



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2020 年下半年經濟展望及投資策略報告

復蘇之路

農銀國際中國/香港證券研究



目錄

2020 年下半年全球經濟展望	4	姚少華 (經濟師) 經濟展望
2020 年下半年中國經濟展望	8	yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
2020 年下半年投資策略	13	陳宋恩 (研究部主管)
香港 IPO 市場	23	投資策略 philipchan@abci.com.hk
中國銀行業 - 正面	26	852-2147 8805
中國證券業 - 中性	31	歐宇恒 (分析員) 中國銀行業
中國房地產業 - 正面	33	johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中國替代能源業 - 中性	37	周秀成 (分析員)
中國環保業 - 正面	40	中國證券業 / 中國互聯網媒體與消費商務業 stevechow@abci.com.hk
中國互聯網媒體與消費商務業 - 正面	44	852-2147 8809
中國消費品業 - 中性	46	董耀基 (分析員) 中國房地產業
中國教育業 - 正面	49	kennethtung@abci.com.hk 852-2147 8311
中國電信業 - 正面	51	吳景荃 (分析員) 中國環保業 / 替代能源業 kelvinng@abci.com.hk 852-2147 8869
		潘泓興 (分析員) 中國教育業 / 中國消費品業 paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏堅 (分析員) 中國電信業 rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895

於 2020 年 6 月 26 日發佈
另有指明外,數據截至 2020 年 6 月 23 日





全球經濟展望

農銀國際經濟師姚少華

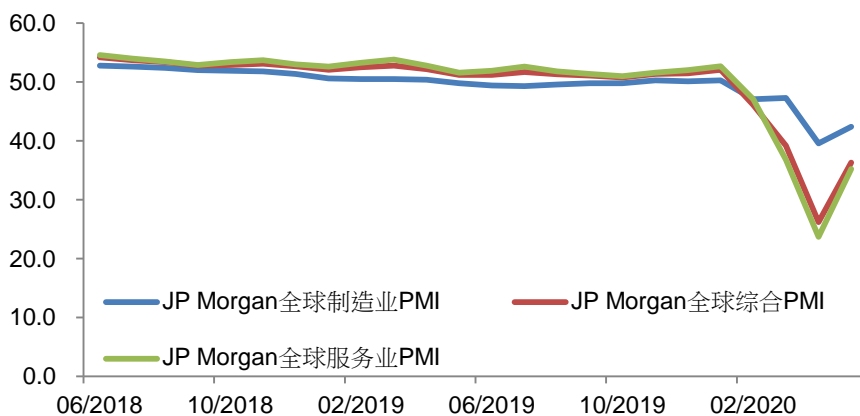
2020 年下半年全球經濟展望

- 由於新冠肺炎大流行導致全球經濟活動陷入停頓，年初以來全球經濟增長遭受嚴重衝擊。全球主要經濟體在今年第 1 季 GDP 增長明顯放緩，主要因為疫情所引致的諸如城市封鎖、學校延遲上課以及邊境關閉等嚴重不利影響
- 年初至今全球通脹水平因經濟增長疲弱和油價大幅回落保持溫和水平。由於工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心通脹整體上亦維持溫和態勢
- 展望未來，有見於全球疫情仍可能廣泛衝擊經濟，我們預期今年下半年全球經濟或持續陷入衰退。疫情不可預測的演變以及缺乏理想的解封策略，使經濟前景蒙上了陰影
- 我們預期 2020 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長-5.8%、2.0%、-8.2%、-4.7%及-7.6%，相比而言，上述國家在 2019 年經濟分別增長 2.3%、6.1%、1.2%、0.7%及 1.4%

上半年全球經濟增長遭遇嚴重衝擊

由於新冠肺炎大流行導致全球經濟活動陷入停頓，年初以來全球經濟增長遭受嚴重衝擊。如圖 1 所示，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數在 2020 年前五個月大幅回落，顯示全球經濟增長陷入衰退。全球貿易活動亦因新冠肺炎的爆發急劇放緩。WTO 公佈的世界貿易展望指標在 5 月份回落至 87.6 的深度收縮區間，特別是分項指標出口訂單指數仍處於 83.3 的極低水平，遠低於 100 的榮枯線水平。截至 2020 年 6 月下旬，全球新冠肺炎累計確診人數超過 900 萬人，超過全球人口的千分之一，而且新冠肺炎病毒的傳播及持續性不斷超出市場預期。

圖 1: JP Morgan 全球 PMI 指數(%)



來源: 彭博, 農銀國際證券

*此報告中, 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
累計月份或以 5M 代表。如 5M20, 即代表 2020 年首 5 個月

**除另有指明外, 「2020 年下半年全球經濟展望」及「2020 年下半年中國經濟展望」部分列示的變動比率均為按年變化

全球主要經濟體在 1Q20 GDP 增長明顯放緩，主要因為疫情所引致的諸如城市封鎖、學校延遲上課以及邊境關閉等嚴重不利影響。美國、中國、歐元區、日本及英國於 1Q20 的經濟增長分別急劇放緩至 0.2%¹、-6.8%、-3.1%、-1.7%及-1.6%，大幅低於 4Q19 2.3%、6.0%、1.0%、-0.7%及 1.1%的增速(圖 2)。經濟的失速加上大量企業停工導致主要經濟體失業率大幅攀升。經濟數據明確顯示除中國外其餘主要經濟體在 2Q20 的增長動能大幅減弱。

圖 2: 全球主要經濟體 GDP 增長 (%)

實質 GDP 按年增長	2019 年	4Q19	1Q20
美國	2.3	2.3	0.2
中國	6.1	6.0	(6.8)
歐元區	1.3	1.0	(3.1)
日本	0.7	(0.7)	(1.7)
英國	1.4	1.1	(1.6)

來源: 彭博、農銀國際證券

年初至今全球通脹水平因經濟增長疲弱和油價大幅回落保持溫和水平。由於工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心通脹整體上亦維持溫和態勢。由於疫情衝擊經濟增長，大多數發達經濟體的核心通脹未達到央行目標。在新興經濟體中，大多數因失業率高企導致核心通脹低於 2%水平。然而，新興經濟體因資本外流導致的貨幣貶值提振了通脹，部分抵消了能源價格回落所引致的通脹下行壓力。此外，一些新興經濟體因食品供應鏈中斷或勞動力短缺推高了食品價格。

全球主要央行為家庭、企業及金融市場提供了全所未有的金融支持。美聯儲將聯邦基金目標利率下調至 0.00%至 0.25%的近乎零區間，並宣佈無上限購買美國國債及抵押支持證券來支持金融市場。歐洲央行進一步降低了定向長期再融資操作的利率，並將抗疫緊急購債規模增加至 1.35 萬億歐元。英倫銀行及日本央行均增加了國債購買規模，並保持利率水平不變，而年初至今中國人民銀行推出寬鬆貨幣政策措施以穩定經濟增長。

今年下半年全球經濟將持續陷入衰退

展望未來，有見於全球疫情仍可能廣泛衝擊經濟，我們預期今年下半年全球經濟或持續陷入衰退。疫情不可預測的演變以及缺乏理想的解封策略，使經濟前景蒙上了陰影。在 4 月的全球貿易預測裡，WTO 預測 2020 年全球貨物貿易量增速將下跌 13%至 32%。根據世界銀行 2020 年 6 月發佈的《全球經濟展望》預計，2020 年全球經濟將從 2019 年增長 2.4%變為萎縮 5.2%，為二戰後最差的增速(圖 3)。

我們預期美國經濟 2020 年萎縮 5.8%，大幅低於 2019 年 2.3%的增速。家庭消費信心不足和高失業率將抑制消費支出，而投資和貿易則可能下降。然而，大規模的財政和貨幣刺激措施應為家庭和企業提供一定的幫助。疫情或二次爆發、中美經濟衝突以及喬治·弗洛伊德(George Floyd)去世引發的近期社會抗議仍然給經濟帶來風險。貨幣政策方面，隨著經濟前景轉弱，我們預期美聯儲在今年下半年維持聯邦基金目標利率近零水平。美聯儲將會以目前的速度維持購買國債以及住宅和商業抵押貸款支持證券。然而，我們預

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

期美聯儲不會採取負利率政策來支持經濟，主要因為此政策將傷害商業銀行的貸款及盈利能力。

儘管今年 1Q 中國的 GDP 錄得大幅下跌，但我們預計 2020 年中國經濟將增長 2.0%，雖低於 2019 年 6.1% 的增速，但在全球疫情衝擊下已是不錯的增速。貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續推出逆週期的政策措施以穩定經濟增長。我們預計 2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.25% 及 4.35%。隨著通脹壓力較溫和以及經濟下行壓力增加，我們預期人民銀行在今年下半年或再下調 RRR 兩次。

受失業率高企、投資疲弱以及家庭支出減少影響，我們預計歐元區 2020 年的經濟增長或由 2019 年的 1.2% 大幅減慢至 -8.2%。而且，由於邊境限制，疫情對旅遊業的影響是毀滅性的。外需亦將非常疲弱。根據歐洲央行的 6 月份貨幣政策會議，我們預期歐洲央行在 2020 年餘下時間將維持基準利率不變。歐洲央行將繼續擴大其資產負債表。此外，由於私人消費、投資以及出口放緩，我們預期英國經濟在 2020 年萎縮 7.6%，較 2019 年 1.4% 的增速大幅回落。

由於疫情打擊了商業活動，以及拖累了消費與投資增長，我們預計日本 2020 年的經濟增長或由 2019 年的 0.7% 大幅回落至 -4.7%。外需亦將下跌。有見於通脹前景仍疲弱及經濟增長動能疲弱，我們預期 2020 年餘下時間日本央行將維持其超寬鬆貨幣政策不變並繼續購買各種資產。

圖 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測 (%)

實質 GDP 按年增長	2018 年	2019 年	2020 年預測
美國	2.9	2.3	(5.8)
中國	6.6	6.1	2.0
歐元區	1.9	1.2	(8.2)
日本	0.3	0.7	(4.7)
英國	1.3	1.4	(7.6)
世界	3.0*	2.4*	(5.2*)

來源: 世界銀行、彭博、農銀國際證券預測

注釋: *代表世界銀行的估計及預測



中國經濟展望

農銀國際經濟師姚少華

2020 年下半年中國經濟展望

- 受累於新冠肺炎疫情的衝擊，中國經濟在今年 1Q 下跌 6.8%。隨著疫情逐步受控，復工復產加速推進，經濟數據顯示中國經濟在 2Q 開始反彈。
- 儘管今年 1Q 中國的 GDP 錄得大幅下跌，但在基建及房地產投資反彈，以及消費回補下，我們相信第 2 季中國經濟增速或回升轉正，下半年中國經濟增速將延續反彈態勢。我們預計 2020 年國內生產總值增長 2.0%，雖低於 2019 年 6.1% 的增速，但在全球疫情衝擊下已是不錯的增速。
- 然而，全球疫情仍處高位，並有二次爆發的可能，外需或持續疲弱。中美達成第一階段貿易協議後，美國目前將對中國的遏制轉為打擊中國的供應鏈。所以中國經濟面臨的挑戰亦不小。
- 政策方面，我們預期人民銀行將繼續推出包括降准減息在內的逆週期的政策措施以穩定經濟增長。2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平或分別跌至 3.25% 及 4.35%。中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長。政策措施包括提高財政赤字率、增加地方政府專項債發行、發行特別國債等，加大對疫情防控、民生保障等領域的公共支出，以及進一步降低稅費。

中國經濟在 2Q20 開始反彈

受累於新冠肺炎疫情的衝擊，中國經濟在今年 1Q 下跌 6.8%²。隨著疫情逐步受控，復工復產加速推進，經濟數據顯示中國經濟在 2Q 開始反彈。4 月份與 5 月份工業產出、固定資產投資、零售銷售以及貿易盈餘均較 1Q 顯著回升。

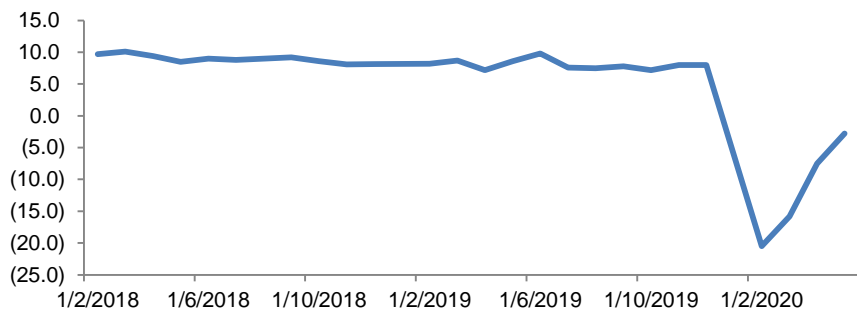
隨著復工復產的推進，基建與房地產投資回升帶動，工業產出繼 1Q 下跌 8.4% 後，4 月份及 5 月份分別增長至 3.9% 及 4.4%。作為宏觀經濟的同步指標，4 月份與 5 月份發電量分別增長 0.3% 及 4.3%，而 1Q 下跌 6.8%。涵蓋 31 個行業大類的製造業 PMI 指數在 2 月份錄得 35.7 的紀錄低位後，在 3 月份大幅反彈至 52.0，4 月與 5 月亦高於 50 臨界點水平。此外，4 月份工業企業實現利潤增速僅下跌 4.3%，而 1Q 下跌 36.7%。

內需方面，消費支出及固定資產投資增速均顯著反彈。4 月份及 5 月份零售銷售分別下跌 7.5% 及 2.8%，較 1Q 的 19.0% 的跌幅大幅收窄 (圖表 1)。由於房地產以及基建固定資產投資反彈，4 月份與 5 月份單月整體城鎮固定資產投資增速由 1Q 的 -16.1% 分別回升至 0.8% 與 3.9% (圖表 2)。

外需方面，由於防疫相關的產品與遠程辦公產品大幅增長，4 月份與 5 月份出口增速較 1Q 明顯反彈 (圖表 3)。以美元計價，4 月份與 5 月份出口分別增長 3.5% 與 -3.3%，高於 1Q 的 -13.3% 增速。4 月份與 5 月份進口增速因海外疫情導致部分商品供應不足，分別下跌 14.2% 與 16.7%，而 1Q 僅下跌 2.9%。由於進口大幅下跌，4 月與 5 月的貿易盈餘大幅增加，分別為 453 億美元及 629 億美元，大幅高於 1Q 的 132 億美元。

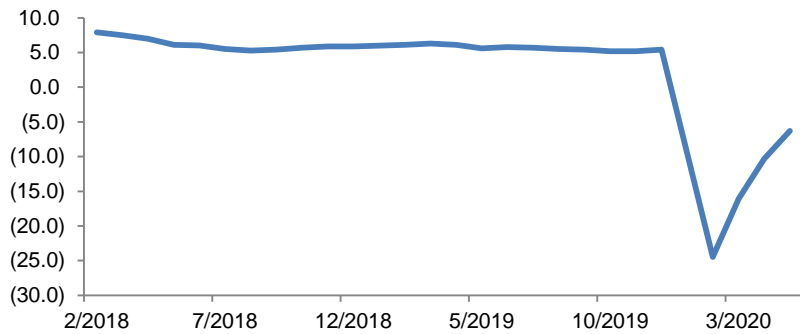
²除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

圖 1: 中國零售銷售增長(%)



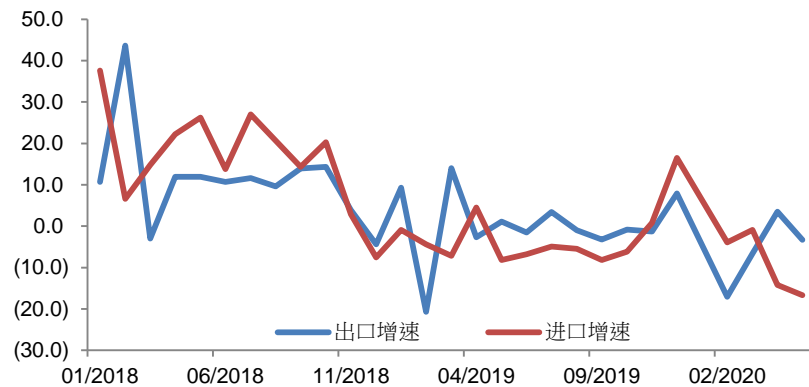
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖 2: 中國城鎮固定資產投資年初至今增長(%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖 3: 中國出口及進口增長 (%)



來源: 中國海關、農銀國際證券

通脹在 4 月份與 5 月份大幅回落。由於食品價格漲幅放緩，4 月份與 5 月份 CPI 由 1Q 的 4.9% 分別回落至 3.3% 及 2.4%。此外，由於受石油等大宗商品價格大幅回落和內需整體仍弱的影響，4 月份與 5 月份 PPI 分別下跌 3.1% 及 3.7%，而 1Q 僅下跌 0.6%。

貨幣政策方面，2020 年年初至今人民銀行採用了偏松的貨幣政策來支持經濟增長。年初至今人民銀行 3 次實施降準來支持實體經濟，特別是中小企業及民營企業。儘管人民銀行維持基準存款利率不變，但 2 次降低貸款市場報價利率(LPR)。5 月份廣義貨幣供給(M2)的增速由 2019 年 12 月份的 8.7% 反彈至 11.1%，5M20 衡量實體經濟從金融體系獲得資金多寡的社會融資規模增量亦從去年同期的 12.0 萬億元人民幣升至 17.4 萬億元人民幣。

2020 年下半年經濟增長料明顯反彈

儘管今年 1Q 中國的 GDP 錄得大幅下跌，但基於以下原因，我們相信下半年中國經濟將明顯回升。但由於海外疫情的控制仍不確定，中國經濟增長所面臨的風險亦不低。

首先，2020 年擬安排地方政府專項比 2019 年增加 1.6 萬億元達到了 3.75 萬億，並提高專項債券可用作項目資本金的比例。今年前 5 個月地方政府專項債已發行了 2.2 萬億，其中大約 80% 投向了基建領域，由此拉動了基建投資增速在 4 月和 5 月大幅反彈至 2.3% 及 8.3%。今年的政府工作報告提出加強包括 5G 應用在內的新型基礎設施建設，加強交通、水利等重大工程建設，增加國家鐵路建設資本金 1000 億元。我們預期 2020 年全年基建投資增速或由 2019 年的 3.8% 反彈至 5% 左右。

其次，新型城鎮化建設的推進以及新開工改造城鎮老舊小區 3.9 萬個將支撐房地產銷售和投資的平穩增長。LPR 持續回落以及寬鬆的流動性有利於房地產企業融資，當前土地購置面積以及新開工面積已大幅回暖。5 月單月的房地產投資由 4 月的 6.7% 回升至 8.4%，房地產銷售在 5 月亦明顯反彈，銷售面積及金額增速分別由 4 月份的 -2.3% 及 -5.0% 回升至 9.6% 及 14.2%。我們預計全年房地產開發投資增速約為 6.5%。

第三，隨著國內疫情本土傳播基本阻斷，復工復產加快推進，就業市場逐步復蘇，前期壓抑的消費將會回補。從流動性的角度看，4 月及 5 月居民部門淨存款減少，消費意願出現回補。在中央和地方出臺的穩定和促進汽車消費政策帶動下，占整體零售銷售 10% 的汽車類同比增長 3.5%，而前 4 個月下跌 22.6%。隨著 5 月份房地產竣工面積轉為增長，加上今年老舊小區改造量達到去年 2 倍，家電、建材與家具等地產類消費有望明顯反彈。此外，隨著疫情消退，餐飲消費在下半年有望大幅回升。我們預計全年零售銷售增速約為 2%。

然而，全球疫情仍處高位，並有二次爆發的可能，外需或持續疲弱。中美達成第一階段貿易協議後，美國目前將對中國的遏制轉為打擊中國的供應鏈。美國打擊中國供應鏈的方式為美國產業鏈去中國化以及中國產業鏈去美國化。美國通過實體清單不斷在高端供應鏈上打擊中國明星企業華為，同時通過關稅措施令中國低端供應鏈向東南亞轉移，從而衝擊中國的就業。所以中國經濟面臨的挑戰亦不小。

