和运营支出的早期指标。 他们的行动是基于对维持他们在香港实际办公规模所需求的成本和回报的判断。

办公楼价格和住宅价格高度相关。 过去几年中，办公楼房地产价格与住宅房地产价格之间的强相关性表明，办公楼价格先跌，住宅房地产价格的下行风险正在增加。 由于美联储的货币扩张和 2020 年前几个月市场利率的下降，我们认为住宅房地产价格的向下调整已被推迟。 然而这样，购住房者可能低估了住宅房地产市场中的价格下行风险。

由于失业率上升，房价易跌难升。 香港的失业率从 2019 年 6 月的 2.8%上升至 2019 年 12 月的 3.3%和 2020 年 5 月的 5.9%。失业率的持续上升表明居民的偿债能力和其购买力正在减弱。 如果上述风险因素持续或升级，我们认为住宅物业价格可能在 2020 年第三季度/第四季度下跌。 我们估计住宅价格的潜在下行风险为 28%，这意味着价格将跌至与 2016 年低谷相似的水平。

政府需要采取先发制人的措施，以遏制由于房地产市场的急剧调整而引起的系统性风险。
我们认为，自 2018 年以来，本地银行业已受到办公楼价格下跌的影响。如果住宅楼价的下行修正与办公楼市场所观察到的一样快，香港银行业的系统性风险将会增加。 根据香港金融管理局的数据，住宅抵押贷款的未偿还余额从 2016 年底的 1.119 万亿港元增至 2018 年底的 1.311 万亿港元和 2019 年底的 1.437 万亿港元，并进一步增至 2020 年 4 月底的 1.464 万亿港元(约相当于 2019 年香港名义 GDP 的 51%)。 如果住宅物业价格下调至 2016 年的水平，我们估计抵押贷款将有 0.35 万亿港元出现潜在风险(约相当于 2019 年香港名义 GDP 的 12%)。

对香港股票市场的影响

- 在香港上市的房地产投资公司，特别是香港房地产市场的办公楼投资公司，将可能在 2020 年的财务报表中记录很大办公物业价值重估损失;导致公司利润和权益价值出现收缩。由于资产和权益价值的下降，它们的财务杠杆将增加。结果，银行可能会减少向这些公司提供的信贷额度。
- 香港物业投资公司的财务状况恶化，可能会在未来 12 个月削弱其偿还债务和分红的能力。
- 由于相关公司的历史账面净值不能很好地反映当前市场恶化状况，因此投资者将要求其股票具有较高的风险溢价(即股价相对于历史净资产值的更大折让)。
- 我们相信房地产公司审慎的财务管理，例如低财务杠杆和多元化的收入来源，是克服经济和房地产市场下行周期的关键因素。各种宏观经济风险因素的持续出现，恰恰暴露了那些管理不慎公司的弱点。

反周期业务扩展机会

自 2018 年以来，办公物业价格的大幅调整将办公楼价格推低至与 2016 年中期相似的水平，这意味着当前办公场所的重置成本已大大降低。 现在是企业考虑在香港开展反周期业务扩展的时机。 拥有长期资金来源的资产管理公司是寻找优质办公物业进行讨价好机会。

香港 IPO 市場展望

分析师:周秀成

开始复苏

- **受疫情影响，香港的 IPO 市场有所减慢。 在 1H20，香港 IPO 市场筹集了 113 亿美元。从好的方面看，受海外上市的中概股回流香港作第二上市的趋势推动下，IPO 市场自 2Q20 开始复苏。**

- **非必需消费品和科技类股票合计占 1H20 IPO 总量的 69%。 展望未来，我们预计这一趋势将持续。**

受疫情影响，香港的 IPO 市场有所减慢。 在 1H20 (截至 2020 年 6 月 22 日)，香港 IPO 市场筹集了 113 亿美元，而 2019 年则为 403 亿美元。在 1H20，共有 59 宗 IPO 发行，平均发行规模为 1.91 亿美元。

从好的方面看，受海外上市的中概股回流香港作第二上市的趋势推动下，IPO 市场自 2Q20 开始复苏。

受海外上市的中概股回流推动，非必需消费品和科技类股票成为了 IPO 市场的主要贡献者，在 1H20 合计占 IPO 总量的 69%。

在非必需消费品和科技之后，医疗保健股是第三大贡献者，占 1H20 IPO 发行量的 18%。另一方面，金融类股票仅占 1H20 IPO 发行量的 8%，远低于 2019 年的 17%。

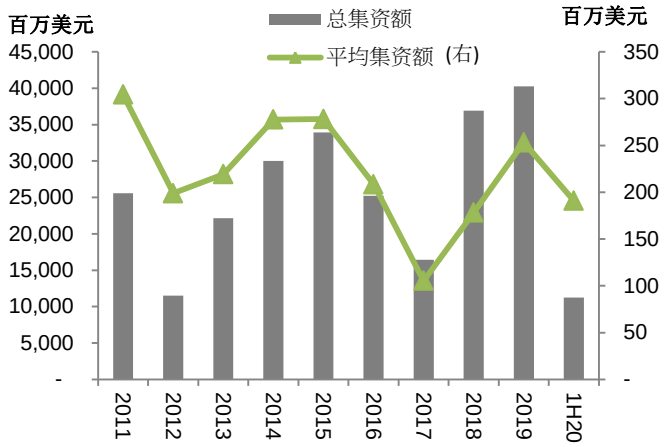
展望未来，我们预计在未来几个月中，将会有更多的海外上市中概股回流香港作第二上市，其中大多数是互联网股。 我们认为，这可能导致短期内互联网股票的供应增加，以及主要机构投资者在投资组合中重整其互联网股票分布。

图 1: 1H20 香港 IPO 市场 (截至 2020 年 6 月 22 日)

行业	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
非必需消费	4,493	300
科技	3,280	656
医疗保健	1,992	332
金融	857	107
工业	283	24
通讯	219	44
其他	139	17

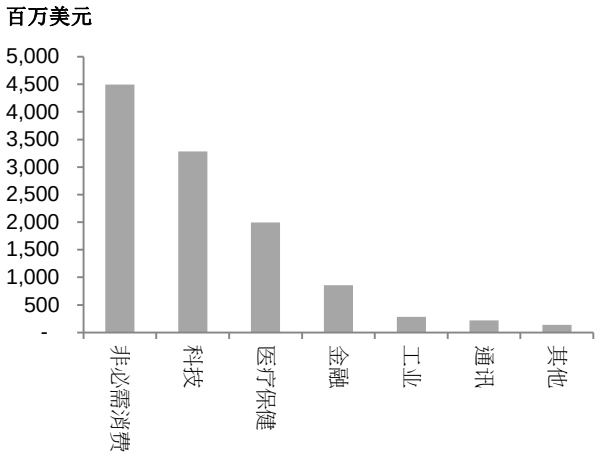
来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 香港 IPO 市场 (截至 2020 年 6 月 22 日)



来源: 彭博、农银国际证券

图表 3:香港 IPO 集资额行业分布 (1H20，截至 2020 年 6 月 22 日)



来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 主要承销商市场份额 (1H20，截至 2020 年 6 月 22 日)



来源: 彭博、农银国际证券



行业展望

农银国际分析员

正面
中国银行业 –政策导向助行业维持基本面可控
欧宇恒

主要数据		行业表现	绝对值 (%)	相对值 (%)
H 股		**H 股 (相对于 MSCI 中国指数)**		
2020E 市盈率均值(x)	4.16	1 个月	1.18	(8.12)
2020E 市净率均值(x)	0.48	3 个月	(0.23)	(12.94)
2020E 股息率均值(%)	5.90	6 个月	(12.23)	(14.70)
A 股		**A 股相对于 CSI300 指数)**		
2020E 市盈率均值(x)	5.54	1 个月	(0.21)	(7.29)
2020E 市净率均值(x)	0.60	3 个月	(0.51)	(12.50)
2020E 股息率均值(%)	5.84	6 个月	(10.35)	(13.16)
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

- 政策措施助银行保持资产质量前景稳定
- 预期银行将继续维持大拨备，这将限制银行盈利增长速度
- 降息周期及政策方向带来的净息差压力将无可避免地延至 2021 年，但强劲的资产负债表增长有助于部分抵消影响
- 预期地区性银行将见更多资本活动，以支持资产负债表的快速增长
- 重申 A / H 市场银行业正面评级。偏好大型银行较高的防御性和稳定的股息收益率。我们的首选为**农行(1288 HK/601288 CH)**和**建行(939 HK/601939 CH)**

政策有助保持资产质量稳定。在新冠肺炎疫情和中美争端对经济的双重影响下，资产质量风险一直是投资者对中国银行业的主要忧虑点，亦是导致行业估值持续偏低的原因。根据中国银保监会统计，截至 2020 年 3 月末，行业平均不良贷款率环比微升 5 个基点至 1.91%。按银行类别划分，大型银行及股份制银行的平均不良贷款率分别环比上升 1 个基点至 1.39%和环比持平在 1.64%。而城市商业银行和农村商业银行的平均不良贷款率则环比分别上升 13 个基点和 19 个基点至 2.45%和 4.09%。这反映较大的银行通过不良贷款处置及业务多元化来抵御资产质量上的风险，地区性银行则由于经营规模较小及小微企业务占比较高而出现资产质量波动性较大的情况。随着早前政府工作报告将政策重点放在重大金融风险有效防控和支持普惠金融小微企业上，中国人民银行于 2020 年 6 月 1 日发布支持普惠金融小微企业的详细措施。其中，中国人民银行鼓励银行对中小微企贷款的延迟还本付息政策延至 2021 年 3 月末而不需纳入不良贷款。同时对于地区性银行首次延迟的贷款本金，中国人民银行将额外给予约为 1%的激励资金。因此，我们可以合理预期行业资产质量将在 2Q21 前保持稳定，而未来几个季度的行业平均不良贷款率的环比上升幅度将维持在单位数基点的水平。仍然，为了增强风险缓冲能力，我们预期银行的大拨备政策将在未来几个季度维持，而这将是限制银行盈利增长速度的主要原因。拨备比率较高的银行亦因而相对占优，有望保持较快的盈利增长。

行业净息差下行压力将持续至 2021 年。早前政府工作报告再次强调推动利率持续下行，鼓励银行合理让利，让综合融资成本明显下降并推动企业便利获得贷款。根据中国人民银行数据，自 2019 年 8 月 LPR 改革以来，平均贷款利率从 2019 年 9 月的 5.62%逐渐下降至 2020 年 3 月的 5.08%，数字同比下降 61 个基点或环比下降 36 个基点。然而我们注意到，除了 LPR 的下降趋势外，银行的贷款定价同时呈下降趋势，这可以反映在上浮于 LPR 的贷款定价占比从 2019 年 9 月的 83.04%逐步下降至 2020 年 3 月的 72.83%。因此，行业平均净息差在 1Q20 环比收窄 10 个基点至 2.1%。具体而言，农村商业银行的平均净息差在 1Q20 下行压力最大，环比下降 37 个基点，同期其他银行类别的平均净息差环比只下降 3 至 9 个基点。展望未来几个季度，我们认为银行的资产负债表增速将继续是银行抵御净息差压力的要素，而这将主要受普惠金融小微企贷款的快速增长所推动。政府工作报告为五大银行设定了普惠金融小微企贷款同比 40%的贷款增长目标，较 2019 年所订出的 30%同比增长有所提升。此外，中国人民银行 2020 年 6 月 1 日亦推出针对地区性银行的信用贷款再融资计划，当中合格地区性银行可以向中国人民银行申请为期 1 年的再融资资金，金额相当于其在 2020 年 3 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日之间批出贷款期限超过 6 个月的普

惠金融小微企信贷贷款的 40%。银行净息差上的下行压力在降息周期中将无可避免，而重定价过程将使净息差的下行压力延至 2021 年。我们认为，大型银行和股份制银行将更有能力通过资产负债表增长和配置来维持净息差。

预期地区性银行资本活动增加。资产负债表的持续增长将推动银行的资本需求上升。根据银保监会数据，商业银行的总资产和总负债同比增速在 2020 年 3 月末分别为 10.7%和 10.4%，较 2019 年 3 月末的同比增速 8.69%和 8.35%有所加快。行业平均核心一级资本充足率及资本充足率在 2020 年 3 月末分别为 10.88%和 14.53%。值得一提的是，早前政府工作报告明确加强中小型银行的资本状况，与去年目标扩大大型银行资本渠道有所改变。政策方向的变化反映政府清楚了解到对于要推动贷款增长，必需同时以降准增加流动性并提高银行资本充足率。尽管大型银行及股份制银行的资本水平在过去几年逐步加强，地区性银行的资本水平仍然处于较低位置，因此未来地区性银行的资本活动将逐步增加。近年来， 由于 A / H 股市场的上市银行数量均不断增加，从股票一级市场筹集资金对地方性银行而言变得越来越困难。我们预计，地区银行未来将使用更多替代性融资工具，例如优先股和永续债券等，以改善资本状况。

长线展望

政策风险仍然是中国银行业面对的最大不确定因素。但是，我们认为严格监管并自律的经营环境是行业基本面的长远正面因素。与此同时，我们对新冠肺炎疫情及中美争议持续所带来的长期经济影响持谨慎态度。

短线展望

尽管在监管机构支持和银行的自律运作下，我们不认为银行的资产质量会出现大幅恶化，但新冠肺炎疫情所带来的经济影响将在未来几个季度逐步浮现。加上银行净息差不可避免的下行压力，投资者将在短期内对中国银行业的基本面前景维持审慎。如果资产质量及净息差在 4Q20-1Q21 出现稳定讯号，将有机会触发下一轮行业估值修复。

