

农银国际中国/香港证券研究

2022 年下半年经济展望及投资策略报告

中美利率趋势存异
经济周期及投资机遇分化



2022 年 7 月 5 日



目录

2022 年下半年全球经济展望	4	姚少华 (经济师) 经济展望
2022 年下半年中国经济展望	7	yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
2022 年下半年投资策略	12	
香港 IPO 市场	20	陈宋恩 (研究部主管) 投资策略
中国银行业 - 正面	23	philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
中国房地产业 - 正面	27	
中国互联网媒体与消费商业- 正面	33	欧宇恒 (分析员) 中国银行业
中国消费行业 - 正面	35	johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中国教育业 - 中性	39	
中国电信业 - 正面	41	周秀成 (分析员) 中国证券业 /中国互联网媒体与消费商业
		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
		潘泓兴 (分析员) 中国教育业 /中国消费业
		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

于 2022 年 7 月 5 日发布

另有指明外,数据截至 2022 年 6 月 27 日



全球/中国经济展望





2022 年下半年全球经济展望

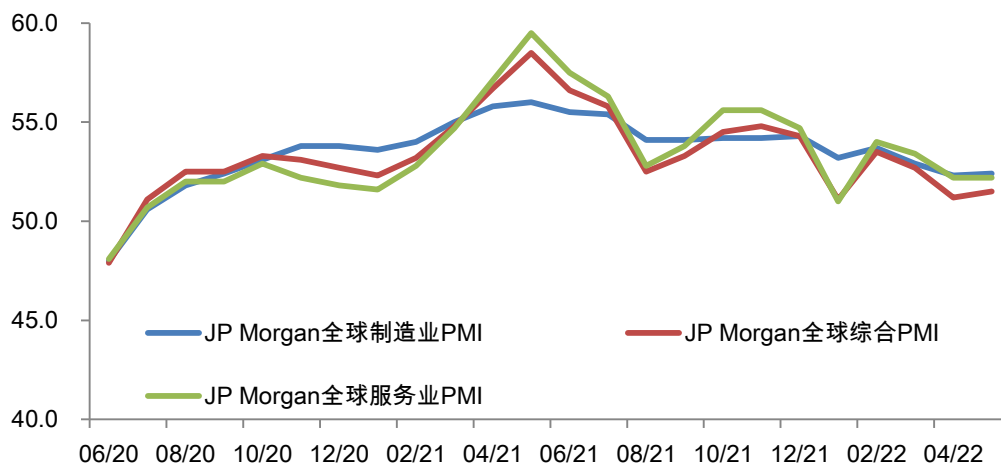
经济师姚少华

- 受益于全球疫情明显消退以及经济重启，特别是服务业重获动力，全球经济在今年上半年稳步扩张。随着经济重启，今年年初以来主要国家失业率稳步下降，特别是服务业就业大幅向好
- 自今年年初以来，由于全球需求反弹、某些行业供应链中断，特别是俄乌冲突进一步推高全球大宗商品价格，全球通胀显著上升
- 展望未来，有见于通胀急升、利率上升以及俄乌冲突，我们预期今年下半年全球经济增速或放缓。滞胀风险上升令全球经济前景蒙上了阴影
- 我们预期 2022 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 2.5%、4.5%、2.5%、1.8%、及 3.6%，相比而言，上述国家在 2021 年经济分别增长 5.7%、8.1%、5.4%、1.7% 及 7.4%

全球经济在今年上半年稳步增长

受益于全球疫情明显消退以及经济重启，特别是服务业重获动力，全球经济在今年上半年稳步扩张。如图 1 所示，JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在今年前五个月保持平稳并高于 50 临界点，显示全球经济稳步扩张。尽管今年上半年发生俄乌冲突以及中国因疫情在某些城市进行了静默管理，但全球贸易活动整体上保持稳定增长。虽然 WTO 公布的最新商品贸易晴雨表指数下跌至 99.0，略低于该指数的荣枯线 100，但最新的服务贸易晴雨表指数反弹至 105.5，远高于荣枯线 100。绝大多数商品贸易晴雨表分项指数接近或高于荣枯线 100，例如出口订单指数达到了 101.2。

图 1: JP Morgan 全球 PMI 指数 (%)



来源: 彭博、农银国际证券



与去年第 4 季相比，全球主要经济体在今年第 1 季 GDP 增速表现不一。今年首季美国、中国、欧元区、日本及英国的经济同比增速分别为 3.5%¹、4.8%、5.4%、0.4%及 8.7%，而去年第 4 季分别为 5.5%、4.0%、4.7%、0.4%及 6.6%（图 2）。随着经济重启，今年年初以来主要国家失业率稳步下降，特别是服务业就业大幅向好。

图 2: 全球主要经济体 GDP 增长(%)

实质 GDP 按年增长	2021 年	2021 年第 4 季	2022 年首季
美国	5.7	5.5	3.5
中国	8.1	4.0	4.8
欧元区	5.4	4.7	5.4
日本	1.7	0.4	0.4
英国	7.4	6.6	8.7

来源: 彭博、农银国际证券

自今年年初以来，由于全球需求反弹、某些行业供应链中断，特别是俄乌冲突进一步推高全球大宗商品价格，全球通胀显著上升。根据世界银行的预测，2022 年布兰特油价或上涨约 42.0%至每桶 100 美元，而非能源大宗商品价格预计将上涨约 17.9%。虽然食品和能源的大幅攀升推高了整体 CPI，但撇除食品及能源价格外的全球核心通胀在今年上半年亦明显上升。房租、燃料、交通以及家具行业的通胀均显著升温。尽管发展中国家的整体工资压力仍维持温和，但由于劳动力市场供小于求，部分发达国家面临工资压力明显上升。

由于通胀大幅攀升，除中国人民银行和日本央行外，全球主要央行自今年年初以来开始收紧货币政策，这亦导致了全球主要国债利率上升。美联储在今年 3 月开始上调联邦基金利率的目标区间，并在 6 月开始缩减其资产负债表。欧洲央行在今年 3 月结束其抗疫紧急购债计划，并从 7 月 1 日开始终止其资产购买计划。欧洲央行还表示将在 7 月开始首次加息。年初以来英伦银行、加拿大央行以及澳洲联储银行均开始新一轮加息周期。然而，由于通胀压力温和，中国人民银行和日本央行维持宽松的货币政策以支持经济增长。

今年下半年全球经济增速或放缓

展望未来，有见于通胀急升、利率上升以及俄乌冲突，我们预期今年下半年全球经济增速或放缓。滞胀风险上升令全球经济前景蒙上了阴影。在 4 月的全球贸易预测里，WTO 预测 2022 年全球货物贸易量增速将由 2021 年的 9.8%放缓至 3.0%。根据世界银行 2022 年 6 月发布的《全球经济展望》，2022 年全球经济增速将由 2021 年的 5.7%放缓为 2.9%（图 3）。OECD 在 6 月发表的最新《经济展望》里亦预计今年全球经济增长 3.0%，而去年 12 月的《经济展望》里预计增长 2022 年全球经济增长 4.5%。

我们预期美国经济 2022 年增长 2.5%，大幅低于 2021 年 5.7%的增速，主要因为货币政策收紧、通胀上升和财政刺激退出。较低的失业率和不断上升的工资水平将支持家庭支出。然而，疲弱的消费者信心和高通胀可能会阻碍家庭消费。大规模的财政刺激退出以及货币政策的收紧亦将拖累经济增长。尽管美国通胀可能在今年年中达到峰值，但我们预计在今年下半年其将维持高位并远高于美联储 2%的目标。货币政策方面，随着通胀压力飙升和通胀预期上升，我们预计美联储将在今年下半年进一步收紧货币政策，包括继

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



续加息和缩表。我们预计到今年年底联邦基金利率的目标区间将达到 3.25-3.5%，而在今年 6 月底为 1.50-1.75%。美联储将在今年下半年继续减持美国国债以及住宅和商业抵押贷款支持证券。

尽管今年第 2 季中国的 GDP 增长乏力，但我们相信下半年中国经济将在一系列宏观政策支持下明显回升。稳定的外需和强劲的基建和制造业投资将是主要的增长动力。随着中国的疫情防控进入常态化，我们相信今年下半年中国经济增长将明显反弹。整体来说，我们预计 2022 年中国国内生产总值增长 4.5%。我们预计 CPI 与 PPI 通胀剪刀差将在今年下半年进一步缩小，通胀料不构成宏观政策的制约因素。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偏宽松的货币政策措施以稳定经济增长。我们预计今年下半年中央政府将继续采用积极的财政政策来支持经济增长。

由于大宗商品价格高企、供应链长期中断、俄乌冲突引致的商业信心低迷以及货币政策收紧，我们预计 2022 年欧元区 GDP 增速将从 2021 年的 5.4% 下降至 2.5%。悲观的消费者情绪以及高企的通胀水平将打击家庭消费。有见于全球经济放缓以及俄乌冲突持续，外需将趋于疲弱。根据欧洲央行的 6 月份货币政策会议，我们预期欧洲央行将在 7 月上调基准利率 0.25%。由于通胀压力高企，在今年 7 月之后余下的几次货币政策会议上欧洲央行将继续加息步伐。我们预计在今年年底欧洲央行的主要再融资政策利率将达到 0.75%。此外，由于通胀加剧和货币政策收紧，我们预计 2022 年英国经济将增长 3.6%，低于 2021 年 7.4% 的增速。我们预计英国的货币政策将继续正常化，英伦央行的政策利率将在 2022 年底上升至 2.0%。

我们预计日本 2022 年的经济增速或由 2021 年的 1.7% 略微反弹至 1.8%，主要得益于强劲的内需和宽松的货币政策。防疫措施的放松将促进私人消费，而投资亦会复苏。然而，由于俄乌冲突或导致供应链不畅以及全球经济放缓，外需料趋于疲弱并拖累经济增长的动力。有见于通胀前景仍疲弱，日本的宽松货币政策在今年下半年将维持不变，日本央行将按所需数量购买长期国债，以使 10 年期日本国债收益率保持在 0% 附近，并在不超出 ±0.25% 的范围内波动。日本央行短期政策利率料在 2022 年底维持在 -0.10% 的利率水平不变。

图 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2020 年	2021 年	2022 年预测
美国	(3.4)	5.7	2.5
中国	2.2	8.1	4.5
欧元区	(6.4)	5.4	2.5
日本	(4.6)	1.7	1.8
英国	(9.3)	7.4	3.6
世界	(3.3*)	5.7*	2.9*

来源: 世界银行、彭博、农银国际证券预测

注释: *代表世界银行的预测及预测



2022 年下半年中国经济展望

经济师: 姚少华

- 中国经济在今年第 1 季增长 4.8%，不仅高于去年第 4 季 4.0% 的增速，亦高于市场预期的 4.2% 的增速。然而，随着新冠疫情再度爆发导致一些主要城市进入静默管理，中国经济在第 2 季明显放缓
- 尽管今年第 2 季中国的 GDP 增长乏力，但我们相信下半年中国经济将在一系列宏观政策支持下明显回升。随着中国的疫情防控进入常态化，我们相信今年下半年中国经济增长将明显反弹。整体来说，我们预计 2022 年国内生产总值增长 4.5%
- 我们预计 CPI 与 PPI 通胀剪刀差将在今年下半年进一步缩小。我们预计 2022 年 CPI 通胀将从 2021 年的 0.9% 上升至 2.0%，2022 年 PPI 通胀将从 2021 年的 8.0% 放缓至 5.0%。今年下半年通胀料不构成宏观政策的制约因素
- 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偏宽松的货币政策措施以稳定经济增长。2022 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平或从 6 月底的 3.70% 与 4.45% 分别跌至 3.60% 及 4.25%。我们预计 2022 年年底大型银行的 RRR 从 6 月底的 9.75% 减为 9.50%，中型银行从 6 月底的 7.75% 减为 7.50%，而小型银行的 RRR 则维持在 5.0% 不变。我们预计今年下半年中央政府将继续采用积极的财政政策来支持经济增长。国务院强调对小微企业和受疫情重创的企业提供更多支持，对小微企业的普惠金融额度将增加一倍，新增留抵退税 1420 亿元，今年出台的各项留抵退税政策新增退税总额达到约 1.64 万亿元

中国经济在第 2 季显著放缓

中国经济在今年第 1 季增长 4.8%²，不仅高于去年第 4 季 4.0% 的增速，亦高于市场预期的 4.2% 的增速。然而，随着新冠疫情再度爆发导致一些主要城市进入静默管理，中国经济在第 2 季明显放缓。4 月份与 5 月份固定资产投资、零售销售以及工业产出均较第 1 季显著回落。

受累于疫情的超预期冲击以及原材料等生产成本持续上升，4 月份及 5 月份工业产出增速从第 1 季的 6.5% 分别回落至 -2.9% 及 0.7%。作为宏观经济的同步指标，4 月份与 5 月份发电量分别下跌 4.3% 及 3.3%，而第 1 季增长 3.1%。涵盖 31 个行业大类的制造业 PMI 指数在 4 月份与 5 月份亦低于 50 临界点水平。可幸的是，随着疫情好转以及防疫措施放松，6 月份制造业 PMI 反弹至 50.2。此外，4 月份与 5 月份工业企业实现利润增速分别下跌 8.5% 及 6.5%，而第 1 季增长 8.5%。

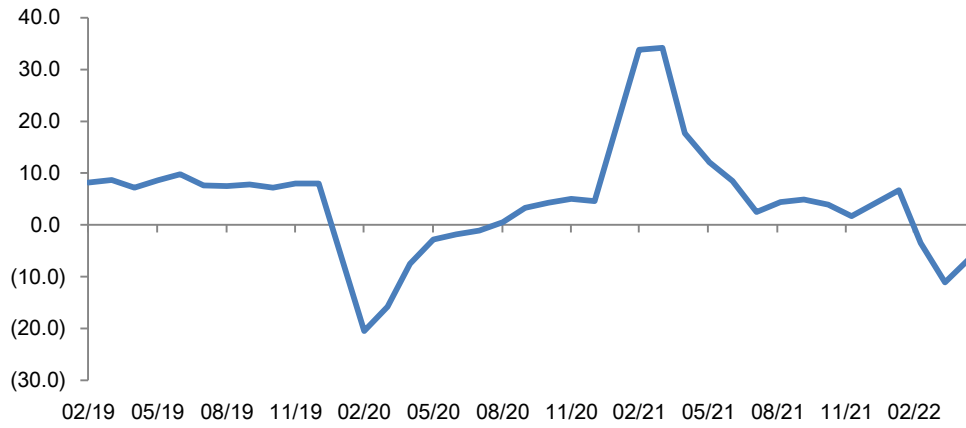
内需方面，消费支出及固定资产投资增速在 4 月份及 5 月份均显著放缓。4 月份及 5 月份零售销售分别下跌 11.1% 及 6.7%，而第 1 季则增长 3.3% (图表 1)。由于房地产投资增速十分疲弱，4 月份与 5 月份单月整体城镇固定资产投资增速由第 1 季的 9.3% 分别回落至 1.8% 与 4.5% (图表 2)。

外需方面，由于疫情冲击了港口运作以及物流畅通，4 月份与 5 月份出口增速较第 1 季放缓 (图表 3)。以美元计价，4 月份与 5 月份出口分别增长 3.9% 与 16.9%，而第 1 季增长 15.8%。4 月份与 5 月份进口增速分别为 0.0% 与 4.1%，低于第 1 季 9.6% 的增速。由于较低的进口增速，4 月与 5 月的贸易盈余大幅增加，分别为 511 亿美元及 788 亿美元，高于去年同期的贸易盈余。

²除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

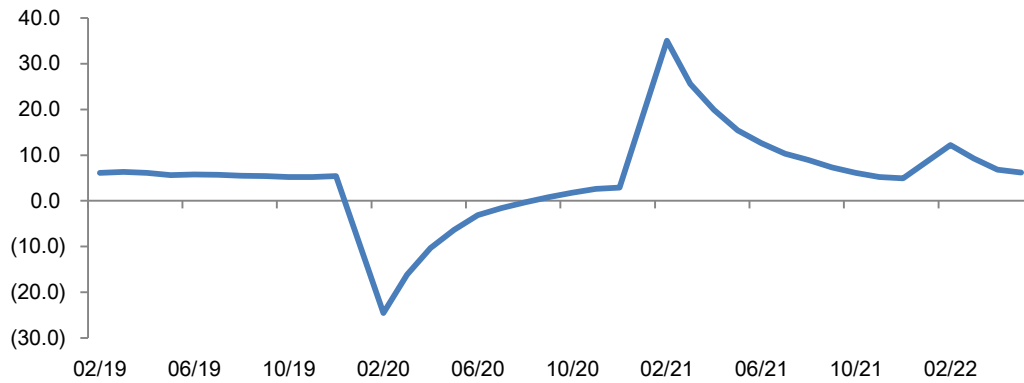


图 1: 中国零售销售增长 (%)