整體來說，我們相信 2Q20 中國經濟增速或回升轉正，下半年中國經濟增速將延續反彈態勢。我們預計 2020 年國內生產總值增長 2.0%，雖低於 2019 年 6.1% 的增速，但在全球疫情衝擊下已是不錯的增速(圖 4)。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續推出逆週期的政策措施以穩定經濟增長。6 月 17 日國務院常務會議提議推動金融系統全年向各類企業合理讓利 1.5 萬億元，我們預計 2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.25% 及 4.35%。隨著通脹壓力較溫和以及經濟下行壓力增加，我們預期人民銀行在今年下半年或再下調 RRR 兩次。根據今年的政府工作報告，2020 年將較 2019 年新增 3.6 萬億的財政支出資源，約占 2019 年 GDP 總量的 3.63%，顯示中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長。政策措施包括提高財政赤字率、增加地方政府專項債發行、發行特別國債等，加大對疫情防控、民生保障等領域的公共支出，以及進一步降低稅費。

圖 4:經濟預測

經濟指標	2018 年	2019 年	2020 年預測
實質 GDP 增長，%	6.6	6.1	2.0
固定資產投資增長，%	5.9	5.4	1.5
零售銷售增長，%	9.0	8.0	2.0
以美元計出口增長，%	9.9	0.5	(2.0)
以美元計進口增長，%	15.8	(2.8)	(4.0)
工業產出增長，%	6.2	5.7	2.2
消費物價通脹，%	2.1	2.9	3.0
生產物價通脹，%	3.5	(0.3)	(1.0)
M2 增長，%	8.1	8.7	10.5
社會融資規模增量，十億人民幣	22,492	25,580	30,000
新增人民幣貸款，十億人民幣	16,170	16,810	20,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	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

來源: 國家統計局，中國人民銀行、農銀國際證券預測



投資策略

農銀國際研究部主管陳宋恩

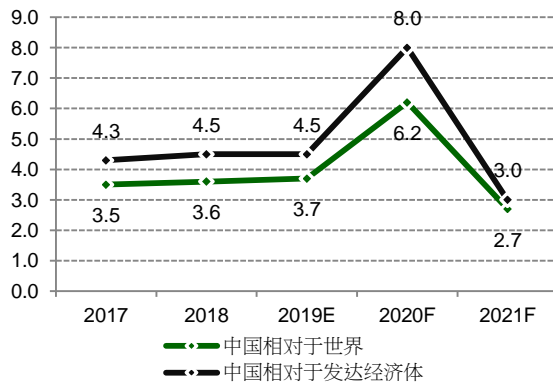
2020 年下半年投資策略

我們對全球事務的看法

- 相對而言，全球經濟週期在 2020-21 年對中國有利
- 中美脫鉤意味著兩者之間的投資 beta 降低；我們認為，這將激勵基金經理增加對中國資產的投資分配
- 在半導體行業中尋找中國獨角獸 - 中國新基礎設施發展的核心
- 隨著全球經濟經歷貨幣和財政擴張，預計 2020-21 年熱錢將大量湧入中國

相對經濟增長是很重要因素。自 2020 年初以來，中國乃至世界都在遭受冠狀病毒大流行的困擾-人們對經濟前景的擔憂日益升溫，悲觀情緒主導了市場情緒。在 2020 年，我們認為中國的相對經濟增長可能會超過發達經濟體許多。根據世界銀行的數據，中國相對世界的實際 GDP 增長率(即中國的 GDP 增長減去其他經濟體的 GDP 增長)將從 2019 年的 4.5% 增加到 2020 年的 8.0%；中國相對發達經濟體的實際 GDP 增長率將從 2019 年的 3.7% 增加到 2020 年的 6.2%。對於全球投資者而言，相對經濟增長率是決定投資分配的關鍵因素之一。根據世界銀行的預測，2020 年，中國的經濟增長將分別比美國、歐元區和日本高 8.0 個百分點、7.1 個百分點和 10.1 個百分點。

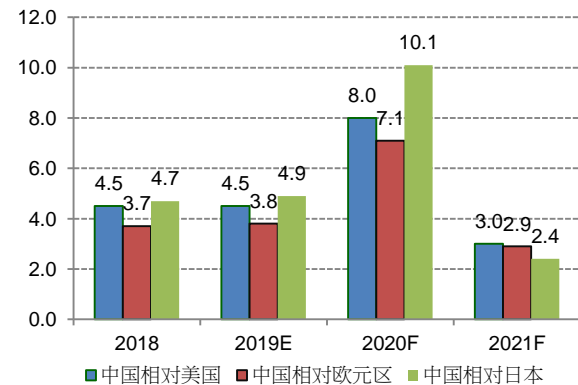
圖表 1：中國相對於其他地區的 GDP 增長(%)—預計 2020 年將實現大幅增長



相對 GDP 增長=中國實際 GDP 增長減去其他地區實際 GDP 增長

來源:世界銀行於 2020 年 6 月發佈的《全球經濟展望》、農銀國際證券

圖表 2：中國相對於美國、歐元區和日本的 GDP 增長(%)—預計 2020 年將急劇擴大

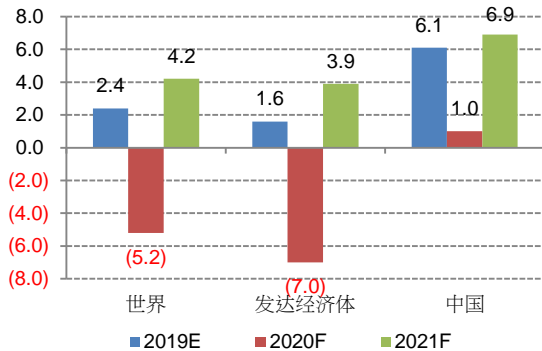


相對 GDP 增長=中國實際 GDP 增長減去其他地區實際 GDP 增長

來源:世界銀行於 2020 年 6 月發佈的《全球經濟展望》、農銀國際證券

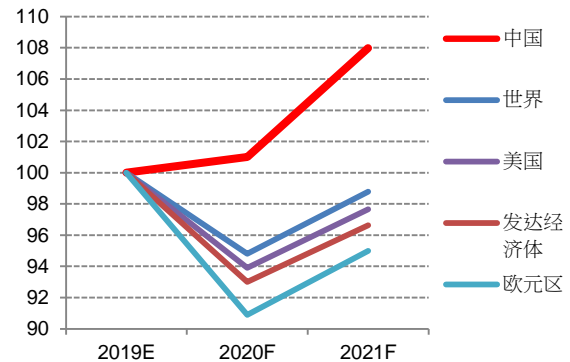
把握經濟週期變化時間表很重要。可能需要等到 2021 年之後，全球經濟產出回復到 2019 年的水平。儘管由於 2020 年基數較低，預計 2021 年全球經濟將急劇反彈，但屆時全球產出可能還沒恢復到 2019 年的水平。世界銀行預測 中國的經濟產出將在 2021 年恢復到 2019 年的水平，但是美國、歐元區和日本的經濟產出要在 2021 年之後才會恢復到 2019 年的水平。考慮全球經濟週期的復蘇週期不同，再加考慮上述相對經濟增長因素，對於全球投資者而言，中國是投資者在 2020-21 年增加對該地區投資的誘人選擇。

圖 3：全球實際 GDP 增長率(同比%)
總體而言，預計 2021 年全球經濟將急劇反彈



來源:世界銀行於 2020 年 6 月發佈的《全球經濟前景》、農銀國際證券

圖 4：全球經濟產出(2019 年基數= 100)除中國外，發達經濟體的經濟產出在 2022 年之前不會恢復到 2019 年的水平



來源:世界銀行於 2020 年 6 月發佈的《全球經濟前景》、農銀國際證券

倘若中美經濟脫鉤意味著全球經濟走向多極化，擴大了基金經理的投資機會。我們認為倘若中美經濟脫鉤將意味著兩者之間的相關性降低，對中國資產進行投資的動機將會增強。這一觀念對於某些人而言可能聽起來違反直覺，因為不確定性會阻礙投資決策。我們的理由是，如果兩個資產的價格高度相關，則投資者對它們中的任何一個都將無動於衷，同時投資於這兩種資產的動機將會減弱。相反，當相關性降低時，兩種資產的投資多元化動機將變得更有意義。兩個超級大國的脫鉤起初將導致不確定性，但稍後可能會出現新的投資機會。這種現象已經在中國的科技行業出現。顯然，投資者擔心美國禁止向中國出口高科技產品的經濟影響。結果是中國政府將採取行動減少對美國科技產業的依賴。因此，在中國的半導體產業和整個技術領域將出現投資機會。如果兩國之間的僵局持續存在，那麼兩個超級大國的脫鉤將擴大投資機會的範圍，全球經濟勢走向多極化，而不是目前環繞美國領導的單極。經濟學理論的基礎之一，當選擇增加時，效用曲線可以得到更好的優化。

邊際投資收益很重要。 從經濟學角度看，當商品供應充足時，其增量供應的邊際收益將減少。我們認為，中國科技行業的缺陷將為投資者帶來高額的邊際投資回報。隨著中美關係脫鉤的發生，中國的科技公司將需要滿足國內需求，填補美國供應商留下的未滿足需求。這些產品的技術水平不完全決定其邊際回報，而邊際回報取決於市場需求的未滿足程度和適當的成本控制。

芯片是集成電路(IC)的通用核心組件。集成電路是決定未來幾年中國新基礎設施投資的效率 and 有效性的核心組件。華為的實力彰顯了中國集成電路設計行業的全球競爭力，但中國半導體行業其他領域的不足可能會帶來相對較高的邊際投資回報。

芯片供應鏈的中國化是一個長期的目標。目前，中國沒有商業化的 14nm 晶圓代工廠生產線(中芯國際仍在試運行中，但尚未將其 14nm 生產線商業化)。儘管 14nm 生產線比 5nm 生產線落後了兩代，中芯國際(981 HK)仍將在中國享有先發優勢。中國的 IC 設計人員非常依靠美國的 EDA 軟件。長期而言，國內 IC 分析服務、IC 設計服務和 EDA 軟件服務的提供商(例如華大九天軟件(Empyrean Software)，芯願景軟件技術(Cellixsoft Corp))將與國際競爭對手競爭。長期來看，國內芯片設備製造商也將從晶圓代工廠的本地化率提高中受益。企業家不怕困難，不怕失敗，最怕無機會。

總體而言，中美之間的脫鉤提高了中國半導體產業價值鏈的本地化率的可持續需求，將為成功確定獨角獸公司的私募股權投資者提供誘人的回報。從投資者的角度來看，風險和回報是建立在是否有投資機會之上的。

圖 5: 大型晶圓代工廠之間關鍵技術節點的量產時間比較 - 中國領先的中芯國際比市場領先者台積電落後了五年或兩代技術

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
台積電 (TSMC)	28nm			20nm	16nm	10nm		7nm	
格羅方德 (Global Foundries)	32nm	28nm			14nm			12nm	
聯華電子 (UMC)			28nm				14nm		
中芯國際 (SMIC)	40nm				28nm				14nm
力晶科技 (Powerchip)		90nm		55nm		25nm			
華虹集團 (Huahong)						65nm	55nm	28nm	
高塔半導體 (Tower Semi)				65nm, 45nm					

來源:中芯國際的招股書(2020年6月1日)、農銀國際證券

圖 6: 中國主要本土晶圓廠設備的國產化情況如下

中國晶圓代工廠設備的本地化率低，在未來幾年為本地設備廠家提供良好的邊際投資回報

序號	設備名稱	國產化率	主要國內廠家
1	去膠設備	90%以上	北京屹唐半導體科技
2	清洗設備	20%左右	盛美半導體 (ACMR US)、北方華創 (002371 CH)
3	刻蝕設備	20%左右	中微公司 (688012 CH)、北方華創、北京屹唐半導體科技
4	熱處理設備	20%左右	北方華創、北京屹唐半導體
5	物理氣相沉積PVD設備	10%左右	北方華創
6	化學氣相沉積CMP設備	10%左右	天津華海清科機電科技
7	塗膠顯影設備	零的突破	芯源微 (688037 CH)
8	光刻設備	預計將有零的突破	上海微電子裝備(集團)

來源:盛美半導體設備(上海)的招股說明書(2020年6月1日)),《半導體設備行業 2020 年度策略》、農銀國際證券

圖 7: 中國的新基礎設施發展

型基礎設施建設 (新基建)	獲益者
5G	華為，中興(763HK, 000063CH)
大數據中心	中國通信服務(552)- 雲中心或數據中心的主承建商
人工智能	百度，AI 芯片生產商(例如: 中科寒武紀科技)
工業互聯網	NB-IoT 芯片生產商 - 物聯網芯片組的需求量遠大於手機芯片
城際高速鐵路和城市軌道交通	中國鐵路信號與通信(3969 HK, 688009 CH)- 自動駕駛和信號系統可靠性和安全標準對頻繁的城軌交通至關重要
新能源汽車充電樁	比亞迪(1211 HK)受益於充電樁網建設降低新能源汽車普及的阻力
特高壓	清潔能源生產商受益於特高壓電網建設

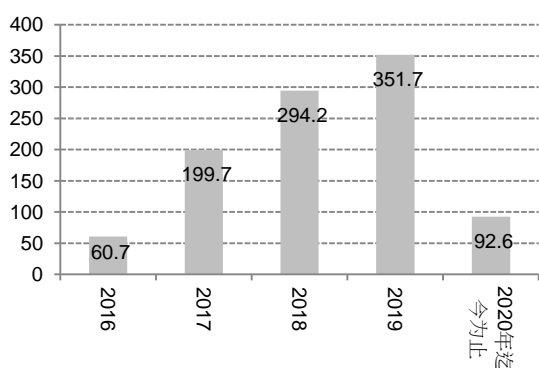
來源:農銀國際證券

對流動性繼續流入中國持樂觀看法。 與過去二十年中大多數全球危機不同，當前主要發達國家正在採取積極的貨幣和財政擴張措施，以扭轉由冠狀病毒大流行引起的衰退。隨後，由於全球流動性供應的急劇增加，我們可以預期 2020-22 年全球資本市場將蓬勃發展。不利的一面是，在一些國家，受財政赤字大幅增加的驅動，主權債務風險將升級。儘管如此，包括香港在內的國際金融中心將受益於 2020-22 年全球貨幣和財政擴張。

我們認為，流動性不足不是全球資本市場的主要痛點，而是缺乏有預期可觀回報的大量投資機會。現在是中國進一步開放經濟以吸收全球資本市場過剩流動性的時機。將全球投資者的利益與中國的利益相結合，是提高中國經濟抵禦外部衝擊的防禦力的好策略。

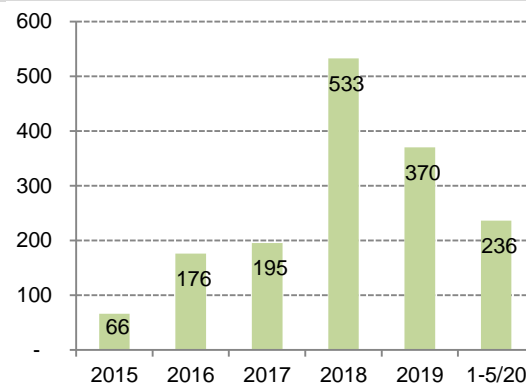
儘管國內經濟在 2020 年上半年開始走軟，但離岸金融和行業投資者提供的流動性仍在淨流入中國。今年迄今截至 6 月 17 日，離岸投資者已淨買入 926 億元人民幣的 A 股。於 5M20，境外機構持有的中國境內債券淨增加了 2,360 億元人民幣，至 2.11 萬億人民幣。於 5M20，中國實際非金融外國直接投資為 3,552 億元人民幣。

圖 8: 境外投資者通過北向滬深港股通年度淨買入 A 股 (人民幣 10 億)



截至 6 月 17 日的 2020 年數據
來源:香港交易所、彭博、農銀國際證券

圖 9: 境外機構持有的中國境內債券淨增加額 (人民幣 10 億)

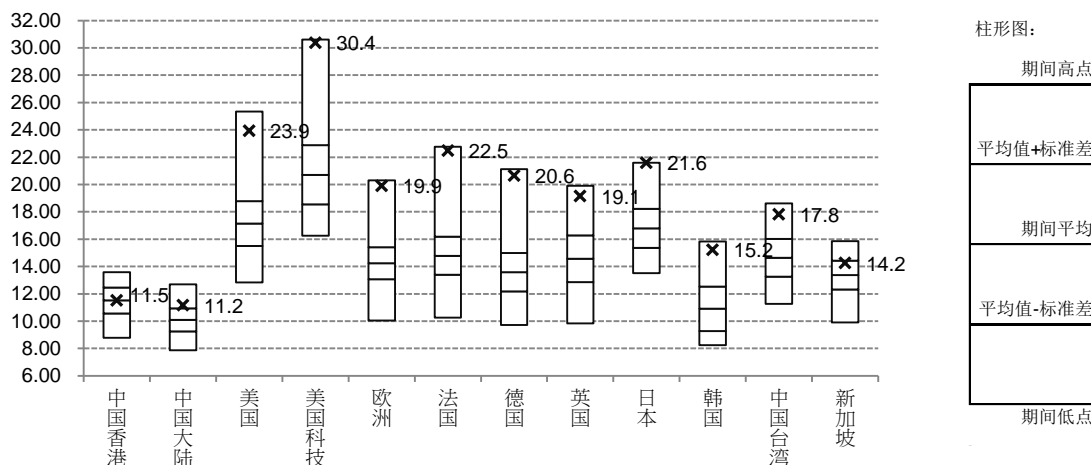


來源:中國國家外匯管理局、農銀國際證券

全球股市:估值概要

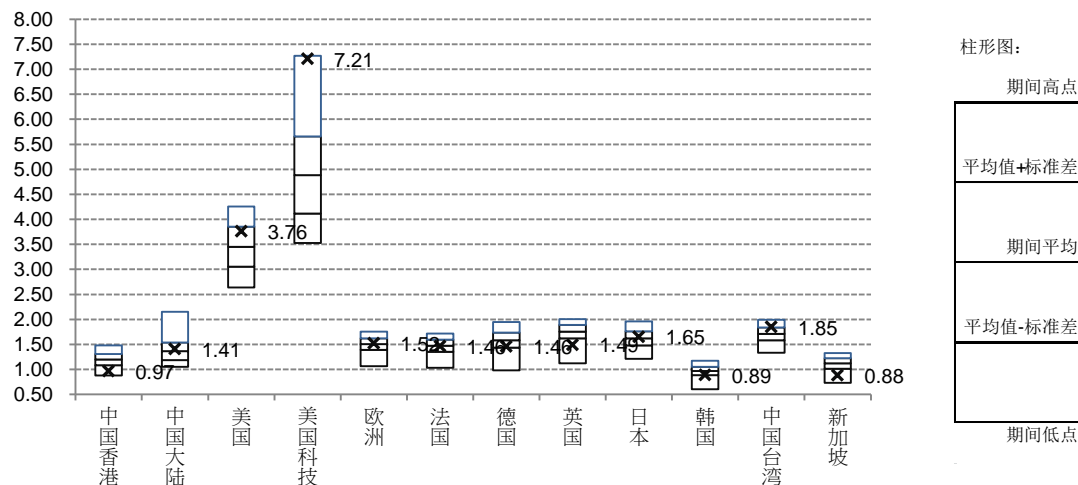
陳宋恩

圖 10: 全球股票市場估值(市盈率)摘要
中國和香港股市的市場估值具有吸引力



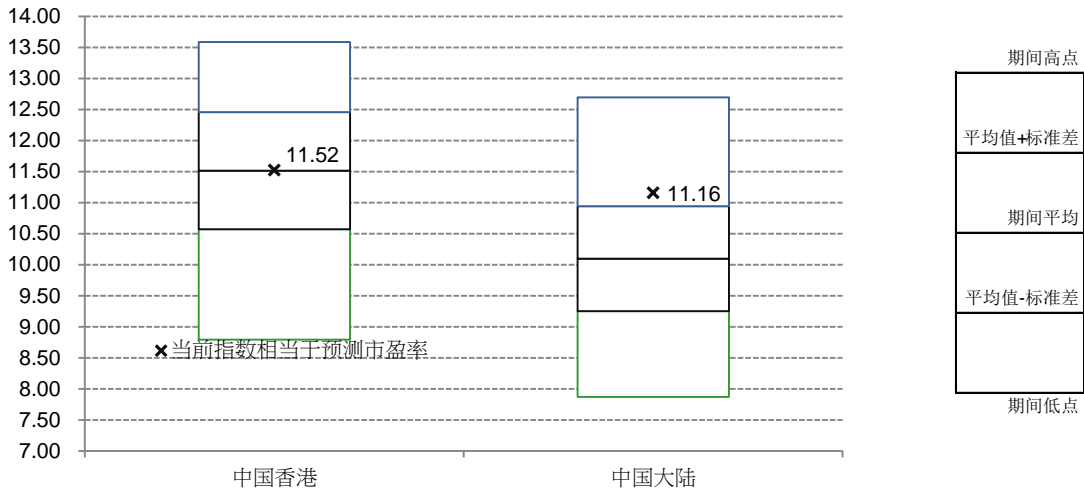
x: 當前指數相當於預測市盈率
 期間: 自 2015 年起的預期市盈率範圍(高, 均值+標準差, 均值, 均值-標準差, 低)
 相應市場的參考指數(從左至右): 恒指, 上證 50 指數, 道瓊斯工業平均指數, 納斯達克 100 指數, 斯托克 50 指數, CAC 指數, DAX 指數, 富時 100 指數, 日經 225 指數, KOSPI 指數, TWSE 指數和 STI 指數
 截至 2020 年 6 月 19 日的數據
 來源: 彭博、農銀國際證券