股票推荐

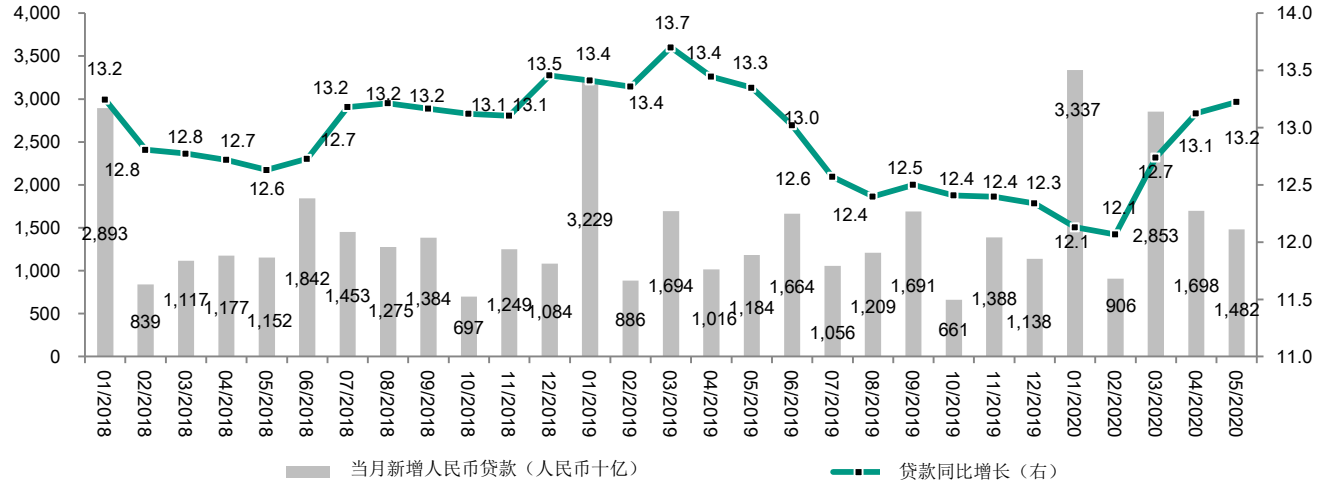
考虑现时银行板块估值正处于历史上较低水平及其稳定增速与可控的基本面，我们重申对 A / H 股两个市场中国银行业的正面评级。其中，我们较偏好大型银行的稳定股息收益率和高度多元化的业务组合，从其基本面可以充分体现出大型银行对于政策风险及对宏观变化的防御能力和高度适应性。我们的行业首选为**农行(1288 HK/601288CH)**，因其在同业中具有较强的风险缓冲能力，同时为普惠金融政策的主要受益者。我们也喜欢**建行(939 HK/601939CH)**一直以来较为审慎的风管态度。

而资产负债表相对较小的地区性银行，其高度的营运灵活性亦往往放大了宏观因素与政策风险的影响。在普惠金融政策重点的推动下，我们可以合理预期地区性银行的资产负债表增长及盈利增长将维持在较快的速度，但同时亦将带动地区性银行的资本需求，并稀释每股盈利及净值。此外，其较低的日均成交量仍然是这类股票的一个主要问题。

风险因素

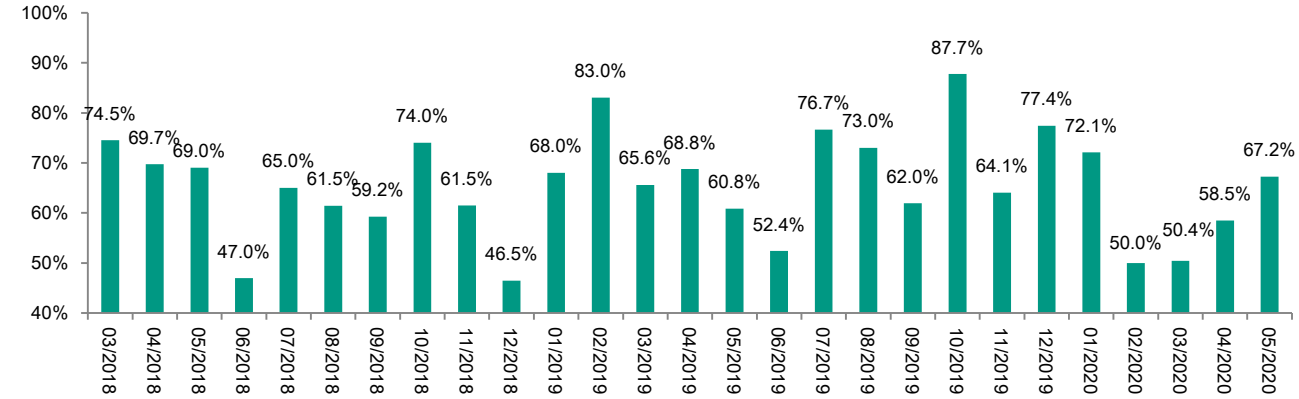
1)在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化; 2)来自非银行及外资金融机构的竞争加剧; 3)特定区域的资产质量急剧恶化; 4)对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高; 5)受新冠肺炎疫情和中美争端的长期影响。

图 1:当月人民币新增贷款(人民币 10 亿元)和人民币贷款余额同比(%)



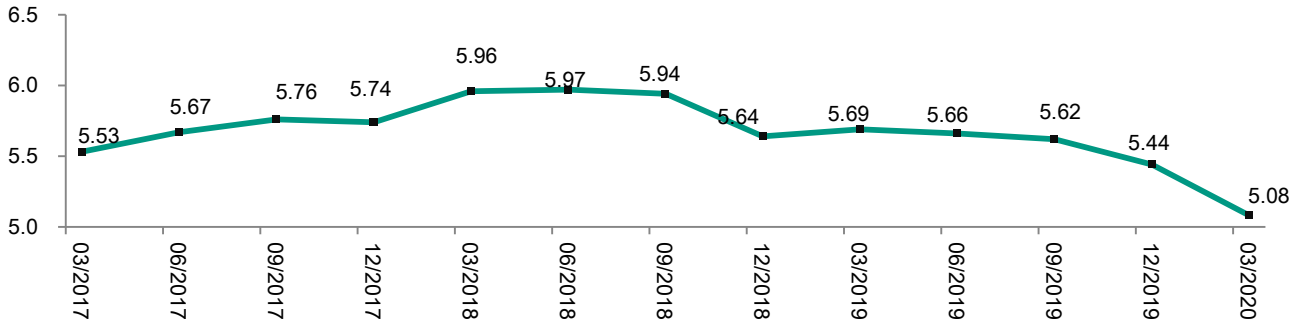
来源:人民银行、农银国际证券

图 2:中长期贷款占当月人民币新增贷款总额比



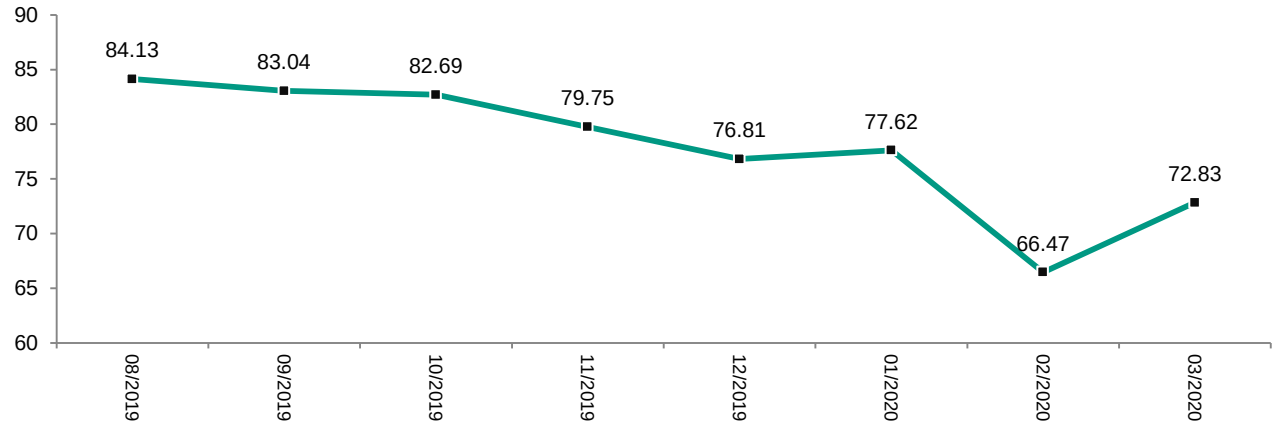
来源:人民银行、农银国际证券

图 3:行业平均贷款利率(%)



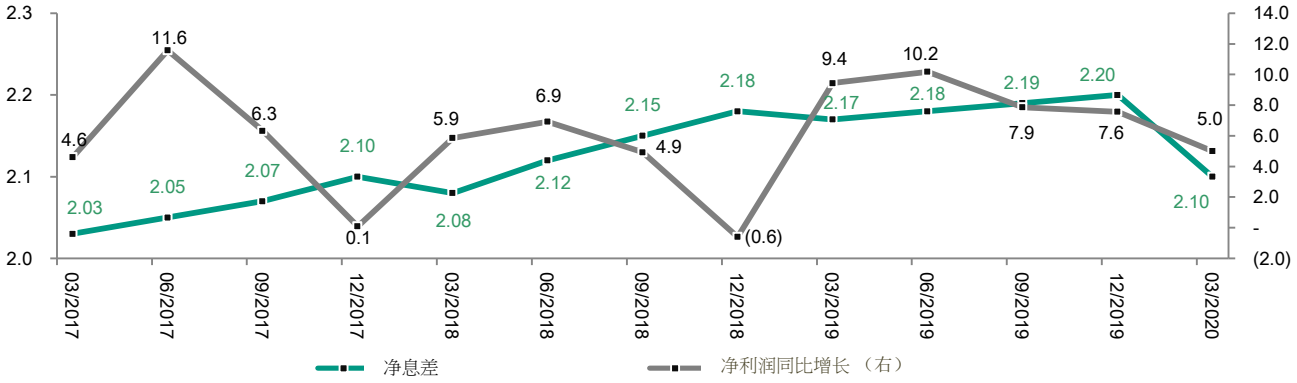
来源:人民银行、农银国际证券

图 4:贷款定价高于 LPR 占比(%)



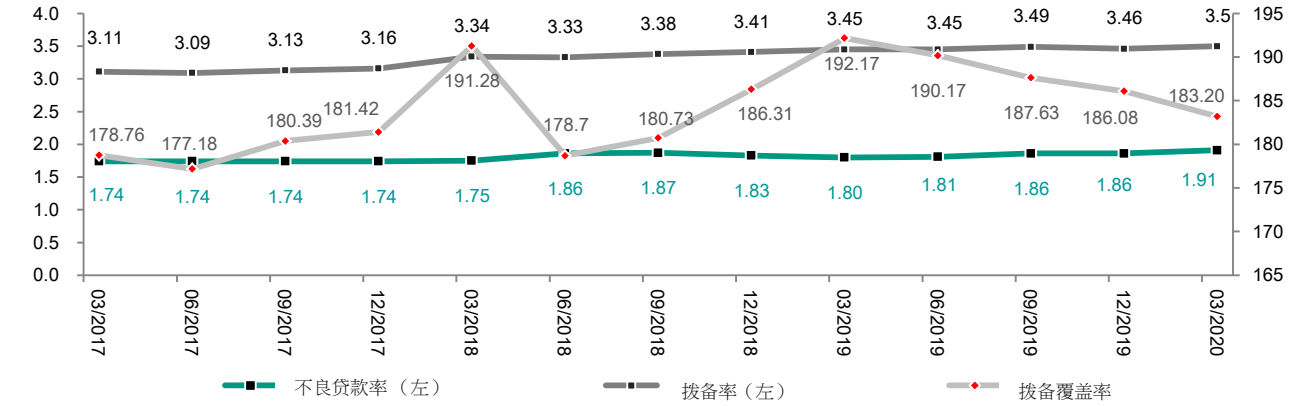
来源:人民银行、农银国际证券

图 5:行业平均净息差与行业季度净利润同比增长(%)



来源:中银保监、农银国际证券

图 6:行业平均资产质量指标(%)



来源:中银保监、农银国际证券

图 7: H 股 行业首选 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
农业银行	1288 HK	买入	4.88	54.92	4.73	4.49	0.53	0.49	6.63	6.97
建设银行	939 HK	买入	8.94	42.81	5.16	4.96	0.62	0.57	5.90	6.13

来源：彭博、农银国际证券预测

图 8: A 股 行业首选 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
农业银行	601288CH	买入	5.08	51.64	5.50	5.22	0.62	0.57	5.70	6.00
建设银行	601939CH	买入	9.21	46.89	5.64	5.43	0.68	0.63	5.39	5.60

来源：彭博、农银国际证券预测

中性
中国证券业 -好坏参半
周秀成

主要数据	
2020E 市盈率均值(x)	9.1
2020E 市净率均值(x)	0.7
2020E 股息率均值(%)	3.8

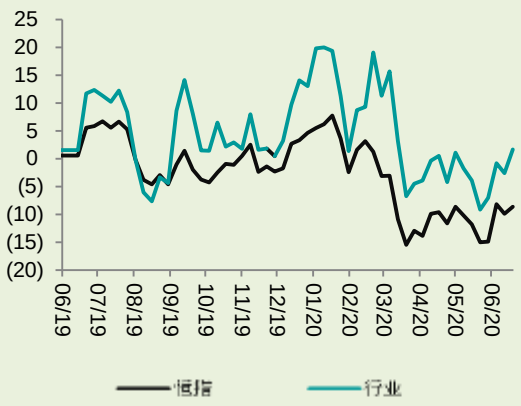
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	13.7	3.1
3 个月	18.3	(6.7)
6 个月	(5.2)	(8.0)

来源:彭博、农银国际证券

- 证券行业经营环境好坏参半。A 股日均成交量已从 5M19 的 6,341 亿人民币增至 5M20 的 7,585 亿人民币，使行业的佣金收入增加。 但另一方面，上证指数在 5M20 下跌了 5.1%，这影响了行业的投资收入
- 政策环境维持理想。政府最新工作报告计划引导社会融资规模增速明显高于去年，这和政府的长远策略提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展的大方向一致
- 我们较喜欢**申万宏源-H(6806 HK)**

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

经营环境好坏参半。根据中国证券业协会的数据，1Q20 行业收入和净利润分别同比下跌 4%和 12%。行业净资产回报率从 1Q19 的 9.2%跌至 1Q20 的 7.6%(年度化)。这主要是受到在 1Q20 疫情期间上证指数下跌 9.8%的拖累。A 股日均成交量已从 5M19 的 6,341 亿人民币增至 5M20 的 7,585 亿人民币，使行业的佣金收入增加。 但另一方面，上证指数在 5M20 下跌了 5.1%，这影响了行业的投资收入。 此外，融资融券余额从 2019 年底的约 1.02 万亿增加至 5M20 的 1.08 万亿。总体而言，这代表了行业中不同细分市场好坏参半。

A 股成交量和指数表现是主要决定因素。根据中国证券业协会的数据，在整个行业中，经纪业务是 1Q20 最大的收入贡献者(44%)，其次是自营投资交易(30%)、投资银行(11%)、资产管理(7%)和其他(8%)。 总体而言，经纪业务和交易总计占行业收入的 74%，因此 A 股成交量和指数变动是行业收入趋势的主要决定因素。