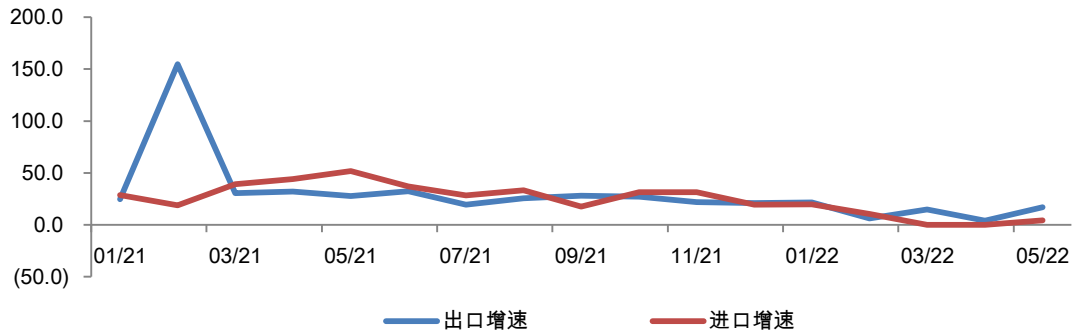
来源: 国家统计局、农银国际证券

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



CPI 与 PPI 通胀的剪刀差在 4 月份与 5 月份大幅收窄。由于食品价格涨幅加快，特别是猪肉价格回升，4 月份与 5 月份 CPI 由第 1 季的 1.1% 分别加快至 2.1%。然而，PPI 在 4 月份及 5 月份显著回落，由第 1 季 8.7% 的涨幅分别回落至 8.0% 及 6.4%。PPI 大幅回落主要是由于高基数效应和煤炭、有色金属、黑色金属等大宗商品价格升幅放缓所致。

货币政策方面，2022 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。年初至今人民银行实施降准及下调 LPR 利率来支持实体经济，特别针对中小企业及民营企业。5 月份广义货币供给(M2)的增速由 2022 年 12 月份的 9.0% 反弹至 11.1%，2022 年首 5 个月衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从去年同期的 14.0 万亿元人民币升至 15.7 万亿元人民币。

2022 年下半年经济增长料明显反弹

尽管今年第 2 季中国的 GDP 增长乏力，但我们相信下半年中国经济将在一系列宏观政策支持下明显回升。稳定的外需和强劲的基建和制造业投资将是主要的增长动力。相反，疲弱的房地产行业 and 潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是主要挑战。

内需方面，我们预计整体固定资产投资将在今年下半年加快，主要因为基建投资将在更多地方政府专项债发行和使用下获得更快的增长。稳定的外需亦将带动制造业以及民间投资平稳增长。值得指出的是，高新技术制造业投资或在宏观政策的支持下获得快速增长。然而，由于房地产销售难于明显反弹，房地产投资料在今年下半年只能缓慢复苏。居民收入上升和失业率回落料支持消费者支出。特别是在中央和地方促进汽车消费的政策推动下，占整体零售额 10% 的汽车零售额有望在今年下半年大幅回升。此外，随着疫情消退，餐饮消费在下半年有望大幅回升。

外需方面，尽管去年同期基数较高，但由于美国政府可能取消或降低部分中国商品的进口关税，尤其是日用品，我们预计中国出口仍将录得相对较快增长。另一方面，全球航运成本自 2022 年初以来已经明显回落，料可支持中国的出口增长。此外，RECP 的生效将显著帮助中国在今年下半年与亚洲经济体的贸易，尤其是与日本的贸易。

随着中国的疫情防控进入常态化，我们相信今年下半年中国经济增长将明显反弹。整体来说，我们预计 2022 年国内生产总值增长 4.5%，虽低于 2021 年 8.1% 的增速，但在疫情超预期冲击下已是不错的增速(图 4)。

我们预计 CPI 与 PPI 通胀剪刀差将在今年下半年进一步缩小。由于食品价格上涨，尤其是猪肉价格可能会随着供应趋紧在今年下半年上涨，我们预计 2022 年 CPI 通胀将从 2021 年的 0.9% 上升至 2.0%。由于大宗商品价格放缓、国内需求疲软和高基数效应，我们预计 2022 年 PPI 通胀将从 2021 年的 8.0% 放缓至 5.0%。今年下半年通胀料不构成宏观政策的制约因素。

货币政策方面，我们预期人民银行在今年下半年将继续维持偏宽松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对民营企业以及中小企业的信贷。我们预计 2022 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至 22.0 万亿元人民币及 34.0 万亿元人民币。另外，为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在今年下半年将继续下调基准利率。2022 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率或从 6 月底的 3.70% 与 4.45% 分别跌至 3.60% 及 4.25%。有见于经济放缓压力仍存在，我们预期今年下半年人民银行将继续下调大型与中型银行的 RRR 一次，减幅为 0.25%。我们预计 2022 年底大型银行的 RRR 从 6 月



底的 9.75% 减为 9.50%，中型银行从 6 月底的 7.75% 减为 7.50%，而小型银行的 RRR 则维持在 5.0% 不变。2022 年底广义货币供给(M2)预计增长 10.5%。汇率方面，由于中美实际利差或进一步收窄，我们预期 2022 年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.7000 左右，而 2021 年底为 6.3730。

我们预计今年下半年中央政府将继续采用积极的财政政策来支持经济增长。中国国务院在 5 月 31 日公布了 33 项稳定经济的一揽子政策措施，其中 7 项与财政政策有关。国务院强调对小微企业和受疫情重创的企业提供更多支持，对小企业的普惠金融额度将增加一倍，新增留抵退税 1420 亿元，今年出台的各项留抵退税政策新增退税总额达到约 1.64 万亿元。阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。抓紧完成今年专项债券发行使用任务，加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕。2022 年前 5 个月，超过 2 万亿元的地方政府专项债券已发行。

图 4：经济预测

经济指标	2020 年	2021 年	2022 年预测
实质 GDP 增长， %	2.2	8.1	4.5
固定资产投资增长， %	2.9	4.9	6.0
零售销售增长， %	(3.9)	12.5	4.0
以美元计出口增长， %	3.6	29.9	8.0
以美元计进口增长， %	(0.7)	30.1	5.0
工业产出增长， %	2.8	9.6	5.0
消费物价通胀， %	2.5	0.9	2.0
生产物价通胀， %	(1.8)	8.0	5.0
M2 增长， %	10.1	9.0	10.5
社会融资规模增量， 十亿人民币	34,900	31,400	34,000
新增人民币贷款， 十亿人民币	19,600	19,900	22,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.5273	6.3730	6.7000
1 年期 LPR， %	3.85	3.80	3.60
5 年期 LPR， %	4.65	4.65	4.25

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



投资策略

研究部主管：陈宋恩

中美利率周期脱钩

(A) 全球资本市场

我们预计未来六至十二个月内可能会出现以下经济情景：

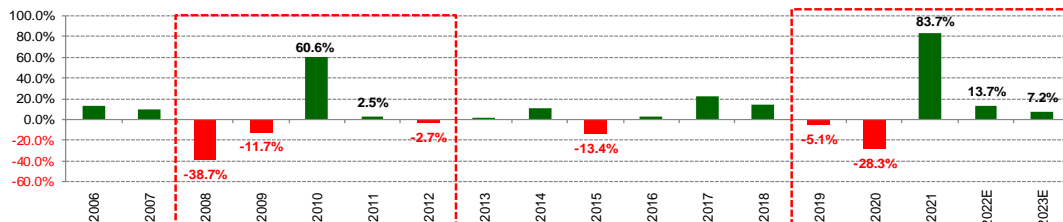
- 美国和大多数西方经济体的利率快速上升将导致债券和股票市场出现熊市
- 美国 and 大部分西方经济体高效的利率传导机制意味着通胀将得到控制。因此，滞胀风险低，但衰退风险高
- 受 2022 年高基数效应和加息周期资产扩张放缓的影响，2022 年和 2023 年企业盈利增长将明显放缓。由于大部分企业将放缓业务扩张步伐，耐用品行业将受到不利影响。
- 基准股票市场指数的市盈率(PER)估值将收缩。投资者将要求更高的风险溢价来弥补企业利润的下行风险和对经济衰退风险的恐惧
- **灰犀牛风险。**(1)美国、英国、欧元区和日本等主要经济体的房地产市场泡沫可能在未来 12 个月内因主要央行积极加息以应对通胀压力而破裂。对金融体系的影响不可低估;(2)成功遏制通胀意味着商品价格下降。大宗商品超级周期将在下半年见顶并逆转。因此，流动性将从商品市场转向防御性长期国债市场
- **地缘政治风险。**我们预计俄乌纷争将在 2022 年下半年持续，但不会蔓延到西欧。纷争导致高能源价格所带来的通胀压力有利有弊。短期内，实际收入和购买力受到抑制。然而，绿色能源的发展将加速，尤其是在欧洲。中国或将受益于欧洲对太阳能硅片和新能源汽车等绿色能源设备不断增长的进口需求

图 1：2022-23 年主要发达经济体企业盈利增长显著放缓导致市盈率(PER) 估值下降
 上图：MSCI 世界指数每股收益同比变化；下图：MSCI 世界指数市盈率每年的高低范围

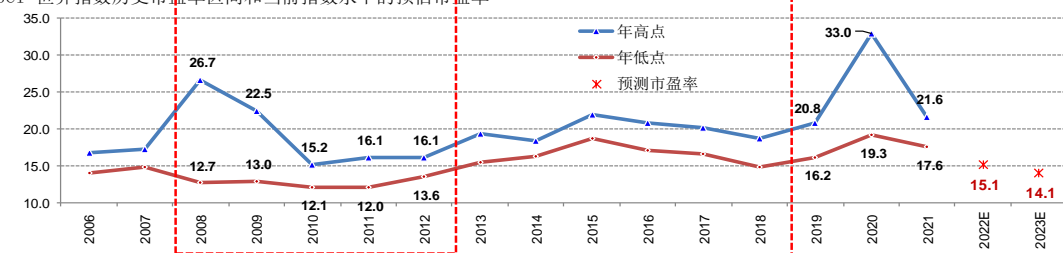
风险判断：

- (a) 2022-23 年的盈利增长势头并不支持高市盈率估值
- (b) 对比 2018-2012 年盈利周期和 2019-2023 年盈利周期，目前市场对 2022-23 年盈利前景可能仍过于乐观

MSCI 世界指数每股收益同比变化



MSCI 世界指数历史市盈率区间和当前指数水平的预估市盈率



来源：彭博、农银国际证券

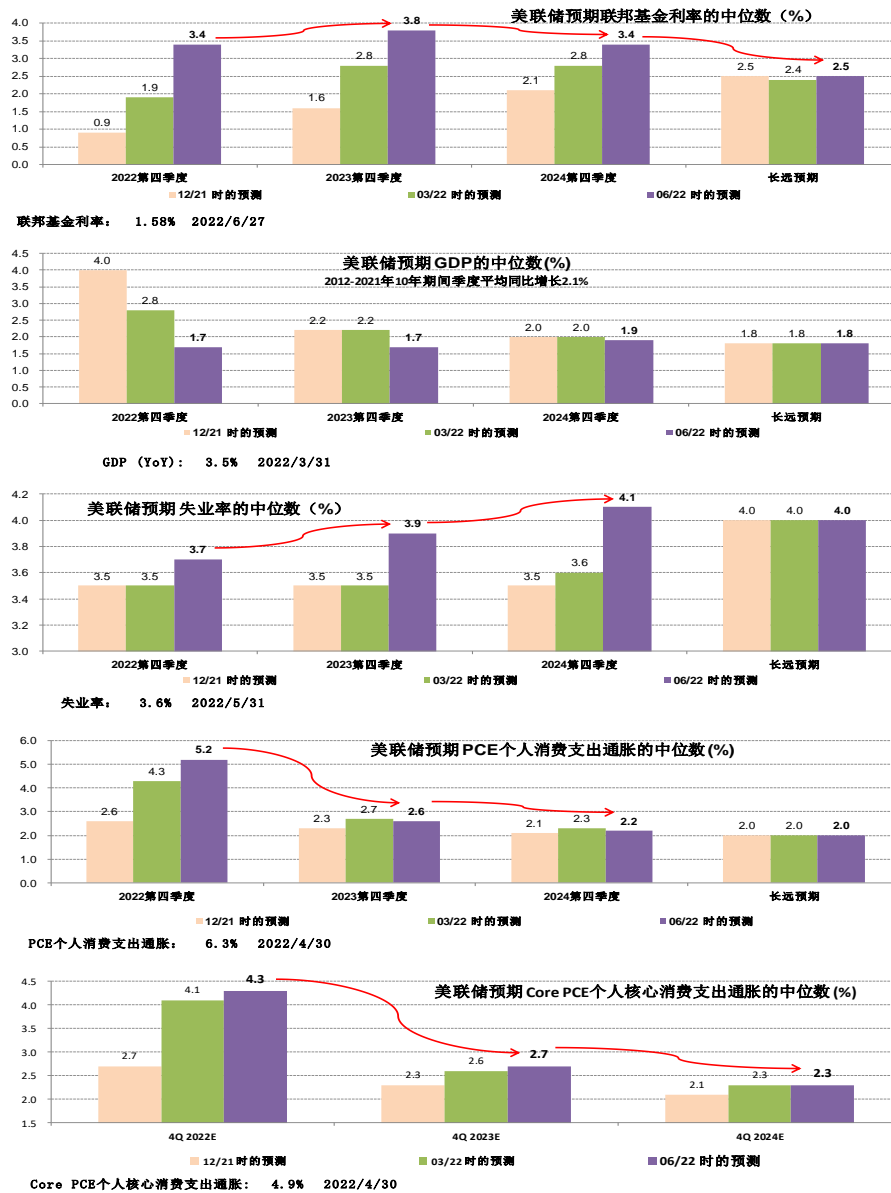
图 2：房地产市场泡沫：住宅价格变化 (4Q 2021 vs 4Q 2019)

欧元区	16.1%	美国	28.9%	澳大利亚	31.4%
英国	15.6%	加拿大	25.2%	新西兰	45.4%

来源：国际清算银行、农银国际证券

(B) 美联储对美国经济和联邦基金利率的预测

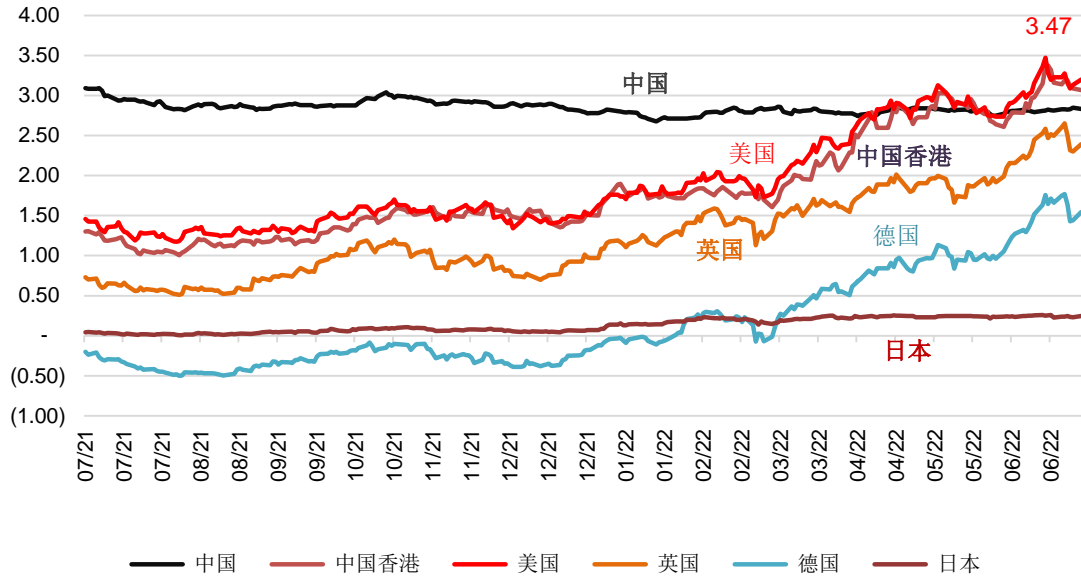
在 2022 年 6 月举行的 FOMC 会议上,美联储预计其能够在 2022-23 年成功遏制通胀并保持经济增长,加息周期将延续至 2023 年。加息周期越长,债券市场熊市的时间就越长。

图 3：监控美联储的预期——美联储在 12/2021、3/2022 和 6/2022 的 FOMC 会议上的经济预测


来源：美联储、农银国际证券

图 4：主要经济体的 10 年期政府债券收益率 (%)

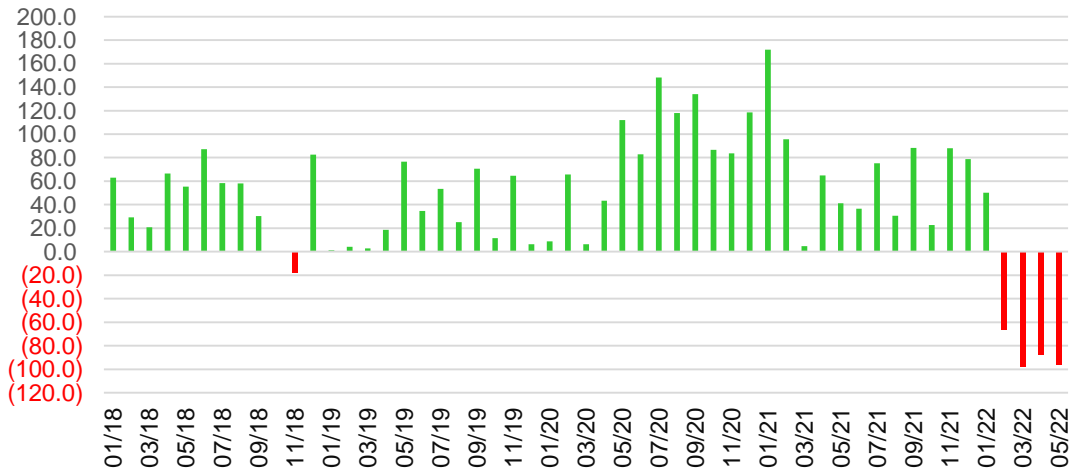
灰犀牛风险： 债券收益率上升意味着债券价格下跌，部分金融机构 2022 年上半年债券投资或出现巨额未实现亏损