圖 11: 全球股票市場估值(市淨率)摘要
中國和香港股市的市場估值具有吸引力



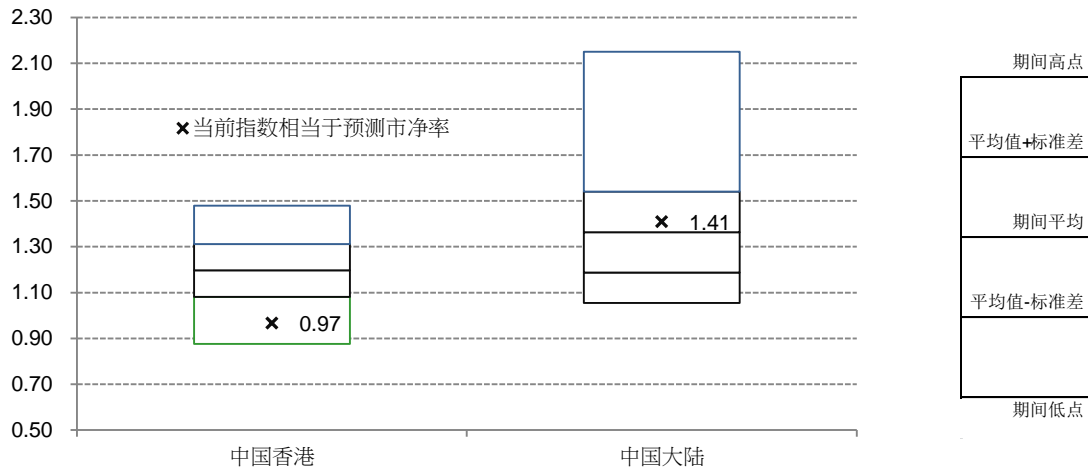
x: 當前指數相當於預測市淨率
 期間: 自 2015 年起的預期市淨率範圍(高, 均值+標準差, 均值, 均值-標準差, 低)
 相應市場的參考指數(從左至右): 恒指, 上證 50 指數, 道瓊斯工業平均指數, 納斯達克 100 指數, 斯托克 50 指數, CAC 指數, DAX 指數, 富時 100 指數, 日經 225 指數, KOSPI 指數, TWSE 指數和 STI 指數
 截至 2020 年 6 月 19 日的數據
 來源: 彭博、農銀國際證券

圖 12: 中國大陸和香港的股票市場估值(市盈率)
就市盈率範圍而言，香港股票市場估值接近歷史平均水平



期間:自 2015 年起的預期市盈率範圍(高，均值+標準差，均值，均值-標準差，低)
 參考指數:恒指(左)和上證 50 指數(右)
 截至 2020 年 6 月 19 日的數據
 來源:彭博、農銀國際證券

圖 13: 中國大陸和香港的股票市場估值(市淨率)
就市淨率範圍而言，香港股市處於估值區間的低端



期間:自 2015 年起的預期市淨率範圍(高，均值+標準差，均值，均值-標準差，低)
 參考指數:恒指(左)和上證 50 指數(右)
 截至 2020 年 6 月 19 日的數據
 來源:彭博、農銀國際證券

恒生指數(HSI)

2020 下半年的預測交易範圍: 22,700-26,700

2021 年的預測交易範圍: 26,700-32,900

鑒於各種不利因素以及公司在 1Q20 的業績報告，今年到目前為止(至 2020 年 6 月 17 日)，市場將恒生指數 2020 年和 2021 年的每股盈利預測分別下調 18.6%和 11.3%。在市場下調藍籌公司 2020 -21 年盈利前景之後，當前市場預計該指數 2020 年的預測 EPS 將同比下降 14.4%，然後在 2021 年將同比增長 18.0%。儘管預計 2021 年的收益將反彈，但預計全年每股收益僅比 2019 年高 1.0%。這反映了投資市場對 2021 年的藍籌公司盈利能力復蘇仍持謹慎態度。

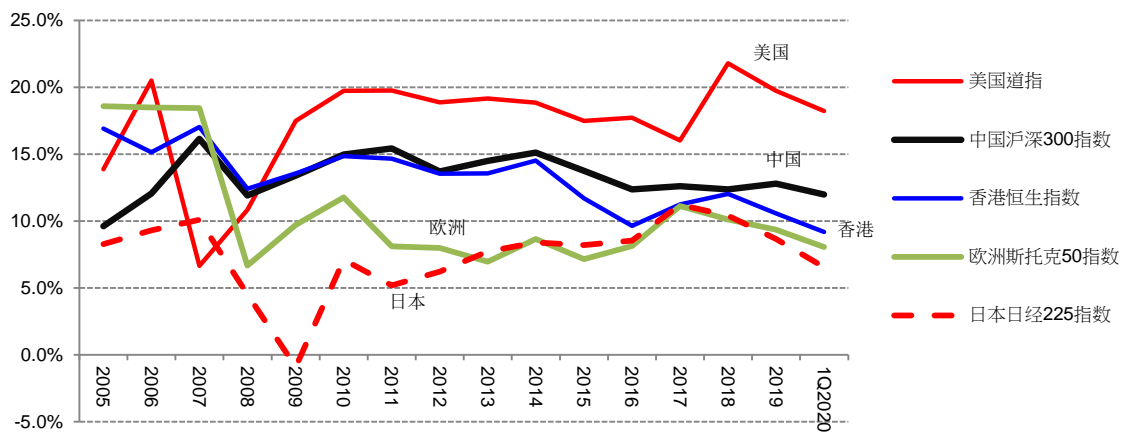
恒指在 2020 下半年的交易範圍預計為 ~22,700-26,700，相等於 10.6-12.4 倍 2020 年預測市盈率或 0.89-1.04 倍 2020 年預測市淨率。平均權益回報率 (ROAE) 從 2018 年的 10.58%降至 2019 年的 9.19%和 2020 年預測的 8.8%，盈利能力下降導致該指數目前的市淨率處於較低市淨率範圍的基本原因。此外，預計 2020 年收入增長的下降將限制市盈率估值的上限。

對於 2021 年，我們預計指數交易範圍將擴大至 26,700-32,900，相當於 10.5-13.0 倍 2021 年市盈率或 0.98-1.21 倍 2021 年市淨率。該指數的 ROAE 將從 2020 年的 8.8%提高到 2021 年的 9.6%。但是，我們預計指數中可能包含一些大型新經濟股，將增加波動性。

外部衝擊的潮起潮落通常很少事先警告(如果有的話)。這不是香港資本市場特有的問題;相反，這些是全球資本市場固有的風險。從流動性持續流入中國的 A 股市場和在岸債券市場來看，我們認為全球投資者仍在增加對中國的資產配置。香港未來的挑戰之一是其資本市場能否為全球投資者提供廣泛的風險資產。為擴大風險資產範圍以吸引全球投資者而進行的一些戰略舉措是有效的，如容許加權投票權的中國新經濟公司雙重上市以及在香港獲准上市的收入和產品前的生物技術公司。

恒指目前的結構阻礙了 ETF 產品的發展。恒生指數和恒生中國企業指數(HSCEI)是跟蹤香港股市表現的兩種流行指數。但是，這兩個指數中的成分股大量重疊，不可避免地導致高度相關。此外，這些指數主要由中國的舊經濟公司在金融、房地產、電信服務和能源資源方面佔據主導地位。這些公司的盈利能力和增長動力不足以為長期投資者帶來豐厚的投資回報。

圖 14: 主要股市基準藍籌股指數的平均權益回報率(ROAE)



來源: 彭博、農銀國際證券

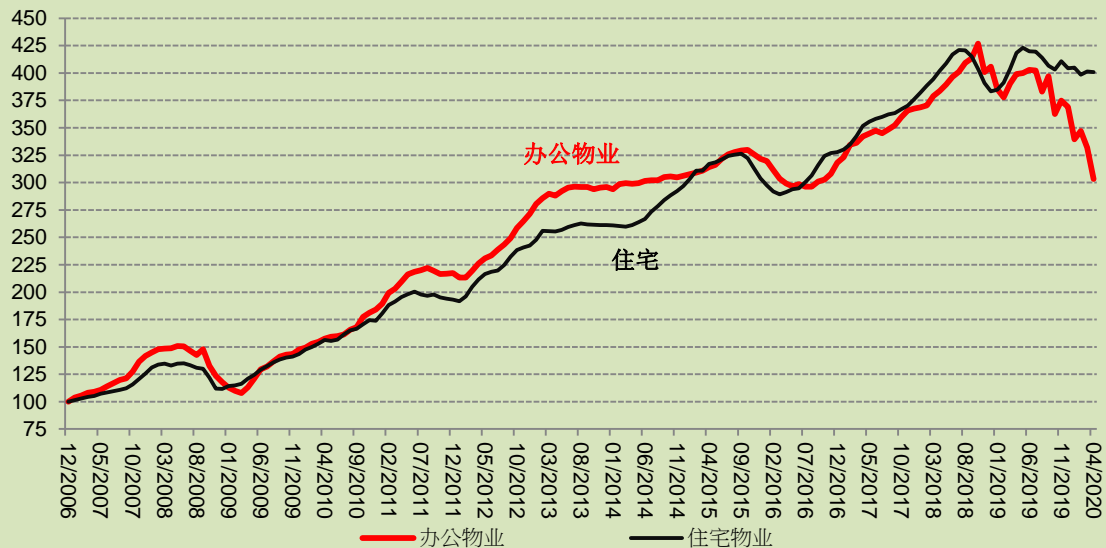
专题讨论

香港房地产市场处于高风险： 给中国其他城市的启示

陳宋恩

維持預期經濟繁榮的環境對香港房地產市場的重要性

圖 15: 香港房地產價格指數(以 12/2006 = 100 為基數): 住宅價處於懸崖邊緣



截至 2019 年末的 36 個月，兩個指數之間統計相關性為 0.87。
來源:香港政府、彭博、農銀國際證券

辦公樓價格已大幅下降，但仍未觀察到穩定的信號。自 2018 年 10 月以來，我們估計辦公樓的平均價格已下跌了大約 29%，並降至 2016 年中水平。自 2018 年以來的中美貿易戰，2019 年下半年以來香港的社會動盪以及 2020 年上半年爆發的 COVID-19 對香港經濟前景產生了不利影響，隨後削弱了對香港辦公樓物業的需求。

本地和外國企業會縮減在香港的業務。辦公樓價格的調整是香港本地和外國企業減少資本和運營支出的早期指標。他們的行動是基於對維持他們在香港實際辦公規模所需求的成本和回報的判斷。

辦公樓價格和住宅價格高度相關。過去幾年中，辦公樓房地產價格與住宅房地產價格之間的強相關性表明，辦公樓價格先跌，住宅房地產價格的下行風險正在增加。由於美聯儲的貨幣擴張和 2020 年前幾個月市場利率的下降，我們認為住宅房地產價格的向下調整已被推遲。然而這樣，購住房者可能低估了住宅房地產市場中的價格下行風險。

由於失業率上升，房價易跌難升。香港的失業率從 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%。失業率的持續上升表明居民的償債能力和其購買力正在減弱。如果上述風險因素持續或升級，我們認為住宅物業價格可能在 2020 年第三季度/第四季度下跌。我們估計住宅價格的潛在下行風險為 28%，這意味著價格將跌至與 2016 年低谷相似的水平。

政府需要採取先發制人的措施，以遏制由於房地產市場的急劇調整而引起的系統性風險。我們認為，自 2018 年以來，本地銀行業已受到辦公樓價格下跌的影響。如果住宅樓價的下行修正與辦公樓市場所觀察到的一樣快，香港銀行業的系統性風險將會增加。根據香港金融管理局的數據，住宅抵押貸款的未償還餘額從 2016 年底的 1.119 萬億港元增至 2018 年底的 1.311 萬億港元和 2019 年底的 1.437 萬億港元，並進一步增至 2020 年 4 月底的 1.464 萬億港元(約相當於 2019 年香港名義 GDP 的 51%)。如果住宅物業價格下調至 2016 年的水平，我們估計抵押貸款將有 0.35 萬億港元出現潛在風險(約相當於 2019 年香港名義 GDP 的 12%)。

對香港股票市場的影響

- 在香港上市的房地產投資公司，特別是香港房地產市場的辦公樓投資公司，將可能在 2020 年的財務報表中記錄很大辦公物業價值重估損失;導致公司利潤和權益價值出現收縮。由於資產和權益價值的下降，它們的財務杠杆將增加。結果，銀行可能會減少向這些公司提供的信貸額度。
- 香港物業投資公司的財務狀況惡化，可能會在未來 12 個月削弱其償還債務和分紅的能力。
- 由於相關公司的歷史賬面淨值不能很好地反映當前市場惡化狀況，因此投資者將要求其股票具有較高的風險溢價(即股價相對於歷史淨資產值的更大折讓)。
- 我們相信房地產公司審慎的財務管理，例如低財務杠杆和多元化的收入來源，是克服經濟和房地產市場下行週期的關鍵因素。各種宏觀經濟風險因素的持續出現，恰恰暴露了那些管理不慎公司的弱點。

反週期業務擴展機會

自 2018 年以來，辦公物業價格的大幅調整將辦公樓價格推低至與 2016 年中期相似的水平，這意味著當前辦公場所的重置成本已大大降低。現在是企業考慮在香港開展反週期業務擴展的時機。擁有長期資金來源的資產管理公司是尋找優質辦公物業進行討價好機會。

分析師:周秀成

開始復蘇

- 受疫情影響，香港的 IPO 市場有所減慢。在 1H20，香港 IPO 市場籌集了 113 億美元。從好的方面看，受海外上市的中概股回流香港作第二上市的趨勢推動下，IPO 市場自 2Q20 開始復蘇。
- 非必需消費品和科技類股票合計占 1H20 IPO 總量的 69%。展望未來，我們預計這一趨勢將持續。

受疫情影響，香港的 IPO 市場有所減慢。在 1H20 (截至 2020 年 6 月 22 日)，香港 IPO 市場籌集了 113 億美元，而 2019 年則為 403 億美元。在 1H20，共有 59 宗 IPO 發行，平均發行規模為 1.91 億美元。

從好的方面看，受海外上市的中概股回流香港作第二上市的趨勢推動下，IPO 市場自 2Q20 開始復蘇。

受海外上市的中概股回流推動，非必需消費品和科技類股票成為了 IPO 市場的主要貢獻者，在 1H20 合計占 IPO 總量的 69%。

在非必需消費品和科技之後，醫療保健股是第三大貢獻者，占 1H20 IPO 發行量的 18%。另一方面，金融類股票僅占 1H20 IPO 發行量的 8%，遠低於 2019 年的 17%。

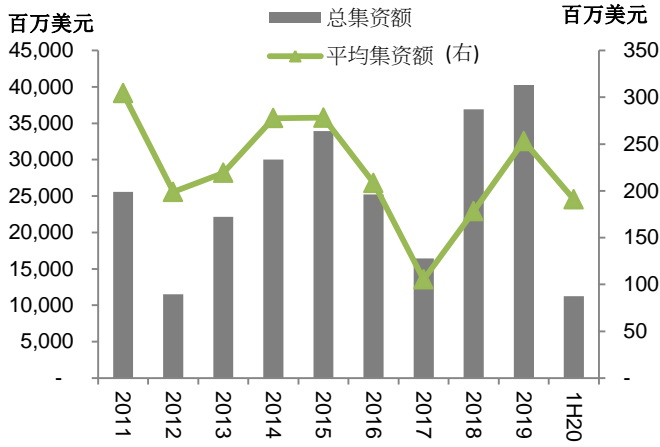
展望未來，我們預計在未來幾個月中，將會有更多的海外上市中概股回流香港作第二上市，其中大多數是互聯網股。我們認為，這可能導致短期內互聯網股票的供應增加，以及主要機構投資者在投資組合中重整其互聯網股票分佈。

圖 1: 1H20 香港 IPO 市場 (截至 2020 年 6 月 22 日)

行業	總集資額 (百萬美元)	平均集資額 (百萬美元)
非必需消費	4,493	300
科技	3,280	656
醫療保健	1,992	332
金融	857	107
工業	283	24
通訊	219	44
其他	139	17

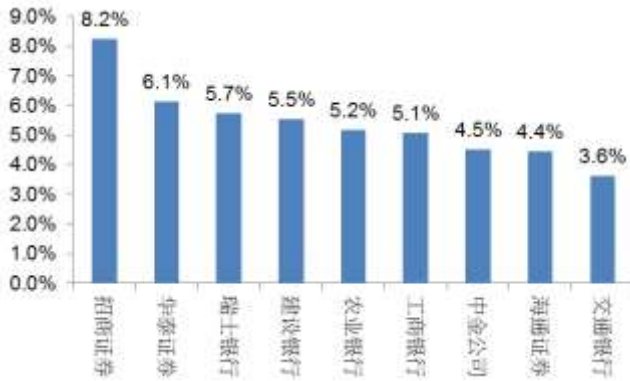
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 2: 香港 IPO 市場 (截至 2020 年 6 月 22 日)



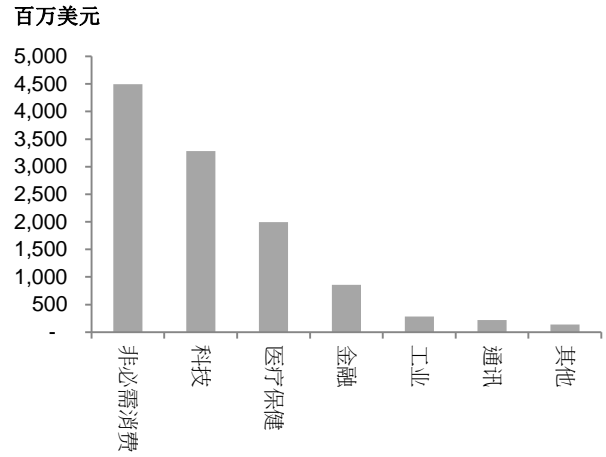
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 4: 主要承銷商市場份額 (1H20, 截至 2020 年 6 月 22 日)



來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 3: 香港 IPO 集資額行業分佈 (1H20, 截至 2020 年 6 月 22 日)



來源: 彭博、農銀國際證券



行業展望

農銀國際分析員



正面
中國銀行業 – 政策導向助行業維持基本面可控
歐宇恒

主要數據		行業表現	絕對值 (%)	相對值 (%)
H 股		H 股 (相對於 MSCI 中國指數)		
2020E 市盈率均值(x)	4.16	1 個月	1.18	(8.12)
2020E 市淨率均值(x)	0.48	3 個月	(0.23)	(12.94)
2020E 股息率均值(%)	5.90	6 個月	(12.23)	(14.70)
A 股		A 股相對於 CSI300 指數)		
2020E 市盈率均值(x)	5.54	1 個月	(0.21)	(7.29)
2020E 市淨率均值(x)	0.60	3 個月	(0.51)	(12.50)
2020E 股息率均值(%)	5.84	6 個月	(10.35)	(13.16)
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 政策措施助銀行保持資產質量前景穩定 ➢ 預期銀行將繼續維持大撥備，這將限制銀行盈利增長速度 ➢ 降息週期及政策方向帶來的淨息差壓力將無可避免地延至 2021 年，但強勁的資產負債表增長有助於部分抵消影響 ➢ 預期地區性銀行將見更多資本活動，以支持資產負債表的快速增長 ➢ 重申 A / H 市場銀行業正面評級。偏好大型銀行較高的防禦性和穩定的股息收益率。我們的首選為農行(1288 HK/601288 CH)和建行(939 HK/601939 CH) 				