政策环境良好。政府最新工作报告计划引导社会融资规模增速明显高于去年，这和政府的提高直接融资比重及促进多层次资本市场健康发展的大方向一致。这些目标在之前的政府报告内也被提及。这些发展方向再被提及，显示政府对资本市场的结构及发展方向没变。此外，今年地方政府专项债券增加，和支持企业扩大债券融资，这应对券商的债券融资业务有利。但这会否导致替代效应，即导致其他融资业务如项目股本融资相应减少？从工作报告计划引导社会融资规模增速明显高于去年的大方向看，由于整体社会融资规模明显增长，故潜在的替代效应或未必太大。工作报告中提改革创业板并试点注册制，这应参考去年设立科创版的经验。总的来说，这应能加快企业在创业板上市的速度，但创业板和科创版的分工则有待确定。对证券行业而言，这有利于其股票融资业务。

估值吸引。目前主要的 H 股上市证券公司的平均 2019 年市净率为 0.8 倍，仍远低于 2015 年上一次牛市期间的水平(超过 2 倍)和 1.2 倍的历史平均水平。 我们认为行业估值吸引。

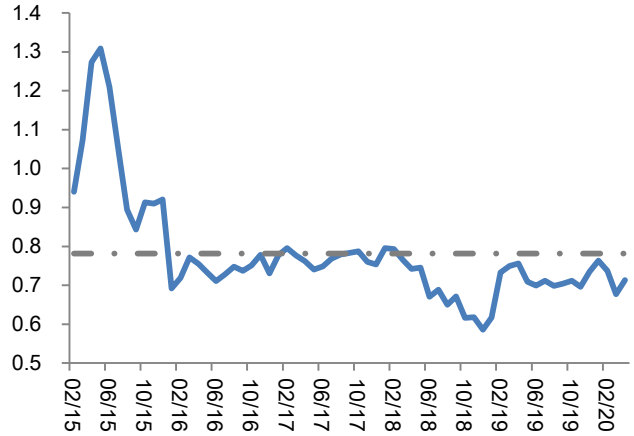
股票推荐

在各券商股中，我们较喜欢**申万宏源-H(6806 HK)**，因为它们近年来在整个市场周期中表现出较高的净资产收益率以及估值吸引。

风险因素

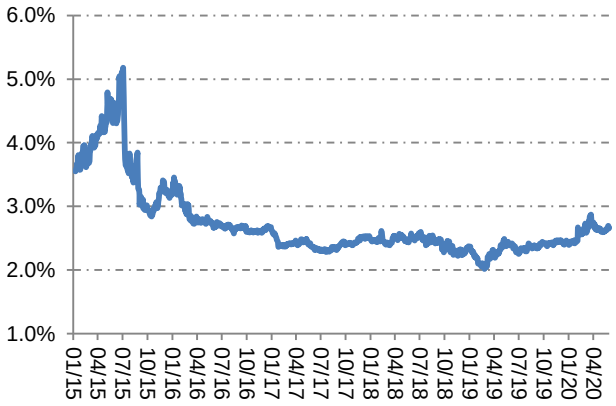
1)金融资产的市场风险; (2)与债券投资和贷款业务相关的信用风险; (3)市场成交量波动; (4)对证券公司的不当行为或员工渎职行为的处罚; (5)直接融资的监管变化; (6)金融部门去杠杆化带来的溢出效应; (7)放宽外资所有权后加剧竞争; (8)加强直接融资业务中银行与证券公司之间的竞争。

图 1: A 股市场总市值/ M1 比率



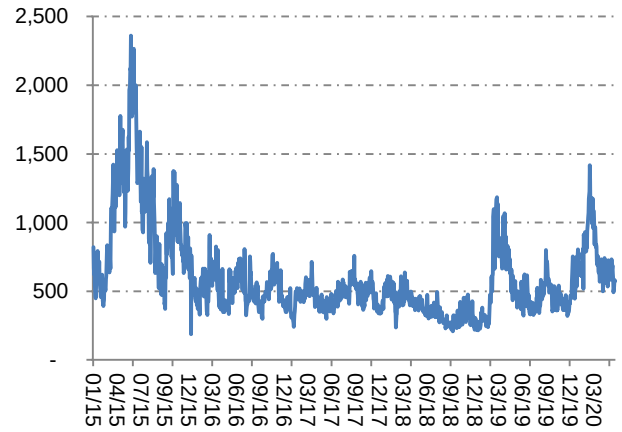
来源:彭博、农银国际证券

图 2: 两融余额/A 股市值比率



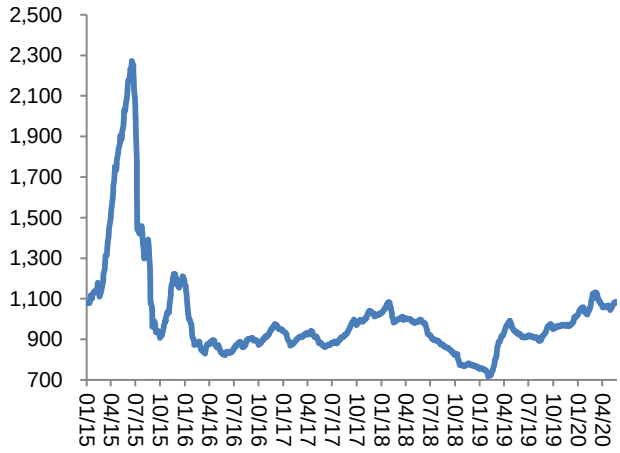
来源:彭博、农银国际证券

图 3: A 股日均成交量 (十亿人民币)



来源:彭博、农银国际证券

图 4: 两融余额(十亿人民币)



来源:彭博、农银国际证券

图 5: 行业首选 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
申万宏源-H	6806 HK	买入	3.0	37.6	7.6	6.2	0.6	0.6	3.8	4.3

来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国房地产业 –开发商未见政策放松;物管公司将遇见更多收并购机遇
董耀基

主要数据	
2020E 市盈率均值(x)	6.1
2020E 市净率均值(x)	1.1
2020E 股息率均值(%)	6.3

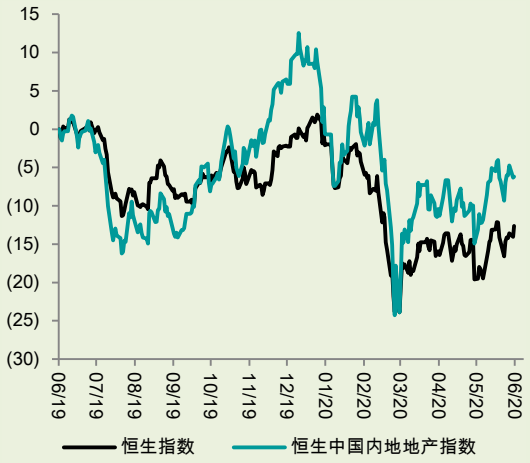
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	10.1	3.2
3 个月	23.1	10.1
6 个月	(12.0)	0.1

来源:彭博、农银国际证券

- 主要开发商 5 月份销售额平均同比上升 13%。我们预计开发商销售额将在 2020/2021 年将分别同比上涨 8%/12%
- 政府工作报告强调住房不炒，亦无大规模房地产政策放松
- 物管行业将受惠政策支持，劳工成本有望下降
- **中国奥园(3883 HK)**是我们在中国开发商中的首选，因为其合约销售表现亮丽(2014-19 年复合增长:57%)而且富有旧城改造经验。**雅生活(3319 HK)**是我们中国物业管理公司首选，基于其在管面积在上市物管公司中最大，而且拥有丰富收并购经验。

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

行业前景

■ 内地开发商:

合同销售额增长持续改善。随着新冠肺炎疫情减退，23 家主要上市开发商的合同销售额在 2020 年 5 月继续反弹(同比增长 13%)，比 2 月/ 3 月份 -33%/-9%的同比下降和 4 月份 3%同比增长，有明显改善。值得注意是，在 23 家主要上市开发商中，有 20 家在 5 月恢复了同比正增长，另外有 7 家(禹州、金茂、恒大、世茂、绿城、龙光和合景泰富)实现了今年首五月同比正增长。5 月单月全国商品房销售面积和销售额分别同比增长 10%和 14%;上市开发商的合同销售增长与商品房销售大致相符。我们相信随着新冠肺炎的影响逐渐减弱， 预计 2020 /2021 年上市开发商的合同销售额将同比增长 8%/ 12%。

然而，上市开发商的可观销售很大程度上是受降价推动的，5 月份平均售价同比下降 2%，而建筑面积销售同比增长 15%。 考虑到土地成本在过去几年中呈上升趋势，平均售价下降可能会降低利润。 然而，我们相信随着销售回升，平均售价在 2020 年下半年将恢复增长势头。 我们预计 2020 年全年平均售价将保持稳定。

五月份的政府工作报告表明没有重大房地产政策宽松。五月份的政府工作报告再次强调住房不炒。我们认为，房地产行业的政策方向将保持不变。 尽管经济增长势头受到疫情影响而放慢，但迄今为止尚未发现放松价格控制和购房限制的迹象。在 70 个大中城市中，新房价格环比上升的在 5 月份有 57 个，而 4 月为 50 个，3 月为 38 个。1/2/3 线城市的新房价格增长继续加速，5 月份环比分别升 0.7%/0.6%/0.7%，4 月份环比升幅为 0.2%/0.5%/0.6%。在房价依然维持上升趋势下，住房政策不太可能放松。

■ 物业管理公司:

随着开发商合同销售和并购的增加，在管面积增长将进一步加速。根据我们的统计，假设关联开发商预售项目均为同集团物管公司管理，关联开发商在今年首 5 个月预售面积将使上市物业管理公司的未来在管面积平均增加 7.7%(图 5)。除了来自关联开发商的自然增长，上市物管公司也加快了并购步伐。5 月，三家上市物管公司宣布了总值 1.56 亿元的并购交易，总建筑面积 1000 万- 其中新城悦(1755 HK)以 1.05 亿元人民币收购了成都诚悦时代物业服务有限公司 61.5%的股份，管理的建筑面积增加了 522 万平方米;而奥园健康(3662 HK)和时代邻里(9928 HK)在并购后增加了 241 万平方米和 243 万平方米，金额分别为 3,700 万元和 1,487 万元人民币。实际上，永升生活(1995 HK)最近亦指出，由于新冠肺炎危机，潜在的并购项目数量有所增加。其最新的新股配售计划(16 亿港元)将为该集团准备资金以吸引的价格收购中小型同业。

政策支持下成本有望下降。根据政府工作报告，为降低劳动密集型行业如物业管理业等的成本，减税和减费措施(包括暂缓中小型企业缴交社保等)将从今年 6 月底延长至 2020 年底。上市物管公司的区域或城市级别子公司可能会从此类政策中受益。上市物管公司可能会更渴望收购规模较小的竞争者，因为后者将因暂停社保等支出而大幅度降低人工成本。此外，财政部在 5 月份还确认，将适用位于中国西部的鼓励产业(包括物业管理)的 15%优惠企业所得税税率，从 2021 年 1 月 1 日起将再延长十年。这正好缓解投资者对蓝光嘉宝(2606 HK)等西部物管公司其优惠税率可持续性的疑虑。

股票推荐

■ **内地开发商:**

大湾区开发商将从不断增长的房地产需求中受益。由于销售前景因疫情影响而未明朗和毛利率可能继续下降，我们更倾向于在大湾区和长三角拥有较多项目的开发商，因地区的经济增长和房地产需求将优于其它中国区域。凭借其快速的销售增长(2014-19 年复合增长率:57%)和在旧城改造项目方面的丰富经验，**中国奥园(3883 HK)** 依然是我们的首选。

■ **物业管理公司:**

雅生活(3319 HK)因其在并购方面的良好业绩而成为我们的首选。雅生活在 2019 年从收并购中获得了 6,680 万平方米的在管面积，而收购中民物业将使雅生活 2020 年的在管面积再增加 2.9 亿平方米。收购中民物业之后，该公司将成为在管面积最大的上市物管公司。 此外，新冠疫情将为集团带来许多收购机会。

风险因素

■ **内地开发商:**

1)经济增长放缓导致销售增速降低; 2)由于中美关系恶化，外汇风险上升; 3)发行新股以降低负债率或带来摊薄效应

■ **物业管理公司:**

1)物业管理子公司与母公司开发商之间的大量关联方交易; 2)新项目过份依赖股东; 3)由于并购增加导致的潜在利润率下降;4) 竞争力较弱的内地物管公司上市可能拖累估值;5)由于年初至今股价大幅上涨，存在配售风险。