来源：彭博、农银国际证券

图 5：外部机构持有在岸人民币债券余额变动 (十亿人民币)

2022 年上半年美国国债收益率已攀升至中国国债收益率之上，离岸机构减持人民币在岸债券。中国人民银行需要向银行体系注入额外流动性 (如降 RRR)，以保持流动性供应充足



来源：中国结算、农银国际证券

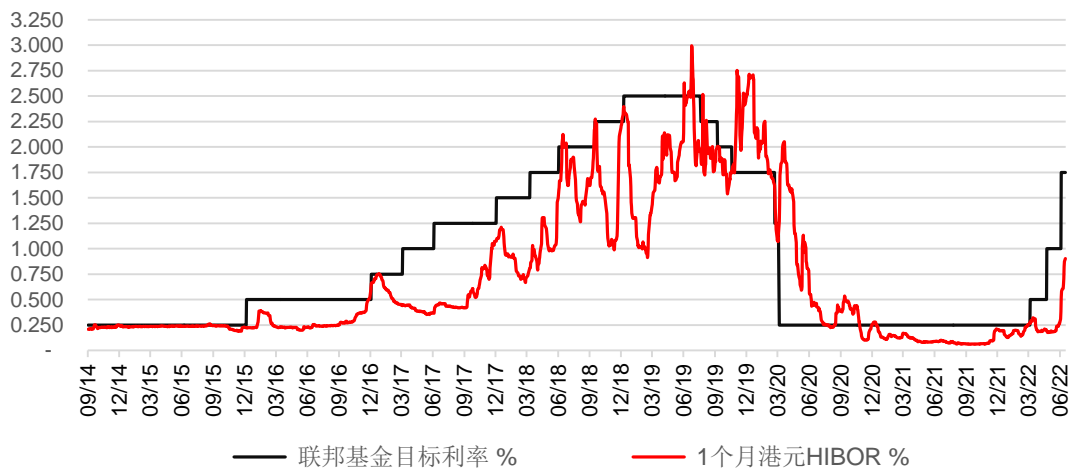


(C) 香港利率市场展望

对香港利率市场的潜在冲击是 2022 年下半年短期利率的大幅上涨。由于联系汇率机制，香港基准利率将密切跟随联邦基金利率的上调。香港基准利率固定在高于美联邦基金利率上限 25 个基点或高于美联邦基金利率下限 50 个基点。然而，香港短期利率变动滞后。在之前的利率周期中，短期利率如 1 个月和 3 个月的 HIBOR 最终会赶上美联邦基金利率的水平。目前，美联储预计联邦基金利率将在 2022 年第四季度和 2023 年第四季度分别升至 3.4% 和 3.8%。一个月 HIBOR 可能会从目前的 0.90% 攀升至年末 3.4% 左右。如果美联储的预测正确，2023 年港元 1 个月 HIBOR 将攀升至 3.8% 左右。

图 6: 美联邦基金利率与 1 个月港元 HIBOR, (%)

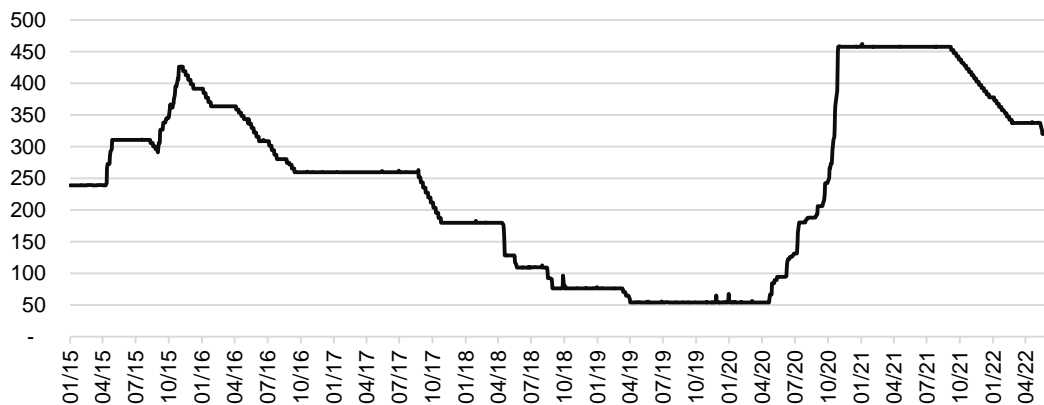
香港短期利率变动滞后但最终会迎头赶上



来源: 美联储、香港金管局、农银国际证券

图 7: 香港银行同业流动资金余额 (十亿港元)

2022 年同业流动性供应下降, 导致融资成本有上升压力



来源: 香港金管局、农银国际证券

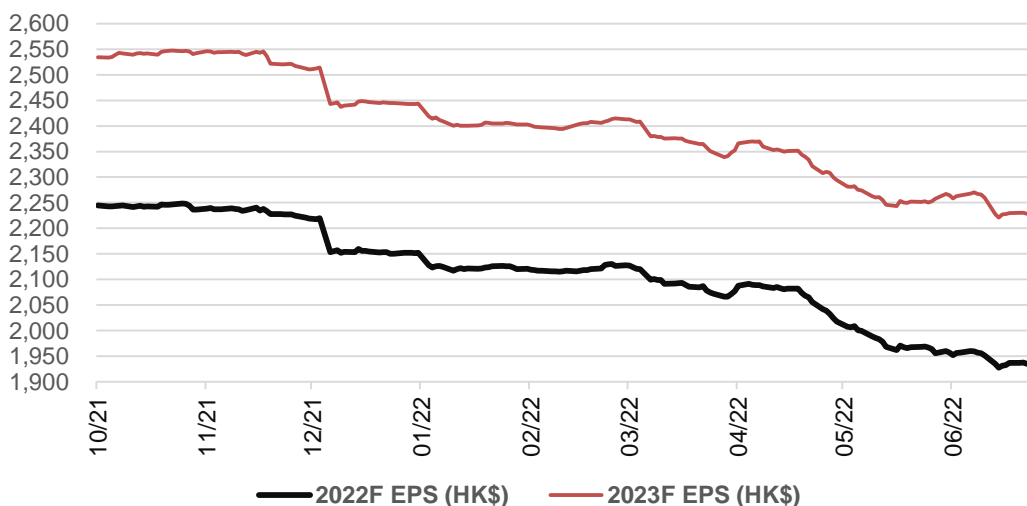
(D) 恒生指数

我们预计 2022 年下半年恒生指数的合理交易区间为 20600-24800，相当于 2022 年预期市盈率约 10.6-12.8 倍。低于估值区间为逢低买入机会，高于估值区间为获利机会。

我们的判断基于以下因素。

- **不同的利率周期。**2022 年，中国处于利率下行周期，而美国和大部分发达经济体处于利率上行周期。
- **虽然 2022 年上半年降息幅度小于 2020 年上半年，但当前 LPR 低于 2020 年。**2022 年上半年，央行将 1 年期 LPR 下调 10 个基点，5 年期 LPR 下调 20 个基点，以支持经济缓冲 Omicron 爆发带来的不利影响。2020 年上半年，中国人民银行将 1 年期 LPR 下调 30 个基点，5 年期 LPR 下调 15 个基点，以支持经济缓解 COVID-19 爆发造成的不利影响。
- **2022 年 Omicron 危机后经济周期。**2022 年上半年中国降息的积极影响将在 2022 年下半年和 2023 年上半年在经济中显现。临近 2022 年底，投资者将重点转向 2023 年的盈利前景。我们预计投资情绪将到 2022 年第四季度和 2023 年上半年变得更加看涨。
- **政府刺激私人消费和固定资产投资的逆周期措施将在 2022 年下半年在经济中出现。**工业企业将在 2022 年下半年和 2023 年上半年进入 Omicron 危机后的利润恢复周期。
- **自 2022 年初以来，市场不断下调恒生指数的盈利前景，风险已在很大程度上反映在股票价格中。**向下修正的原因是今年一季度指数成员个股的变化以及指数中部分科技股的财务业绩低迷。
- **在复苏周期内，市盈率有理由高于平均水平。**恒生指数五年平均预测市盈率为 11.70 倍，标准差为 1.07 倍。鉴于 2022 年下半年和 2023 年上半年的经济周期，恒生指数的市盈率 估值区间将回升至历史平均水平以上。

图 8：2022 年和 2023 年市场预期恒指每股盈利(EPS)预测趋势
预期盈利下降，但盈利下行风险已很大程度上反映在股票价格中

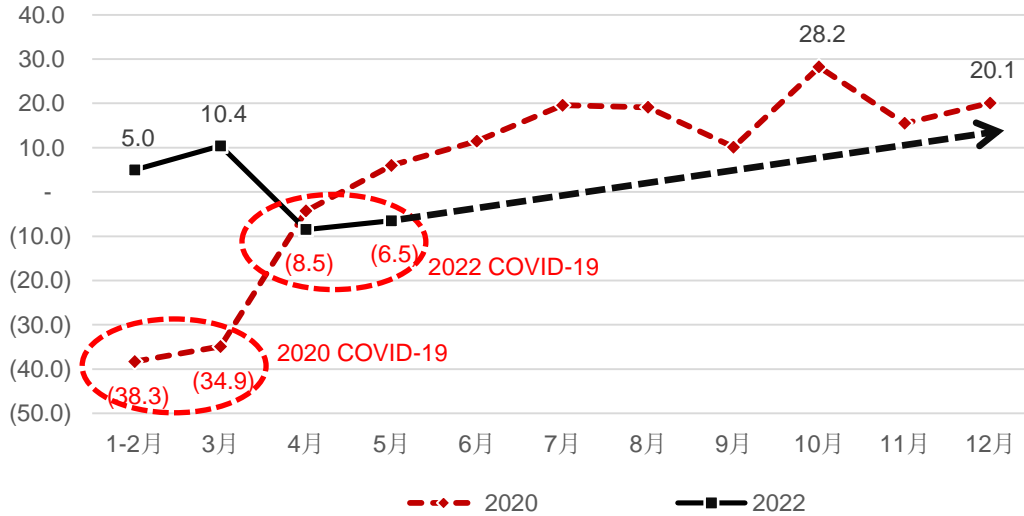


来源：彭博、农银国际证券



图 9: 全国规模以上工业企业实现利润同比变化 (%)

展望未来 - 比较 2020 年与 2022 年的 COVID-19 影响, 预计 2022 年下半年和 2023 年上半年利润增长势头将回升



来源: 国家统计局、农银国际证券

图 10: 恒生指数市盈率 (PER) 交易区间 (12/2019-6/2022): 经济复苏期间 PER 扩张



平均值是指 5 年 (7/2017-6/2022) 平均值

5 年平均: 11.70

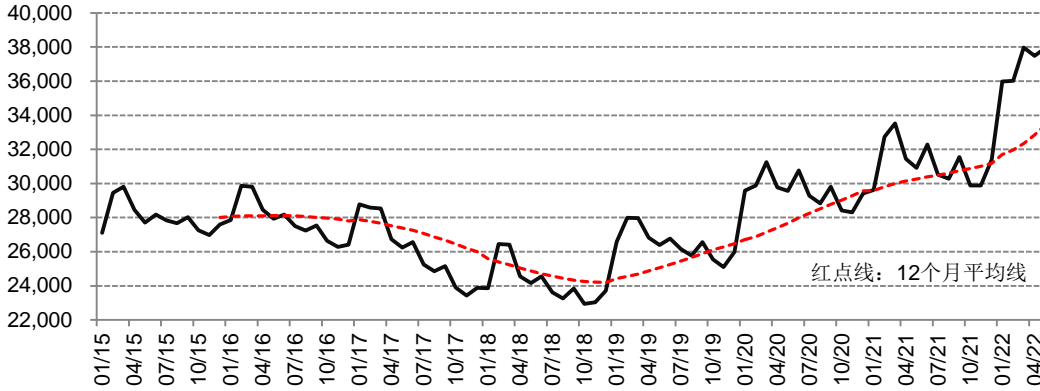
标准差: 1.07

资料来源: 彭博、农银国际证券



图 11: 家庭净存款 (十亿人民币)

家庭净存款增至 38 万亿元, 2022 年下半年家庭将释放购买力



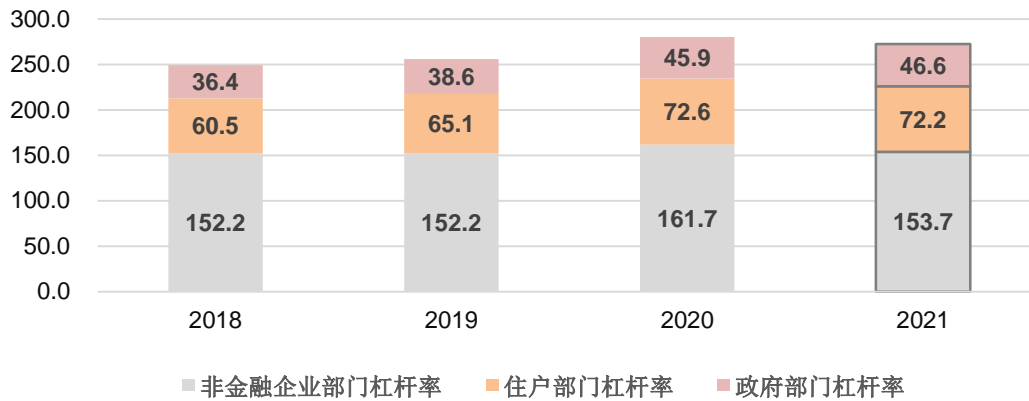
2022 年 5 月家庭净存款: 37.9 万亿元人民币 (+20.8% 年初至 5 月)

净存款=家庭持有的存款减去家庭所欠的贷款

来源: 人民银行、农银国际证券

图 12: 宏观杠杆率 (%)

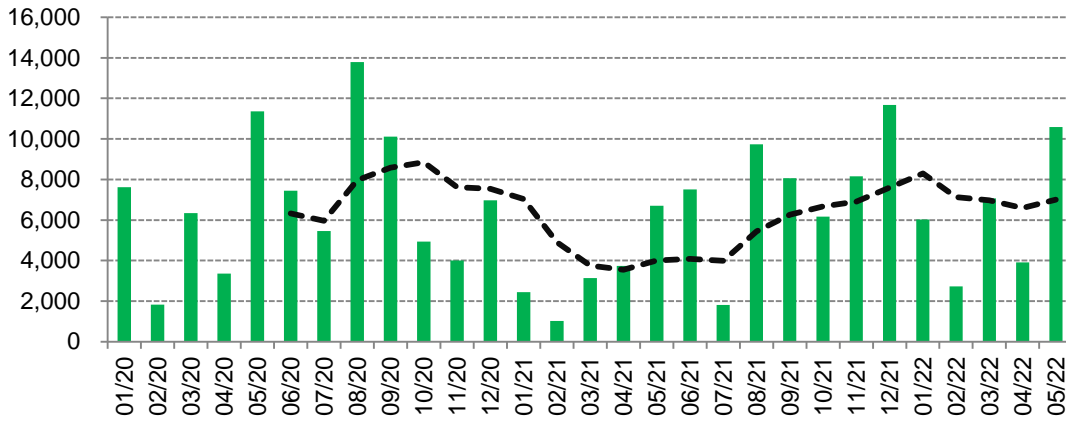
相对较低的政府宏观杠杆率 46.6% 允许政府机构在 2022 年进行逆周期扩张, 增加杠杆率以支持经济增长。1 个百分点的宏观杠杆率相当于 1.1 万亿元的信贷



来源: 人民银行中国货币政策执行报告、农银国际证券

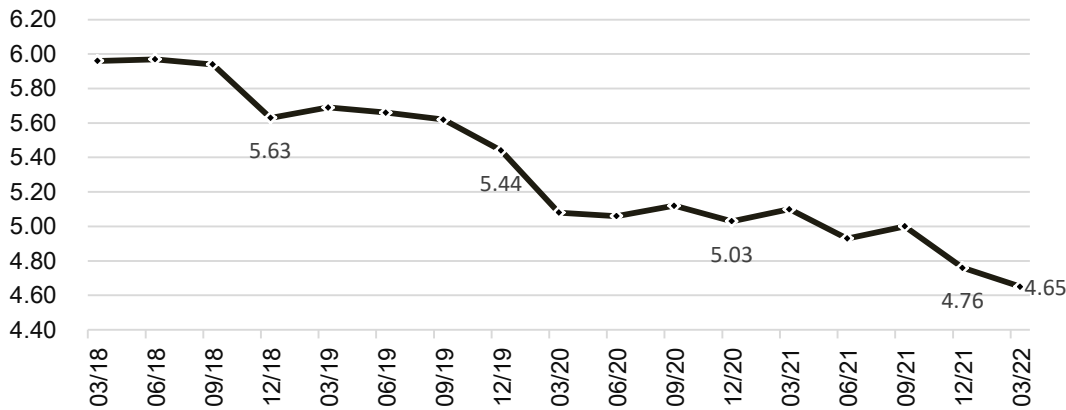


图 13: 政府债券净融资 (亿元)
自 2021 年下半年以来, 政府增加借贷以支持经济增长



黑点线: 6 个月平均线; 来源: 人民银行、农银国际证券

图 14: 新增贷款实际利率 (加权平均) (%)
实体经济利息负担持续减轻



利率是指当月新增贷款的利率

来源: 人民银行中国货币政策执行报告、农银国际证券



香港 IPO 市場展望

分析员:周秀成

- 2022 年上半年香港 IPO 市场筹资 23 亿美元，而 2021 年为 429 亿美元
- 香港 IPO 市场受到多种因素的影响，包括经济疲软、互联网行业监管担忧、全球地缘政治风险等
- 2022 年下半年在经济反弹和互联网行业监管环境改善的情况下可能会更好