政策有助保持資產質量穩定。在新冠肺炎疫情和中美爭端對經濟的雙重影響下，資產質量風險一直是投資者對中國銀行業的主要憂慮點，亦是導致行業估值持續偏低的原因。根據中國銀保監會統計，截至 2020 年 3 月末，行業平均不良貸款率環比微升 5 個基點至 1.91%。按銀行類別劃分，大型銀行及股份制銀行的平均不良貸款率分別環比上升 1 個基點至 1.39%和環比持平在 1.64%。而城市商業銀行和農村商業銀行的平均不良貸款率則環比分別上升 13 個基點和 19 個基點至 2.45%和 4.09%。這反映較大的銀行通過不良貸款處置及業務多元化來抵禦資產質量上的風險，地區性銀行則由於經營規模較小及小微企業業務占比較高而出現資產質量波動性較大的情況。隨著早前政府工作報告將政策重點放在重大金融風險有效防控和支持普惠金融小微企業上，中國人民銀行於 2020 年 6 月 1 日發佈支持普惠金融小微企業的詳細措施。其中，中國人民銀行鼓勵銀行對中小微企貸款的延遲還本付息政策延至 2021 年 3 月末而不需納入不良貸款。同時對於地區性銀行首次延遲的貸款本金，中國人民銀行將額外給予約為 1%的激勵資金。因此，我們可以合理預期行業資產質量將在 2Q21 前保持穩定，而未來幾個季度的行業平均不良貸款率的環比上升幅度將維持在單位數基點的水平。仍然，為了增強風險緩衝能力，我們預期銀行的大撥備政策將在未來幾個季度維持，而這將是限制銀行盈利增長速度的主要原因。撥備比率較高的銀行亦因而相對占優，有望保持較快的盈利增長。

行業淨息差下行壓力將持續至 2021 年。早前政府工作報告再次強調推動利率持續下行，鼓勵銀行合理讓利，讓綜合融資成本明顯下降並推動企業便利獲得貸款。根據中國人民銀行數據，自 2019 年 8 月 LPR 改革以來，平均貸款利率從 2019 年 9 月的 5.62%逐漸下降至 2020 年 3 月的 5.08%，數字同比下降 61 個基點或環比下降 36 個基點。然而我們注意到，除了 LPR 的下降趨勢外，銀行的貸款定價同時呈下降趨勢，這可以反映在上浮於 LPR 的貸款定價占比從 2019 年 9 月的 83.04%逐步下降至 2020 年 3 月的 72.83%。因此，行業平均淨息差在 1Q20 環比收窄 10 個基點至 2.1%。具體而言，農村商業銀行的平均淨息差在 1Q20 下行壓力最大，環比下降 37 個基點，同期其他銀行類別的平均淨息差環比只下降 3 至 9 個基點。展望未來幾個季度，我們認為銀行的資產負債表增速將繼續是銀行抵禦淨息差壓力的要素，而這將主要受普惠金融小微企貸款的快速增長所推動。政府工作報告為五大銀行設定了普惠金融小微企貸款同比 40%的貸款增長目標，較 2019 年所訂出的 30%同比增長有所提升。此外，中國人民銀行 2020 年 6 月 1 日亦推出針對地區性銀行的信用貸款再融資計劃，當中合格地區性銀行可以向中國人民銀行申請為期 1 年的再融資資金，金額相當於其在 2020 年 3 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日之間批出貸款期限超過 6 個月的普

惠金融小微企信貸貸款的 40%。銀行淨息差上的下行壓力在降息週期中將無可避免，而重定價過程將使淨息差的下行壓力延至 2021 年。我們認為，大型銀行和股份制銀行將更有能力通過資產負債表增長和配置來維持淨息差。

預期地區性銀行資本活動增加。資產負債表的持續增長將推動銀行的資本需求上升。根據銀保監會數據，商業銀行的總資產和總負債同比增速在 2020 年 3 月末分別為 10.7% 和 10.4%，較 2019 年 3 月末的同比增速 8.69% 和 8.35% 有所加快。行業平均核心一級資本充足率及資本充足率在 2020 年 3 月末分別為 10.88% 和 14.53%。值得一提的是，早前政府工作報告明確加強中小型銀行的資本狀況，與去年目標擴大大型銀行資本渠道有所改變。政策方向的變化反映政府清楚瞭解到對於要推動貸款增長，必需同時以降准增加流動性並提高銀行資本充足率。儘管大型銀行及股份制銀行的資本水平在過去幾年逐步加強，地區性銀行的資本水平仍然處於較低位置，因此未來地區性銀行的資本活動將逐步增加。近年來，由於 A / H 股市場的上市銀行數量均不斷增加，從股票一級市場籌集資金對地方性銀行而言變得越來越困難。我們預計，地區銀行未來將使用更多替代性融資工具，例如優先股和永續債券等，以改善資本狀況。

長線展望

政策風險仍然是中國銀行業面對的最大不確定因素。但是，我們認為嚴格監管並自律的經營環境是行業基本面的長遠正面因素。與此同時，我們對新冠肺炎疫情及中美爭議持續所帶來的長期經濟影響持謹慎態度。

短線展望

儘管在監管機構支持和銀行的自律運作下，我們不認為銀行的資產質量會出現大幅惡化，但新冠肺炎疫情所帶來的經濟影響將在未來幾個季度逐步浮現。加上銀行淨息差不可避免的下行壓力，投資者將在短期內對中國銀行業的基本面前景維持審慎。如果資產質量及淨息差在 4Q20-1Q21 出現穩定訊號，將有機會觸發下一輪行業估值修復。

股票推薦

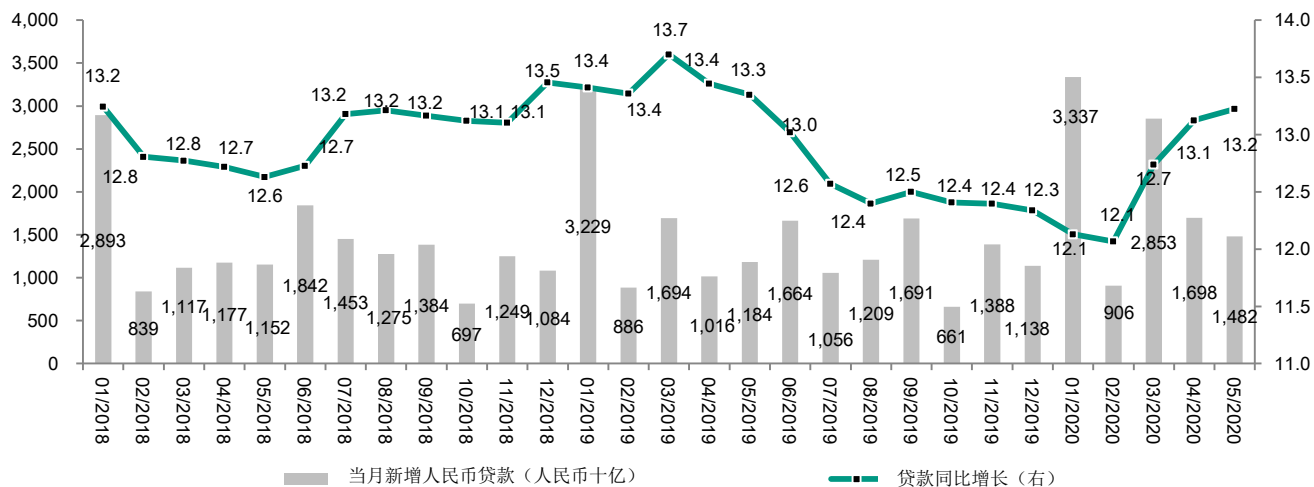
考慮現時銀行板塊估值正處於歷史上較低水平及其穩定增速與可控的基本面，我們重申對 A / H 股兩個市場中國銀行業的正面評級。其中，我們較偏好大型銀行的穩定股息收益率和高度多元化的業務組合，從其基本面可以充分體現出大型銀行對於政策風險及對宏觀變化的防禦能力和高度適應性。我們的行業首選為**農行(1288 HK/601288CH)**，因其在同業中具有較強的風險緩衝能力，同時為普惠金融政策的主要受益者。我們也喜歡**建行(939 HK/601939CH)**一直以來較為審慎的風管態度。

而資產負債表相對較小的地區性銀行，其高度的營運靈活性亦往往放大了宏觀因素與政策風險的影響。在普惠金融政策重點的推動下，我們可以合理預期地區性銀行的資產負債表增長及盈利增長將維持在較快的速度，但同時亦將帶動地區性銀行的資本需求，並稀釋每股盈利及淨值。此外，其較低的日均成交量仍然是這類股票的一個主要問題。

風險因素

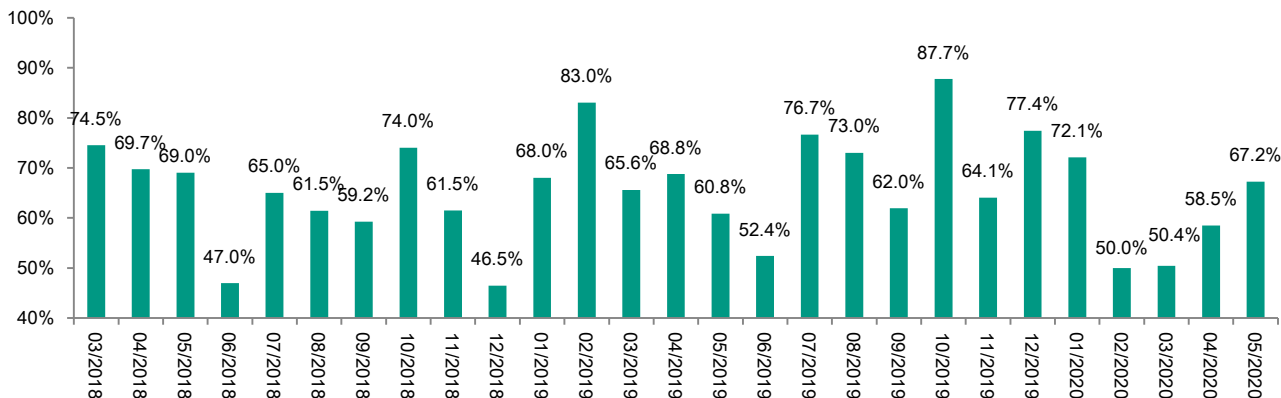
1) 在強監管和政策主導的環境下發生政策方向出現急劇變化; 2) 來自非銀行及外資金融機構的競爭加劇; 3) 特定區域的資產質量急劇惡化; 4) 對新業務和個別快速增長業務的政策風險提高; 5) 受新冠肺炎疫情和中美爭端的長期影響。

圖 1: 當月人民幣新增貸款(人民幣 10 億元)和人民幣貸款餘額同比(%)



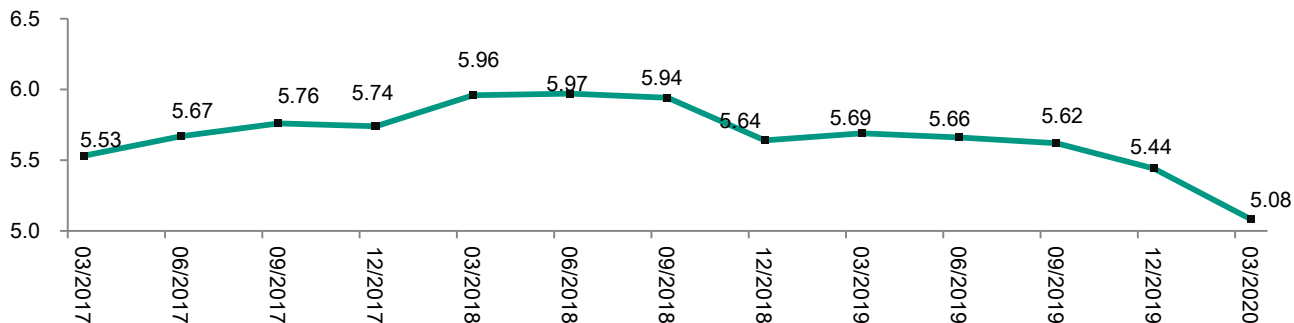
來源: 人民銀行、農銀國際證券

圖 2: 中長期貸款占當月人民幣新增貸款總額比



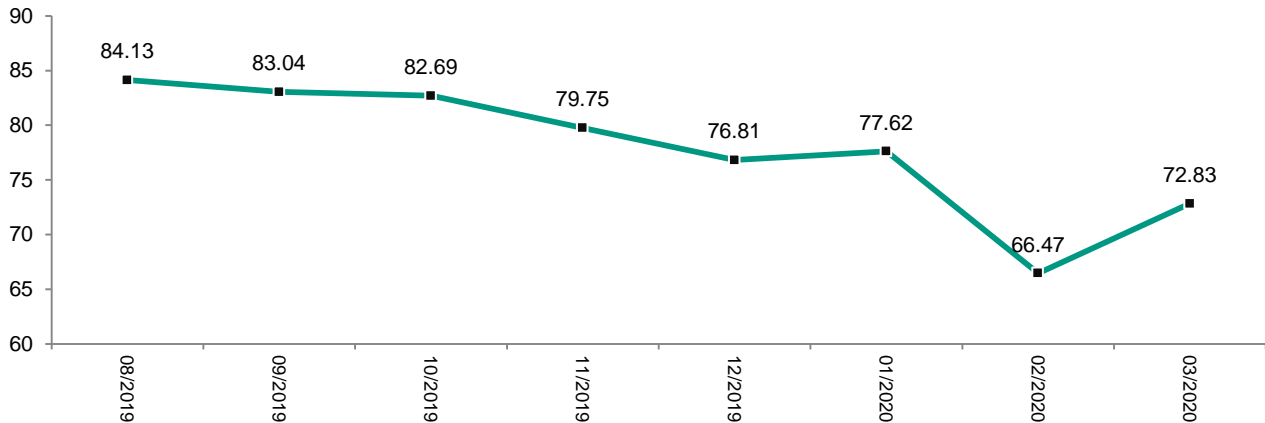
來源: 人民銀行、農銀國際證券

圖 3: 行業平均貸款利率(%)



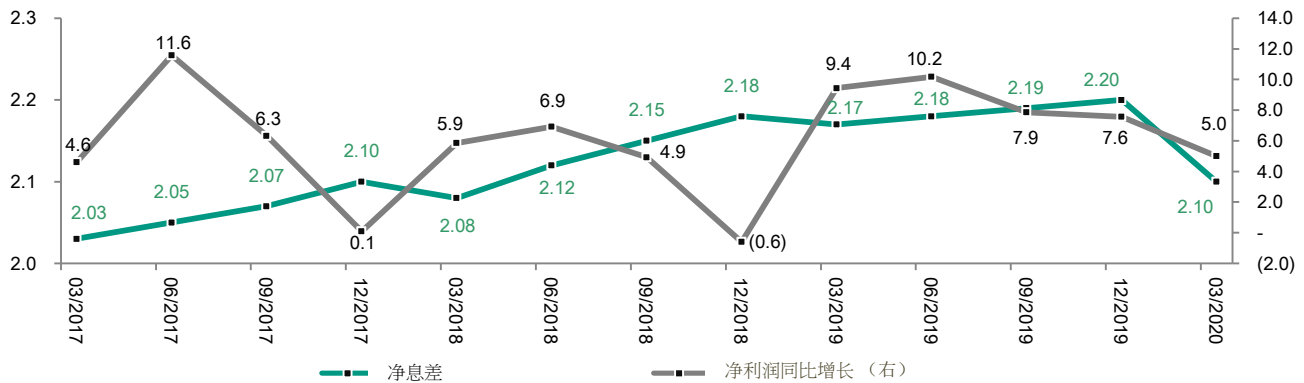
來源: 人民銀行、農銀國際證券

圖 4: 貸款定價高於 LPR 占比(%)



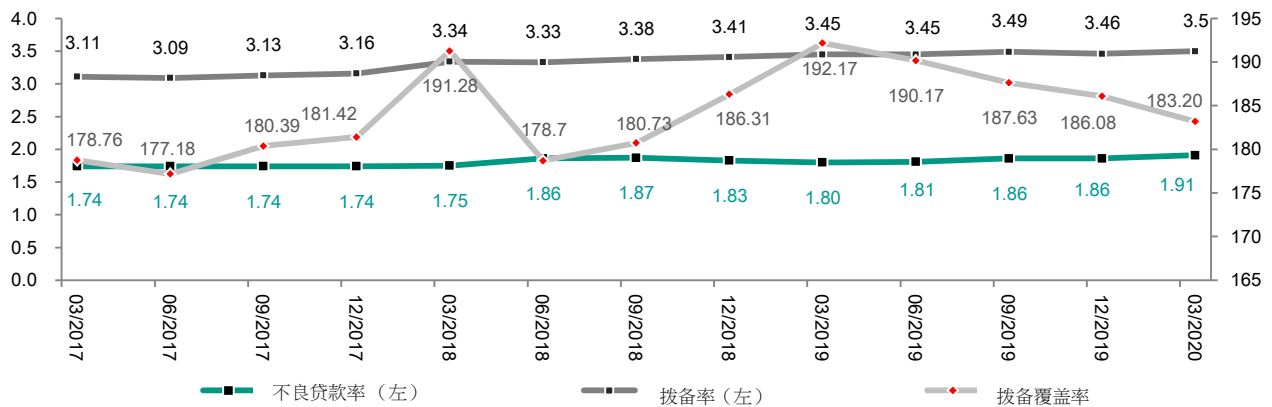
來源: 人民銀行、農銀國際證券

圖 5: 行業平均淨息差與行業季度淨利潤同比增長(%)



來源: 中銀保監、農銀國際證券

圖 6: 行業平均資產質量指標(%)



來源: 中銀保監、農銀國際證券

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

圖 7: H 股行業首選 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
農業銀行	1288 HK	買入	4.88	54.92	4.73	4.49	0.53	0.49	6.63	6.97
建設銀行	939 HK	買入	8.94	42.81	5.16	4.96	0.62	0.57	5.90	6.13

來源：彭博、農銀國際證券預測

圖 8: A 股行業首選 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
農業銀行	601288CH	買入	5.08	51.64	5.50	5.22	0.62	0.57	5.70	6.00
建設銀行	601939CH	買入	9.21	46.89	5.64	5.43	0.68	0.63	5.39	5.60

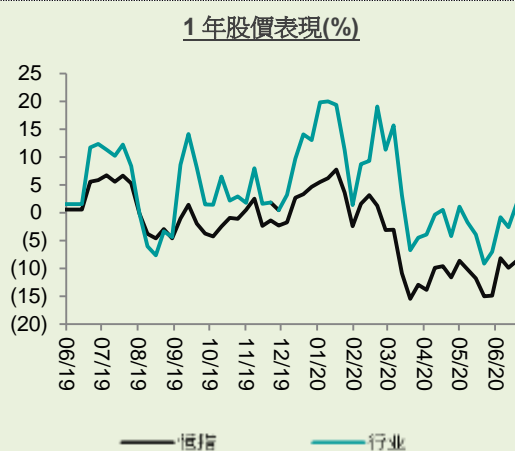
來源：彭博、農銀國際證券預測

中性
中國證券業 - 好壞參半
周秀成

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	1 個月	13.7	3.1
2020E 市淨率均值(x)	3 個月	18.3	(6.7)
2020E 股息率均值(%)	6 個月	(5.2)	(8.0)

來源: 彭博、農銀國際證券預測

- 證券行業經營環境好壞參半。A 股日均成交量已從 5M19 的 6,341 億人民幣增至 5M20 的 7,585 億人民幣，使行業的傭金收入增加。但另一方面，上證指數在 5M20 下跌了 5.1%，這影響了行業的投資收入
- 政策環境維持理想。政府最新工作報告計劃引導社會融資規模增速明顯高於去年，這和政府的長遠策略提高直接融資比重，促進多層次資本市場健康發展的大方向一致
- 我們較喜歡申萬宏源-H(6806 HK)