图 1: 2020 年首五月主要上市开发商合同销售表现

			2020 年 5 月						2020 年 1-5 月						2020	
			金额	同比变化	面积	同比变化	均价	同比变化	金额	同比变化	面积	同比变化	均价	同比变化	目标	目标完成率
			人民币十亿	%	000 平米	%	人民币/平米	%	人民币十亿	%	000 平米	%	人民币/平米	%	人民币十亿	%
1	禹洲	1628 HK	10.8	107%	639	*83%*	16,836	*13%*	30.7	*44%*	1,905	*35%*	16,136	*6%*	100	30.7%
2	金茂	817 HK	20.1	51%	1,203	*117%*	16,729	*(31%)*	65.2	*20%*	3,790	*47%*	17,213	*(19%)*	200	32.6%
3	恒大	3333 HK	60.2	12%	6,367	*28%*	9,458	*(12%)*	272.8	*18%*	30,078	*40%*	9,069	*(16%)*	650	42.0%
4	世茂	813 HK	22.0	37%	1,260	*41%*	17,472	*(3%)*	80.3	*12%*	4,582	*14%*	17,518	*(2%)*	300	26.8%
5	绿城	3900 HK	19.0	12%	950	*(7%)*	20,000	*20%*	60.4	*9%*	2,850	*(2%)*	21,193	*12%*	250	24.2%
6	龙光	3380 HK	11.6	14%	704	*(8%)*	16,420	*24%*	37.3	*8%*	2,417	*(5%)*	15,412	*14%*	110	33.9%
7	合景泰富	1813 HK	9.2	45%	509	*46%*	17,978	*(1%)*	28.7	*1%*	1,713	*6%*	16,756	*(5%)*	103	27.8%
8	时代	1233 HK	7.5	26%	518	*30%*	14,517	*(3%)*	24.6	*(2%)*	1,771	*6%*	13,894	*(8%)*	82	29.9%
9	龙湖地产	960 HK	22.1	10%	1,290	*6%*	17,140	*4%*	82.3	*(2%)*	4,850	*(8%)*	16,973	*6%*	260	31.7%
10	宝龙	1238 HK	7.4	14%	484	*35%*	15,185	*(16%)*	21.2	*(6%)*	1,377	*(1%)*	15,397	*(5%)*	75	28.3%
11	碧桂园	2007 HK	56.1	3%	6,650	*14%*	8,438	*(10%)*	206.0	*(7%)*	24,560	*0%*	8,387	*(7%)*	na	na
12	中国海外	688 HK	26.8	-9%	1,480	*(10%)*	18,103	*1%*	114.5	*(7%)*	6,270	*(7%)*	18,253	*(1%)*	360	31.8%
13	万科	2202 HK	61.3	6%	3,868	*6%*	15,843	*0%*	247.1	*(8%)*	15,754	*(5%)*	15,686	*(3%)*	na	na
14	越秀	123 HK	11.2	47%	424	*22%*	26,536	*21%*	25.8	*(10%)*	1,005	*(19%)*	25,708	*11%*	80	32.2%
15	雅居乐	3383 HK	13.8	24%	996	*21%*	13,896	*3%*	40.2	*(12%)*	2,743	*(11%)*	14,659	*0%*	120	33.5%
16	华润置地	1109 HK	21.2	0%	1,272	*11%*	16,683	*(10%)*	79.0	*(13%)*	4,541	*(7%)*	17,404	*(6%)*	262	30.2%
17	中国奥园	3883 HK	10.3	2%	1,015	*(6%)*	10,099	*9%*	33.3	*(13%)*	3,253	*(14%)*	10,230	*1%*	132	25.2%
18	融创	1918 HK	45.2	2%	3,198	*5%*	14,128	*(3%)*	140.7	*(14%)*	10,221	*(9%)*	13,766	*(5%)*	600	23.5%
19	旭辉	884 HK	20.2	26%	1,135	*12%*	17,791	*13%*	55.6	*(16%)*	3,340	*(15%)*	16,645	*(1%)*	230	24.2%
20	富力	2777 HK	10.6	1%	882	*(5%)*	12,048	*6%*	36.5	*(17%)*	3,100	*(18%)*	11,787	*1%*	152	24.0%
21	保利	600048 CH	47.1	12%	3,175	*17%*	14,826	*(4%)*	155.7	*(18%)*	10,518	*(14%)*	14,802	*(4%)*	na	na
22	首创置业	2868 HK	8.8	46%	271	*24%*	32,435	*18%*	19.7	*(21%)*	625	*(38%)*	31,456	*27%*	80	24.6%
23	远洋	3377 HK	8.2	(19%)	454	*(12%)*	18,076	*(8%)*	31.8	*(27%)*	1,663	*(18%)*	19,104	*(11%)*	130	24.4%
	总共		**530.6**	**13%**	**38,743**	**15%**	**13,695**	**(2%)**	**1,889**	**(4%)**	**142,927**	**2%**	**13,219**	**(6%)**	**4,277**	**29.9%**
国家统计局数据																
- 所有商品房			**1,441**	**14%**	**147,300**	**10%**	**9,783**	**4%**	**4,627**	**(11%)**	**487,030**	**(12%)**	**9,500**	**2%**		
- 住宅			**1,296**	**16%**	**130,250**	**9%**	**9,949**	**6%**	**4,125**	**(8%)**	**429,410**	**(12%)**	**9,606**	**4%**		

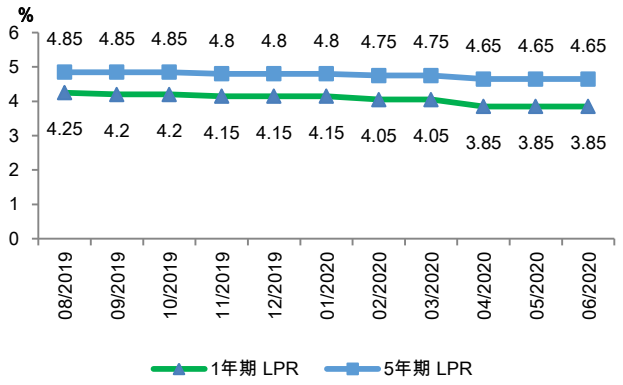
来源：公司数据、国家统计局、农银国际证券

图 2:最近上市的开发商

开发商	上市日期	上市编号	2018	2019	同比变化	5M20	同比变化
			人民币百万	人民币百万	%	人民币百万	%
新力	2019 年 11 月 11 日	2103 HK	71,081	91,423	29%	32,730	NA
天宝	2019 年 11 月 11 日	1427 HK	NA	NA	NA	NA	NA
景业名邦	2019 年 12 月 5 日	2231 HK	2,298	3,116	38%	NA	NA

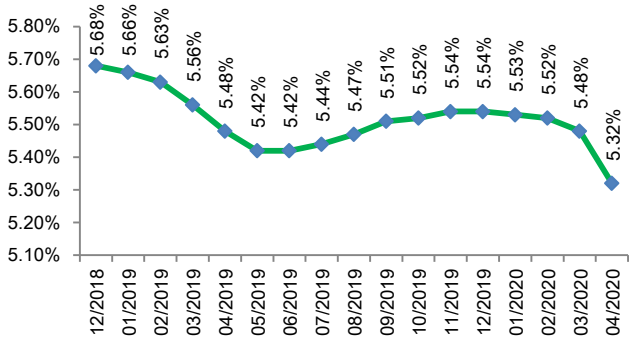
来源: 公司数据,农银国际证券

图 3: 贷款市场报价利率(LPR)走势



来源: 彭博, 农银国际证券

图 4: 融 360 首套房贷利率



来源: 彭博, 农银国际证券

图 5: 物管公司在管面积和关联开发商预售面积

			在管面积 (百万平米)					预售面积 (百万平米)					今年首五月关联开发商预售面积占物管公司 2019 年末在管面积百分比
	物管公司	股票编号	2018	2019 <A>	YoY	关联开发商	股票编号	2018	2019	同比变化	2020 年 1-5 月 <B>	同比变化	<B/A>
1	保利物业	6049 HK	191	287	51%	保利地产	600048 CH	27.7	31.2	13%	10.5	(14%)	3.7%
2	雅生活	3319 HK	138	234	69%	雅居乐+ 绿地	3383 HK/ 600606 CH	43.7	41.4	(5%)	10.2	(23%)	4.4%
3	中海物业	2669 HK	141	151	7%	中国海外	688 HK	15.9	17.9	13%	6.3	(7%)	4.1%
4	新城悦	1755 HK	43	60	40%	新城发展	1030 HK	18.1	24.3	34%	6.5	(18%)	10.9%
5	永升生活	1995 HK	40	65	62%	旭辉	884 HK	9.6	12.0	26%	3.3	(15%)	5.1%
6	奥园健康	3662 HK	10	15	45%	中国奥园	3883 HK	8.9	11.7	32%	3.3	(14%)	21.6%
7	蓝光嘉宝	2606 HK	61	72	18%	蓝光发展	600466 CH	8.0	11.0	37%	2.1	(42%)	2.9%
8	宝龙商业	9909 HK	17	18	12%	宝龙地产	1238 HK	2.8	3.8	34%	1.4	(1%)	7.4%
												平均	7.7%

来源: 公司数据\CRIC\农银国际证券

图 6: 行业首选 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率(x)	FY21E 市盈率(x)	FY20E 市净率(x)	FY21E 市净率(x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
雅生活	3319	买入	51.4	17.4%	30.9	22.4	7.6	6.5	1.6	2.2
中国奥园	3883	买入	11.1	11.7%	4.0	2.9	1.3	1.0	7.4	10.4

来源：彭博、农银国际证券预测

中性
中国替代能源业 – 专注于核电发展
吴景荃

主要数据	
2020E 市盈率均值 (x)	11.2
2020E 市净率均值 (x)	1.2
2020E 股息率均值 (%)	3.0

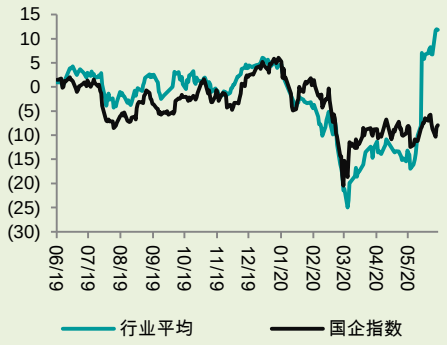
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现 (相对于恒生国企指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	31.3	30.0
3 个月	43.1	33.7
6 个月	8.0	17.6

来源:彭博、农银国际证券

- 核电是火力发电的理想替代品。核电对中国总发电量的贡献仍然很低;我们预计 2019-22 年核电发电量将以 12%的年均复合增长率增长
- 核电和水电没有上网电价补贴，意味着对地方政府没有财务负担
- 我们推荐**中广核电力(1816 HK, 003816 CH)**，基于中广核在中国核电市场的领先地位，以及其主要资产位于经济活力较强的广东地区

1 年行业表现 (%)



来源:彭博、农银国际证券

核电:中国火力发电的理想替代品。核电是火力发电的理想替代品，因为它具有以下特点:1)高利用小时数; 2)发电成本低，3)清洁自然，发电中不排放温室气体。在发达国家，2018 年核电平均占总发电量的 31%; 在法国，这一数字接近 75%。在中国，核电的单位发电成本约为人民币 0.307 元/千瓦时，低于火力发电的人民币 0.32 元/千瓦时。与其他替代能源不同，核电的低成本意味着该行业不需要电价补贴。

核电:5M20 全国发电量增长保持稳定。根据国家统计局的数据，2020 年 5 月，全国核电发电量达到 311 亿千瓦时，同比增长 14.3%。5M20 累计发电量为 1,398 亿千瓦时，同比增长 5.9%。核电发电量的月度和年初至今累计增幅都远远高于全国总发电量的增幅(5 月:同比增长 4.3%;5M20 同比下降 3.1%)。在 2009-2019 年期间，核电发电量以 17.4%的年均复合增长率增长，我们预计在中国将能源结构持续向清洁能源转移的基础上，核电发电量的增长动力将得到加强。

核电:2019-22 年的装机容量和发电量将以 12%/ 12%的年均复合增长率增长。尽管新冠肺炎引发的经济下滑，可能会在不久的将来限制中国核电发电量的增长，但我们认为中国对核电发展的持续推动及其对全国总发电量的低占比将推动该行业的发展。根据国务院在 2014 年 6 月发布的《中国能源发展战略行动计划(2014-20)》，中国的目标是在 2020 年年末核电装机容量达到 58 吉瓦，比 2019 年的 48.7 吉瓦增长 19%。我们预计核电装机容量在 2019-22 年期间将以 12%的年均复合增长率增长，部分原因是其基数较低(只占 2019 年全国各种发电装机容量/发电量的 2.4%/ 4.8%)。再加上其优先上网的特质和高利用小时数(通常约为 7,000 小时 -- 远远高于火力发电的 5,000 小时，风力的 2,000 小时和太阳能的 1,500 小时)，根据我们的估计，在 2019-22 年期间，核电发电量将以 12%的年均复合增长率增长。

水电:没有上网电价补贴意味着对地方政府没有财政负担。水电因为其超低的发电成本和清洁特性而成为最受青睐的能源。水电在中国所有能源中的上网电价最低:人民币 0.24 元/千瓦时(不含增值税);火电为人民币 0.34 元/千瓦时，核电为人民币 0.36 元/千瓦时，风电为人民币 0.48 元/千瓦时，太阳能为人民币 0.7 元/千瓦时。水力发电没有燃料成本，其发电依赖于大雨和洪水。较低的发电成本对于地方政府减低财务负担至关重要。

水电:在汛期将优先上网调度。时间安排对于利用水力发电至关重要 -- 如果在发电后的短时间内不能消纳电力，将会被浪费掉。中国在夏天经常下大雨，水坝水位高涨将不得不进行泄洪，如果水力发电无法在电网上调度和消耗，则所产生的能源将被浪费，就像核电一样(如果发电途中被强行关闭，其不可预测的核裂变反应可能会引发爆炸)，

水电有优先上调电网的特质。与风电的 5%弃风限电率相比，水电的限电率可以忽略不计 -- 这一方面非常重要，尤其是在国家电力需求较低的情况下。

水电:不受地缘政治形势影响的可持续发展能源。在夏季，水力发电依赖于国内频繁的洪水和大雨。水电的主要发电能源(水)不需要运输(与煤炭和石油不同)，这意味着它在战略上是安全的。石油，天然气和煤炭的供应需要使用海路和陆路的运输，因此可能会受到地缘政治局势的影响。

水电:2019-2022 年装机容量和发电量的年均复合增长率将达到 3%/ 3%。与其他替代能源不同，水电的发展与地理资源有关，例如河流走向，丘陵地带和高低落差。由于中国大部分水电资源都位于西南地区(如云南，贵州和广西等省)，我们认为其发展速度将比核电和风电的发展速度慢。中国的水电装机容量在 2003-2013 年度迅速增长(年均复合增长率为 11.4%)，然后在 2013-2019 年度放缓(年均复合增长率为 4.1%)。基于这因素，我们预测中国的水电装机容量和发电量在 2019-22 年期间将以 3%的年均复合增长率增长。

5M20 风电发电量持续上升。根据国家统计局)的数据，2020 年 5 月，中国的风力发电量为 396 亿千瓦时，同比增长 5.2%。5M20 风力发电量为 1786 亿千瓦时，同比增长 5.0%。2009-2019 年，风电发电量以 30.8%的年均复合增长率增长，我们认为上升趋势会延续。

风电:平价上网政策将有利于低成本国有企业。一如预期，中国将终止对风电和太阳能运营商的上网电价补贴，实施平价上网。国家发展和改革委员会(在 2019 年 5 月宣布，政府将不再补贴 2018 年底之前批准的但到 2020 年底仍未完成的陆上风电和太阳能项目; 在 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底之间批准的但到 2021 年底仍未完成的陆上风电和太阳能项目也将得不到电价补贴。从 2021 年 1 月 1 日开始，将不再对新批准的陆上风电和太阳能项目提供补贴。随着平价上网时代的到来，提高竞争力对风电运营商来说至关重要。