2022 年上半年（截至 2022 年 6 月 20 日），香港 IPO 市场筹资 23 亿美元，而 2021 年香港 IPO 市场则筹资 429 亿美元。2022 年上半年，共有 18 宗 IPO 发行，平均发行规模为 1.29 亿美元。市场受到互联网行业监管收紧、经济环境疲软、新冠疫情和全球地缘政治风险的严重影响。

从行业结构来看，材料占 2022 年上半年 IPO 数量的 23%，其次是医疗保健（21%）、非必需消费品（14%）、工业（13%）、金融（11%）和其他（房地产、科技和电信）（18%）。此外，2022 年上半年的平均发行规模为 1.29 亿美元，远低于 2021 年的 4.48 亿美元。

中国政府近期重申了支持平台经济发展、支持优质互联网平台在境外上市的长期战略目标。这可能意味着 2022 年下半年的 IPO 市场会更好。特别值得关注的是滴滴和字节跳动在香港/中国的潜在首次公开募股计划。

图 1:2022 年上半年香港 IPO 一览*

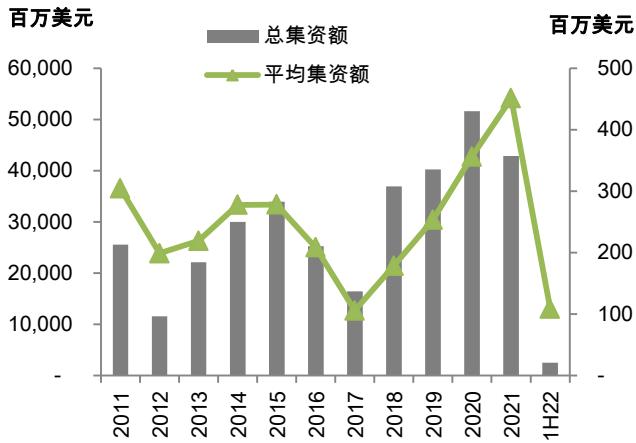
行业*	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
材料	544	544
医疗保健	489	98
非必需消费品	321	80
工业	297	297
金融	256	128
房地产	160	53
科技	151	151
电信	106	106

*按彭博行业分类

来源: 彭博, 农银国际证券

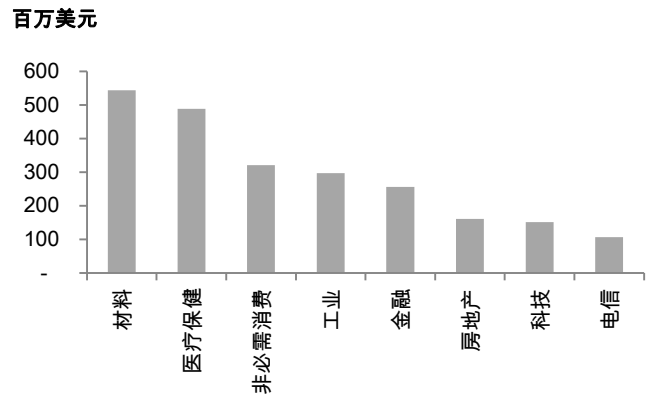


图 2: 香港 IPO 市場 (百万美元)



来源: 彭博、农银国际证券

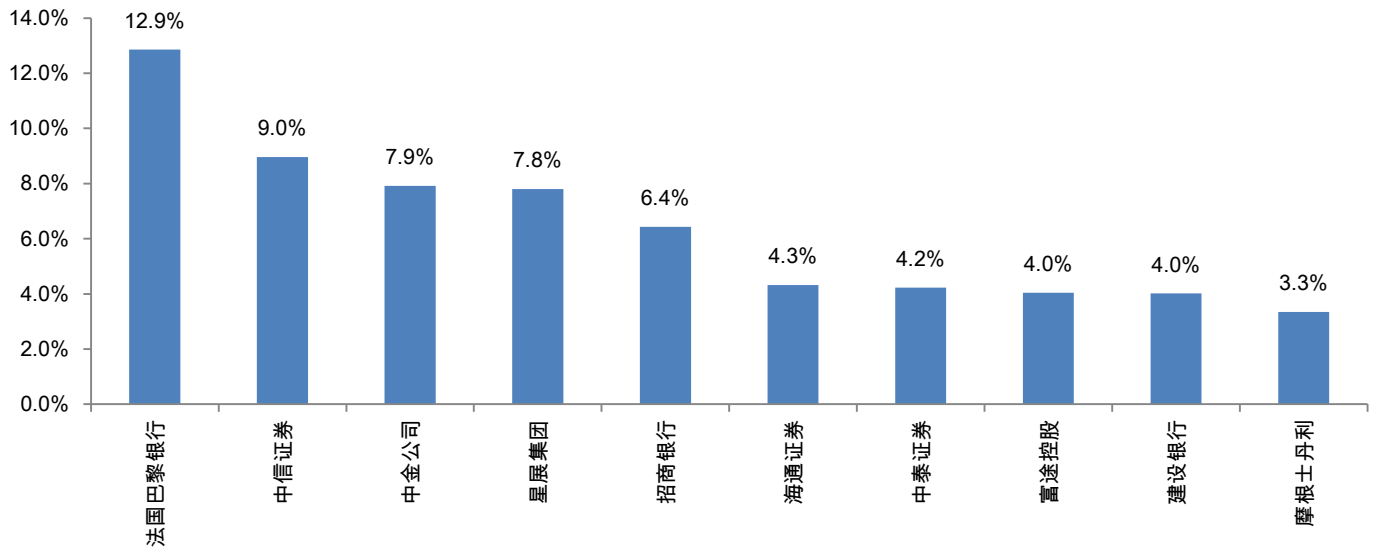
图 3: 香港 IPO 集资额行业*分布 (2022 年首 6 个月)



*按彭博行业分类

来源: 彭博、农银国际证券

图 4: 主要承销商市场份额 (2022 年首 6 个月*)



*截至 6 月 20 日

来源: 彭博、农银国际证券



行业展望

正面 中国银行业-基本面仍面临挑战 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)		
2022 年市盈率均值(x)	4.02	1 个月	(0.5)	(6.5)
2022 年市净率均值(x)	0.44	3 个月	(3.4)	(0.1)
2022 年股息率均值(%)	8.18	6 个月	3.0	19.6
A 股		A 股相对于 CSI300 指数)		
2022 年市盈率均值(x)	5.04	1 个月	(0.1)	(5.9)
2022 年市净率均值(x)	0.54	3 个月	0.5	(0.7)
2022 年股息率均值(%)	6.45	6 个月	2.3	16.9
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 降息周期重临增加行业平均净息差压力 ➢ 宏观经济不确定性和房地产行业资产质量风险将导致行业平均不良贷款率小幅上升 ➢ 大型银行降低拨备释放盈利或为市场带来惊喜 ➢ 重申 A/H 市场银行业正面评级,偏好大型银行的高防御性及稳定的股息收益率 				

净息差压力上升。除了鼓励金融机构加大信贷支持力度及降低融资成本以支持实体经济的主要政策方向外,降息周期自 2021 年 12 月重启,加剧了中资银行净息差上的压力。根据全国银行间同业拆借中心数据,截至 2022 年 5 月,1 年期和 5 年期 LPR 自 2021 年 12 月以来累计下跌 15 及 20 个基点至 3.70% 和 4.45%。另一方面,中国人民银行数据显示,2022 年 3 月平均贷款利率同比下降 45 个基点或环比下降 11 个基点至 4.65%。值得注意的是,由于贷款重定价需时,净息差压力将持续至降息周期中最后一次降息后的 1 年。我们的经济师预计 2022 年下半年仍将会出现 LPR 降息,并预期 2022 年末 1 年期和 5 年期 LPR 为 3.60% 和 4.25%。因此,我们预测银行业净息差最早将在 2023 年 4 季度企稳。事实上,行业平均净息差上的压力在 2022 年 1 季度已经开始体现,据银保监会数据,行业平均净息差 1 季度环比收窄 11 个基点或同比收窄 10 个基点至 1.97%。按银行类别看,大型银行防御性较强,2022 年一季度平均净息差同比仅收窄 5 个基点,同期股份制银行、城商行及农商行分别同比下降 14 至 17 个基点。我们认为银行的资产负债表增速及资产负债表构成的管理能力仍将是抵御净息差压力的核心因素。总体而言,我们预计 2022 年行业平均净息差将同比下降 12 个基点至 19 个基点。

不良贷款率小幅回升。延续 2022 年上半年的趋势,我们预期房地产行业的资产质量风险将在下半年继续曝露。加上应对新冠疫情的措施为宏观经济带来不确定性,我们预测行业平均不良贷款率将在 2022 年下半年小幅反弹。然而,随着宏观经济回暖及银行积极处理不良贷款,资产质量上的风险将被部分抵消。我们的经济师预计中国实际 GDP 将在 2022 年和 2023 年分别增长 4.5% 和 6.0%,同期新增贷款目标为 22 万亿元和 23 万亿元。尽管如此,我们相信银行资产质量的不确定性仍将是行业估值的主要障碍,投资者明显偏好风险抵补能力较强的银行。截至 2022 年 3 月末,行业平均不良贷款率环比下降 4 个基点至 1.69%,行业平均拨备率和行业平均拨备覆盖率分别下降 1 个基点至 3.39% 及上升 3.79 个百分点至 200.7%。依银行类别看,城商行是唯一平均不良贷款率上升的类别,环比上升 6 个基点至 1.96%;大型银行和股份制银行平均不良贷款率均环比下降 2 个基点至 1.35%,农商行平均不良贷款率则环比下降 26 个基点至 3.37%。

释放拨备或带来惊喜。国务院在 2022 年 4 月鼓励大型银行通过降低拨备来提高盈利能力，以为支持实体经济腾出更多资源。由于拨备是银行净利润的决定性因素，假设大型银行在 2022 年下半年限制其拨备规模，其净利润规模或为市场带来惊喜。尽管如此，由于 2021 年银行净利润受惠于 2020 年的低基数效应，我们仍然预计行业 2022 年整体净利润增速仍将较 2021 年低。根据银保监会统计，2022 年 1 季度行业净利润同比增长 7.36%，或环比增长 32.83%。

长线展望

政策风险仍然是中国银行业面对的最大不确定因素。但是，我们认为严格监管并自律的经营环境是行业基本面的长远正面因素，但短期股价将因政策不确定性增加而波动。

短线展望

我们预期新冠疫情在未来几个季度仍将带来的经济上的不确定性，这或暗示未来将有更多应对政策及措施，同时资产质量风险亦有上升风险。尽管考虑政策高度重视金融系统的稳定，我们预期银行资产质量不会急剧恶化，但预期投资者短期仍将对宏观因素及行业数据维持审慎。

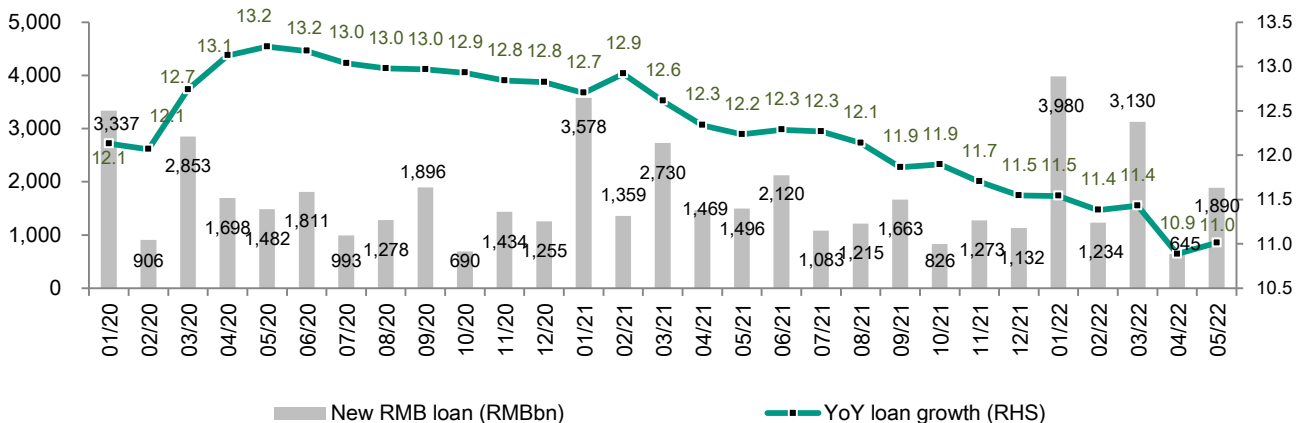
股票推荐

考虑当前估值，我们重申对 A/H 股市场中资银行板块的正面评级，我们认为当前的估值折让放大了银行板块的整体风险水平。另一方面，根据过往股价表现的规律看，银行股的股价一般在三季度随着密集的政策出台而触底，并在四季度以低估值吸引投资者而逐步回升。我们偏好大型银行，因其基本面较为稳定，而股息收益率亦较有保证。大型银行在过去持续体现对政策风险的防守性及对宏观环境变化的高适应性。

风险因素

1) 来自非银行及外资金金融机构的竞争加剧; 2) 特定区域的资产质量快速严重恶化; 3) 宏观不确定性令政策风险加大; 4) 受新冠肺炎疫情和中美争端的长期影响。

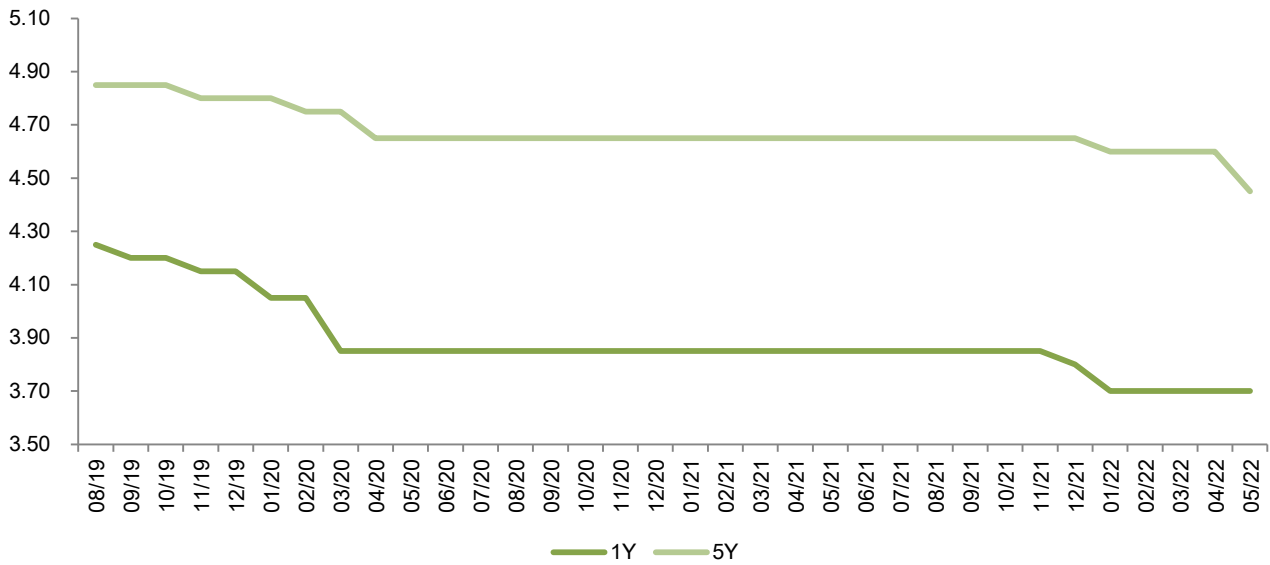
图 1: 每月新增人民币贷款(亿元)与同比增长(%)



注: New RMB loan=每月新增人民币贷款; YoY loan growth= 人民币贷款同比增长
来源: 中国人民银行、农银国际证券

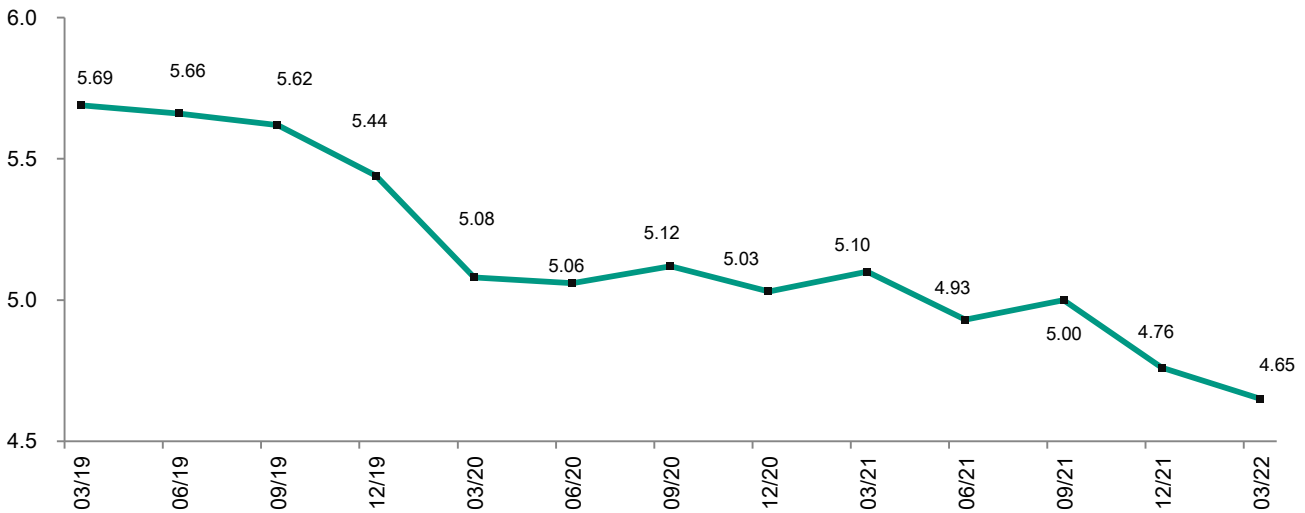


图 2: 中国贷款市场报价利率 (%)