來源: 彭博、農銀國際證券

經營環境好壞參半。根據中國證券業協會的數據，1Q20 行業收入和淨利潤分別同比下跌 4% 和 12%。行業淨資產回報率從 1Q19 的 9.2% 跌至 1Q20 的 7.6%(年度化)。這主要是受到在 1Q20 疫情期間上證指數下跌 9.8% 的拖累。A 股日均成交量已從 5M19 的 6,341 億人民幣增至 5M20 的 7,585 億人民幣，使行業的傭金收入增加。但另一方面，上證指數在 5M20 下跌了 5.1%，這影響了行業的投資收入。此外，融資融券餘額從 2019 年底的約 1.02 萬億增加至 5M20 的 1.08 萬億。總體而言，這代表了行業中不同細分市場好壞參半。

A 股成交量和指數表現是主要決定因素。根據中國證券業協會的數據，在整個行業中，經紀業務是 1Q20 最大的收入貢獻者(44%)，其次是自營投資交易(30%)、投資銀行(11%)、資產管理(7%)和其他(8%)。總體而言，經紀業務和交易總計占行業收入的 74%，因此 A 股成交量和指數變動是行業收入趨勢的主要決定因素。

政策環境良好。政府最新工作報告計劃引導社會融資規模增速明顯高於去年，這和政府的提高直接融資比重及促進多層次資本市場健康發展的大方向一致。這些目標在之前的政府報告內也被提及。這些發展方向再被提及，顯示政府對資本市場的結構及發展方向沒變。此外，今年地方政府專項債券增加，和支持企業擴大債券融資，這應對券商的債券融資業務有利。但這會否導致替代效應，即導致其他融資業務如項目股本融資相應減少？從工作報告計劃引導社會融資規模增速明顯高於去年的大方向看，由於整體社會融資規模明顯增長，故潛在的替代效應或未必太大。工作報告中提改革創業板並試點註冊制，這應參考去年設立科創版的經驗。總的來說，這應能加快企業在創業板上市的速度，但創業板和科創版的分工則有待確定。對證券行業而言，這有利於其股票融資業務。

估值吸引。目前主要的 H 股上市證券公司的平均 2019 年市淨率為 0.8 倍，仍遠低於 2015 年上一次牛市期間的水平(超過 2 倍)和 1.2 倍的歷史平均水平。我們認為行業估值吸引。

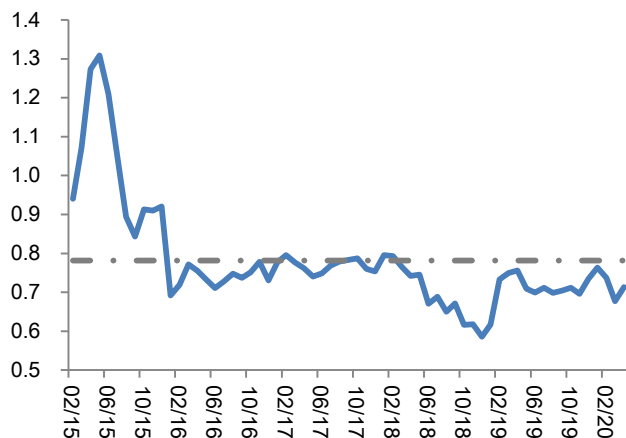
股票推薦

在各券商股中，我們較喜歡申萬宏源-H(6806 HK)，因為它們近年來在整個市場週期中表現出較高的淨資產收益率以及估值吸引。

風險因素

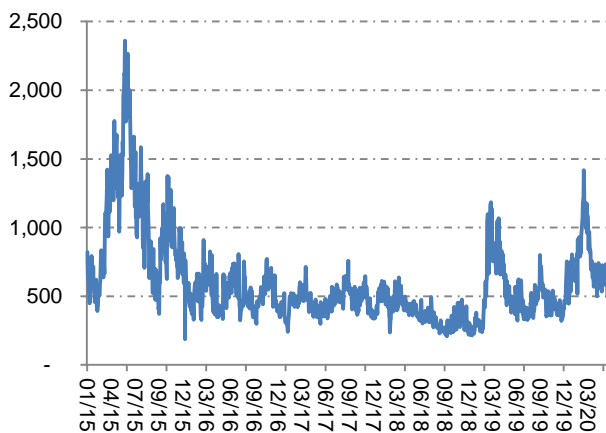
1)金融資產的市場風險;(2)與債券投資和貸款業務相關的信用風險;(3)市場成交量波動;(4)對證券公司的不當行為或員工瀆職行為的處罰;(5)直接融資的監管變化;(6)金融部門去杠杆化帶來的溢出效應;(7)放寬外資所有權後加劇競爭;(8)加強直接融資業務中銀行與證券公司之間的競爭。

圖 1: A 股市場總市值/ M1 比率



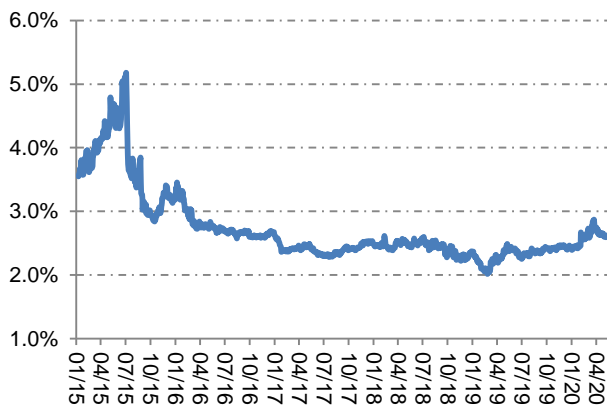
來源:彭博、農銀國際證券

圖 3: A 股日均成交量 (十億人民幣)



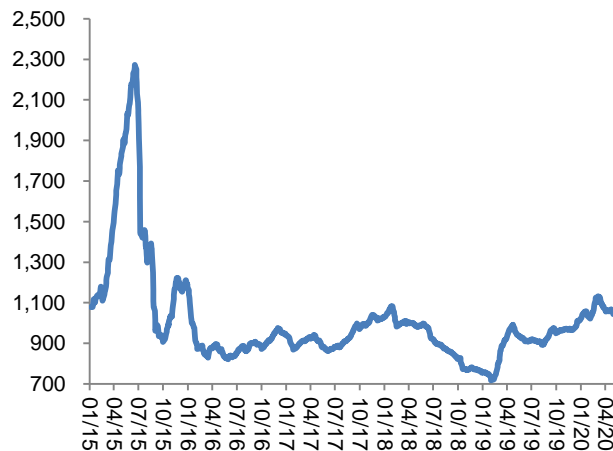
來源:彭博、農銀國際證券

圖 2: 兩融餘額/A 股市值比率



來源:彭博、農銀國際證券

圖 4: 兩融餘額(十億人民幣)



來源:彭博、農銀國際證券

圖 5: 行業首選 (截至 2020 年 6 月 23 日)

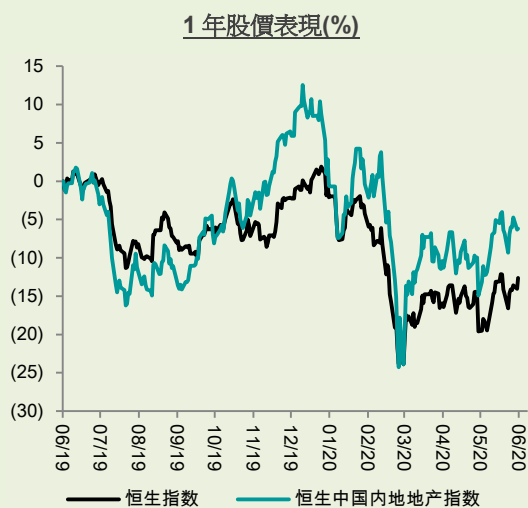
公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
申萬宏源-H	6806 HK	買入	3.0	37.6	7.6	6.2	0.6	0.6	3.8	4.3

來源:彭博、農銀國際證券預測

正面 中國房地產業 – 開發商未見政策放鬆; 物管公司將遇見更多收並購機遇 董耀基

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	6.1	1 個月	10.1
2020E 市淨率均值(x)	1.1	3 個月	23.1
2020E 股息率均值(%)	6.3	6 個月	(12.0)
來源: 彭博、農銀國際證券預測	來源: 彭博、農銀國際證券		

- 主要開發商 5 月份銷售額平均同比上升 13%。我們預計開發商銷售額將在 2020/2021 年將分別同比上漲 8%/12%
- 政府工作報告強調住房不炒, 亦無大規模房地產政策放鬆
- 物管行業將受惠政策支持, 勞工成本有望下降
- **中國奧園(3883 HK)**是我們在中國開發商中的首選, 因為其合約銷售表現亮麗(2014-19 年複合增長:57%)而且富有舊城改造經驗。**雅生活(3319 HK)**是我們中國物業管理公司首選, 基於其在管面積在上市物管公司中最大, 而且擁有豐富收並購經驗。



行業前景

■ 內地開發商:

合同銷售額增長持續改善。隨著新冠肺炎疫情減退, 23 家主要上市開發商的合同銷售額在 2020 年 5 月繼續反彈(同比增長 13%), 比 2 月/ 3 月份 -33%/-9%的同比下降和 4 月份 3%同比增長, 有明顯改善。值得注意的是, 在 23 家主要上市開發商中, 有 20 家在 5 月恢復了同比正增長, 另外有 7 家(禹州、金茂、恒大、世茂、綠城、龍光和合景泰富)實現了今年首五月同比正增長。5 月單月全國商品房銷售面積和銷售額分別同比增長 10%和 14%;上市開發商的合同銷售增長與商品房銷售大致相符。我們相信隨著新冠肺炎的影響逐漸減弱, 預計 2020 /2021 年上市開發商的合同銷售額將同比增長 8%/ 12%。

然而, 上市開發商的可觀銷售很大程度上是受降價推動的, 5 月份平均售價同比下降 2%, 而建築面積銷售同比增長 15%。考慮到土地成本在過去幾年中呈上升趨勢, 平均售價下降可能會降低利潤。然而, 我們相信隨著銷售回升, 平均售價在 2020 年下半年將恢復增長勢頭。我們預計 2020 年全年平均售價將保持穩定。

五月份的政府工作報告表明沒有重大房地產政策寬鬆。五月份的政府工作報告再次強調住房不炒。我們認為, 房地產行業的政策方向將保持不變。儘管經濟增長勢頭受到疫情影響而放慢, 但迄今為止尚未發現放鬆價格控制和購房限制的跡象。在 70 個大中城市中, 新房價格環比上升的在 5 月份有 57 個, 而 4 月為 50 個, 3 月為 38 個。1/2/3 線城市的新房價格增長繼續加速, 5 月份環比分別升 0.7%/0.6%/0.7%, 4 月份環比升幅為 0.2%/0.5%/0.6%。在房價依然維持上升趨勢下, 住房政策不太可能放鬆。

■ 物業管理公司:

隨著開發商合同銷售和並購的增加, 在管面積增長將進一步加速。根據我們的統計, 假設關聯開發商預售項目均為同集團物管公司管理, 關聯開發商在今年首 5 個月預售面積將使上市物業管理公司的未來在管面積平均增加 7.7%(圖 5)。除了來自關聯開發商的自然增長, 上市物管公司也加快了並購步伐。5 月, 三家上市物管公司宣佈了總值 1.56 億元的並購交易, 總建築面積 1000 萬- 其中新城悅(1755 HK)以 1.05 億元人民幣收購了成都誠悅時代物業服務有限公司 61.5%的股份, 管理的建築面積增加了 522 萬平方米;而奧園健康(3662 HK)和時代鄰里(9928 HK)在並購後增加了 241 萬平方米和 243 萬平方米, 金額分別為 3,700 萬元和 1,487 萬元人民幣。實際上, 永升生活(1995 HK)最近亦指出, 由於新冠肺炎危機, 潛在的並購項目數量有所增加。其最新的新股配售計劃(16 億港元)將為該集團準備資金以吸引的價格收購中小型同業。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

政策支持下成本有望下降。根據政府工作報告，為降低勞動密集型行業如物業管理業等的成本，減稅和減費措施(包括暫緩中小型企業繳交社保等)將從今年 6 月底延長至 2020 年底。上市物管公司的區域或城市級別子公司可能會從此類政策中受益。上市物管公司可能會更渴望收購規模較小的競爭者，因為後者將因暫停社保等支出而大幅度降低人工成本。此外，財政部在 5 月份還確認，將適用位於中國西部的鼓勵產業(包括物業管理)的 15%優惠企業所得稅稅率，從 2021 年 1 月 1 日起將再延長十年。這正好緩解投資者對藍光嘉寶(2606 HK)等西部物管公司其優惠稅率可持續性的疑慮。

股票推薦

■ 內地開發商:

大灣區開發商將從不斷增長的房地產需求中受益。由於銷售前景因疫情影響而未明朗和毛利率可能繼續下降，我們更傾向於在大灣區和長三角擁有較多項目的開發商，因地區的經濟增長和房地產需求將優於其它中國區域。憑藉其快速的銷售增長(2014-19 年複合增長率:57%)和在舊城改造項目方面的豐富經驗，**中國奧園(3883 HK)** 依然是我們的首選。

■ 物業管理公司:

雅生活(3319 HK)因其在並購方面的良好業績而成為我們的首選。雅生活在 2019 年從收並購中獲得了 6,680 萬平方米的在管面積，而收購中民物業將使雅生活 2020 年的在管面積再增加 2.9 億平方米。收購中民物業之後，該公司將成為在管面積最大的上市物管公司。此外，新冠疫情將為集團帶來許多收購機會。

風險因素

■ 內地開發商:

1)經濟增長放緩導致銷售增速降低; 2)由於中美關係惡化，外匯風險上升; 3)發行新股以降低負債率或帶來攤薄效應

■ 物業管理公司:

1)物業管理子公司與母公司開發商之間的大量關聯方交易; 2)新項目過份依賴股東; 3)由於並購增加導致的潛在利潤率下降;4)競爭力較弱的內地物管公司上市可能拖累估值;5)由於年初至今股價大幅上漲，存在配售風險。



圖 1: 2020 年首五月主要上市開發商合同銷售表現

			2020 年 5 月						2020 年 1-5 月					
			金額	同比變化	面積	同比變化	均價	同比變化	金額	同比變化	面積	同比變化	均價	同比變化
			人民幣 十億	%	000 平米	%	人民幣 /平米	%	人民幣 十億	%	000 平米	%	人民幣 /平米	%
1	禹洲	1628 HK	10.8	107%	639	83%	16,836	13%	30.7	44%	1,905	35%	16,136	
2	金茂	817 HK	20.1	51%	1,203	117%	16,729	(31%)	65.2	20%	3,790	47%	17,213	
3	恒大	3333 HK	60.2	12%	6,367	28%	9,458	(12%)	272.8	18%	30,078	40%	9,069	
4	世茂	813 HK	22.0	37%	1,260	41%	17,472	(3%)	80.3	12%	4,582	14%	17,518	
5	綠城	3900 HK	19.0	12%	950	(7%)	20,000	20%	60.4	9%	2,850	(2%)	21,193	
6	龍光	3380 HK	11.6	14%	704	(8%)	16,420	24%	37.3	8%	2,417	(5%)	15,412	
7	合景泰富	1813 HK	9.2	45%	509	46%	17,978	(1%)	28.7	1%	1,713	6%	16,756	
8	時代	1233 HK	7.5	26%	518	30%	14,517	(3%)	24.6	(2%)	1,771	6%	13,894	
9	龍湖地產	960 HK	22.1	10%	1,290	6%	17,140	4%	82.3	(2%)	4,850	(8%)	16,973	
10	寶龍	1238 HK	7.4	14%	484	35%	15,185	(16%)	21.2	(6%)	1,377	(1%)	15,397	
11	碧桂園	2007 HK	56.1	3%	6,650	14%	8,438	(10%)	206.0	(7%)	24,560	0%	8,387	
12	中國海外	688 HK	26.8	-9%	1,480	(10%)	18,103	1%	114.5	(7%)	6,270	(7%)	18,253	
13	萬科	2202 HK	61.3	6%	3,868	6%	15,843	0%	247.1	(8%)	15,754	(5%)	15,686	
14	越秀	123 HK	11.2	47%	424	22%	26,536	21%	25.8	(10%)	1,005	(19%)	25,708	
15	雅居樂	3383 HK	13.8	24%	996	21%	13,896	3%	40.2	(12%)	2,743	(11%)	14,659	
16	華潤置地	1109 HK	21.2	0%	1,272	11%	16,683	(10%)	79.0	(13%)	4,541	(7%)	17,404	
17	中國奧園	3883 HK	10.3	2%	1,015	(6%)	10,099	9%	33.3	(13%)	3,253	(14%)	10,230	
18	融創	1918 HK	45.2	2%	3,198	5%	14,128	(3%)	140.7	(14%)	10,221	(9%)	13,766	
19	旭輝	884 HK	20.2	26%	1,135	12%	17,791	13%	55.6	(16%)	3,340	(15%)	16,645	
20	富力	2777 HK	10.6	1%	882	(5%)	12,048	6%	36.5	(17%)	3,100	(18%)	11,787	
21	保利	600048 CH	47.1	12%	3,175	17%	14,826	(4%)	155.7	(18%)	10,518	(14%)	14,802	
22	首創置業	2868 HK	8.8	46%	271	24%	32,435	18%	19.7	(21%)	625	(38%)	31,456	
23	遠洋	3377 HK	8.2	(19%)	454	(12%)	18,076	(8%)	31.8	(27%)	1,663	(18%)	19,104	
	總共		530.6	13%	38,743	15%	13,695	(2%)	1,889	(4%)	142,927	2%	13,219	

國家統計局數據

- 所有商品房	1,441	14%	147,300	10%	9,783	4%	4,627	(11%)	487,030	(12%)	9,500
- 住宅	1,296	16%	130,250	9%	9,949	6%	4,125	(8%)	429,410	(12%)	9,606

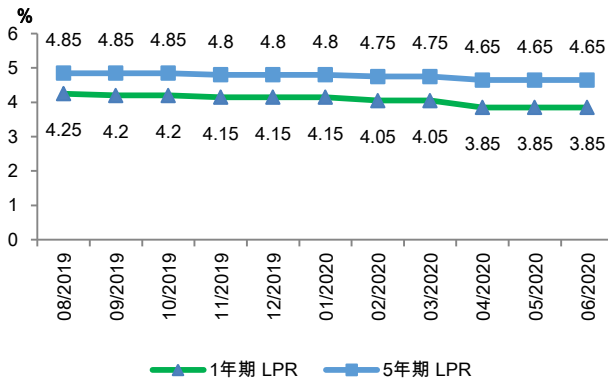
來源: 公司數據、國家統計局、農銀國際證券

圖 2: 最近上市的開發商

開發商	上市日期	上市編號	2018	2019	同比變化	5M20	同比變化
			人民幣百萬	人民幣百萬	%	人民幣百萬	%
新力	2019 年 11 月 11 日	2103 HK	71,081	91,423	29%	32,730	NA
天寶	2019 年 11 月 11 日	1427 HK	NA	NA	NA	NA	NA
景業名邦	2019 年 12 月 5 日	2231 HK	2,298	3,116	38%	NA	NA

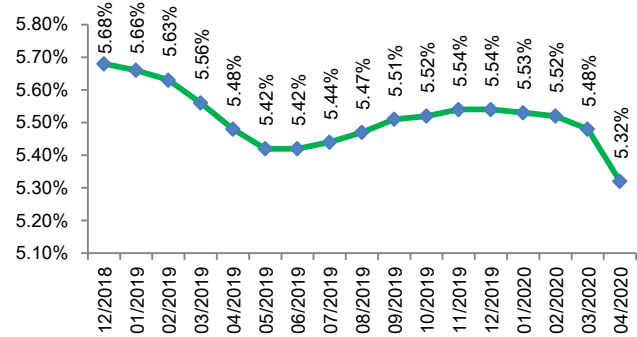
來源: 公司數據, 農銀國際證券

圖 3: 貸款市場報價利率(LPR)走勢



來源: 彭博, 農銀國際證券

圖 4: 融 360 首套房貸利率



來源: 彭博, 農銀國際證券

圖 5: 物管公司在管面積和關聯開發商預售面積

物管公司	股票編號	在管面積 (百萬平米)			關聯開發商	股票編號	預售面積 (百萬平米)			今年首五月關聯開發商預售面積占物管公司 2019 年末在管面積百分比		
		2018	2019	YoY			2018	2019	同比變化			
		<A>						<B/A>				
1 保利物業	6049 HK	191	287	51%	保利地產	600048 CH	27.7	31.2	13%	10.5	(14%)	3.7%
2 雅生活	3319 HK	138	234	69%	雅居樂+ 綠地	3383 HK/ 600606 CH	43.7	41.4	(5%)	10.2	(23%)	4.4%
3 中海物業	2669 HK	141	151	7%	中國海外	688 HK	15.9	17.9	13%	6.3	(7%)	4.1%
4 新城悅	1755 HK	43	60	40%	新城發展	1030 HK	18.1	24.3	34%	6.5	(18%)	10.9%
5 永升生活	1995 HK	40	65	62%	旭輝	884 HK	9.6	12.0	26%	3.3	(15%)	5.1%
6 奧園健康	3662 HK	10	15	45%	中國奧園	3883 HK	8.9	11.7	32%	3.3	(14%)	21.6%
7 藍光嘉寶	2606 HK	61	72	18%	藍光發展	600466 CH	8.0	11.0	37%	2.1	(42%)	2.9%
8 寶龍商業	9909 HK	17	18	12%	寶龍地產	1238 HK	2.8	3.8	34%	1.4	(1%)	7.4%
平均											7.7%	