风电:新冠肺炎的爆发将降低全国的利用小时数。在 2020 年，全国风电发电量将受到新冠肺炎大流行的干扰和全球经济放缓的影响。假设中国的电力需求增长将放缓，我们估计风电运营商的利用小时数将从 2019 年的 1,931 小时下降到 2020 年的 1,814 小时。展望未来，随着弃风限电率的进一步下降，利用小时数将稳定在 1,900 小时，这对行业而言是有利的。

风电:在 2019-22 年，装机容量和发电量的年均复合增长率将为 11%/ 10%。在国家发改委宣布在 2021 年开始实行平价上网政策后，我们预计 2020 年全国风电装机容量增长将加速。我们估计 2020 年风电装机容量将同比增长 15%，因为运营商将争取在 2020 年底之前完成手上项目以及并网;同时，2019-22 年风电发电量将以 11%的年均复合增长率增长。假设利用小时数保持在 1900 小时以上，则风电发电量在 2019-22 年期间将录得 10%的年均复合增长率。

长期展望

核电:由于其发电成本低，零污染排放和高效率，该能源是火力发电的理想替代品。我们认为，未来十年核电的发展(无论是装机容量还是发电量)都将保持强劲。

水电:水电是中国发电成本最低的能源，因此受到政府的青睐。但是水电的发展高度依赖地理因素，因此我们认为未来不太可能有大幅的发电量增长。

风电:平价上网政策将减少风电运营商的数量，因为竞争较弱的运营商将被淘汰。我们认为风电行业的快速增长阶段已基本结束;行业目前处于稳定阶段，其特征是发电量增幅降低和发电成本降低。低成本国有企业将逐步占领市场。

短期展望

核电运营商:公众对核安全问题的关注将是主要风险。核事故和辐射事故将导致公众恐慌并延缓发展步伐。新冠肺炎的爆发将降低 2020 年的发电量增长。

水电运营商:新冠肺炎的爆发将对电力需求产生负面影响，从而有可能限制 2020 年水电发电量增长。

风电运营商:高应收帐款是主要风险。

股份推荐

■ **核电运营商:**

中广核电力(1816 HK)是我们的首选。新冠肺炎大流行将减少 2020 年中国的整体电力需求，但政府从火力发电为主的能源结构转向替代能源的方向将保持不变。就成本而言，作为火力发电的最佳替代品，核电将在未来十年快速发展。而作为中国核电行业的领导者，我们相信中广核将从中国核电的崛起中受益匪浅。同时，它也是 H 股市场上唯一的核电运营商。

风险因素

■ **核电运营商:**

1)操作安全风险; 2)工程风险; 3)燃料成本风险; 4)电价风险; 5)货币和利率风险; 6)用于并购的募资活动风险

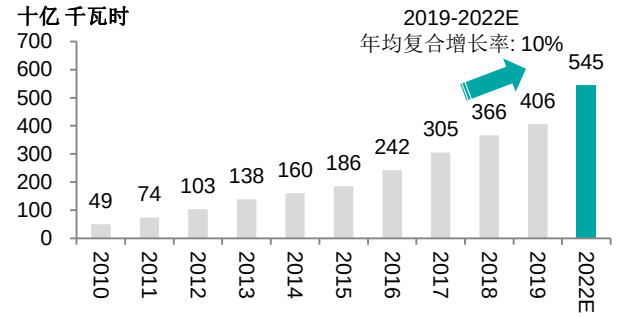
■ **水电运营商:**

1)广泛的干旱会影响发电量; 2)工程风险; 3)高净负债率引起对募资活动的担忧; 4)安全风险; 5)政策风险

■ **风电运营商:**

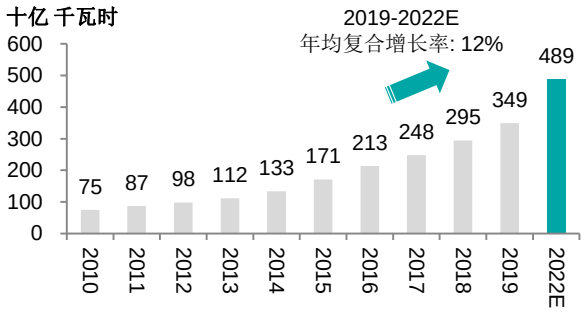
1)弃风限电风险; 2)风资源风险; 3)电价风险; 4)工程风险; 5)募资活动风险;6)政府去杠杆化的政策可能会限制装机容量增长

图 1: 中国风电发电量展望



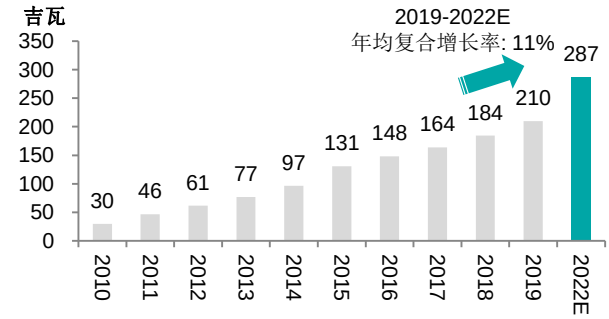
来源:能源局、中电联、农银国际证券预测

图 2: 中国核电发电量展望



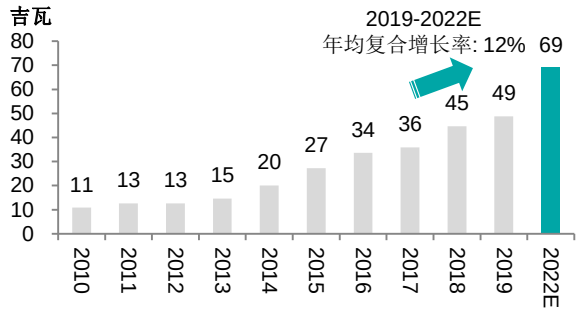
来源:能源局、中电联、农银国际证券预测

图 3: 中国风电装机容量展望



来源:能源局、中电联、农银国际证券预测

图 4: 中国核电装机容量展望:未来几年快速增长



来源:能源局、中电联、农银国际证券预测

图 5:行业首选(截至 2020 年 6 月 23 日)

公司	代号	评级	目标价	升幅 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
中广核电力 – H 股	1816	买入	HK$ 2.20	31.0	7.6	7.5	0.8	0.7	4.6	4.7
中广核电力 – A 股	003816	持有	RMB 3.30	11.1	14.8	14.5	1.5	1.4	2.4	2.4

来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国环保业 –垃圾焚烧将作为增长点
吴景荃

主要数据	
2020E 市盈率均值 (x)	4.5
2020E 市净率均值 (x)	0.7
2020E 股息率均值 (%)	6.6

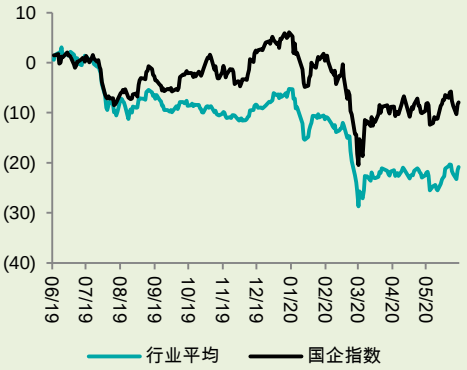
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现 (相对于恒生国企指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	3.5	2.2
3 个月	7.8	(1.6)
6 个月	(12.0)	(2.4)

来源:彭博、农银国际证券

- 城镇人均产生的固体废物量随着 O2O 活动的增加而保持上升趋势;预计 2018-2021 年的年均复合增长率为 0.7%
- 城镇地区的平均垃圾焚烧渗透率仍然很低;2018-2021 年通过焚烧处理的垃圾量可能以 15%的年均复合增长率增长
- 由于目前的城镇污水处理渗透率已达到 95%，2018-2021 年全国污水处理量将以 4%的年均复合增长率增长
- 污水处理运营商的未来发展将通过收购扩大
- **中国光大国际(257 HK)**是我们在焚化行业的首选，因为它在不断扩长中的行业中处于领先地位

1 年行业表现 (%)



来源:彭博、农银国际证券

垃圾焚烧:人均产生的固体废物在 O2O(线上到线下)活动增加的情况下将保持上升趋势; 预计 2018-2021 年的年均复合增长率为 0.7%。根据住房和城乡建设部(MOHURD)的数据，2003-2013 年，中国的人均固体废物排放量从 1.44 公斤/天下降到 1.11 公斤/天，在此期间的年均复合年增长率为-2.6%。到 2018 年底，这一数字反弹至 1.21 公斤/天，相当于在 2013-2018 年期间的年均复合年增长率为 1.7%。我们认为，这种增长是由于中国 O2O(线上到线下)活动的增长所致。 根据国家统计局(NBS)的数据，中国的 O2O 销售额从 2014 年的 2.8 万亿元人民币升至 2018 年的 9.0 万亿元人民币，2014-2018 年的年均复合增长率为 34%。我们认为 O2O 购物的活跃将刺激包装材料垃圾的上升而带动城镇产生的固体废物，并预计 2018-2021 年人均固体废物产生量的年均复合增长率将达到 0.7%。

截至 2018 年底，全国城镇垃圾焚烧的平均渗透率为 39%，同比增长 20%。根据住房和城乡建设部的数据，截至 2018 年底，城镇地区的固体废物中有 39%通过焚烧处理(填埋处理占 58%;其他处理为 3%)。2018 年通过焚烧处理的垃圾量同比增长 20%(填埋处理:同比下降 2.5%;其他处理:同比增长 15%)。焚烧处理的垃圾量在 2008-2018 年年均复合增长率为 21%，超过了垃圾填埋处理同期的 6%年均复合增长率。

2018-21 年展望:通过焚烧处理的城市垃圾量将以 15%的年均复合增长率增长。我们认为，城镇化水平的提高和人均固体废物产生量的增加，将在未来几年推动焚烧处理的固体垃圾量。2009-2019 年，城镇人口的年均复合增长率为 2.8% -- 随着政府继续推动城镇化以降低医疗保健和教育的单位成本，这一趋势将持续下去。我们预计，到 2021 年末，城镇化率将达到 63%，这意味着在 2018-21 年期间将有 5900 万人口进入城市居住。由于中国强劲的 O2O(线上到线下)活动，2018-21 年人均固体废物产生量的年均复合增长率将达到 0.7%。根据我们的估计，通过焚烧处理的城市垃圾量将从 2018 年的 1.12 亿吨跃升至 2021 年的 1.68 亿吨，增长 50%或 3 年年均复合增长率为 15%。

污水:到 2020 年底，中国城市污水处理率将达到 96%。根据住房和城乡建设部的数据，截至 2018 年底，城市污水处理率达到 94.8%，接近中国政府设定的 2020 年底要达到 95%的目标。考虑到现在的趋势，这个目标将很可能会达成。随着民众公共卫生标准的不断提高，我们预计到 2020 年底城市污水处理率将达到 95.7%。

2018-21 年人均城市污水产生量将以 0.9%的年均复合增长率增长。中国的人均城市污水产生量从 2008 年的 85 立方米/人/年增加到 2018 年的 93 立方米/人/年，在此期间增长了 9%(年均复合增长率为 0.8%)。我们相信，随着民众对卫生意识的增强，这种上升趋势还将持续。我们预计，2018-21 年人均污水产生量将以 0.9%的年均复合增长率增长。

2018-21 年城市污水处理量将以 4%的年均复合增长率增长。我们认为:1)城镇化率的日益提高意味着更多的居民将居住在城市地区，从而增加了对污水处理服务的需求; 2)生活水平的提高将增加人均产生的废水量。当前城市污水处理设施的普及率超过 90%，这表明未来的增长将受到新进城者的推动(城镇人口在 2018-2021 年的年均复合增长率预测为 3%)和人均城市污水产生量增加(2018-21 年 年均复合增长率预测为 0.9%)。我们预计 2018-21 年城市污水处理量将以 4%的年均复合增长率增长。

大型且有盈利能力的运营商是首选。由于高渗透率，污水处理运营商的新增长动力将来自农村或内陆地区。尽管如此，由于进城者的增加和民众生活水平的提高，沿海地区和城市地区的人口将继续增加，对污水处理的需求将增加，因此支持了消费者可以负担污水处理费的上涨。大型企业，尤其是那些在富裕地区(例如一线城市)设有污水处理设施的企业，将具有较高的盈利能力，原因是在较高收入地区更容易提高收费。

由于渗透率高，未来增长率将较低;污水运营商通过收购扩大规模。截至 2018 年年底，城市污水处理率达到 94.8%，接近政府到 2020 年底达到 95%的目标。我们认为城市污水处理的高渗透率将促使运营商收购规模较小的同行或扩展到农村地区以做进一步的发展。

长期展望

垃圾焚烧:中国的垃圾焚烧渗透率较低(2018 年:39%，而垃圾填埋处理为 58%)，由于政府计划要将城市垃圾焚烧渗透率提高到 50%，这将使该行业有足够的增长空间。

污水处理:城市污水处理设施的渗透率很高(2018 年:94.8%)。由于未开发的项目很少，因此运营商会选择通过收购来扩大其经营规模。 我们相信，大型且有盈利能力的运营商将凭借其主要资产位于优质地区和更高的收购能力来主导市场。

短期展望

受益于低渗透率，尽管新冠肺炎大流行，垃圾焚烧运营商仍将在 2020/2021 财年实现稳定的两位数盈利增长。但是较高的资本开支将会令运营商的净负债率可能会飙升，这将是主要忧虑。对于大型污水处理运营商，我们认为他们将收购较小的竞争对手; 河流修复项目将是另一个盈利驱动力。

风险因素

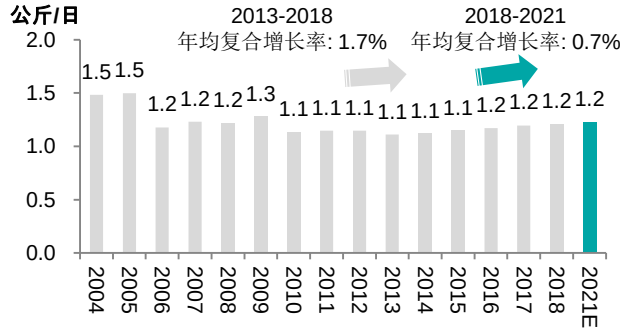
■ **垃圾焚烧:**

1)产能增长慢于预期; 2)违约风险; 3)政策风险; 4)维修费用大增; 5)公众对焚化炉建设的抗议

■ **污水处理:**

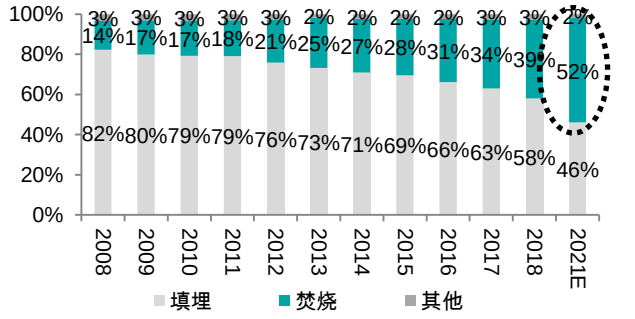
1)产能增长慢于预期; 2)违约风险; 3)政策风险; 4)高净负债率; 5)负现金流量