来源: 全国银行间同业拆借中心、农银国际证券

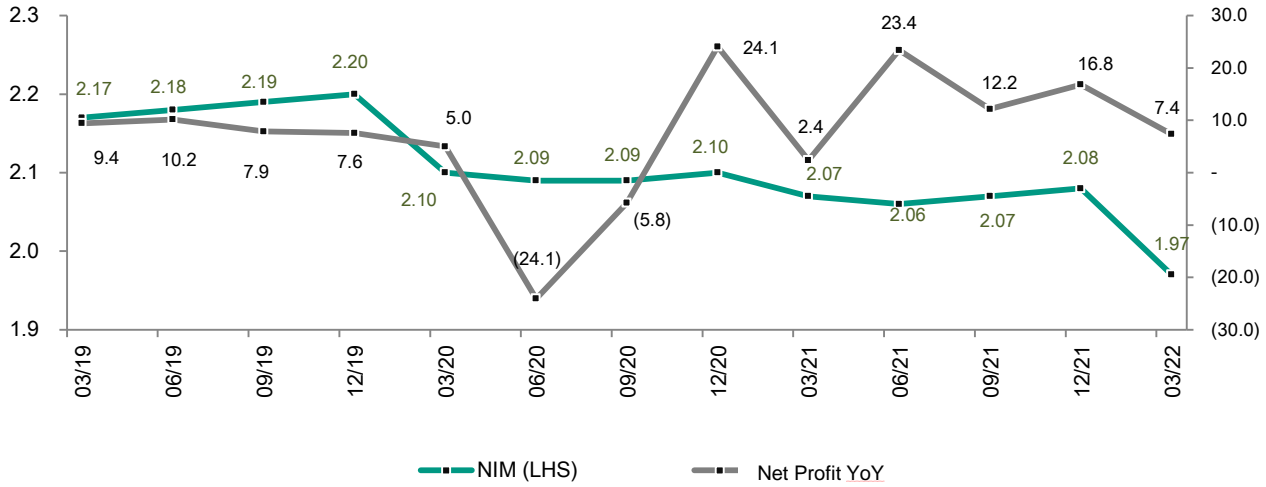
图 3: 平均贷款收益率 (%)



来源: 中国人民银行、农银国际证券

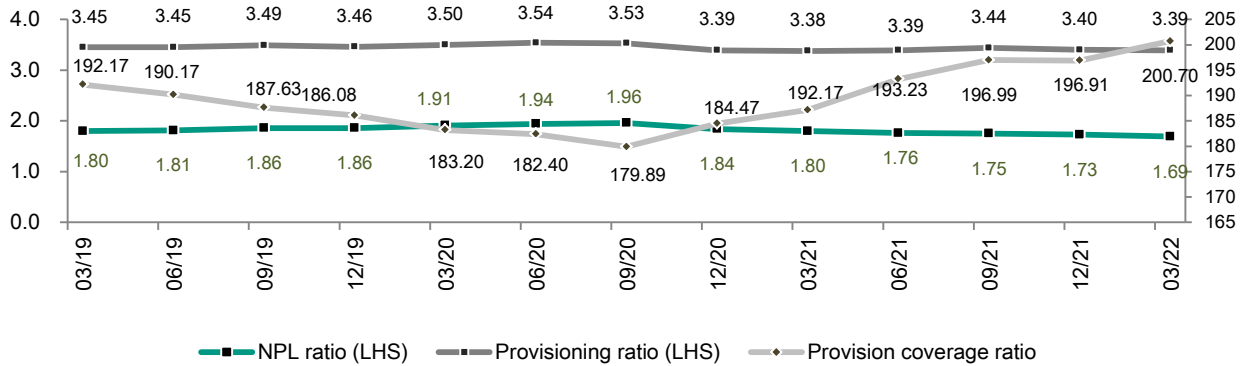


图 4: 行业平均净息差与行业净利润同比增长率(%)



注: NIM=行业平均净息差; Net profit=行业净利润
 来源: 中银保监、农银国际证券

图 5: 主要行业平均资产质量指标(%)



NPL:= 行业平均不良贷款率; Provisioning ratio=行业平均拨备率; Provision coverage ratio=行业平均拨备覆盖率
 来源: 中银保监、农银国际证券

正面 中国房地产业 - 望见曙光 董耀基

主要数据	行业表现(相对于恒生指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
22E 市盈率均值(x)	3.61	1 个月	3.91 (4.41)
22E 市净率均值(x)	0.42	3 个月	1.57 (0.67)
22E 股息率均值(%)	15.6	6 个月	(11.27) (7.81)
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

- 预计随着政策进一步放松，开发商的合同销售额将在 22 年四季度回升；财务较为稳健的大型开发商的境内再融资活动已恢复
- 物管行业增长势头未见改变。企业管治仍然是市场关心问题
- 鉴于稳健的资产负债表和优于同业的销售业绩，中国海外（688 HK）是我们在中国开发商中的首选。我们看好物业管理行业的华润万象（1209 HK），因其在购物中心管理方面的领先地位和积极的并购态度



行业前景

■ 内地开发商:

由于政策进一步宽松，预计 22 年 4 季度开发商销售将恢复同比正增长。受近期新冠肺炎疫情影响，4 月份中国商品房销售同比下降 46%，打破了过去 10 年最大的同比下降记录。因此，5 月中旬以来，多轮支持政策相继出台。5 月 15 日，央行宣布将首套房贷款利率下限从 4.6%（相等于 5 年期 LPR）下调至 4.4%（5 年期 LPR-20bps）；5 月 20 日，5 年期 LPR 再下调 15 个基点，首套房贷款利率下限修正为 4.25%。22 年第一季度，包括第一套房和第二套房在内的加权平均房贷利率仍处于 5.49% 的高位，仅环比下降了 14 个基点。参考之前的降息周期，平均房贷利率在 2009 年和 2016 年触底，当时利率分别为 4.34% 和 4.52%。我们预计房贷利率将在未来 6 个月内逐步下降 1.0 个百分点以触底。在房贷利率下降和住房贷款活跃的背景下，首套房买家的购房活动应该会有所回升。我们预期第二轮放宽将通过取消部分低线城市的限购政策和降低二套房的首付比例来提升改善性住房需求。在之前的房地产下行周期（2013-14 年期间），当时房地产市场供过于求，这些政策工具有效地使房地产市场在 13 个月时间左右恢复到正同比增长。事实上，5 月单月新建商品住宅销售额和销售面积的同比降幅放缓至同比-38%（4 月为 -47%）和-32%（4 月为 -39%），或环比增长 30% 和 26%，在各项政策支持下，5 月份呈现出可喜迹象。

再融资窗口向大型优质开发商敞开。尽管同行中的债务违约案例越来越多，但几家优质的私营企业开发商最近恢复了在岸债券募集活动。5 月，龙湖（960）发行 5 亿元公司债券，票面利率 4.0%，期限 6 年；碧桂园（2007）发行 5 亿元公司债券，票面利率 4.5%，期限 3 年；美的置业（3990）发行 10 亿元公司债券，票面利率 4.5%，期限为 4 年。债券发行的成功可归功于金融机构发行的信用违约掉期（CDS），这是各监管机构所倡导的。在违约的情况下，债券持有人通过支付一定数额的费用作为保险，以换取出现债务违约下的补偿。我们认为再融资能力不仅会影响债券投资者的信心，也会影响购房者的信心。特别是已经违约债券的开发商，如融创、禹州和奥园，在 2022 年 5 月的合同销售额下降幅度明显大于同业（融创：同比跌-82%；禹州：同比跌-72%；奥园：同比跌-79%；行业平均：同比跌-57%），反映了购房者对在建设项目能否按时交付的担忧。我们认为，从长远来看，国有企业开发商将从较小的私人开发商那里获得市场份额，因为这些小公司的品牌形象已经受损。



■ 物业管理公司:

基本面保持完好, 可见度高; 公共项目增长势头得以延续。2021年, 尽管母公司面临新房销售下滑的挑战, 但按核心利润计算的前10名上市物管公司的在管面积/合约面积/总收入/核心利润实现了48%/39%/52%/54%的平均同比增长。特别是, 这些头部物管公司的合约面积比在管面积高出49%, 为未来的增长提供了高可见度。尽管住宅销售低迷, 领先的物管公司仍在加大在公共项目和城市服务方面的努力, 以弥补新房完工速度放缓的影响。例如, 保利物业服务(6049HK)2021年公共项目的物业管理收入同比飙升82%至14.62亿元人民币, 而碧桂园服务(6098HK)的城市服务的收入在2021年同比增长412%至45.29亿元人民币。

企业管治已成为投资者最为关心问题。在母公司开发商现金流紧张的情况下, 出售持有子公司股份和大额关联交易是从物管子公司产生现金回款的两种主要方式。企业管治已成为该行业的主要关注点。尤其是这些上市物管公司大多数都拥有巨额的净现金余额, 其中很大一部分在IPO后可能保留为离岸资金, 很容易用于偿还母公司的美元债券。例如, 融创(1918 HK)于2021年11月配售融创服务(1516 HK)的5.1%旧股以筹集23.3亿港元, 同时将文化旅游业务出售给融创服务以产生18亿元人民币现金。宝龙商业(9909)亦于2022年5月11日宣布以868亿元人民币(或24,800元人民币/平方米, 折让市价6.6%)向母公司收购上海写字楼。企业管治不善令市场担忧, 宝龙招商股价当天受挫下跌24%。该交易随后于2022年6月6日被取消, 以恢复投资者的信心。

股票推荐

■ 内地开发商:

优质国有企业将在风暴中活下来。我们认为, 鉴于国有企业有能力进行再融资以确保项目完成, 我们相信购房者 and 投资者会更青睐国有企业。事实上, 国有开发商在4月和5月的销售表现确实优于民营开发商。中国海外的合同销售额从4月的同比36%跌幅收窄至5月的23%跌幅; 越秀地产(123 HK)连续两个月录得同比正增长(4月: 同比升+61%; 5月: 同比升+2%), 而上市同业销售平均4月同比跌59%, 5月同比跌57%。中国海外(688 HK)仍然是我们的首选大盘股, 因为截至2021年12月, 其净负债率为31%, 平均融资成本为3.55%(同比跌-25个基点), 资产负债表优异。凭借其强劲的资产负债表, 中国海外发展拥有更多资源来提升土地储备和并购活动。越秀地产(123 HK)也是中小盘股的首选, 因战略股东广州地铁的支持, 其高利润率的TOD开发模式将得以维持。

■ 物业管理公司:

国有物管公司为行业首选, 因在公共物业领域较具优势。我们在物管板块中较为偏爱国有物管公司, 因国企背景更容易获取公共项目。华润万象(1209 HK)凭借其在商场管理领域的领先地位和积极的并购活动, 仍然是我们大盘股的首选。华润万象2022年一季度通过并购获得了超过7,248万平方米的在管面积, 实现了全年第三方建筑面积增加目标(1亿平方米)的72%。尽管新冠疫情的复苏阻碍了第二季度的表现, 但我们认为, 随着封锁措施的放松, 被压抑的需求将在第三季度得到释放。鉴于其在TOD管理方面的专业经验, 越秀服务(6626)是我们的中小盘股的首选。

风险因素

■ 内地开发商:

1) 疫情发展不确定; 2) 降价侵蚀利润率; 3) 因楼价下跌而对未售出存货计提减值准备; 4) 债券再融资持续困难

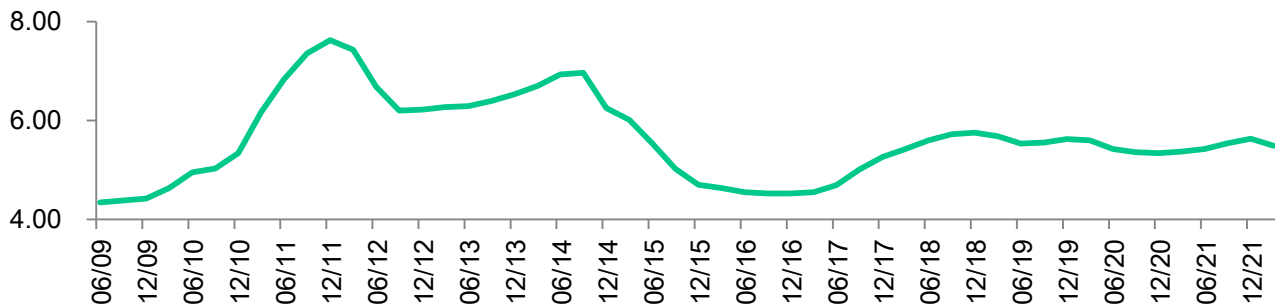
■ 物业管理公司:

1) 重大关联交易的企业管治问题; 2) 新项目严重依赖母公司; 3) 并购带来的潜在利润下降风险; 4) 物管股票数量的增加可能会抑制行业估值; 4) 配售风险, 以满足母公司的债务偿还。

图 1: 5M22 主要开发商合同销售额

		May-22						5M22					
		金額		面积		均价		金額		面积		均价	
		人民币十亿	同比变化%	000 平米	%	人民币/平米	变化%	人民币十亿	变化%	000 平米	%	人民币/平米	变化%
1 越秀	123 HK	8.3	2	356	18	23,198	(14)	34.6	(15)	1,234	(17)	28,044	2
2 远洋	3377 HK	7.4	(28)	417	(27)	17,770	(1)	29.3	(28)	1,795	(20)	16,326	(10)
3 保利	600048 CH	38.0	(36)	2,436	(37)	15,604	2	159.2	(32)	10,156	(29)	15,677	(4)
4 华润置地	1109 HK	20.3	(19)	955	(32)	21,288	20	81.3	(35)	4,156	(42)	19,572	12
5 中国海外	688 HK	26.4	(23)	1,022	(42)	25,825	33	95.0	(39)	4,425	(42)	21,475	6
6 绿城	3900 HK	15.1	(52)	770	(44)	19,610	(14)	78.8	(39)	3,920	(28)	20,102	(15)
7 碧桂园	2007 HK	28.7	(50)	3,570	(45)	8,042	(9)	150.6	(40)	19,280	(32)	7,810	(12)
8 时代	1233 HK	4.5	(50)	264	(44)	17,159	(11)	22.3	(40)	1,331	(31)	16,737	(14)
9 万科	2202 HK	30.8	(47)	1,875	(51)	16,405	9	168.1	(41)	9,811	(45)	17,134	7
10 新城	1030 HK	11.1	(54)	1,143	(48)	9,698	(12)	51.2	(46)	5,251	(42)	9,745	(7)
11 雅居樂	3383 HK	6.1	(39)	486	(33)	12,613	(9)	31.2	(49)	2,409	(39)	12,943	(17)
12 合景泰富	1813 HK	4.1	(64)	198	(69)	20,813	17	21.5	(53)	1,146	(52)	18,802	(2)
13 金茂	817 HK	9.0	(61)	394	(67)	22,844	17	50.9	(54)	2,600	(61)	19,575	17
14 旭輝	884 HK	10.8	(60)	650	(59)	16,613	(2)	49.6	(55)	3,344	(49)	14,845	(12)
15 宝龙	1238 HK	3.8	(59)	262	(54)	14,527	(11)	19.0	(55)	1,242	(54)	15,311	(2)
16 融创	1918 HK	12.9	(82)	1,017	(80)	12,635	(9)	98.8	(59)	7,401	(56)	13,347	(8)
17 禹洲	1628 HK	2.9	(72)	164	(72)	17,738	0	16.9	(59)	944	(59)	17,916	(1)
18 龙光	3380 HK	3.5	(69)	254	(70)	13,937	3	26.6	(58)	1,699	(48)	15,656	(19)
19 龙湖地产	960 HK	9.1	(69)	559	(68)	16,208	(4)	40.5	(64)	2,394	(63)	16,913	(1)
20 中国奥园	3883 HK	2.4	(79)	252	(74)	9,484	(20)	11.9	(77)	1,206	(74)	9,876	(14)