來源: 公司數據\CRIC\農銀國際證券

圖 6: 行業首選 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率(x)	FY21E 市盈率(x)	FY20E 市淨率(x)	FY21E 市淨率(x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
雅生活	3319	買入	51.4	17.4%	30.9	22.4	7.6	6.5	1.6	2.2
中國奧園	3883	買入	11.1	11.7%	4.0	2.9	1.3	1.0	7.4	10.4

來源: 彭博、農銀國際證券預測

中性
中國替代能源業 – 專注於核電發展
吳景荃

主要數據	行業表現 (相對於恒生國企 指數)			1年行業表現 (%)
		絕對值 (%)	相對值 (%)	
2020E 市盈率均值 (x)	11.2	1 個月	31.3	
2020E 市淨率均值 (x)	1.2	3 個月	43.1	
2020E 股息率均值 (%)	3.0	6 個月	8.0	
來源: 彭博、農銀國際證券預測		來源: 彭博、農銀國際證券		來源: 彭博、農銀國際證券
<ul style="list-style-type: none"> 核電是火力發電的理想替代品。核電對中國總發電量的貢獻仍然很低;我們預計 2019-22 年核電發電量將以 12%的年均複合增長率增長 核電和水電沒有上網電價補貼, 意味著對地方政府沒有財務負擔 我們推薦中廣核電力(1816 HK, 003816 CH), 基於中廣核在中國核電市場的領先地位, 以及其主要資產位於經濟活力較強的廣東地區 				

核電:中國火力發電的理想替代品。核電是火力發電的理想替代品, 因為它具有以下特點:1)高利用小時數; 2)發電成本低, 3)清潔自然, 發電中不排放溫室氣體。在發達國家, 2018 年核電平均占總發電量的 31%; 在法國, 這一數字接近 75%。在中國, 核電的單位發電成本約為人民幣 0.307 元/千瓦時, 低於火力發電的人民幣 0.32 元/千瓦時。與其他替代能源不同, 核電的低成本意味著該行業不需要電價補貼。

核電:5M20 全國發電量增長保持穩定。根據國家統計局的數據, 2020 年 5 月, 全國核電發電量達到 311 億千瓦時, 同比增長 14.3%。5M20 累計發電量為 1,398 億千瓦時, 同比增長 5.9%。核電發電量的月度和年初至今累計增幅都遠遠高於全國總發電量的增幅(5 月:同比增長 4.3%;5M20 同比下降 3.1%)。在 2009-2019 年期間, 核電發電量以 17.4%的年均複合增長率增長, 我們預計在中國將能源結構持續向清潔能源轉移的基礎上, 核電發電量的增長動力將得到加強。

核電:2019-22 年的裝機容量和發電量將以 12%/ 12%的年均複合增長率增長。儘管新冠肺炎引發的經濟下滑, 可能會在不久的將來限制中國核電發電量的增長, 但我們認為中國對核電發展的持續推動及其對全國總發電量的低占比將推動該行業的發展。根據國務院在 2014 年 6 月發佈的《中國能源發展戰略行動計劃(2014-20)》, 中國的目標是在 2020 年年末核電裝機容量達到 58 吉瓦, 比 2019 年的 48.7 吉瓦增長 19%。我們預計核電裝機容量在 2019-22 年期間將以 12%的年均複合增長率增長, 部分原因是其基數較低(只占 2019 年全國各種發電裝機容量/發電量的 2.4%/ 4.8%)。再加上其優先上網的特質和高利用小時數(通常約為 7,000 小時 -- 遠遠高於火力發電的 5,000 小時, 風力的 2,000 小時和太陽能的 1,500 小時), 根據我們的估計, 在 2019-22 年期間, 核電發電量將以 12%的年均複合增長率增長。

水電:沒有上網電價補貼意味著對地方政府沒有財政負擔。水電因為其超低的發電成本和清潔特性而成為最受青睞的能源。水電在中國所有能源中的上網電價最低:人民幣 0.24 元/千瓦時(不含增值稅);火電為人民幣 0.34 元/千瓦時, 核電為人民幣 0.36 元/千瓦時, 風電為人民幣 0.48 元/千瓦時, 太陽能為人民幣 0.7 元/千瓦時。水力發電沒有燃料成本, 其發電依賴於大雨和洪水。較低的發電成本對於地方政府減低財務負擔至關重要。

水電:在汛期將優先上網調度。時間安排對於利用水力發電至關重要 -- 如果在發電後的短時間內不能消納電力, 將會被浪費掉。中國在夏天經常下大雨, 水壩水位高漲將不得不進行洩洪, 如果水力發電無法在電網上調度和消耗, 則所產生的能源將被浪費, 就像核電一樣(如果發電途中被強行關閉, 其不可預測的核裂變反應可能會引發爆炸),

水電有優先上調電網的特質。與風電的 5%棄風限電率相比，水電的限電率可以忽略不計 -- 這一方面非常重要，尤其是在國家電力需求較低的情況下。

水電:不受地緣政治形勢影響的可持續發展能源。在夏季，水力發電依賴於國內頻繁的洪水和大雨。水電的主要發電能源(水)不需要運輸(與煤炭和石油不同)，這意味著它在戰略上是安全的。石油，天然氣和煤炭的供應需要使用海路和陸路的運輸，因此可能會受到地緣政治局勢的影響。

水電:2019-2022 年裝機容量和發電量的年均複合增長率將達到 3%/ 3%。與其他替代能源不同，水電的發展與地理資源有關，例如河流走向，丘陵地帶和高低落差。由於中國大部分水電資源都位於西南地區(如雲南，貴州和廣西等省)，我們認為其發展速度將比核電和風電的發展速度慢。中國的水電裝機容量在 2003-2013 年度迅速增長(年均複合增長率為 11.4%)，然後在 2013-2019 年度放緩(年均複合增長率為 4.1%)。基於這因素，我們預測中國的水電裝機容量和發電量在 2019-22 年期間將以 3%的年均複合增長率增長。

5M20 風電發電量持續上升。根據國家統計局的數據，2020 年 5 月，中國的風力發電量為 396 億千瓦時，同比增長 5.2%。5M20 風力發電量為 1786 億千瓦時，同比增長 5.0%。2009-2019 年，風電發電量以 30.8%的年均複合增長率增長，我們認為上升趨勢會延續。

風電:平價上網政策將有利於低成本國有企業。一如預期，中國將終止對風電和太陽能運營商的上網電價補貼，實施平價上網。國家發展和改革委員會(在 2019 年 5 月宣佈，政府將不再補貼 2018 年底之前批准的但到 2020 年底仍未完成的陸上風電和太陽能項目;在 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底之間批准的但到 2021 年底仍未完成的陸上風電和太陽能項目也將得不到電價補貼。從 2021 年 1 月 1 日開始，將不再對新批准的陸上風電和太陽能項目提供補貼。隨著平價上網時代的到來，提高競爭力對風電運營商來說至關重要。

風電:新冠肺炎的爆發將降低全國的利用小時數。在 2020 年，全國風電發電量將受到新冠肺炎大流行的幹擾和全球經濟放緩的影響。假設中國的電力需求增長將放緩，我們估計風電運營商的利用小時數將從 2019 年的 1,931 小時下降到 2020 年的 1,814 小時。展望未來，隨著棄風限電率的進一步下降，利用小時數將穩定在 1,900 小時，這對行業而言是有利的。

風電:在 2019-22 年，裝機容量和發電量的年均複合增長率將為 11%/ 10%。在國家發改委宣佈在 2021 年開始實行平價上網政策後，我們預計 2020 年全國風電裝機容量增長將加速。我們估計 2020 年風電裝機容量將同比增長 15%，因為運營商將爭取在 2020 年底之前完成手上項目以及並網;同時，2019-22 年風電發電量將以 11%的年均複合增長率增長。假設利用小時數保持在 1900 小時以上，則風電發電量在 2019-22 年期間將錄得 10%的年均複合增長率。

長期展望

核電:由於其發電成本低，零污染排放和高效率，該能源是火力發電的理想替代品。我們認為，未來十年核電的發展(無論是裝機容量還是發電量)都將保持強勁。

水電:水電是中國發電成本最低的能源，因此受到政府的青睞。但是水電的發展高度依賴地理因素，因此我們認為未來不太可能有大幅的發電量增長。

風電:平價上網政策將減少風電運營商的數量，因為競爭較弱的運營商將被淘汰。我們認為風電行業的快速增長階段已基本結束;行業目前處於穩定階段，其特徵是發電量增幅降低和發電成本降低。低成本國有企業將逐步佔領市場。

短期展望

核電運營商:公眾對核安全問題的關注將是主要風險。核事故和輻射事故將導致公眾恐慌並延緩發展步伐。新冠肺炎的爆發將降低 2020 年的發電量增長。

水電運營商:新冠肺炎的爆發將對電力需求產生負面影響，從而有可能限制 2020 年水電發電量增長。

風電運營商:高應收帳款是主要風險。

股份推薦

■ **核電運營商:**

中廣核電力(1816 HK)是我們的首選。新冠肺炎大流行將減少 2020 年中國的整體電力需求，但政府從火力發電為主的能源結構轉向替代能源的方向將保持不變。就成本而言，作為火力發電的最佳替代品，核電將在未來十年快速發展。而作為中國核電行業的領導者，我們相信中廣核將從中國核電的崛起中受益匪淺。同時，它也是 H 股市場上唯一的核電運營商。

風險因素

■ **核電運營商:**

1)操作安全風險; 2)工程風險; 3)燃料成本風險; 4)電價風險; 5)貨幣和利率風險; 6)用於並購的募資活動風險

■ **水電運營商:**

1)廣泛的乾旱會影響發電量; 2)工程風險; 3)高淨負債率引起對募資活動的擔憂; 4)安全風險; 5)政策風險

■ **風電運營商:**

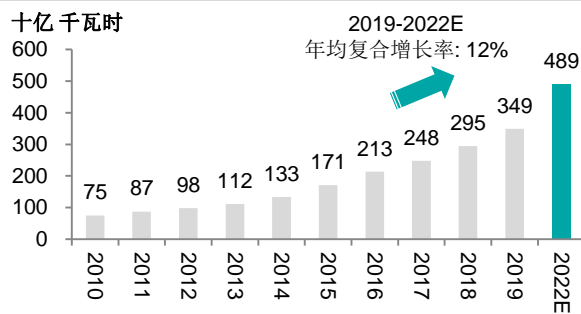
1)棄風限電風險; 2)風資源風險; 3)電價風險; 4)工程風險; 5)募資活動風險; 6)政府去杠杆化的政策可能會限制裝機容量增長

圖 1: 中國風電發電量展望



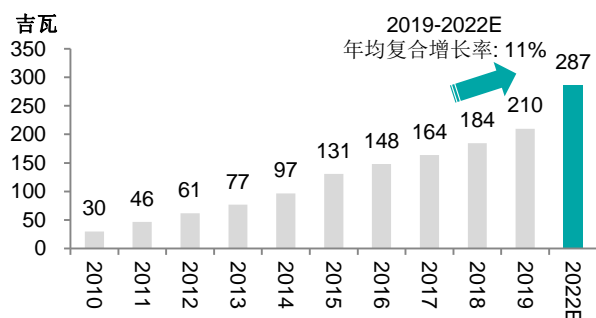
來源:能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖 2: 中國核電發電量展望



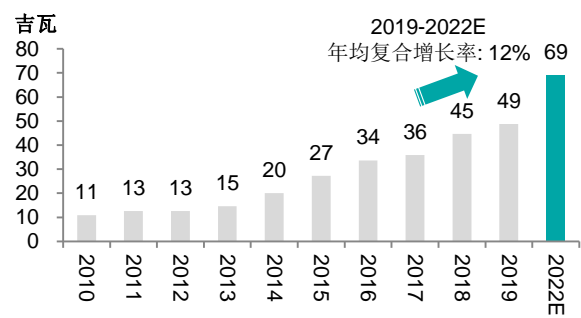
來源:能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖 3: 中國風電裝機容量展望



來源:能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖 4: 中國核電裝機容量展望:未來幾年快速增長



來源:能源局、中電聯、農銀國際證券預測

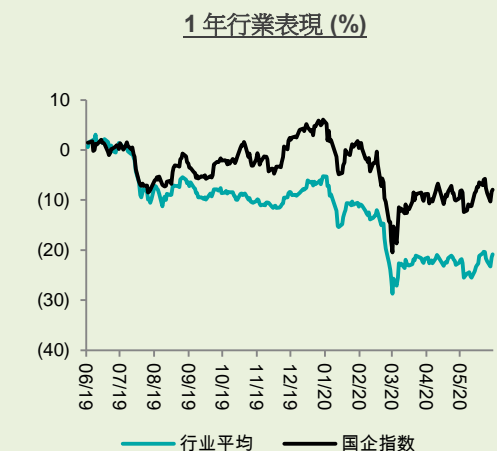
圖 5: 行業首選(截至 2020 年 6 月 23 日)

公司	代號	評級	目標價	升幅 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
中廣核電力 - H 股	1816	買入	HK\$ 2.20	31.0	7.6	7.5	0.8	0.7	4.6	4.7
中廣核電力 - A 股	003816	持有	RMB 3.30	11.1	14.8	14.5	1.5	1.4	2.4	2.4

來源:彭博、農銀國際證券預測

正面
中國環保業 – 垃圾焚燒將作為增長點
吳景荃

主要數據		行業表現 (相對於恒生國 企指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值 (x)	4.5	1 個月	3.5	2.2
2020E 市淨率均值 (x)	0.7	3 個月	7.8	(1.6)
2020E 股息率均值 (%)	6.6	6 個月	(12.0)	(2.4)
來源: 彭博、農銀國際證券預測		來源: 彭博、農銀國際證券		
<ul style="list-style-type: none"> ▶ 城鎮人均產生的固體廢物量隨著 O2O 活動的增加而保持上升趨勢; 預計 2018-2021 年的年均複合增長率為 0.7% ▶ 城鎮地區的平均垃圾焚燒滲透率仍然很低; 2018-2021 年通過焚燒處理的垃圾量可能以 15% 的年均複合增長率增長 ▶ 由於目前的城鎮污水處理滲透率已達到 95%, 2018-2021 年全國污水處理量將以 4% 的年均複合增長率增長 ▶ 污水處理運營商的未來發展將通過收購擴大 ▶ 中國光大國際(257 HK) 是我們在焚化行業的首選, 因為它在不斷增長中的行業中處於領先地位 				



來源: 彭博、農銀國際證券

垃圾焚燒: 人均產生的固體廢物在 O2O(線上到線下)活動增加的情況下將保持上升趨勢; 預計 2018-2021 年的年均複合增長率為 0.7%。 根據住房和城鄉建設部(MOHURD)的數據, 2003-2013 年, 中國的人均固體廢物排放量從 1.44 公斤/天下降到 1.11 公斤/天, 在此期間的年均複合年增長率為-2.6%。到 2018 年底, 這一數字反彈至 1.21 公斤/天, 相當於在 2013-2018 年期間的年均複合年增長率為 1.7%。我們認為, 這種增長是由於中國 O2O(線上到線下)活動的增長所致。根據國家統計局(NBS)的數據, 中國的 O2O 銷售額從 2014 年的 2.8 萬億元人民幣升至 2018 年的 9.0 萬億元人民幣, 2014-2018 年的年均複合增長率為 34%。我們認為 O2O 購物的活躍將刺激包裝材料垃圾的上升而帶動城鎮產生的固體廢物, 並預計 2018-2021 年人均固體廢物產生量的年均複合增長率將達到 0.7%。

截至 2018 年底, 全國城鎮垃圾焚燒的平均滲透率為 39%, 同比增長 20%。 根據住房和城鄉建設部的數據, 截至 2018 年底, 城鎮地區的固體廢物中有 39% 通過焚燒處理(填埋處理占 58%; 其他處理為 3%)。2018 年通過焚燒處理的垃圾量同比增長 20%(填埋處理: 同比下降 2.5%; 其他處理: 同比增長 15%)。焚燒處理的垃圾量在 2008-2018 年年均複合增長率為 21%, 超過了垃圾填埋處理同期的 6% 年均複合增長率。

2018-21 年展望: 通過焚燒處理的城市垃圾量將以 15% 的年均複合增長率增長。 我們認為, 城鎮化水平的提高和人均固體廢物產生量的增加, 將在未來幾年推動焚燒處理的固體垃圾量。2009-2019 年, 城鎮人口的年均複合增長率為 2.8% -- 隨著政府繼續推動城鎮化以降低醫療保健和教育的單位成本, 這一趨勢將持續下去。我們預計, 到 2021 年末, 城鎮化率將達到 63%, 這意味著在 2018-21 年期間將有 5900 萬人口進入城市居住。由於中國強勁的 O2O(線上到線下)活動, 2018-21 年人均固體廢物產生量的年均複合增長率將達到 0.7%。根據我們的估計, 通過焚燒處理的城市垃圾量將從 2018 年的 1.12 億噸躍升至 2021 年的 1.68 億噸, 增長 50% 或 3 年年均複合增長率為 15%。

污水: 到 2020 年底, 中國城市污水處理率將達到 96%。 根據住房和城鄉建設部的數據, 截至 2018 年底, 城市污水處理率達到 94.8%, 接近中國政府設定的 2020 年底要達到 95% 的目標。考慮到現在的趨勢, 這個目標將很可能會達成。隨著民眾公共衛生標準的不斷提高, 我們預計到 2020 年底城市污水處理率將達到 95.7%。

2018-21 年人均城市污水產生量將以 0.9% 的年均複合增長率增長。 中國的人均城市污水產生量從 2008 年的 85 立方米/人/年增加到 2018 年的 93 立方米/人/年, 在此期間增長了 9%(年均複合增長率為 0.8%)。我們相信, 隨著民眾對衛生意識的增強, 這種上升趨勢還將持續。我們預計, 2018-21 年人均污水產生量將以 0.9% 的年均複合增長率增長。

2018-21 年城市污水處理量將以 4%的年均複合增長率增長。我們認為:1)城鎮化率的日益提高意味著更多的居民將居住在城市地區，從而增加了對污水處理服務的需求; 2)生活水平的提高將增加人均產生的廢水量。當前城市污水處理設施的普及率超過 90%，這表明未來的增長將受到新進城者的推動(城鎮人口在 2018-2021 年的年均複合增長率預測為 3%)和人均城市污水產生量增加(2018-21 年 年均複合增長率預測為 0.9%)。我們預計 2018-21 年城市污水處理量將以 4%的年均複合增長率增長。

大型且有盈利能力的運營商是首選。由於高滲透率，污水處理運營商的新增長動力將來自農村或內陸地區。儘管如此，由於進城者的增加和民眾生活水平的提高，沿海地區和城市地區的人口將繼續增加，對污水處理的需求將增加，因此支持了消費者可以負擔污水處理費的上漲。大型企業，尤其是那些在富裕地區(例如一線城市)設有污水處理設施的企業，將具有較高的盈利能力，原因是在較高收入地區更容易提高收費。

由於滲透率高，未來增長率將較低;污水運營商通過收購擴大規模。截至 2018 年年底，城市污水處理率達到 94.8%，接近政府到 2020 年底達到 95%的目標。我們認為城市污水處理的高滲透率將促使運營商收購規模較小的同行或擴展到農村地區以做進一步的發展。