图 1: O2O 活动的增加将增加人均产生的固体废物



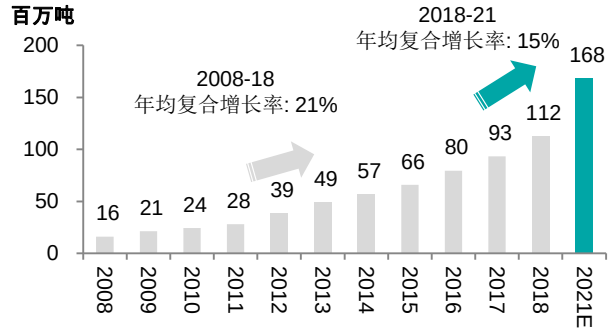
来源:住房和城乡建设部、农银国际证券预测

图 2: 中国将增加 2021 年的垃圾焚烧比例



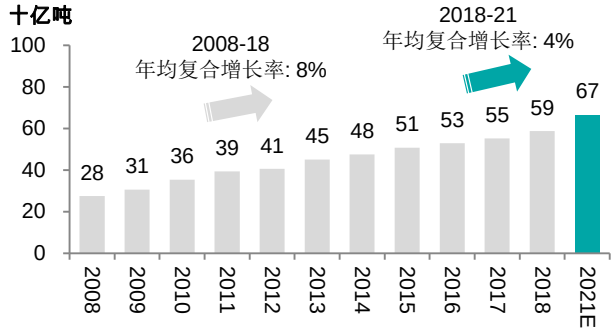
来源:发改委、农银国际证券预测

图 3: 2018-21 年城市地区焚化的垃圾量将增加



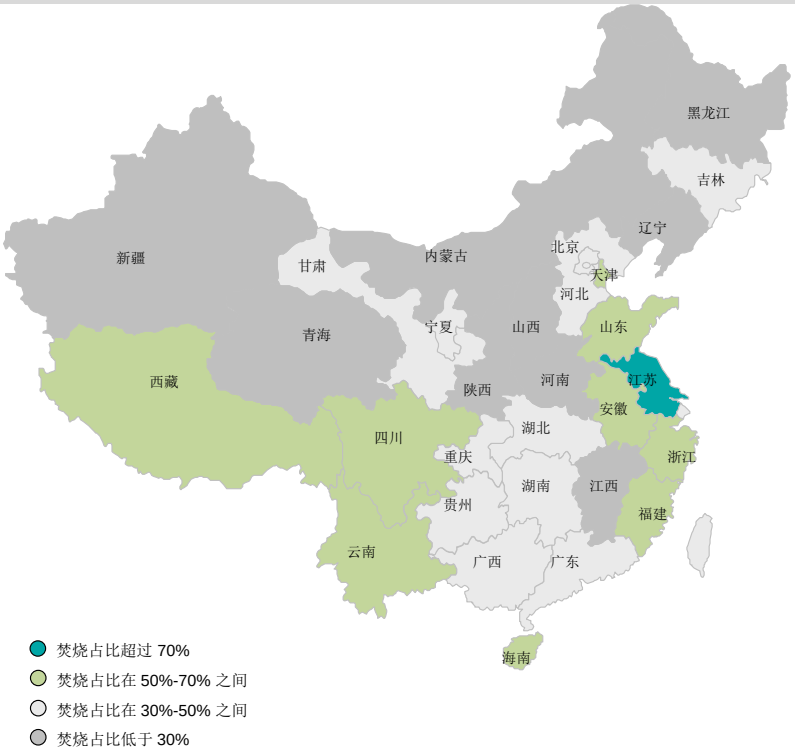
来源:住房和城乡建设部、发改委、农银国际证券预测

图 4: 2018-21 年中国污水处理量将以 4%的年均复合增长率增长



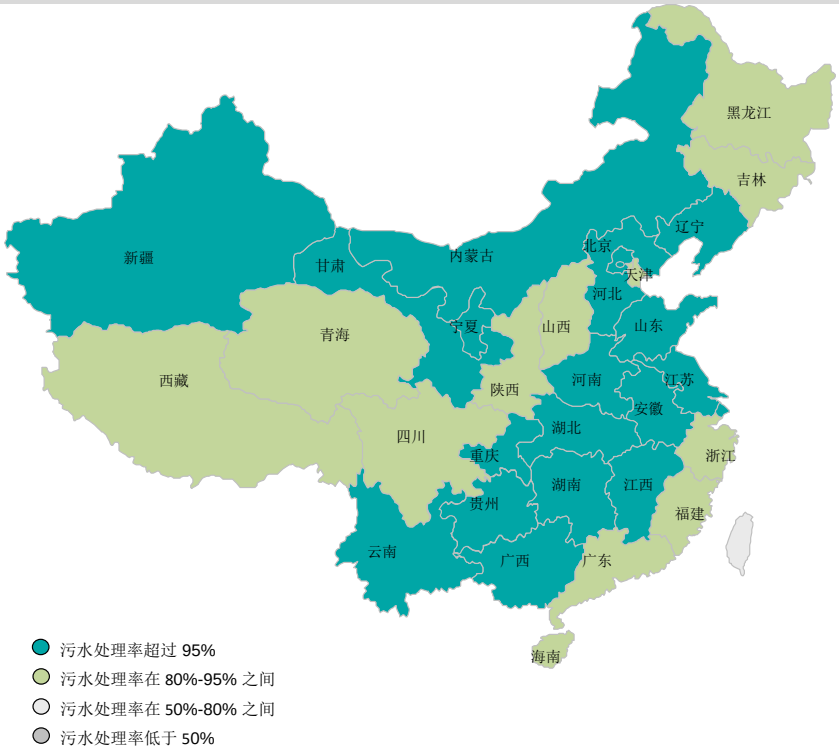
来源:住房和城乡建设部、发改委、 农银国际证券预测

图 5: 中国的焚化渗透率仍然较低(2018 年数据)



来源:住房和城乡建设部、农银国际证券

图 6: 中国污水处理渗透率较高(2018 年数据)



来源:住房和城乡建设部、农银国际证券

图 7: 行业首选(截至 2020 年 6 月 23 日)

公司	代号	评级	目标价(港币$)	升幅(%)	FY20E市盈率(x)	FY21E市盈率(x)	FY20E市净率(x)	FY21E市净率(x)	FY20E股息率(%)	FY21E股息率(%)
中国光大国际	257	买入	7.5	81.6	4.3	3.8	0.6	0.5	7.0	8.0

来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国互联网媒体与消费商务业–势头良好
周秀成

主要数据	
2020E 市盈率均值(x)	30.2
2020E 市净率均值(x)	5.8
2020E 股息率均值(%)	0.7

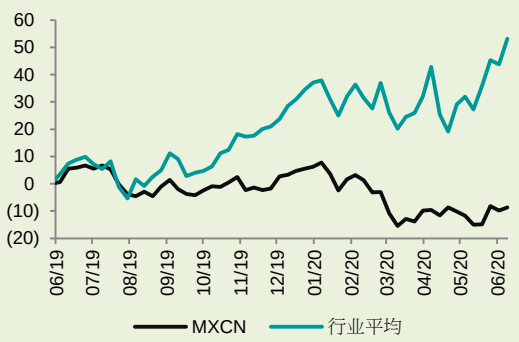
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于 MXCN)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	21.8	10.8
3 个月	52.5	24.8
6 个月	34.3	31.7

来源:彭博、农银国际证券

- 与疫情期间异常高的基数相比，在线游戏收入增长可能会在短期内回复到较正常水平
- 在线购物从行业结构性转变和周期性复苏中受益
- 阿里巴巴 (9988 HK) 是我们的行业首选

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

在线游戏:用户习惯正常化。在 1Q20 新冠肺炎爆发期间，用户在各种类型的在线娱乐(包括在线游戏)上花费的时间增加。腾讯在 1Q20 的智能手机游戏收入同比增长达 37%，可以说明这一点。 展望未来，随着疫情得到控制，我们预计用户习惯在未来数月逐渐恢复正常，意味着在线游戏收入增长可能回复到较正常水平。 在监管方面，最近几个月新的移动游戏批准数量保持稳定，大致维持平均每月 100-110 个左右，这表明监管环境基本稳定。

在线广告:持续挑战。在当前疲软的经济环境下，广告客户对未来的广告预算可能更加保守，令在线广告行业遇到更多挑战。 例如，根据国家统计局的数据，中国 5M20 的零售额同比下降了 13.5%。 在产品类别中，珠宝，汽车，家具，服装，建筑材料和消费类电子产品影响较大。 这些行业在未来几个月中更有可能减少其总体广告支出。 此外，字节跳动(抖音的母公司)的竞争也加剧。 根据 R3 的数据，字节跳动的在线广告市场分额从 2017 年的 5%显着增长到 1H19 的 23%，并在 1H19 为中国第二大在线广告平台，其收入同比增长达到 113%。

在线购物:势头良好。我们认为，最近的新冠肺炎爆发已将一些消费者的购物行为从离线转变为在线，这种影响可能会在未来持续下去。此外，最近几个月，电子商务行业也取得了不错的复苏势头。中国的实物商品在线销售在 5M20 同比增长 11.5%，而 1Q20 同比增长为 5.9%，这意味着 2020 年 5 月的情况改善。此外，作为电子商务行业的下游行业，快递行业在近月经历了可观的复苏。据国家邮政局，快递行业的快递量增速在 2020 年 4 月同比增长为 27%，在 2020 年 5 月同比增长为 39.6%，而 1Q20 同比增长为 3.2%。我们认为，这强劲的势头一直延续到 2020 年 6 月，因阿里巴巴等主要电子商务平台已启动“ 618 购物节”从 6 月 1 日至 6 月 18 日为消费者提供折扣。总的来说，这些都预示着持续的复苏。

股票推荐

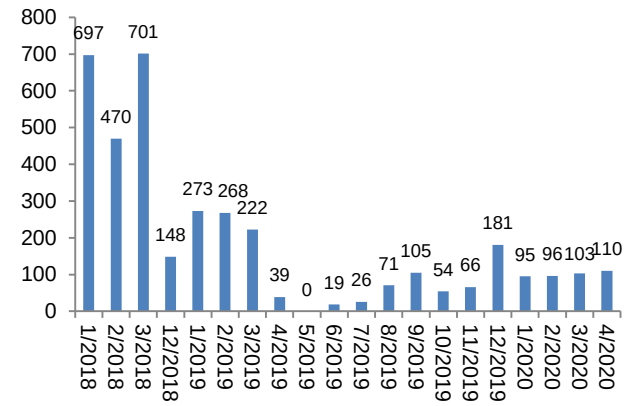
阿里巴巴(9988 HK) 是我们的行业首选，因为它在在线购物方面处于领先地位。

阿里巴巴:鉴于阿里巴巴在电子商务行业的领先市场地位，我们重申对阿里巴巴的长期正面看法。总体而言，其每位活跃买家的年度销费高于同行，这表明客户的粘性和忠诚度较高。此外，阿里巴巴通过有效利用人工智能和大数据，将其业务从在线分销平台转变为在线商家的技术支持者。得益于不断完善的业务组合，阿里巴巴近年来的收入增长加速。

风险因素

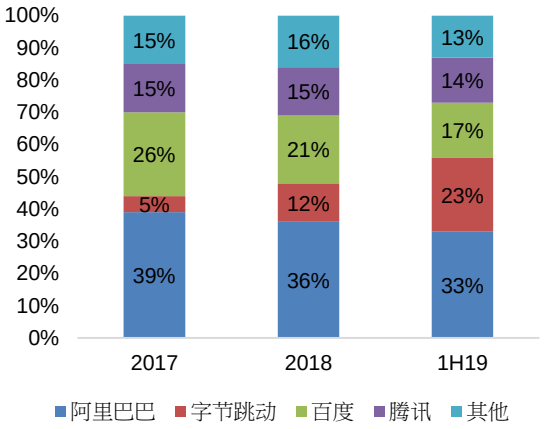
1)互联网金融/手机游戏/网上支付的监管加强; 2)面书(FB US)和谷歌(GOOGL/GOOG US) 等主要外国竞争对手进入中国市场; 3)电子商务和互联网金融业务放缓; 4)手机游戏的生命周期。

图 1: 批准的新手机游戏数量



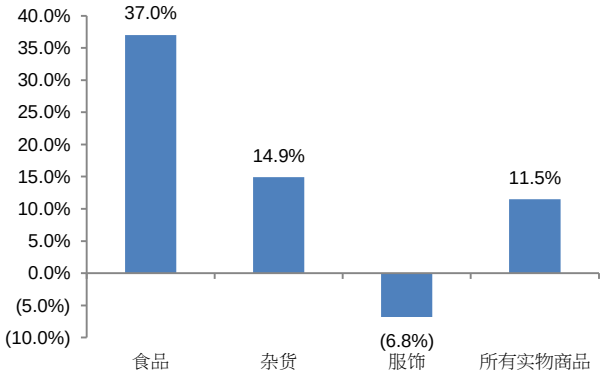
来源:广电总局、农银国际证券

图 2: 在线广告市场分额



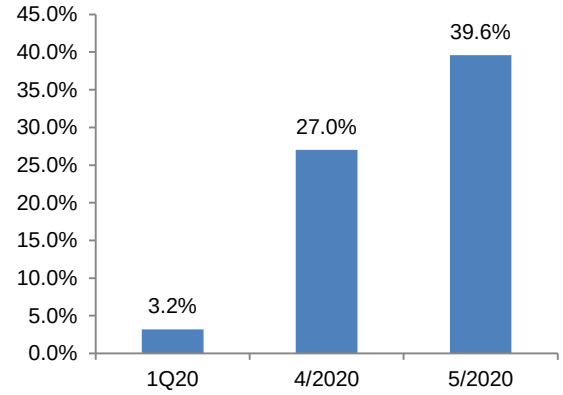
来源:R3、农银国际证券

图 3: 在线购物增长 (5M20)