来源: 公司数据,农银国际证券

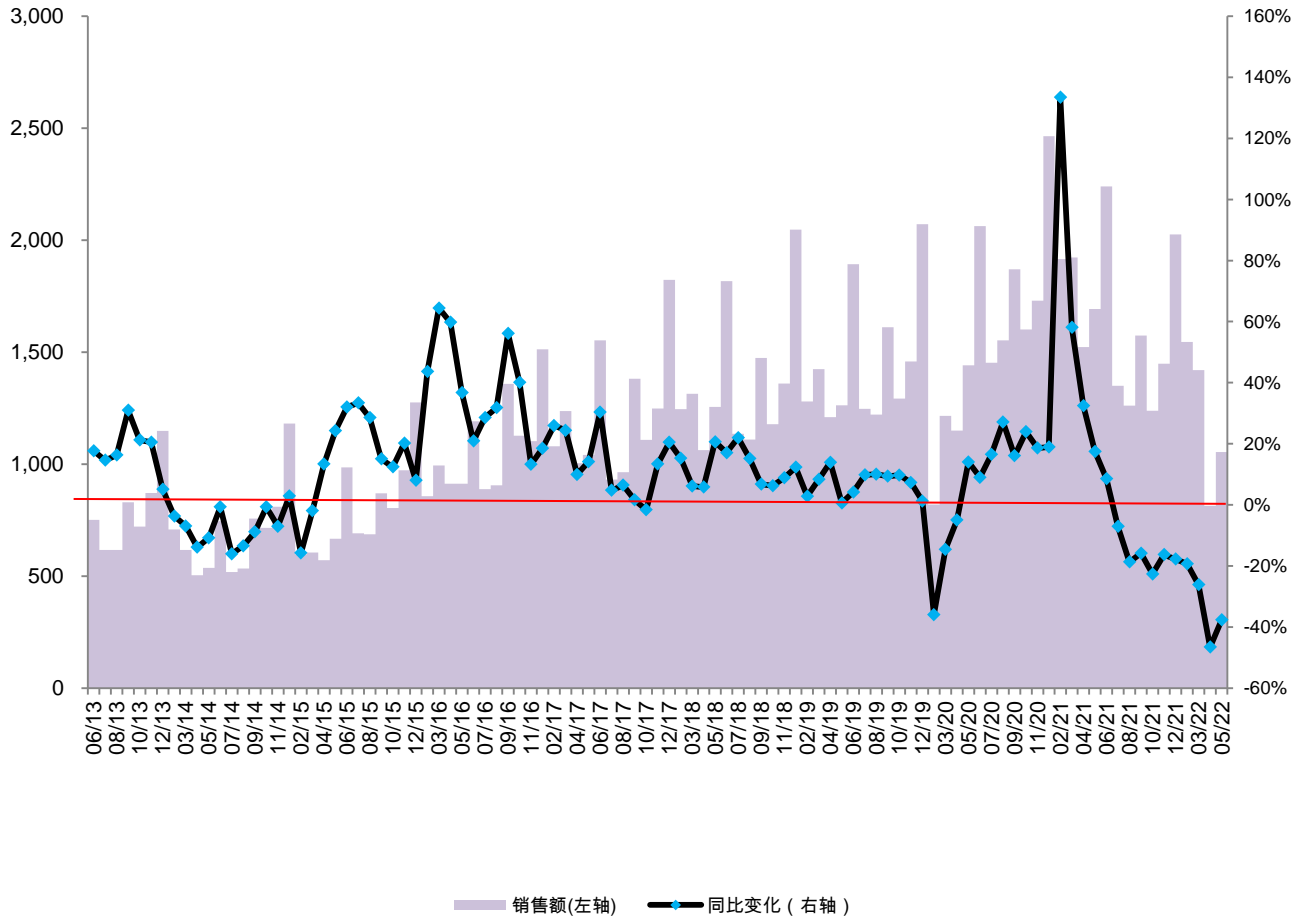
图 2: 中国加权平均房贷利率 (%)


来源: 中国人民银行, 农银国际证券

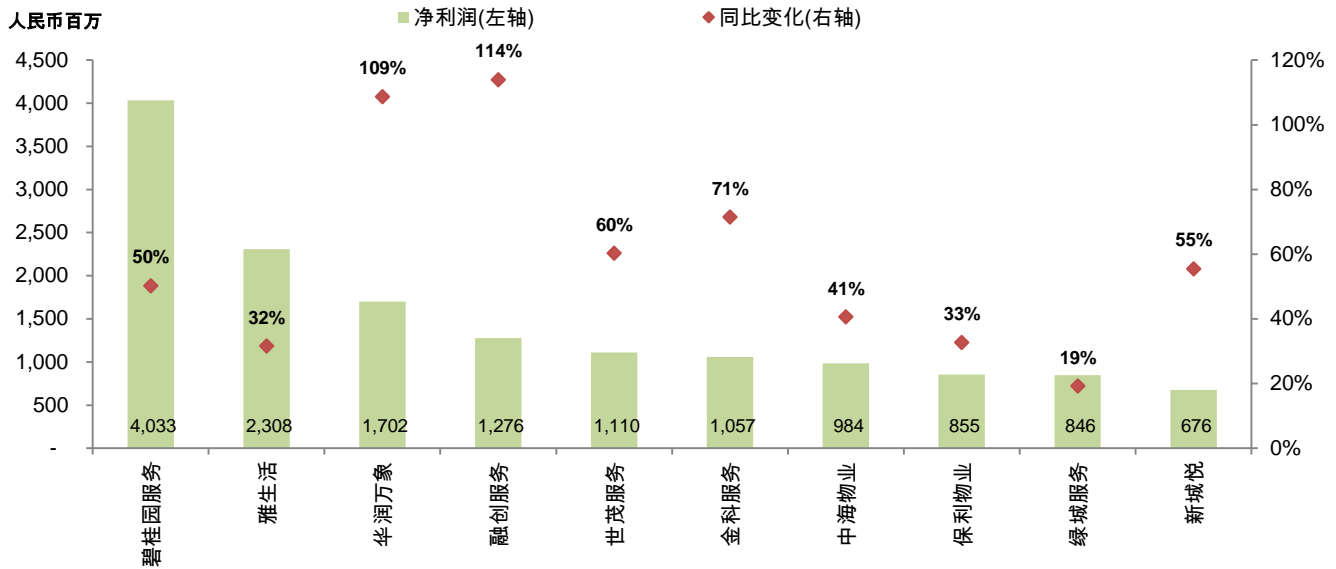


图 3: 中国商品房销售

人民币十亿

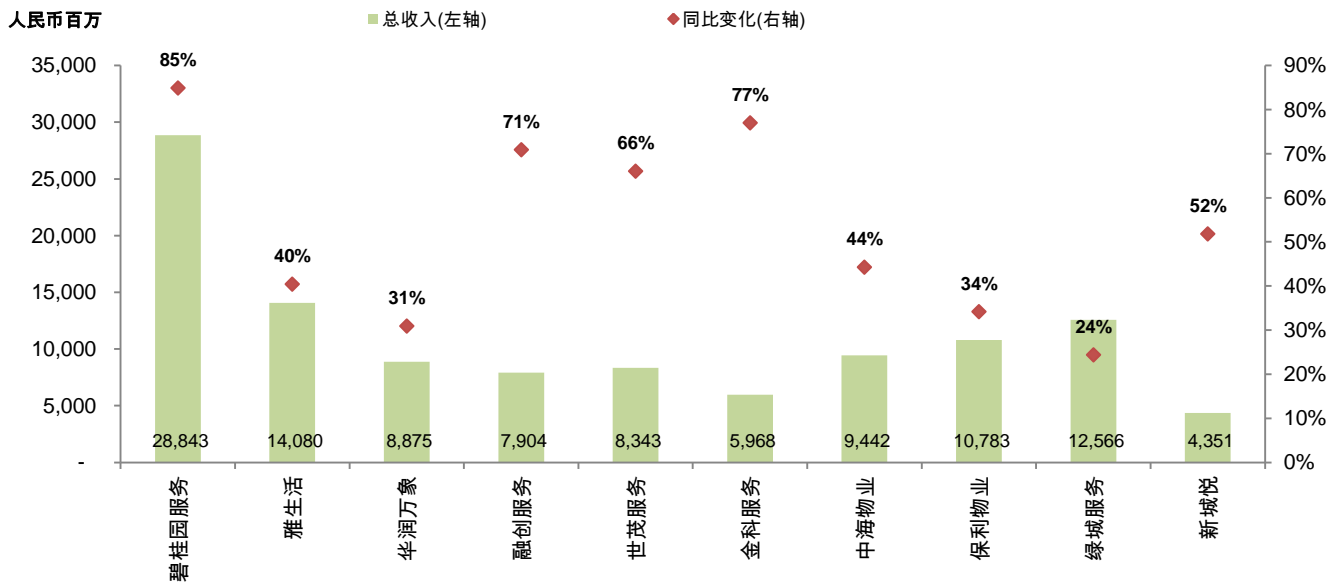


来源: 国家统计局, 农银国际证券

图 4: 主要上市物管公司净利润 (2021 年)


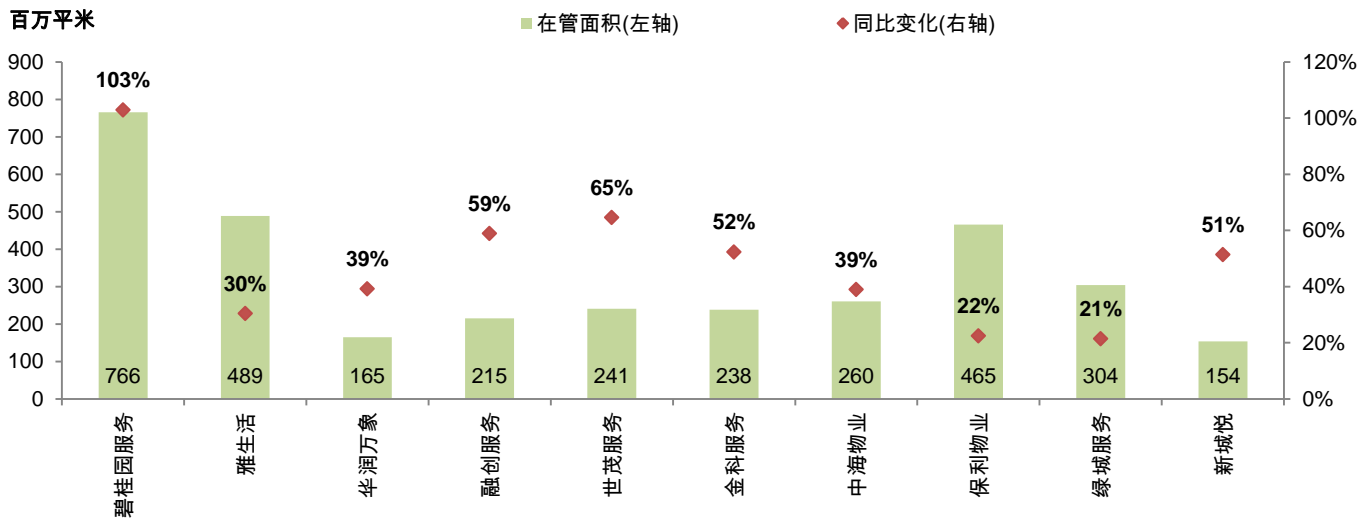
注：中海物业数据为港币

来源：公司数据,农银国际证券来源：公司数据,农银国际证券

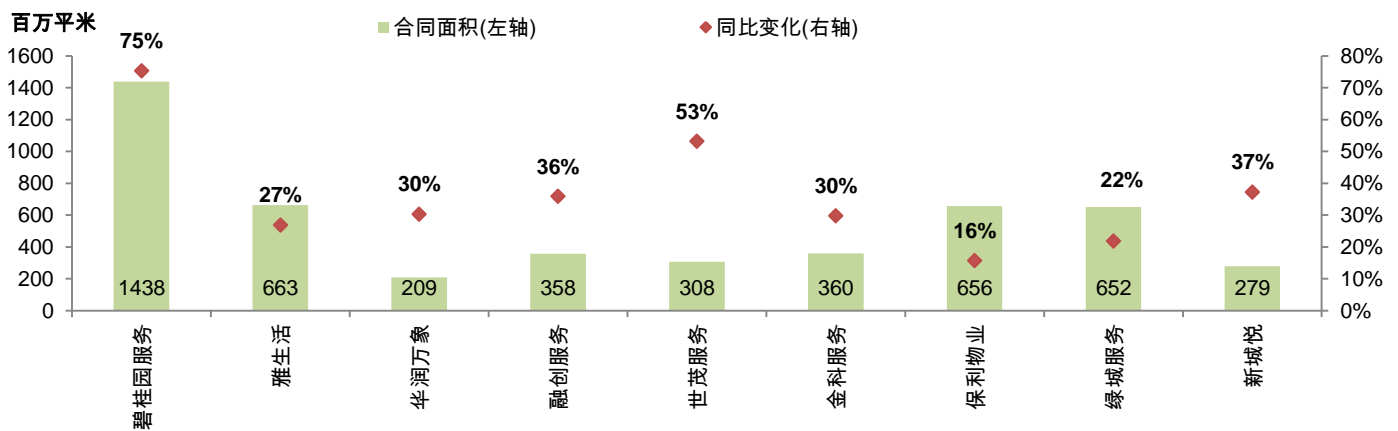
图 5: 主要上市物管公司总收入 (2021 年)


注：中海物业数据为港币

来源：公司数据,农银国际证券来源：公司数据,农银国际证券

图 6: 主要上市物管公司在管面积 (2021 年)


来源: 公司数据, 农银国际证券

图 7: 主要上市物管公司合约面积 (2021 年)


来源: 公司数据, 农银国际证券

行业首选 (截至 2022 年 6 月 27 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY22E 市盈率(x)	FY23E 市盈率(x)	FY22E 市账率(x)	FY23E 市账率(x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
中国海外	688	买入	32.90	37.7	5.9	5.0	0.62	0.58	5.4	6.4
越秀地产	123	买入	10.24	6.4	5.6	5.0	0.52	0.49	7.2	8.1
华润万象	1209	买入	52.60	34.9	30.8	21.1	4.87	4.19	1.0	1.4
越秀服务	6626	买入	5.45	44.7	7.7	5.1	1.45	1.21	3.9	5.9

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业 - 走出谷底 周秀成

主要数据		行业表现(相对于MXCN)	绝对值(%)	相对值(%)
22E 市盈率均值(x)	25.4	1个月	25.8	13.8
22E 市净率均值(x)	2.4	3个月	5.16	5.7
22E 股息率均值(%)	0.4	6个月	(8.6)	3.9
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

<ul style="list-style-type: none"> ➤ 监管环境似乎有渐趋稳定迹象 ➤ 电子商务率先复苏，消费者对网上购物的需求维持强劲 ➤ 我们看好京东(9618 HK)供应链方面的独特优势和低线城市的发展潜力 	<p>1年股价表现(%)</p>  <p>— MXCN — 行业平均</p> <p>来源:彭博、农银国际证券</p>
--	---

监管环境有改善迹象。在经历了过去一段时期的加强监管后，监管环境似乎有渐趋稳定迹象。政府最近重申了支持平台经济健康发展的长期战略目标，特别是计划加快农村电子商务和快递基础设施的发展和整合，这将有利于电子商务领域的长远发展。

电子商务率先复苏。2022年5月，中国实物商品在线销售同比增长5.6%，高于2022年4月的5.2%，反映2022年5月放松疫情控制措施和物流瓶颈改善等因素推动行业逐步复苏。此外，在线渗透率从2022年首4月23.8%上升到2022年首5月的24.9%，反映消费正在从线下向线上。特别是，我们看到消费者对食品和必需品有强劲补货需求，这有利专注于食品和日用消费品的电子商务平台，例如社区团购平台。

在线游戏：恢复新游戏审批。新游戏的审批自2022年4月起恢复，结束了从2021年7月开始的长期暂停。虽然最近新游戏的审批主要集中在小型游戏开发商，但未来的审批很可能会扩展到更大的游戏平台。话虽如此，现在对游戏内容和货币化方法的严格要求是否会影响用户体验还有待观察。

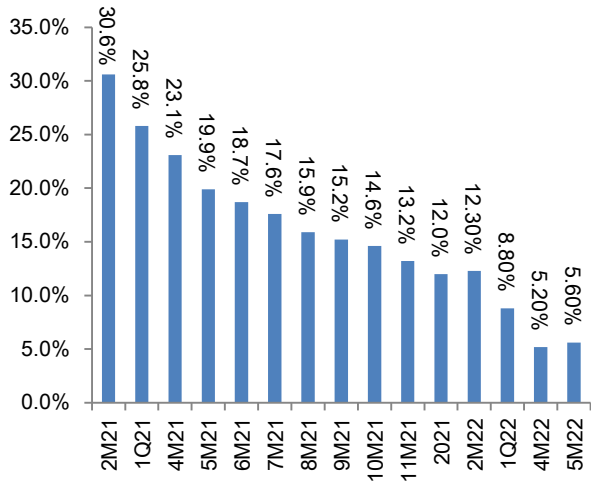
在线广告：复苏缓慢。鉴于目前经济增长疲软，我们认为在线广告的复苏会比电子商务慢。特别是，教育和汽车方面的在线广告支出可能会因行业特定的不利因素而减少。这将影响主要依赖在线广告收入的平台，例如视频平台。另一方面，与电子商务相关的在线广告可能会随着电子商务的发展而更快复苏。

股票推荐

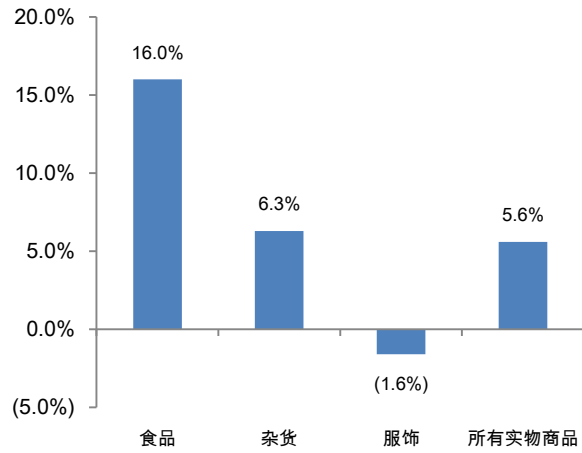
京东(9618 HK)已成功将消费电子产品和供应链方面的独特优势推广到低线城市，令其最近几个季度其用户持续增长。此外，其直销业务模式还可以降低与平台业务相关的潜在监管风险。在新业务方面，与美团、拼多多等一直在大力投资社区团购业务相比，京东采取了更为审慎的发展方式。这令京东可以减少高成本带来的潜在财务影响。此外，公司最近宣布的特别股息标志着管理层愿意利用其资产负债表来增加股东回报。