長期展望

垃圾焚燒:中國的垃圾焚燒滲透率較低(2018 年:39%，而垃圾填埋處理為 58%)，由於政府計劃要將城市垃圾焚燒滲透率提高到 50%，這將使該行業有足夠的增長空間。

污水處理:城市污水處理設施的滲透率很高(2018 年:94.8%)。由於未開發的項目很少，因此運營商會選擇通過收購來擴大其經營規模。我們相信，大型且有盈利能力的運營商將憑藉其主要資產位於優質地區和更高的收購能力來主導市場。

短期展望

受益於低滲透率，儘管新冠肺炎大流行，垃圾焚燒運營商仍將在 2020/2021 財年實現穩定的兩位數盈利增長。但是較高的資本開支將會令運營商的淨負債率可能會飆升，這將是主要憂慮。對於大型污水處理運營商，我們認為他們將收購較小的競爭對手; 河流修復項目將是另一個盈利驅動力。

風險因素

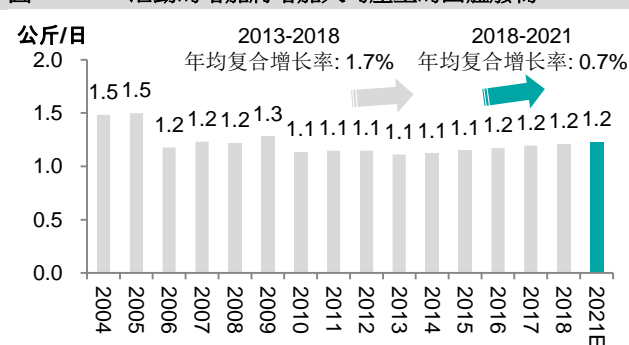
■ 垃圾焚燒:

1)產能增長慢於預期; 2)違約風險; 3)政策風險; 4)維修費用大增; 5)公眾對焚化爐建設的抗議

■ 污水處理:

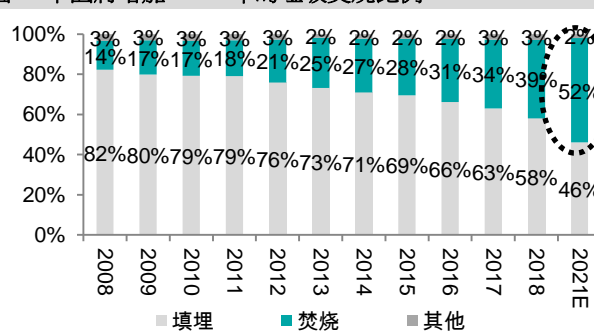
1)產能增長慢於預期; 2)違約風險; 3)政策風險; 4)高淨負債率; 5)負現金流量

圖 1: O2O 活動的增加將增加人均產生的固體廢物



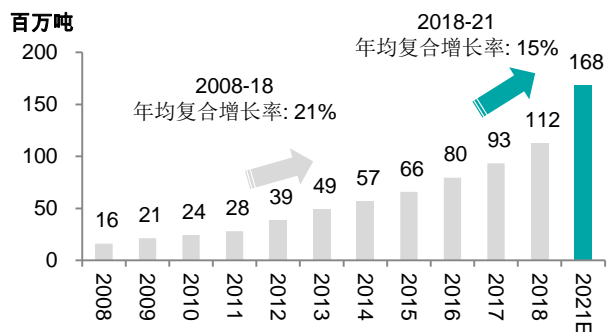
來源:住房和城鄉建設部、農銀國際證券預測

圖 2: 中國將增加 2021 年的垃圾焚燒比例



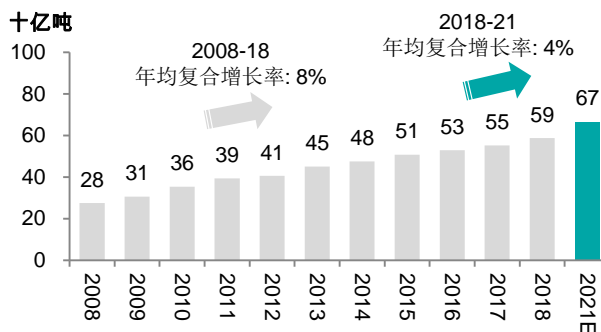
來源:發改委、農銀國際證券預測

圖 3: 2018-21 年城市地區焚化的垃圾量將增加



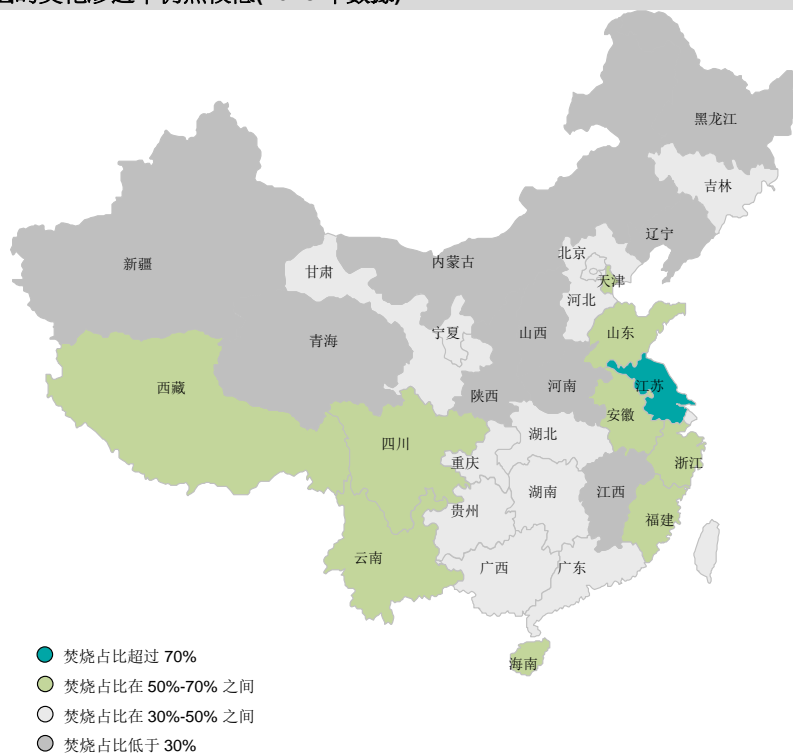
來源:住房和城鄉建設部、發改委、農銀國際證券預測

圖 4: 2018-21 年中國污水處理量將以 4% 的年均複合增長率增長



來源:住房和城鄉建設部、發改委、農銀國際證券預測

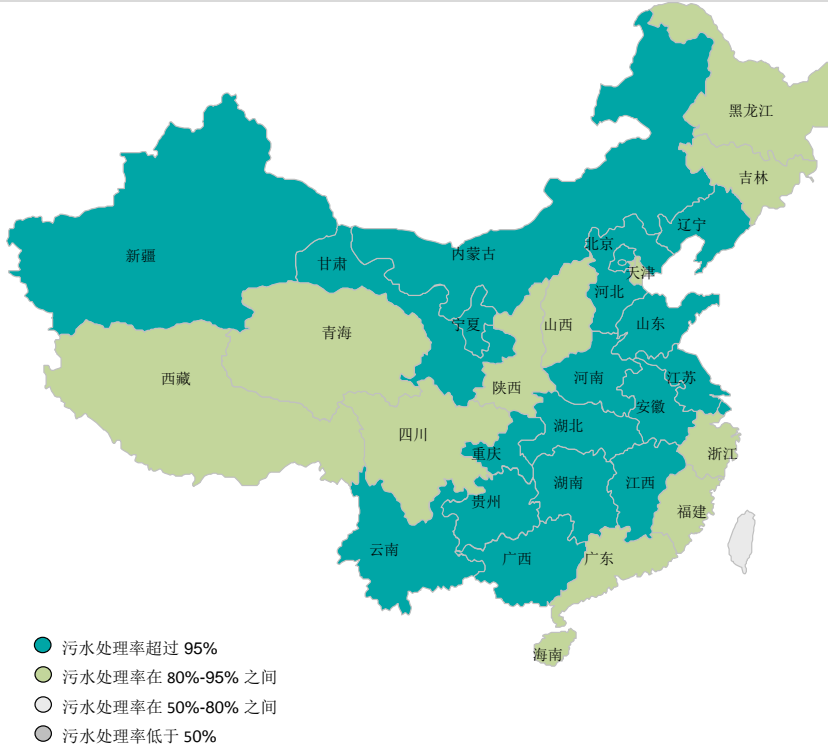
圖 5: 中國的焚化滲透率仍然較低(2018 年數據)



來源:住房和城鄉建設部、農銀國際證券



圖 6: 中國污水處理滲透率較高(2018年數據)



來源:住房和城鄉建設部、農銀國際證券

圖 7: 行業首選(截至 2020 年 6 月 23 日)

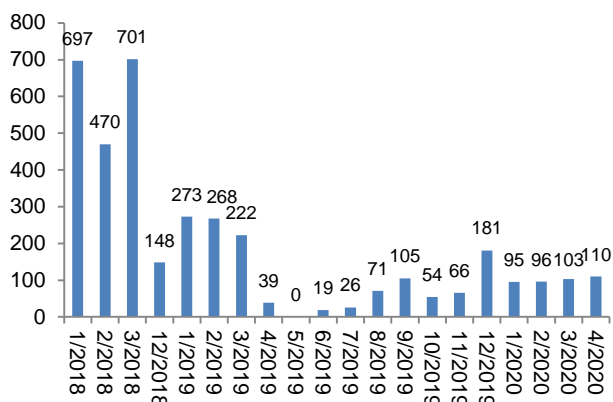
公司	代號	評級	目標價 (港幣\$)	升幅 (%)	FY20E 市盈率(x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率(x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
中國光大國際	257	買入	7.5	81.6	4.3	3.8	0.6	0.5	7.0	8.0

來源:彭博、農銀國際證券預測

風險因素

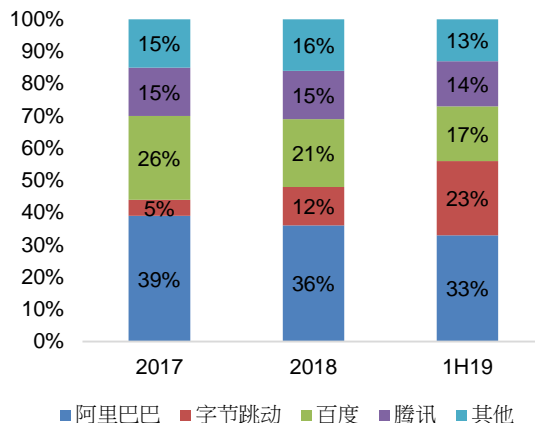
1) 互聯網金融/手機遊戲/網上支付的監管加強; 2) 面書(FB US)和穀歌(GOOG/GOOG US)等主要外國競爭對手進入中國市場; 3) 電子商務和互聯網金融業務放緩; 4) 手機遊戲的生命週期。

圖 1: 批准的新手機遊戲數量



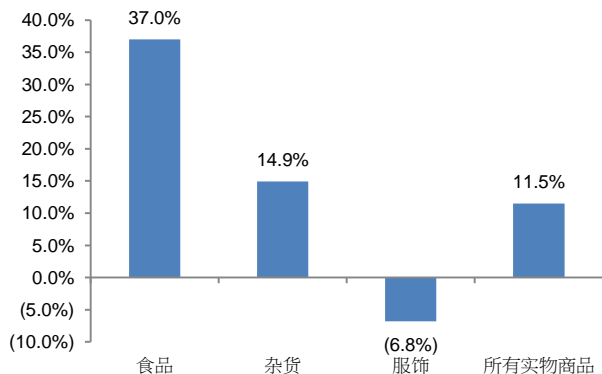
來源: 廣電總局、農銀國際證券

圖 2: 在線廣告市場分額



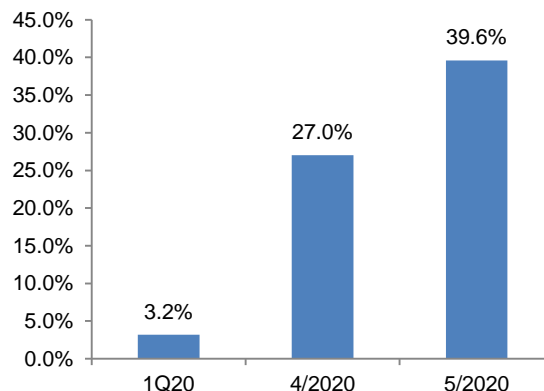
來源: R3、農銀國際證券

圖 3: 在線購物增長 (5M20)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖 4: 快遞量增長



來源: 國家郵政局、農銀國際證券

圖 5: 行業首選 (截至 2020 年 6 月 23 日)

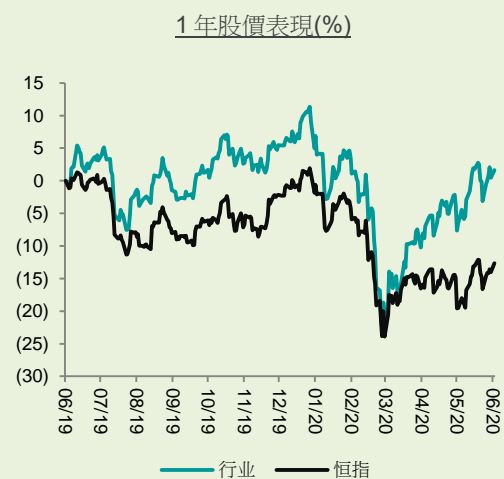
公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
阿里巴巴	9988 HK	買入	263.0	19.5	25.7	20.3	4.6	3.8	NA	NA

來源: 彭博、農銀國際證券預測

中性
中國消費品業 – 首選必需消費品龍頭
潘泓興

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	32.0	1 個月	10.0	1.4
2020E 市淨率均值(x)	4.1	3 個月	32.6	17.8
2020E 股息率均值(%)	3.1	6 個月	(3.7)	7.1
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		

- 全國零售銷售在 5 月同比下跌 2.8%，相對 1-2 月的 20.5% 跌幅有所改善，顯示在新冠肺炎疫情過後，國內消費具有韌性
- 新冠肺炎疫情在國內的再次出現意味著消費市場將會繼續受到疫情衝擊
- 通脹壓力或將會回升
- 我們的首選必需消費品行業的龍頭萬洲國際(288 HK)



消費市場依然具有韌性。隨著新冠肺炎疫情在國內受到控制，消費市場出現復蘇。全國零售銷售在 5 月同比下跌 2.8%，相對 1-2 月的 20.5% 跌幅有所改善。部分消費品甚至錄得較高的增長。我們認為，零售銷售下跌的減少顯示國內需求在疫情過後被逐漸釋放，對消費市場帶來支持。然而，由於最近國內新冠肺炎疫情出現反復，國外的疫情仍未有好轉，我們對於國內消費市場的復蘇仍保持審慎樂觀的態度。

豬肉價格下跌使最近的通脹壓力減少。豬肉價格不斷下降，導致 CPI 從 1 月的 5.4% 下降到 5 月的 2.4%。根據農業部數據，國內豬肉的批發價格從 1 月的人民幣 53.8 元/公斤下降到 5 月的人民幣 47.63 元/公斤。儘管如此，豬肉的供應依然受到海外進口以及中國非洲豬瘟疫情的影響。同時，最近在上游企業豬價開始上漲——16 省(直轄市)瘦肉型白條豬肉平均價格以及規模以上定點屠宰企業白條肉出廠價均出現回升。這顯示出豬肉價格在未來將會面臨上漲壓力，並有可能推動 CPI 回升。

長線展望

中國的消費市場仍具有吸引力。從長遠來看，人口出生率下降以及新生兒數量減少將會對消費市場產生負面的影響。此外，本次新冠肺炎疫情將會使網上購物更進一步融入消費者的生活。我們預期，能否提供高質量的網上購物體驗，將會是消費行業企業突圍而出的其中一個關鍵因素。

短線展望

目前新冠肺炎疫情的發展仍有一定的不確定性。我們認為，國內部分地區出現的疫情反復將會對消費市場的復蘇帶來一定的阻力。必需消費品公司在面對疫情挑戰時具有較佳的防守性，是我們的首選。

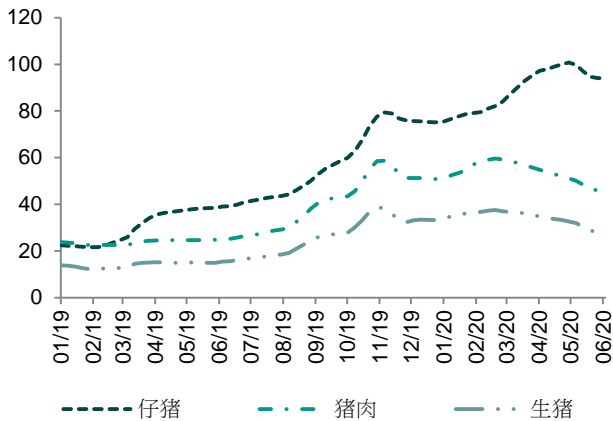
股票推薦

新冠肺炎疫情將會對行業在今年上半年業績產生負面影響。必需消費品行業中的萬洲國際(288 HK)是我們的首選。

風險因素

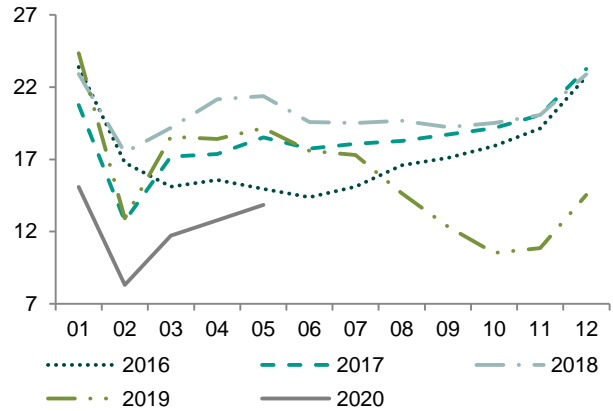
1)宏觀經濟風險;2)政策風險;3)產品質量風險;4)大宗商品價格波動風險;5)人口風險;6)疫情風險。

圖 1: 生豬、仔豬、豬肉周均批發價格(人民幣/公斤)



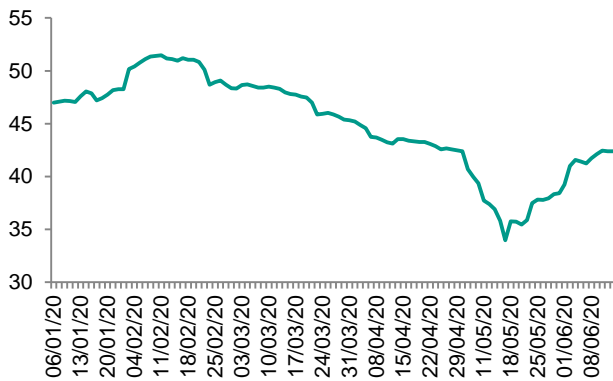
來源:農業部、農銀國際證券

圖 2: 全國規模以上生豬定點屠宰企業屠宰量變化(同比%)



來源:農業部、農銀國際證券

圖 3: 16 省(直轄市)瘦肉型白條豬肉出廠價格 (人民幣/公斤)



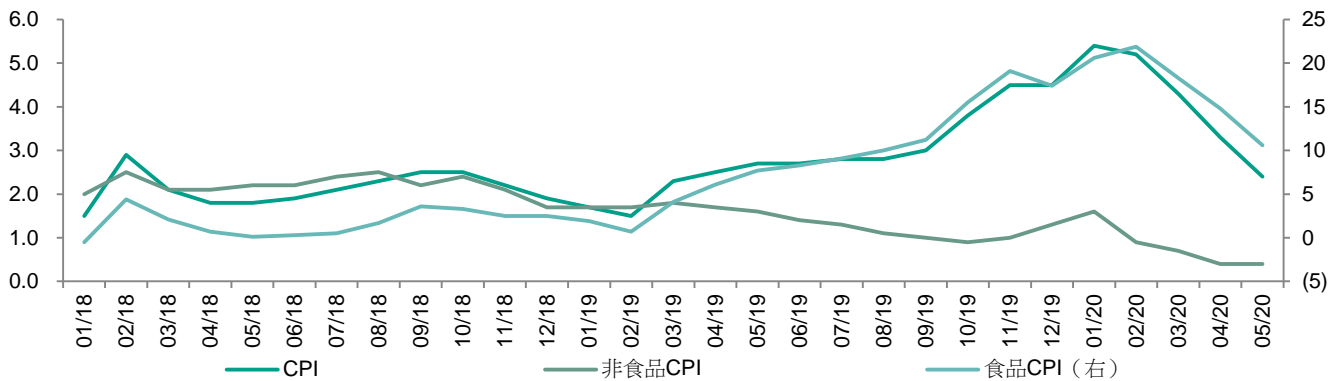
來源:農業部、農銀國際證券

圖 4: 全國規模以上生豬定點屠宰企業白條肉平均出廠價格 (人民幣/公斤)