来源:国家统计局、农银国际证券

图 4: 快递量增长



来源:国家邮政局、农银国际证券

图 5: 行业首选 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
阿里巴巴	9988 HK	买入	263.0	19.5	25.7	20.3	4.6	3.8	NA	NA

来源：彭博、农银国际证券预测

中性
中国消费品业 –首选必需消费品龙头
潘泓兴

主要数据	
2020E 市盈率均值(x)	32.0
2020E 市净率均值(x)	4.1
2020E 股息率均值(%)	3.1

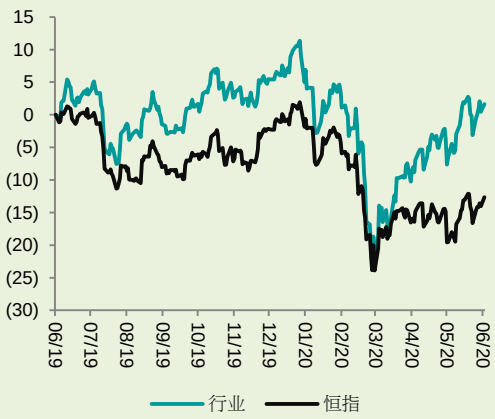
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	10.0	1.4
3 个月	32.6	17.8
6 个月	(3.7)	7.1

来源:彭博、农银国际证券

- 全国零售销售在 5 月同比下跌 2.8%，相对 1-2 月的 20.5%跌幅有所改善，显示在新冠肺炎疫情过后，国内消费具有韧性
- 新冠肺炎疫情在国内的再次出现意味着消费市场将会继续受到疫情冲击
- 通胀压力或将会回升
- 我们的首选必需消费品行业的龙头**万洲国际(288 HK)**

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

消费市场依然具有韧性。随着新冠肺炎疫情在国内受到控制，消费市场出现复苏。全国零售销售在 5 月同比下跌 2.8%，相对 1-2 月的 20.5%跌幅有所改善。部分消费品甚至录得较高的增长。我们认为，零售销售下跌的减少显示国内需求在疫情过后被逐渐释放，对消费市场带来支持。然而，由于最近国内新冠肺炎疫情出现反复，国外的疫情仍未有好转，我们对于国内消费市场的复苏仍保持审慎乐观的态度。

猪肉价格下跌使最近的通胀压力减少。猪肉价格不断下降，导致 CPI 从 1 月的 5.4%下降到 5 月的 2.4%。根据农业部数据，国内猪肉的批发价格从 1 月的人民币 53.8 元/公斤下降到 5 月的人民币 47.63 元/公斤。尽管如此，猪肉的供应依然受到海外进口以及中国非洲猪瘟疫情的影响。同时，最近在上游企业猪价开始上涨——16 省(直辖市)瘦肉型白条猪肉平均价格以及规模以上定点屠宰企业白条肉出厂价均出现回升。这显示出猪肉价格在未来将会面临上涨压力，并有可能推动 CPI 回升。

长线展望

中国的消费市场仍具有吸引力。从长远来看，人口出生率下降以及新生儿数量减少将会对消费市场产生负面的影响。此外，本次新冠肺炎疫情将会使网上购物更进一步融入消费者的生活。我们预期，能否提供高质量的网上购物体验，将会是消费行业企业突围而出的其中一个关键因素。

短线展望

目前新冠肺炎疫情的发展仍有一定的不确定性。我们认为，国内部分地区出现的疫情反复将会对消费市场的复苏带来一定的阻力。必需消费品公司在面对疫情挑战时具有较佳的防守性，是我们的首选。

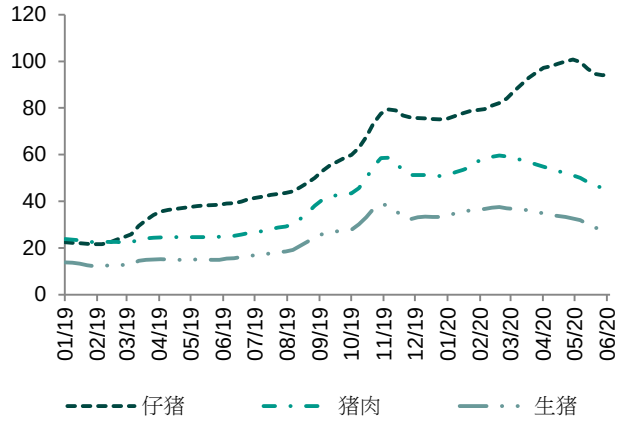
股票推荐

新冠肺炎疫情将会对行业在今年上半年业绩产生负面影响。必需消费品行业中的**万洲国际(288 HK)**是我们的首选。

风险因素

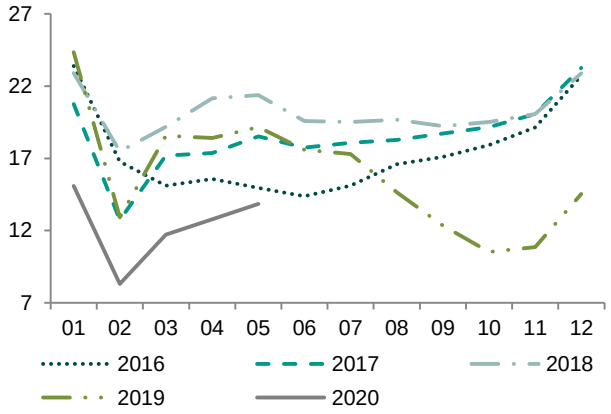
1)宏观经济风险;2)政策风险;3)产品质量风险;4)大宗商品价格波动风险;5)人口风险;6)疫情风险。

图 1: 生猪、仔猪、猪肉周均批发价格(人民币/公斤)



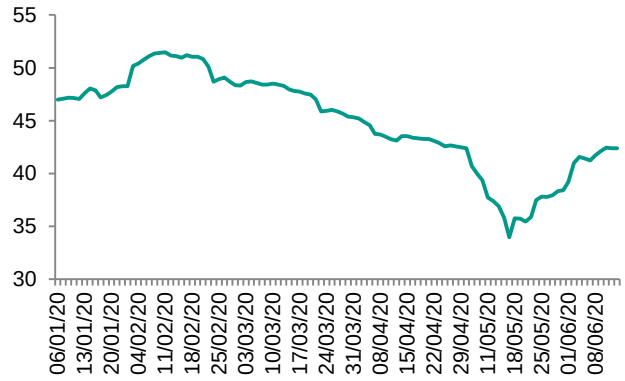
来源:农业部、农银国际证券

图 2: 全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量变化(同比%)



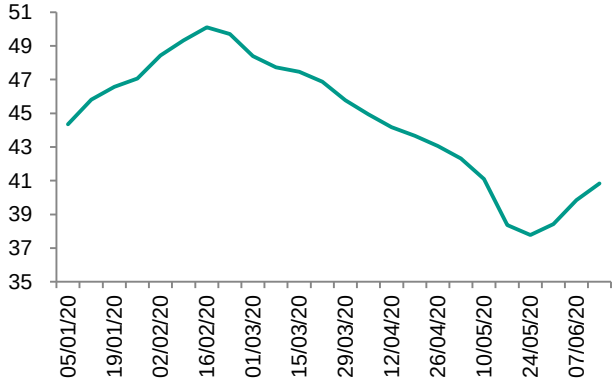
来源:农业部、农银国际证券

图 3: 16 省(直辖市)瘦肉型白条猪肉出厂价格 (人民币/公斤)



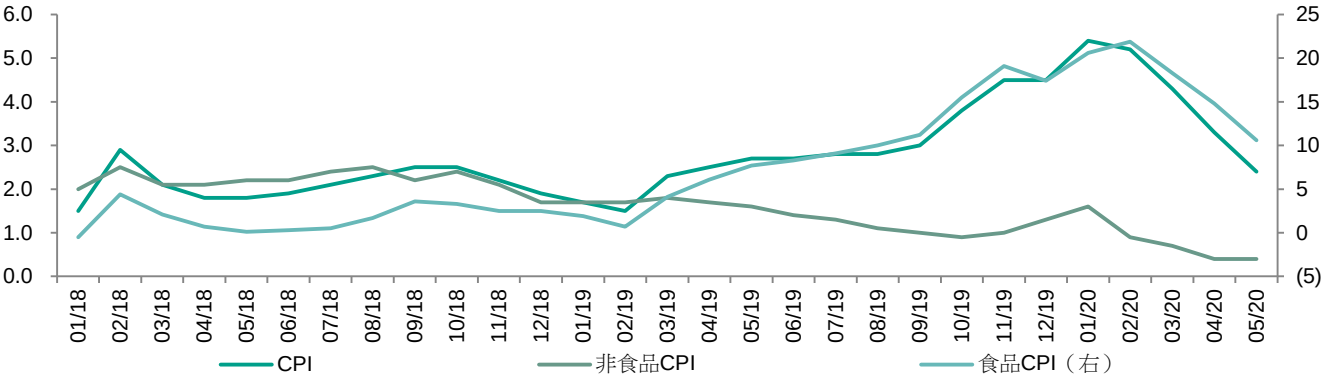
来源:农业部、农银国际证券

图 4: 全国规模以上生猪定点屠宰企业白条肉平均出厂价格(人民币/公斤)



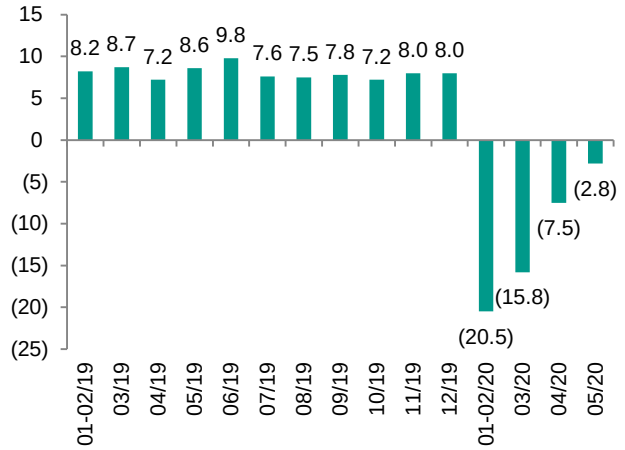
来源:农业部、农银国际证券

图 5: CPI (同比%)



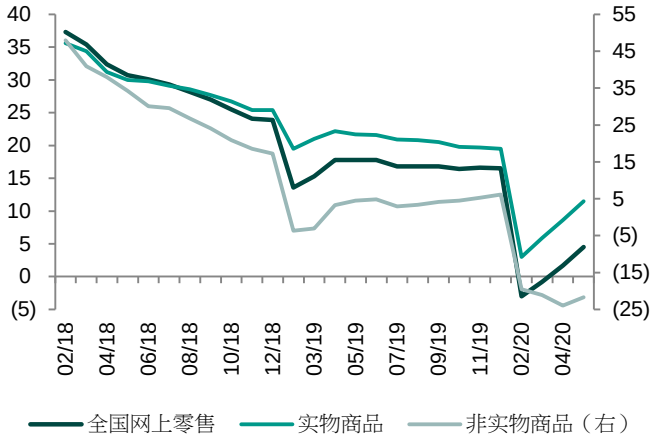
来源:国家统计局、农银国际证券

图 6: 全国零售销售增长 (同比 %)



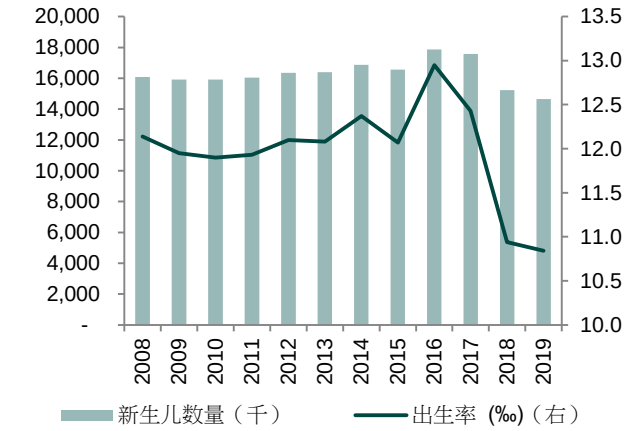
来源:国家统计局、农银国际证券

图 7: 全国网上零售增长 (累计同比 %)



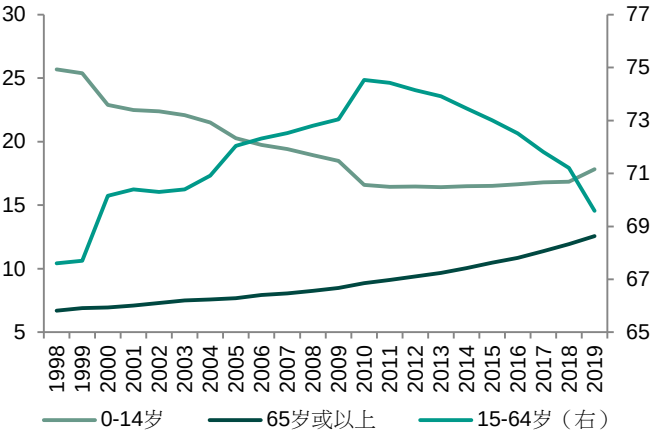
来源:国家统计局、农银国际证券

图 8: 人口出生率及新生儿数量



来源:国家统计局、农银国际证券

图 9: 人口年龄分布 (%)



来源:国家统计局、农银国际证券

图 10: 行业首选 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率(x)	FY21E 市盈率(x)	FY20E 市净率(x)	FY21E 市净率(x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
万洲国际	288 HK	买入	9.6	42.4	8.5	7.2	1.3	1.2	4.7	5.5

来源：彭博、农银国际证券预测

正面
中国教育业- 行业龙头仍具有吸引力
潘泓兴

主要数据	
2020E 市盈率均值(x)	17.7
2020E 市净率均值(x)	3.7
2020E 股息率均值(%)	2.3

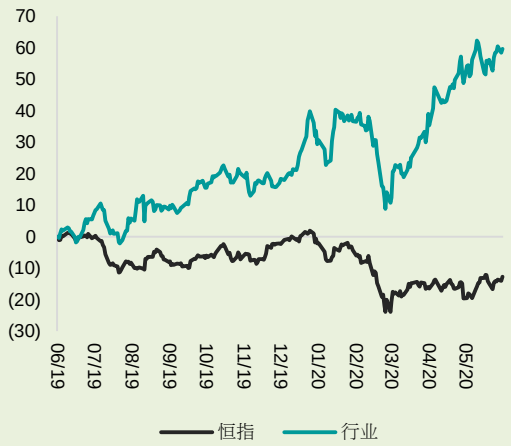
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	8.6	7.3
3 个月	14.8	44.1
6 个月	(10.7)	36.4