风险因素

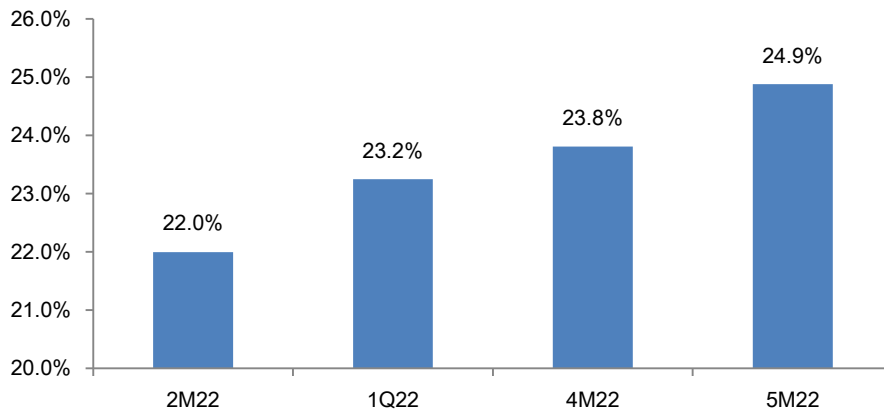
1) 反垄断调查等监管风险; 2) 电子商务和互联网金融业务放缓; 3) 非美国通用会计准则财务。

图 1: 中国实物商品网上销售同比增长 (%)


来源: 国家统计局

图 2: 中国实物商品网上销售同比增长 (2022 年首 5 个月) (%)


来源: 国家统计局

图 3: 在线购物渗透率


来源: 国家统计局

行业首选 (截至 2022 年 6 月 28 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY21E 市盈率 (x)	FY22E 市盈率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY22E 市净率 (x)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
京东	9618 HK	买入	290	11.5%	42.4	28.3	3.5	3.1	1.9	NA

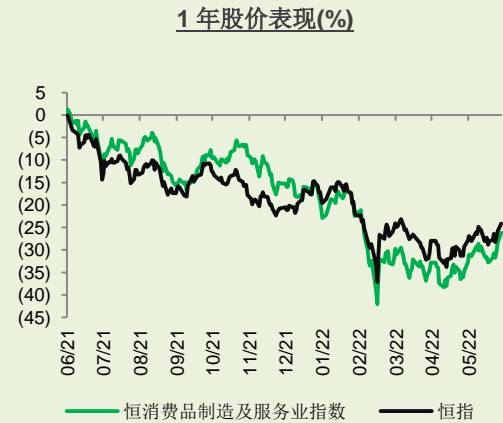
来源: 彭博、农银国际证券预测



正面 中国消费行业 – 疫情后的恢复将会是行业焦点 潘泓兴

主要数据		行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
22E 市盈率均值(x)	19.3	1 个月	15.5	5.0
22E 市净率均值(x)	2.6	3 个月	9.9	6.1
22E 股息率均值(%)	2.0	6 个月	(12.9)	(8.7)
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

- 疫情后复苏将会是短期内消费市场关注的焦点
- 通胀压力在今年下半年或将会回升
- 消费行业的防守性较强,是我们对于行业的评级正面的主要原因;我的行业首选仍是行业龙头,其中包括**蒙牛 (2319 HK)**和**伊利 (600887 CH)**



来源:彭博、农银国际证券

新一轮新冠疫情拖累消费市场表现。新一轮的新冠疫情导致 3-5 月内的零售销售增速以及 1 季度的居民收入和支出增速放缓。零售销售同比跌幅在今年 3 月达到 3.5%，并扩张到 5 月的 6.7%。在今年 1 季度，居民人均收入同比增速从上一季度的 5.4% 上升到 6.3%，而人均支出同比增速则从上一季度的 8.6% 放缓到 6.9%。我们预期，伴随着疫情相关的防疫措施有所放开，且疫情持续受控，宏观经济环境开始改善，消费市场将会开始进入复苏的进程。

消费板获得政策层面支持。中央及地方政府均推出了应对疫情过后复苏的相关政策，其中包括国务院公布的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，上海市政府公布的《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，以及深圳市政府公布的《深圳市关于促进消费持续恢复的若干措施》。以上的政策均重点提出支持汽车及家电消费，同时，深圳和上海的政策也针推其他方面的消费（如电子产品和旅游）提出了措施。我们预期，这些政策措施将会有助于消费市场在疫情后的复苏，并提高市场对于消费板块的信心。

通胀压力在下半年将逐步显现。受到全球大宗商品价格上涨推动，国内 CPI 在今年逐步上升。5 月 CPI 达到 2.1%。我们预期，通胀水平在今年下半年将会继续提升。全球大宗商品价格上涨已经导致饲料价格有不同程度的提升，而周均猪肉批发价格已经从今年 4 月第二周到 6 月第三周之间上升了 17%。此外，猪肉价格在今年下半年将会受到上年同期低基数效应的影响，同比价格增速也将会因此提升。我们认为，通胀水平上升将会推动运营成本的上升价格，但是企业将会获得一定的提价空间。

长线展望

我们认为，中国消费市场将长期受到国内庞大且多元的消费需求所支持。消费者偏好及品味的改变、产品/服务信息透明度增加、企业推广渠道多元化将会使市场竞争加剧。而近年新生儿数量下降和潜在的人口规模收缩或将意味着市场总体需求下降，对消费市场带来负面影响。

短线展望

我们预期行业将会在短期内受到新冠疫情过后的复苏状况影响。我们相信最近公布的关于支持消费行业的政策将会有助于复苏的进程。同时，我们预期通胀压力上涨是另一个影响行业的主要因素。原材料价格上涨会提高运营成本，但同时也为消费板块企业带来提价机会。

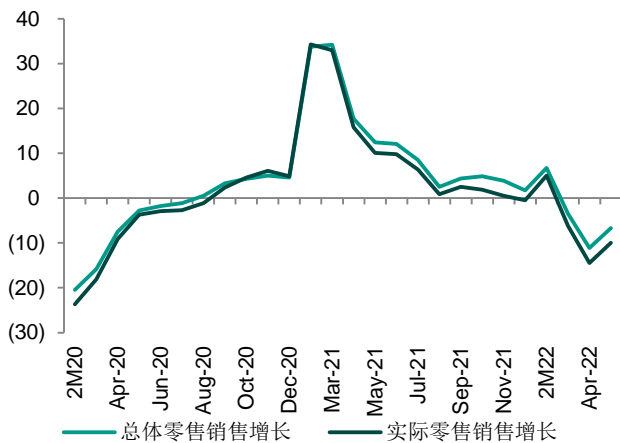
股票推荐

我们目前对于行业的评级为正面，主要由于行业的防守性在目前的市场状况下仍具有吸引力。我们相信行业的龙头将会受到厚实的基本面、国内需求逐步改善、提价能力回升的支持。随着市场的波动性增加，投资者或将会把更多的资金转入消费板块。我们目前的行业首选包括**蒙牛（2319 HK）**以及**伊利（600887 CH）**。

风险因素

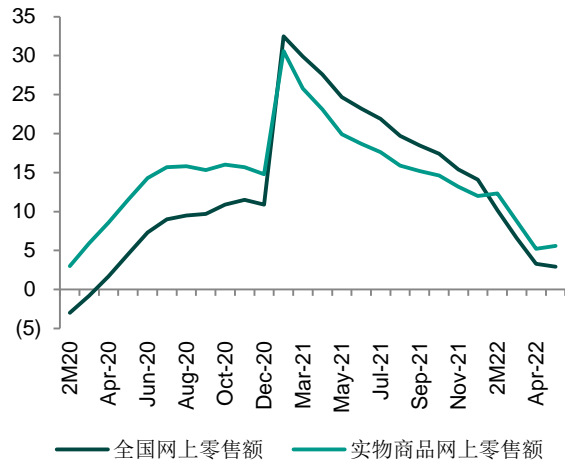
1) 宏观经济风险；2) 持续的新冠疫情风险；3) 原材料价格上升风险；4) 政策法规风险；5) 产品质量安全风险；6) 消费者偏好转变。

图 1: 零售销售变动 (同比 %)



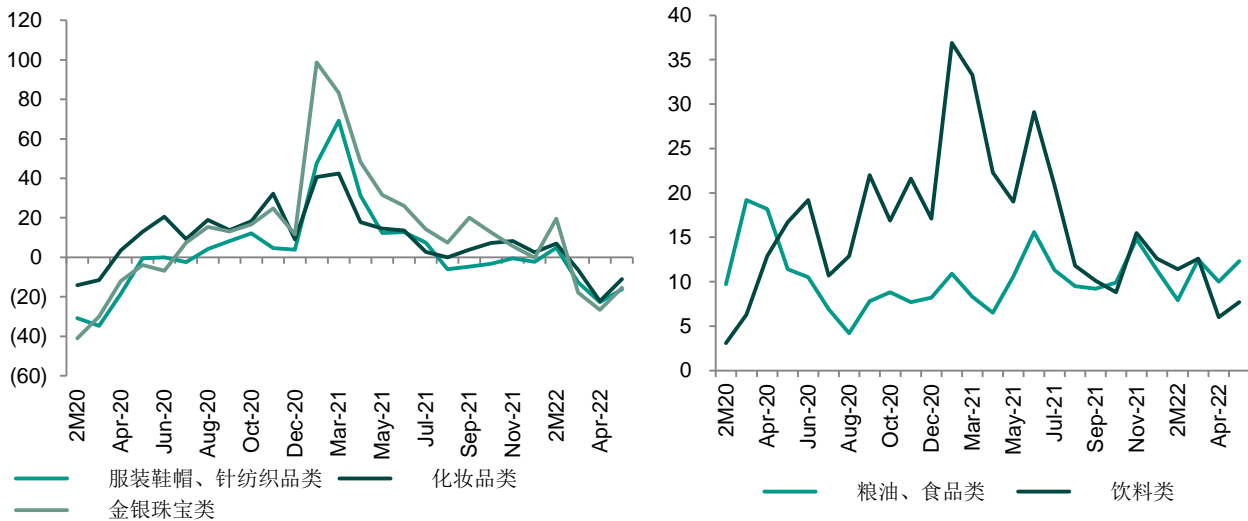
来源：国家统计局、农银国际证券

图 2: 网上零售销售变动 (同比 %)



来源：国家统计局、农银国际证券

图 3: 部分产品类别零售销售变动 (同比 %)

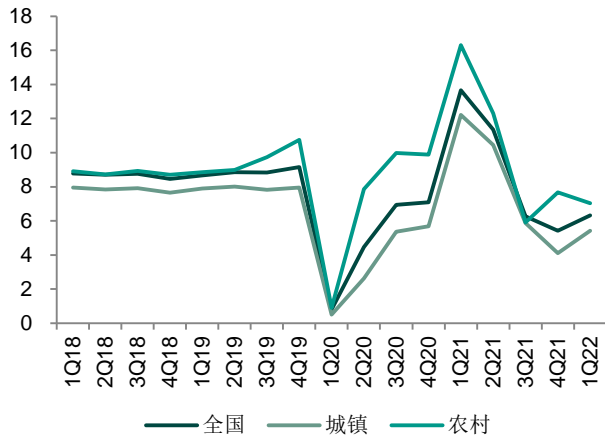


来源：国家统计局、农银国际证券

来源：国家统计局、农银国际证券

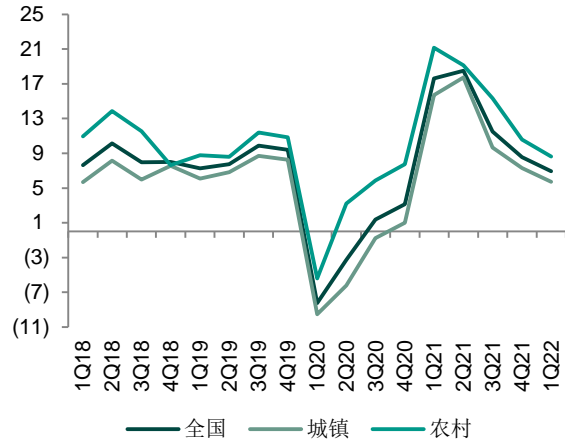


图 4: 平均居民收入变动 (同比 %)



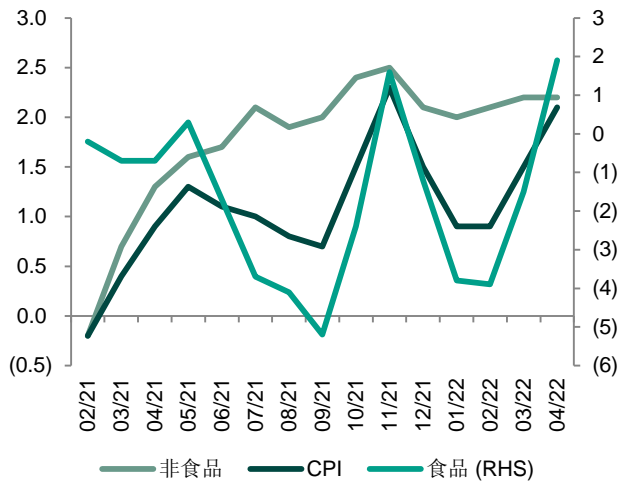
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 5: 平均居民支出变动 (同比 %)



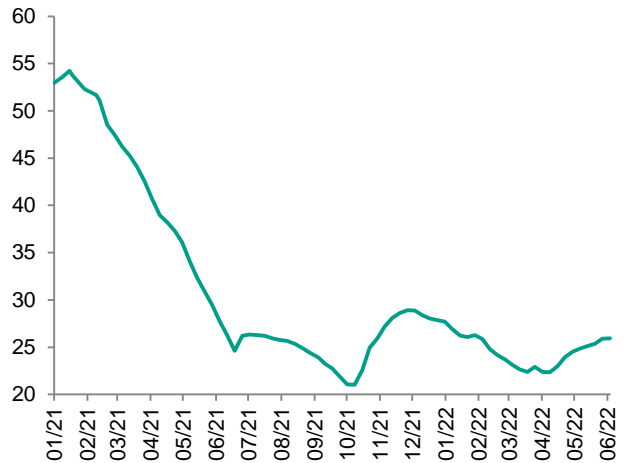
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 6: CPI (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

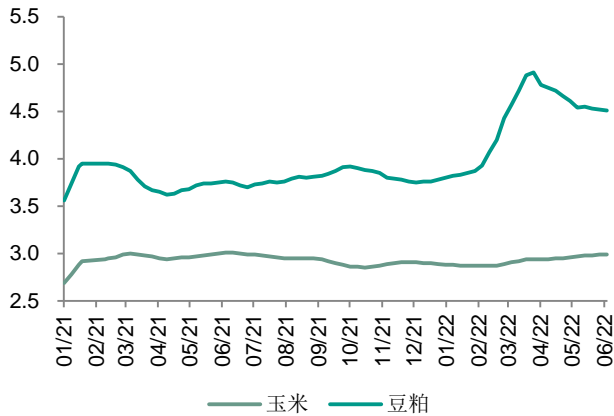
图 7: 周均猪肉批发价格 (人民币/公斤)



来源: 农村农业部、农银国际证券

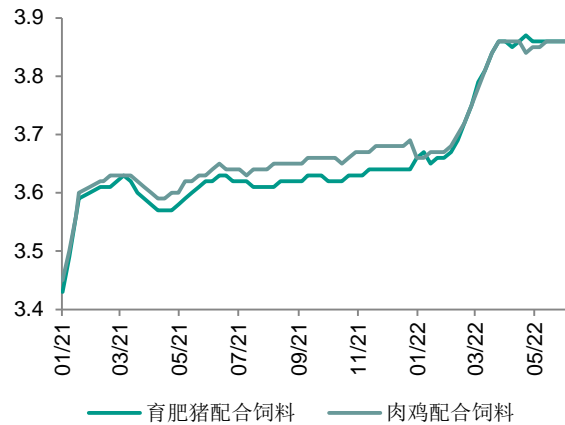


图 8: 玉米及豆粕价格 (人民币/公斤)



来源: 农村农业部、农银国际证券

图 9: 育肥猪及肉鸡配合饲料价格 (人民币/公斤)



来源: 农村农业部、农银国际证券

行业首选 (截至 2022 年 6 月 27 日)

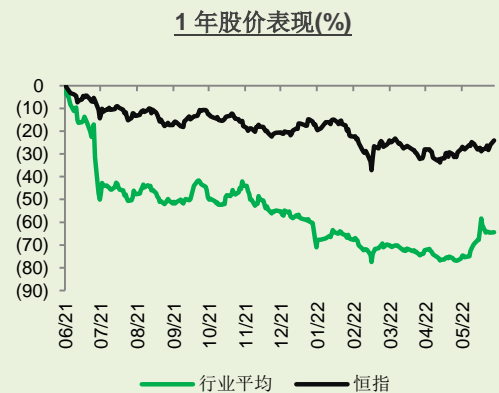
公司名 称	代码	评级	目标价	上升空间 (%)	FY22E 市盈率(x)	FY23E 市盈率(x)	FY22E 市净率(x)	FY23E 市净率(x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
蒙牛	2319 HK	买入	HK\$ 48.1	23.5	26.41	20.81	3.25	2.92	1.16	1.46
伊利	600887 CH	买入	RMB 44.6	15.2	20.92	16.56	4.13	3.84	3.36	4.26