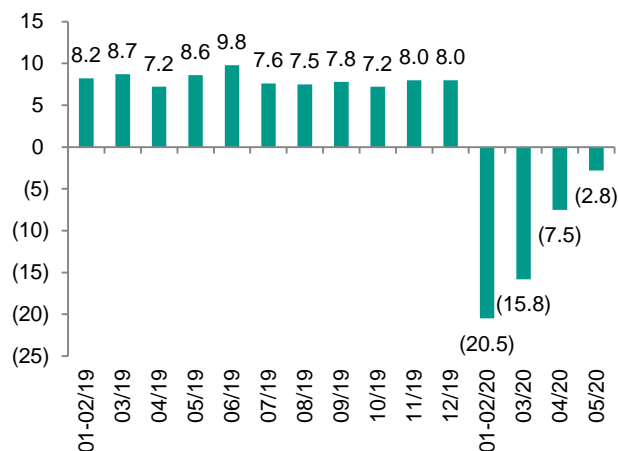
來源:農業部、農銀國際證券

圖 5: CPI (同比%)



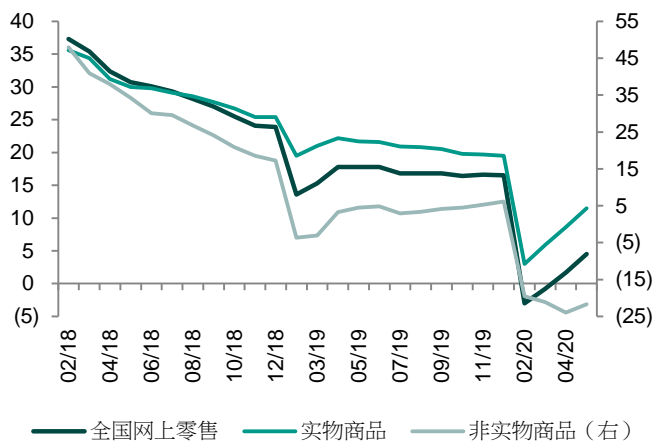
來源:國家統計局、農銀國際證券

圖 6: 全國零售銷售增長 (同比 %)



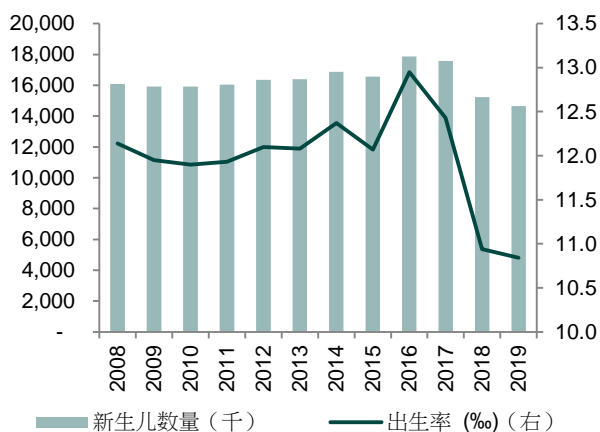
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖 7: 全國網上零售增長 (累計同比 %)



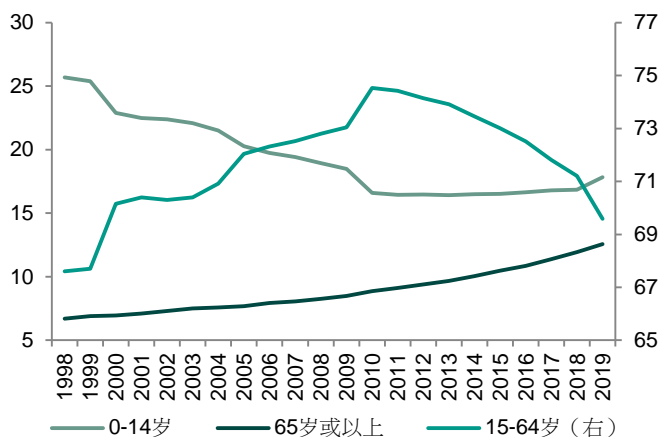
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖 8: 人口出生率及新生兒數量



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖 9: 人口年齡分佈 (%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖 10: 行業首選 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率(x)	FY21E 市盈率(x)	FY20E 市淨率(x)	FY21E 市淨率(x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
萬洲國際	288 HK	買入	9.6	42.4	8.5	7.2	1.3	1.2	4.7	5.5

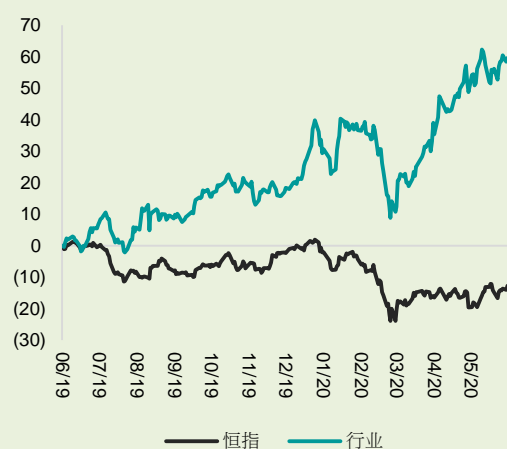
來源: 彭博、農銀國際證券預測

正面 中國教育業- 行業龍頭仍具有吸引力 潘泓興

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	17.7	1 個月	8.6	7.3
2020E 市淨率均值(x)	3.7	3 個月	14.8	44.1
2020E 股息率均值(%)	2.3	6 個月	(10.7)	36.4
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		

- 正規教育行業的企業受到新冠肺炎疫情影響較小，主要由於網絡授課可以抵消停課的影響
- 民促法正式立法再次被推遲，民辦教育行業將繼續面臨不確定的政策環境
- 2019年民辦教育的在校生人數占全國在校生人數比例約為19.8%
- 民辦教育在非學前教育階段仍有發展空間
- 民辦高等教育仍有一定的吸引力;我們首選中教控股(839 HK)以及中匯(382 HK)

1年股價表現(%)



來源:彭博、農銀國際證券

正規教育行業受到新冠肺炎影響較少。 新冠肺炎疫情的爆發導致很多學校需要停課。對於正規教育行業的企業，疫情的主要影響來自於部分住宿費的退款。在疫情期間，學校通過網上授課方式來維持正常的教學，使學校不需要面臨學費退款的影響。對於非正規教育企業來講，線下課程的重啟將會取決於當地學校完全複課的時間。因此，我們認為，正規教育行業防守性相對較強。

民促法正式立法再次被推遲。 在 2020 年的人大會議上，民促法並沒有被提上立法議程。我們認為，本次推遲立法將會使民辦教育行業繼續面臨政策不確定性。目前民促法送審稿對民辦基礎教育設置的限制較多，因此該子行業所面臨的政策不確定性比其他子行業高。

市場規模擴大提供增長機會。 根據教育部數據，在 2019 年，全國的在校學生人數同比增長 19.1%，達到 2.81 億人次;而民辦教育在校學生人數則達到 5570 萬人次，占全國總數 19.8%。在所有的子行業中，民辦幼兒園的在校學生人數占全國總數比例最高，達到 56.2%，其次是高等教育(17.7%)。因此，民辦教育在非學前教育階段仍有較大的發展空間。

長線展望

我們認為，教育行業仍然會受到對高質量教育服務需求的支持。行業在未來將會面臨更激烈的競爭以及更進一步的整合。然而，行業也面臨著人口出生率以及新生兒下降的影響。

短線展望

最近國內新冠肺炎疫情出現反復，導致部分地區學校的複學時間不確定性增加，因此教育行業在短期內仍將將會受到疫情影響。同時，民促法正式立法進一步延遲也將會對教育行業的部分子行業(基礎教育板塊)帶來更多的政策不確定性。

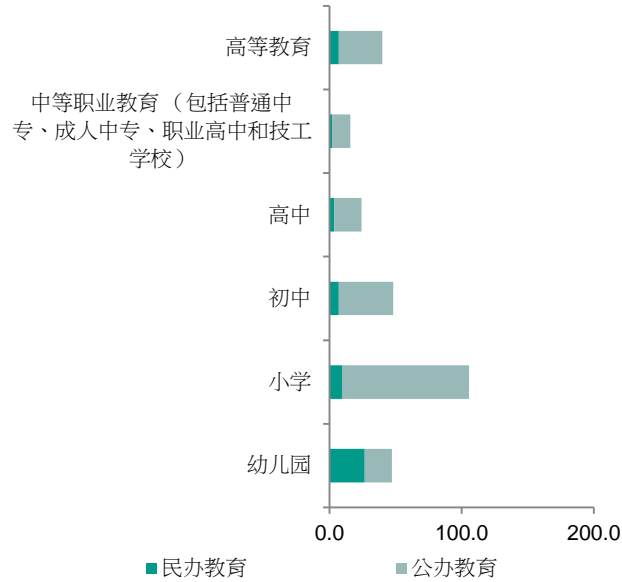
股票推薦

我們偏好高等教育板塊，主要由於目前政策環境對該子行業更友好，高等教育企業可以更快地擴張。此外，相對於部分子行業，高等教育受到新冠疫情影響較少。我們的行業首選是中教控股(839 HK)及中匯(382 HK)。

風險因素

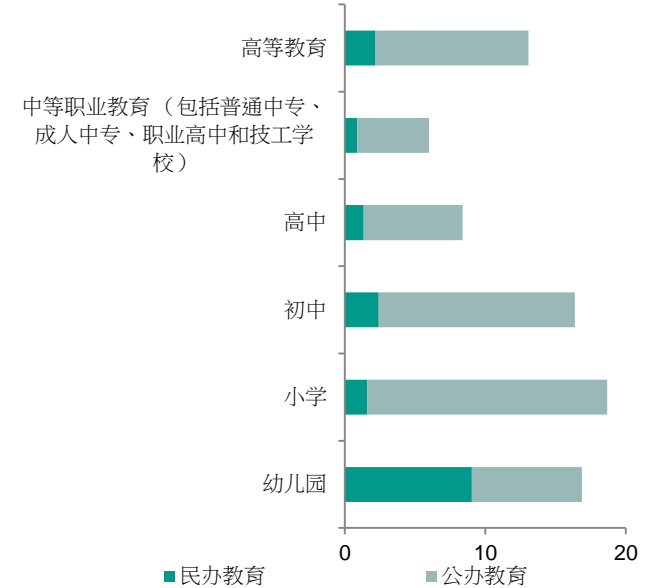
1)人口風險;2)政策風險;3)教育質量及學生退學風險;4)運營及聲譽風險;5)擴張瓶頸風險;6)疫情風險。

圖表 1: 2019 年全國在校學生人數(百萬人次)



來源:教育部、農銀國際證券

圖表 2: 2019 年全國招生人數(百萬人次)



來源:教育部、農銀國際證券

圖表 3: 全國學校數量 (千家)

	2015	2016	2017	2018	2019
整體					
幼兒園	223.7	239.8	255.0	266.7	281.2
小學	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
私立學校					
幼兒園	146.4	154.2	160.4	165.8	173.2
小學	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

來源:教育部、農銀國際證券

圖表 4: 行業首選 (截至 2020 年 6 月 23 日)

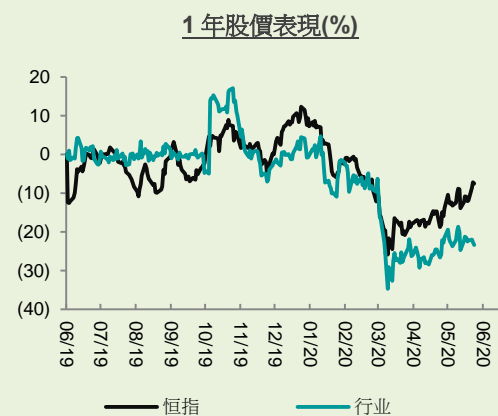
公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市淨率(x)	FY20E 市淨率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中教控股	839 HK	買入	15.2	15.2	27.9	20.9	3.2	2.9	1.7	1.6
中匯	382 HK	買入	7.0	11.4	17.3	13.9	3.0	2.5	1.9	2.4

來源:彭博、農銀國際證券預測

正面 中國電信業 – 增加 2020 年資本開支以改善 5G 網絡覆蓋 黎柏堅

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	15.5	1 個月 (7.7%)	(8.1%)
2020E 市淨率均值(x)	0.8	3 個月 (19.2%)	(17.5%)
2020E 股息率均值(%)	3.0	6 個月 (16.0%)	(4.3%)
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

- 電信運營商提升了 2020 年資本開支以改善 5G 網絡覆蓋。
- 中國移動(941 HK)在中國的移動用戶市場份額最高，擁有超過 59.4%的市占率。
- 行業首選是中國移動。中國移動有較高的股息收益率，及良好的資產負債表狀況，並在中國的移動業務中佔據主導地位



電信運營商為 5G 網絡開發增加了 2020 年資本開支。中國電信運營商在 2020 年的資本開支為 3,348 億元人民幣(同比增長 11.7%)，其中包括 1,803 億元人民幣的 5G 網絡開支。電信運營商將開發 5G 獨立網絡，以提高網絡速度和傳輸質量。中國國務院和工信部強調要加快中國 5G 網絡的發展。國內已建成超過 25 萬個 5G 基站，預計到 2020 年底將建設 60 萬個以上的 5G 網絡基站。5G 網絡將支持許多應用包括雲計算，AR / VR，自動駕駛，人工智能技術等。

電信運營商在 5G 網絡開發方面有更多合作。中國電信(728 HK)與中國聯通(762 HK)合作，共同建立和共享 5G 電信網絡。同時，中國移動與中國廣播網絡公司合作開發 5G 網絡。由於 5G 電信網絡比 4G 網絡需要更高的資本開支，因此合作可以幫助降低成本並提高效率。預計這將加快中國 5G 網絡的發展。

預計提速降費政策將繼續。2020 年 5 月中國的移動用戶達到 15.9 億，每位用戶的平均移動數據超過 10.05 GB，同比增長 28.8%。中國移動、中國聯通和中國電信的移動用戶市場份額分別為 59.4%/ 19.4%/ 21.2%。預計電信運營商將繼續遵循提速降費政策。在較低的移動數據資費和更好的網絡覆蓋率的推動下，移動互聯網用戶的滲透率達到了 82.1%以上。

1Q20 全球智能手機出貨量同比下降 11.7%。智能手機出貨量受新冠肺炎的影響，根據 IDC 的數據，1Q20 全球智能手機出貨量為 2.758 億，同比下降 11.7%。不穩定的經濟環境將影響智能手機的消費情緒和消費。IDC 預計 2020 年全球智能手機出貨量將同比下降 11.9%。智能手機需求疲軟預計將影響電子零部件供貨商。

長線展望

預計 5G 電信網絡將通過更多的應用使電信行業受益。電信運營商增加了資本開支，這將通過增加基站需求改善整個設備供應鏈。電信運營商可能會推出更多激勵和補貼措施，以吸引 5G 用戶。5G 具有比 4G 網絡更高的傳輸速率和更低的延遲，它將支持包括雲計算，自動駕駛的新應用。降低移動數據服務的資費影響了收入增長，但是電信運營商已經推出了各種增值服務，IPTV 和視頻內容，以促進採用。

短線展望

在短期內，提速降費政策將影響電信運營商。電信運營商正面臨用戶飽和和競爭的局面，電信運營商將其現有客戶升級到 5G 平臺以提高普及率。運營商可以推出 5G 獎勵計劃或手機補貼，以吸引 5G 用戶。企業對大數據和雲計算的需求一直在增長，這將支持收入的增長。

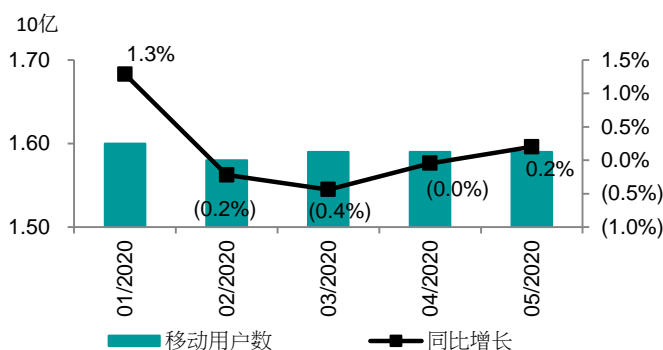
股票推薦

中國移動(941 HK)是我們的行業首選。中國移動憑藉其網絡優勢，更好的覆蓋範圍和資源，在中國市場保持著最大的移動用戶市場份額。我們預計，由於數據服務資費降低，集團將受益於移動數據消費的增長。我們對公司的目標價為 82.0 港元，相當於 4.9 倍/ 4.7 倍 2020 年 / 2021 年 EV/EBITDA 率。

風險因素

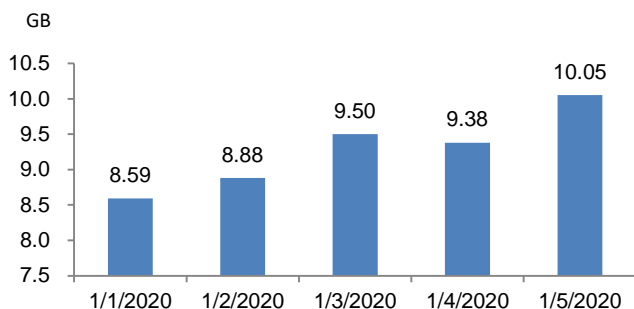
1)行業進一步推行提速降費; 2)用戶飽和; 3)市場競爭加劇可能導致價格戰; 4)智能手機出貨量增長放緩。

圖 1: 移動用戶和同比增長



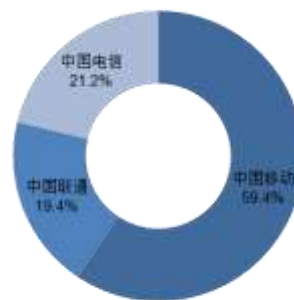
來源:工信部、農銀國際證券

圖 3: 中國每月平均數據使用量



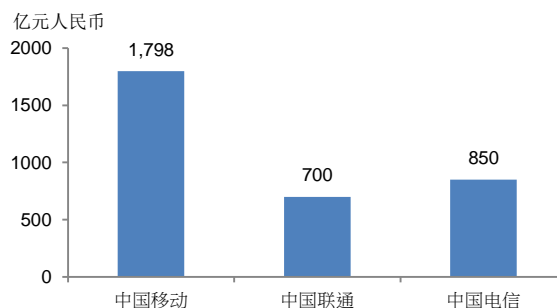
來源:工信部、農銀國際證券

圖 2: 中國的移動用戶市場份額 (2020 年 6 月)



來源:工信部、農銀國際證券

圖 4: 2020 年資本開支



來源:各公司、農銀國際證券

圖 5: 行業首選 (截至 2020 年 6 月 23 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
中國移動	941 HK	買入	82.00	49.6	9.8	9.2	0.9	0.8	5.7	5.5

來源:彭博、農銀國際預測

權益披露

分析員陳宋恩、姚少華、歐宇恒、周秀成、董耀基、吳景荃、潘泓興、黎柏堅作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有(除以下披露權益)研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去12個月內，與本報告提及的公司有投資銀行業務關係。陳宋恩持有農業銀行(1288 HK)H股股份

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報(10%)
持有	市場回報(-10%) \leq 股票投資回報 < 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 < 市場回報(-10%)

股票投資回報是未來12個月預期的股價百分比變化加上股息收益率
市場回報是5年市場平均回報率

市場回報率:自 2008 年以來的平均市場回報率(恒生指數總回報指數 2008-19 的複合增長率為 10%)

目標價的時間範圍:12 個月

股票評級可能與所述框架不同，原因包括但不限於:公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動、股票相對於股票市場的平均每日成交量、競爭力、相應行業的優勢等

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標、財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠、準確、完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2020 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址: 香港中環紅棉路 8 號東昌大廈 13 樓農銀國際證券有限公司

電話: (852) 2868 2183