来源:彭博、农银国际证券

- 正规教育行业的企业受到新冠肺炎疫情影响较小，主要由于网络授课可以抵消停课的影响
- 民促法正式立法再次被推迟，民办教育行业将继续面临不确定的政策环境
- 2019 年民办教育的在校生人数占全国在校生人数比例约为 19.8%
- 民办教育在非学前教育阶段仍有发展空间
- 民办高等教育仍有一定的吸引力;我们首选**中教控股(839 HK)**以及**中汇(382 HK)**

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

正规教育行业受到新冠肺炎影响较少。新冠肺炎疫情的爆发导致很多学校需要停课。对于正规教育行业的企业，疫情的主要影响来自于部分住宿费的退款。在疫情期间，学校通过网上授课方式来维持正常的教学，使学校不需要面临学费退款的影响。对于非正规教育企业来讲，线下课程的重启将会取决于当地学校完全复课的时间。因此，我们认为，正规教育行业防守性相对较强。

民促法正式立法再次被推迟。在 2020 年的人大会议上，民促法并没有被提上立法议程。我们认为，本次推迟立法将会使民办教育行业继续面临政策不确定性。目前民促法送审稿对民办基础教育设置的限制较多，因此该子行业所面临的政策不确定性比其他子行业高。

市场规模扩大提供增长机会。根据教育部数据，在 2019 年，全国的在校学生人数同比增长 19.1%，达到 2.81 亿人次;而民办教育在校学生人数则达到月 5570 万人次，占全国总数 19.8%。在所有的子行业中，民办幼儿园的在校学生人数占全国总数比例最高，达到 56.2%，其次是高等教育(17.7%)。因此，民办教育在非学前教育阶段仍有较大的发展空间。

长线展望
我们认为，教育行业仍然会受到对高质量教育服务需求的支持。行业在未来将会面临更激烈的竞争以及更进一步的整合。然而，行业也面临着人口出生率以及新生儿下降的影响。

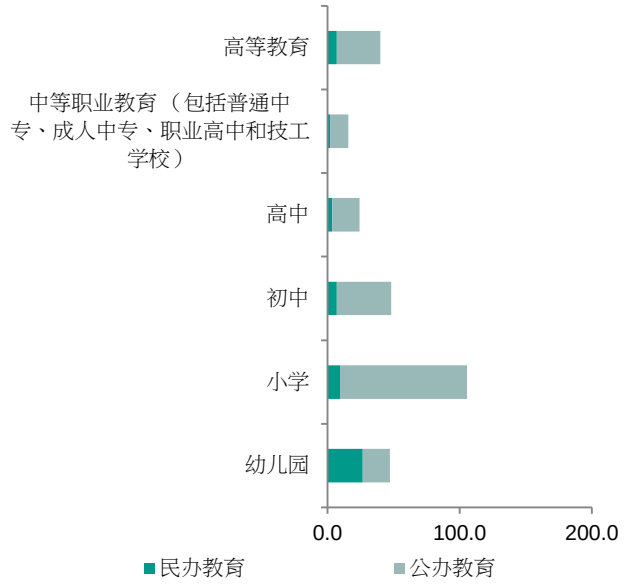
短线展望
最近国内新冠肺炎疫情出现反复，导致部分地区学校的复学时间不确定性增加，因此教育行业在短期内仍将将会受到疫情影响。同时，民促法正式立法进一步延迟也将会对教育行业的部分子行业(基础教育板块)带来更多的政策不确定性。

股票推荐
我们偏好高等教育板块，主要由于目前政策环境对该子行业更友好，高等教育企业可以更快地扩张。此外，相对于部分子行业，高等教育受到新冠疫情影响较少。我们的行业首选是**中教控股(839 HK)**及**中汇(382 HK)**。

风险因素

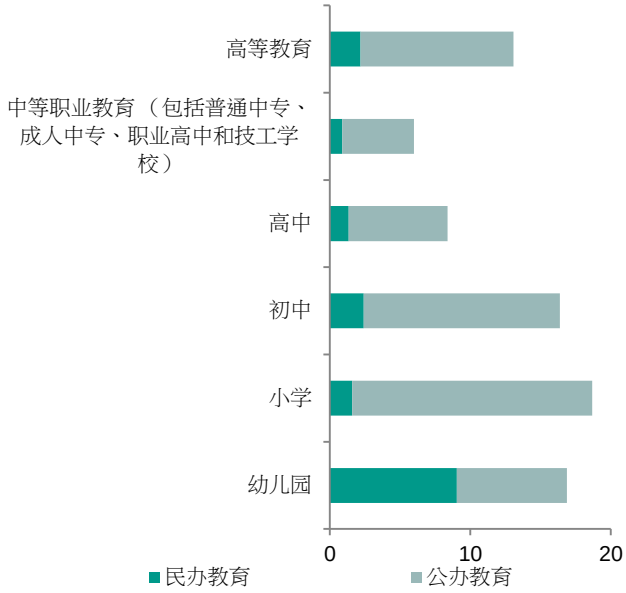
1)人口风险;2)政策风险;3)教育质量及学生退学风险;4)运营及声誉风险;5)扩张瓶颈风险;6)疫情风险。

图表 1: 2019 年全国在校学生人数(百万人次)



来源:教育部、农银国际证券

图表 2: 2019 年全国招生人数(百万人次)



来源:教育部、农银国际证券

图表 3: 全国学校数量 (千家)

	2015	2016	2017	2018	2019
整体					
幼儿园	223.7	239.8	255.0	266.7	281.2
小学	190.5	177.6	167.0	161.8	160.1
初中	52.4	52.1	51.9	52.0	52.4
高中	24.9	24.7	24.6	24.3	24.4
高等教育	2.9	2.9	2.6	2.7	2.7
私立学校					
幼儿园	146.4	154.2	160.4	165.8	173.2
小学	5.9	6.0	6.1	6.2	6.2
初中	4.9	5.1	5.3	5.5	5.8
高中	4.8	4.9	5.1	5.2	5.4
高等教育	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8

来源:教育部、农银国际证券

图表 4:行业首选 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司名称	代码	评级	目标价(港元)	上升空间(%)	FY20E 市盈率(x)	FY21E 市盈率(x)	FY20E 市净率(x)	FY21E 市净率(x)	FY20E 股息率(%)	FY21E 股息率(%)
中教控股	839 HK	买入	15.2	15.2	27.9	20.9	3.2	2.9	1.7	1.6
中汇	382 HK	买入	7.0	11.4	17.3	13.9	3.0	2.5	1.9	2.4

来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国电信业 – 增加 2020 年资本开支以改善 5G 网络覆盖
黎柏坚

主要数据	
2020E 市盈率均值(x)	15.5
2020E 市净率均值(x)	0.8
2020E 股息率均值(%)	3.0

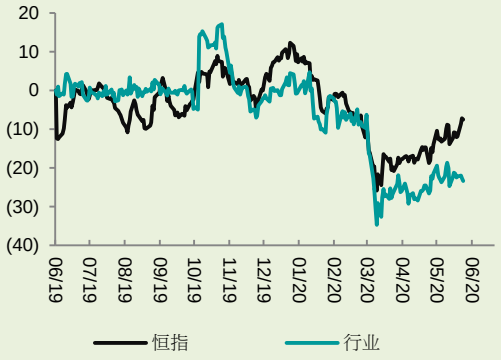
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	(7.7%)	(8.1%)
3 个月	(19.2%)	(17.5%)
6 个月	(16.0%)	(4.3%)

来源:彭博、农银国际证券

- 电信运营商提升了 2020 年资本开支以改善 5G 网络覆盖。
- **中国移动(941 HK)**在中国的移动用户市场份额最高，拥有超过 59.4%的市占率。
- 行业首选是中国移动。中国移动有较高的股息收益率，及良好的资产负债表状况，并在中国的移动业务中占据主导地位

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

电信运营商为 5G 网络开发增加了 2020 年资本开支。中国电信运营商在 2020 年的资本开支为 3,348 亿元人民币(同比增长 11.7%)，其中包括 1,803 亿元人民币的 5G 网络开支。电信运营商将开发 5G 独立网络，以提高网络速度和传输质量。中国务院和工信部强调要加快中国 5G 网络的发展。国内已建成超过 25 万个 5G 基站，预计到 2020 年底将建设 60 万个以上的 5G 网络基站。5G 网络将支持许多应用包括云计算，AR / VR，自动驾驶，人工智能技术等。

电信运营商在 5G 网络开发方面有更多合作。中国电信(728 HK)与中国联通(762 HK)合作，共同建立和共享 5G 电信网络。同时，中国移动与中国广播网络公司合作开发 5G 网络。由于 5G 电信网络比 4G 网络需要更高的资本开支，因此合作可以帮助降低成本并提高效率。预计这将加快中国 5G 网络的发展。

预计提速降费政策将继续。2020 年 5 月中国的移动用户达到 15.9 亿，每位用户的平均移动数据超过 10.05 GB，同比增长 28.8%。中国移动,中国联通和中国电信的移动用户市场份额分别为 59.4%/ 19.4%/ 21.2%。预计电信运营商将继续遵循提速降费政策。在较低的移动数据资费和更好的网络覆盖率的推动下，移动互联网用户的渗透率达到了 82.1%以上。

1Q20 全球智能手机出货量同比下降 11.7%。智能手机出货量受新冠肺炎的影响，根据 IDC 的数据，1Q20 全球智能手机出货量为 2.758 亿，同比下降 11.7%。不稳定的经济环境将影响智能手机的消费情绪和消费。 IDC 预计 2020 年全球智能手机出货量将同比下降 11.9%。智能手机需求疲软预计将影响电子零部件供货商。

长线展望

预计 5G 电信网络将通过更多的应用使电信行业受益。电信运营商增加了资本开支，这将通过增加基站需求改善整个设备供应链。电信运营商可能会推出更多激励和补贴措施，以吸引 5G 用户。 5G 具有比 4G 网络更高的传输速率和更低的延迟，它将支持包括云计算，自动驾驶的新应用。降低移动数据服务的资费影响了收入增长，但是电信运营商已经推出了各种增值服务，IPTV 和视频内容，以促进采用。

短线展望

在短期内，提速降费政策将影响电信运营商。电信运营商正面临用户饱和和竞争的局面，电信运营商将其现有客户升级到 5G 平台以提高普及率。运营商可以推出 5G 奖励计划或手机补贴，以吸引 5G 用户。企业对大数据和云计算的需求一直在增长，这将支持收入的增长。

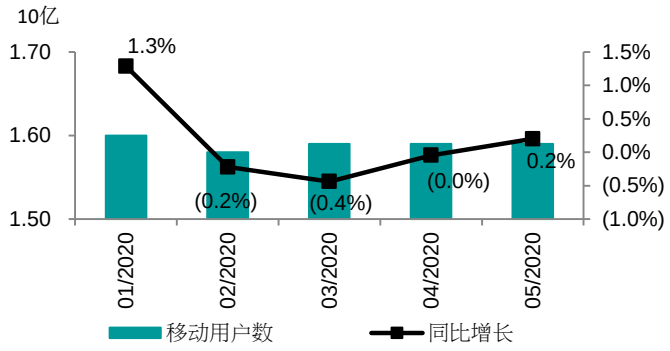
股票推荐

中国移动(941 HK)是我们的行业首选。中国移动凭借其网络优势，更好的覆盖范围和资源，在中国市场保持着最大的移动用户市场份额。我们预计，由于数据服务资费降低，集团将受益于移动数据消费的增长。我们对公司的目标价为 82.0 港元，相当于 4.9 倍/ 4.7 倍 2020 年 / 2021 年 EV/EBITDA 率。

风险因素

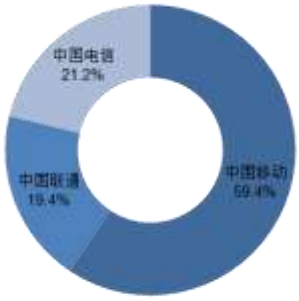
1)行业进一步推行提速降费; 2)用户饱和; 3)市场竞争加剧可能导致价格战; 4)智能手机出货量增长放缓。

图 1: 移动用户和同比增长



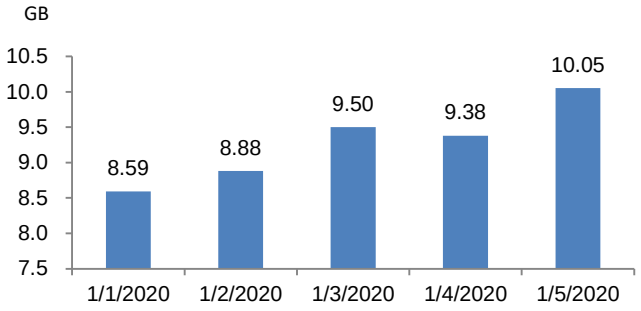
来源:工信部、农银国际证券

图 2: 中国的移动用户市场份额 (2020 年 6 月)



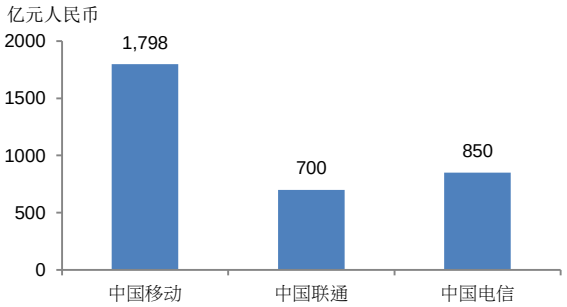
来源:工信部、农银国际证券

图 3: 中国每月平均数据使用量



来源:工信部、农银国际证券

图 4: 2020 年资本开支



来源:各公司、农银国际证券

图 5: 行业首选 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
中国移动	941 HK	买入	82.00	49.6	9.8	9.2	0.9	0.8	5.7	5.5

来源:彭博、农银国际预测

農銀國際
ABC INTERNATIONAL
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

权益披露

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

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

评级的定义

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

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

市场回报率:自 2008 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2008-19 的复合增长率为 10%)

目标价的时间范围:12 个月

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

免责声明

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

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司
该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发
办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183