来源: 彭博、农银国际证券预测

中性 中国教育行业 - 高等教育行业仍具有优势 潘泓兴

主要数据		行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
22E 市盈率均值(x)	3.6	1 个月	53.8	43.3
22E 市净率均值(x)	0.6	3 个月	22.3	18.5
22E 股息率均值(%)	0.8	6 个月	(21.2)	(16.9)
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

- 在目前的政策环境下，高等教育板块优势明显
- 课外辅导行业企业正尝试进入新的业务领域，部分企业取得成功
- 我们对行业的评级为中性，行业所受到的监管力度仍较大是主要原因；我们行业的首选为高等教育板块的龙头**中教控股(839 HK)**



政策环境对高等教育企业有利。政策环境自 2021 年末以来保持相对稳定。课外辅导板块，特别是 K-9 学科课外辅导，所受到的监管力度仍较大。新东方 (EDU US/9901 HK) 和好未来 (TAL US) 均在 2021 年末终止其 K-9 课外学科辅导业务。在正规教育方面，政策环境对高等教育仍较有利。在 2021 年 5 月公布的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》，2021 年 10 月公布的《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》、2022 年 4 月最新通过的新修订的职业教育法均对高等教育板块的发展打下扎实的政策基础。在最近，多家高等教育企业在 2022/23 学年均录得较高的学额增长。其中，中教控股 (839 HK) 公告其专升本课程学额录得 70% 的同比增长；希望教育 (1765 HK) 的专升本课程学额则录得 158% 的同比增长。我们认为，在目前的监管环境影响下，高等教育板块相对其他教育板块更有优势。

课外辅导企业开拓新的业务板块。众多的课外辅导企业新的监管环境下纷纷退出 K-9 课外学科辅导业务，并拓展新的业务板块以维持增长势头。其中，新东方 (EDU US/9901 HK) 在直播销售方面进行了尝试，其主播以独特的带货方式在业内获得一定的知名度。我们预期，课外辅导企业将会继续其他的业务领域进行尝试，并有可能在非教育领域进行更多的尝试。这些新的尝试对增长所带来的长期影响需要时间的考验。

长线展望

基于目前的政策监管环境，我们相信教育行业在长期内将会面临更多的政策监管。此外，人口增长速度放缓或会在长期内对教育行业招生增长带来压力。

短线展望

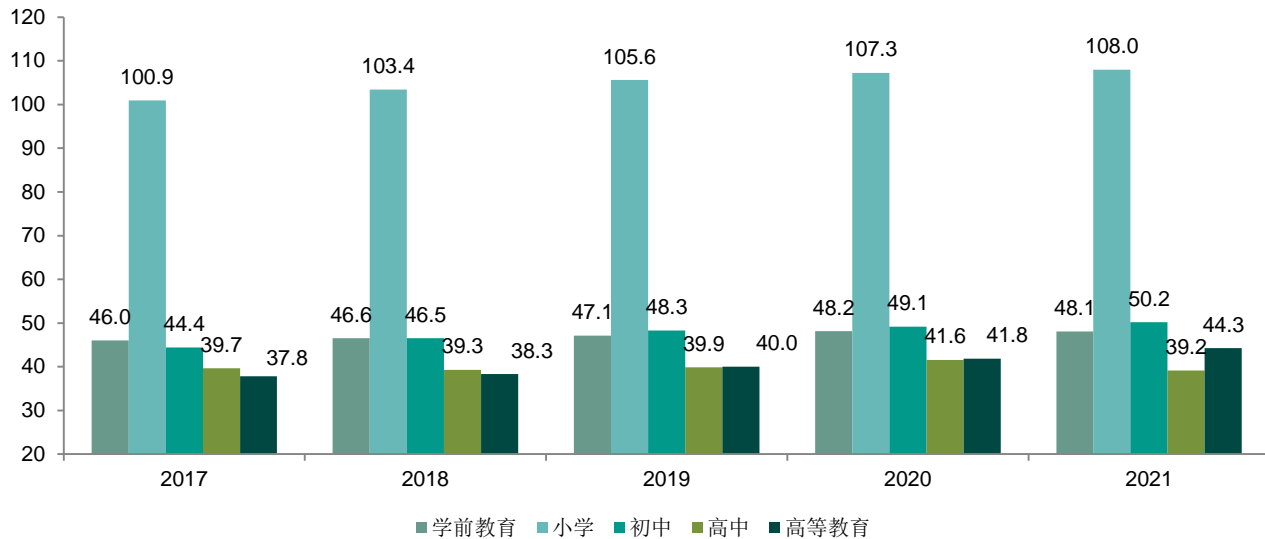
除了高等教育板块以外，其他教育板块面临的政策监管程度仍较高。我们相信，高等教育板块在政策的支持下将会享受更多的增长机会。尽管其他教育板块面临政策监管压力较大，但新东方在直播销售方面所取得的成功或将会推动更多的同业积极寻找新的业务增长点。

股票推荐

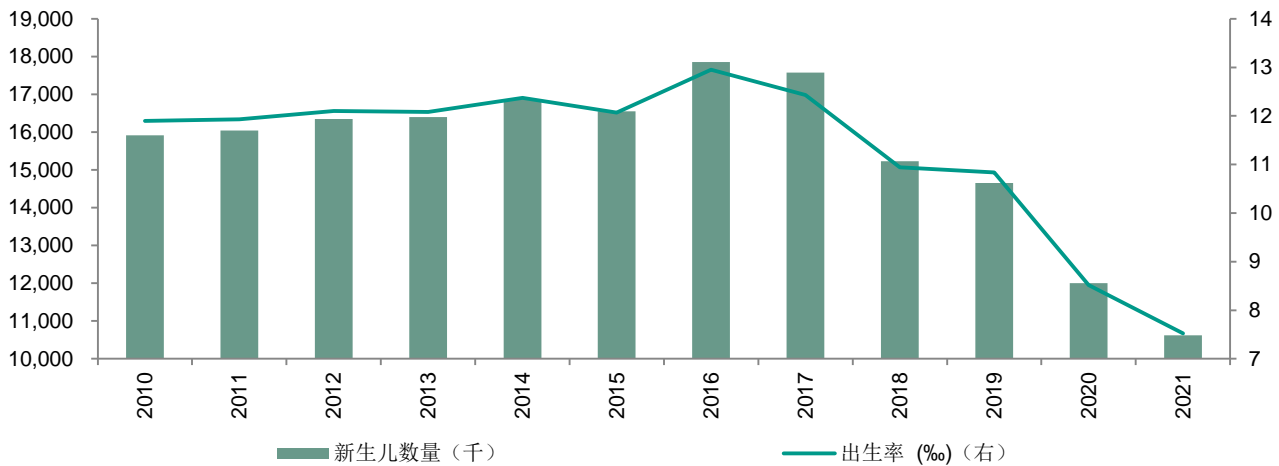
基于目前的政策环境，我们认为高等教育板块仍具有优势。虽然部分课外辅导行业企业新的业务领域取得一定的成功，但是新业务能否成为可持续的增长来源仍有待时间的考验。我们目前的行业首选是高等教育板块龙头**中教控股(839 HK)**。

风险因素

1) 宏观经济风险; 2) 政策风险; 3) 增长风险; 4) 教育质量和学生退学风险; 5) 流动性风险; 6) 疫情风险。

图 1: 全国各阶段在校学生人数 (百万人次)


来源: 教育部、农银国际证券

图 2: 全国新生儿数及出生率


来源: 国家统计局、农银国际证券

图 10: 行业首选 (截至 2022 年 6 月 27 日)


公司名称	代码	评级	目标价 (HK\$)	上升空间 (%)	FY22E 市盈率(x)	FY23E 市盈率(x)	FY22E 市净率(x)	FY23E 市净率(x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
中教控股	839 HK	买入	22.6	202	9.47	8.17	1.16	1.06	4.55	5.28

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国电信业 - 新兴业务增长推动行业发展 黎柏坚

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
22E 市盈率均值(x)	11.50	1 个月	1.6 (0.5)
22E 市净率均值(x)	1.10	3 个月	(31.5) (19.2)
22E 股息率均值(%)	3.48	6 个月	(41.6) (29.8)
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

1 年股价表现(%)	
恒生指数	行业



来源:彭博、农银国际证券

- 电信运营商正在发展新兴业务（工业互联网、数据中心、云计算），预计将成为行业新的增长动力
- 我们预计 2022 年中国 5G 基站总数将达 203 万个，将可支撑上游的供应链
- 行业首选是中国移动。中国移动的股息收益率高，资产负债表状况良好，并在移动业务中占据主导地位

新兴业务的贡献正在上升。新兴业务（工业互联网、数据中心、云计算）的增长强劲，有助于电信运营商提高整体收入的增长。2022 年 2 月国家发改委推出“东数西算”战略，在西部地区建设数据中心，提高数据处理能力，推动云计算平台的普及。越来越多的企业采用云平台来提升业务的效率和运营管理，这有助于改善云计算的渗透率。

预计到 2022 年底，5G 基站将达到 203 万个。我们预计到 2022 年底，5G 用户渗透率将达到 30.0%。中国移动的 5G 网络覆盖完善、丰富的资源和高效的营销策略，保持 5G 市场的主导地位。我们预计 2022 年 5G 基站总数将达 203 万个，新增 60 万个 5G 基站，可以支持基站设备供应商的业务。预计 2022 年整体移动基站将达到 1056 万个。此外，电信运营商正在将其 5G 电信网络升级为独立标准，以提高网络质量，从而支持电信设备提供商的增长。

预计 2022 年电信运营商的资本开支将同比增长 2.8%，用于发展云计算、数据中心、5G 网络和固网业务。电信运营商正将其 5G 电信网络升级为独立标准，以提高网络质量，从而提高电信设备提供商的收入。我们预计 2022 年三大电信运营商（中国移动/中国联通/中国电信）的总资本开支为 3,472 亿元人民币，同比增长 2.8%。预计资本支出的增加将有利电信设备制造商和服务提供商。

预计 2022 年全球智能手机出货量将同比下降 5.0%。根据 IDC 的数据，2022 年第 1 季度全球智能手机出货量同比下降 8.9%，已连续第三个季度同比下降，这是由于物流限制和经济环境疲弱。由于疲弱的经济环境，我们预计 2022 年全球智能手机出货量将同比下降 5.0%，对上游的零部件生产商造成负面影响。

长线展望

长远来看，我们预计电信运营商将受益于 5G 网络和新兴业务发展。更高的 5G 用户渗透率、更高用户平均移动数据使用量和移动 ARPU，有助于电信运营商改善商业模式。国内有许多政策支持 5G 服务和新兴业务，有助电信运营商提高收入的增长。2022 年 2 月国家发改委推出“东数西算”战略，在西部地区建设数据中心，提高数据处理能力，促进云计算的普及。许多公司正在推出与 5G 相关的新应用，例如物联网、自动驾驶、智能家居、AR/VR，电信运营商可以通过推出创新服务提升增值服务收入。用户可以在更快的传输网络中使用视频内容和在线游戏，这将鼓励用户切换到 5G 网络。由于 5G 网络需要更密集的基站分布和更广的光纤网络覆盖，电信运营商将加快中国 5G 网络的发展。



短线展望

短期内，我们预计新兴业务将成为电信运营商的增长动力。许多商业公司将业务转移到云平台上，这将有助于提高采用率。由于更高的移动数据使用率和 5G 用户，我们预计电信运营商的移动服务收入增长将有所改善，这得益于更好的移动 ARPU。预计电信运营商将在 2022 年提高资本开支，以改善 5G 网络覆盖，这将有利于上游电信设备供应链。

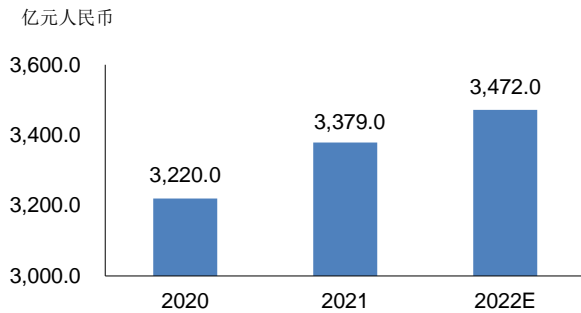
股票推荐

中国移动是我们行业的首选。中国移动网络优势、覆盖范围和资源优势，在中国市场保持着最大的 5G 用户市场份额。中国移动 H 股(941 HK)的目标价为 85.00 港元，相对 2022 年 EV/EBITDA 为 3.8 倍，而 A 股（600941 CH）的目标价为 93.00 元人民币，相对 2022 年 EV/EBITDA 为 4.1 倍。

风险因素

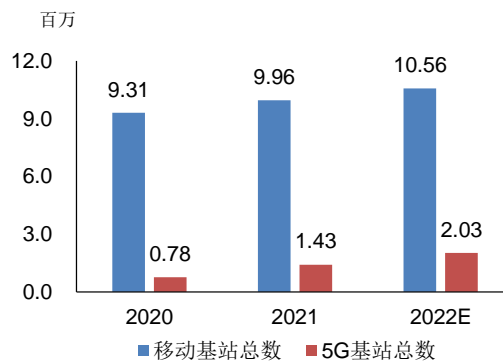
1) 行业进一步推行提速降费; 2) 用户饱和; 3) 市场竞争加剧可能导致价格战; 4) 智能手机出货量增长放缓; 5) 5G 网络发展放缓。

图 1:电信运营商的资本开支



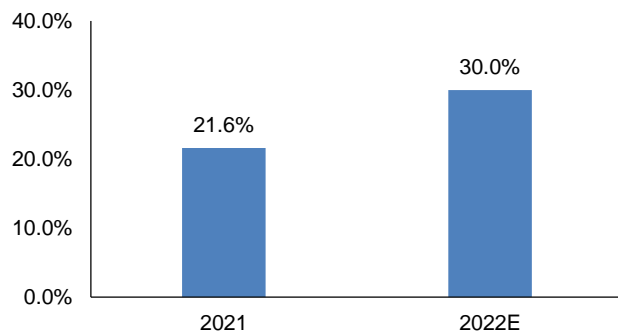
来源：工信部、农银国际证券

图 2: 5G 及移动基站总数



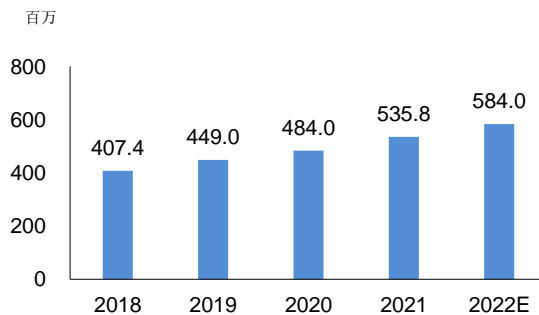
来源：工信部、农银国际证券

图 3: 5G 用户渗透率



来源：工信部、农银国际证券

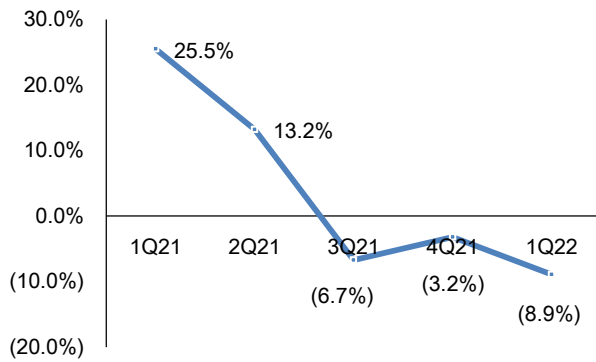
图 4: 有线宽带用户



来源：工信部、农银国际证券

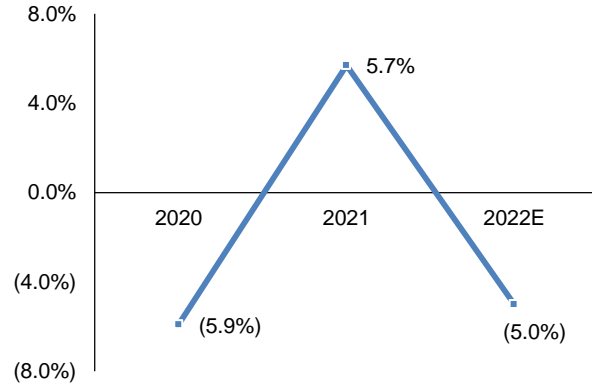


图 5: 季度智能手机出货量同比增长



来源: IDC

图 6: 年度智能手机出货量同比增长



来源: IDC、农银国际证券

行业首选 (截至 2022 年 6 月 27 日)

公司名称	代码	评级	目标价	上升空间(%)	FY22E 市盈率(x)	FY23E 市盈率(x)	FY22E 市账率(x)	FY23E 市账率(x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
中國移動	941 HK	买入	85.0 港元	74.0	7.96	7.20	0.73	0.72	7.28	7.40
中國移動	600941 CH	买入	93.0 元人民币	54.2	12.29	11.12	1.16	1.18	5.14	5.27

来源: 彭博、农银国际证券预测

权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、董耀基、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/或与其附属公司,曾在过去12个月内,与本报告提及的上海浦东发展银行 (600000 CH)、建设银行 (939 HK)、中信证券 (6030 HK)、远洋集团 (3377 HK)、及中国金茂 (817 HK) 有投资银行业务关系。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报($\sim 10\%$)
持有	市场回报($\sim 10\%$) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报($\sim +10\%$)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报($\sim -10\%$)

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 2009 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2009-21 的复合增长率为 9.2%)

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 2022 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