



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

農銀國際中國/香港證券研究

2023 年經濟展望及 投資策略報告

穿越經濟周期 聚焦中國向好



目錄

2023 年全球經濟展望	4	姚少華 (經濟師) 經濟展望
2023 年中國經濟展望	7	yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
2023 年投資策略	14	
香港 IPO 市場	29	陳宋恩 (研究部主管) 投資策略
中國銀行業 - 正面	32	philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
中國房地產業 - 正面	36	
中國互聯網媒體與消費商務業- 正面	42	歐宇恒 (分析員) 中國銀行業
中國消費行業 - 正面	45	johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中國教育業 - 中性	49	
中國電信業 - 正面	52	周秀成 (分析員) 中國證券業 /中國互聯網媒體與消費商務業
于 2022 年 12 月 6 日發布 另有指明外,數據截至 2022 年 11 月 25 日		stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
		董耀基 (分析員) 中國房地產業
		kennethtung@abci.com.hk 852-2147 8311
		潘泓興 (分析員) 中國教育業 /中國消費業
		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

全球/中國經濟展望





2023 年全球經濟展望

- 2022 年年初以來，受累于通脹高企、貨幣政策收緊以及俄烏衝突不斷升溫，全球經濟增速有所放緩
- 自 2022 年年初以來，由于全球能源以及食品價格飆升以及勞動力成本上升，全球通脹顯著上揚。儘管發展中國家的整體工資上升壓力仍維持溫和，但由于勞動力市場供小于求，部分發達國家面臨工資上升壓力明顯增加
- 展望 2023 年，有見于全球不少經濟體金融環境不斷收緊、通脹仍高企以及俄烏衝突持續，我們預計 2023 年全球經濟增長將放緩。通脹方面，由于全球需求放緩、大宗商品價格回落以及供應鏈改善，我們預計全球通脹或在 2022 年下半年見頂，在 2023 年將有所回落。然而，通脹雖有回落，但在工資上升以及 OPEC+ 原油減產計劃下仍維持高位
- 我們預期 2022 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 1.8%、3.0%、3.1%、1.5% 及 4.0%，2023 年則分別增長 0.5%、5.0%、-0.5%、1.4% 及 -0.6%，相比而言，上述國家在 2021 年經濟分別增長 5.7%、8.1%、5.2%、1.7% 及 7.4%

年初以來全球經濟增長動力較疲弱

2022 年年初以來，受累于通脹高企、貨幣政策收緊以及俄烏衝突不斷升溫，全球經濟增速有所放緩。如圖 1 所示，2022 年前 3 季美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 2.4%¹、3.0%、4.0%、1.4% 及 5.9%，均較 2021 年 5.9%、8.1%、5.3%、1.8% 及 8.5% 的經濟增速回落。自 2022 年年初以來，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數持續回落，顯示全球經濟增長動力放緩(圖 2)。自 2022 年 8 月以來，JP Morgan 全球綜合 PMI 指數已低于 50 臨界點水平。

圖 1: 全球主要經濟體 GDP 增長 (%)

實質 GDP 按年增長	2020 年	2021 年	2022 年前 3 季
美國	(2.8)	5.9	2.4
中國	2.2	8.1	3.0
歐元區	(6.1)	5.3	4.0
日本	(4.7)	1.8	1.4
英國	(11.0)	8.5	5.9

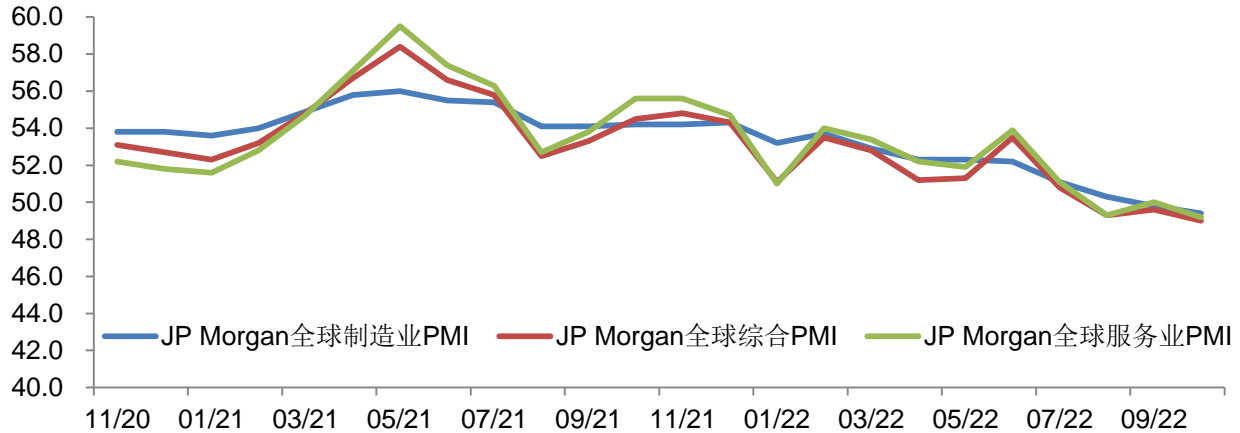
來源: 彭博、農銀國際證券

自 2022 年初以來，由于全球經濟放緩，美元顯著升值以及俄烏衝突不斷加劇，全球貿易增速有所回落。根據 WTO 公布的最新全球季度貿易額統計數據，全球商品貿易額繼 2022 年第 1 季增長 20.0% 後，2022 年第 2 季再增長 17.0%，但都低于 2021 年 26.5% 的增速。目前 WTO 預期 2022 年全球商品貿易量將增長 3.5%，相比之下 2021 年全球商品貿易量增長 9.7%。此外，2022 年第 1 季和第 2 季全球服務貿易金額分別增長 17.0% 與 19.0%，均低于 2021 年第 3 季及第 4 季 26.0% 及 21.0% 的增速。

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



圖 2: JP Morgan 全球 PMI 指數(%)



來源: 彭博、農銀國際證券

自 2022 年年初以來，由于全球能源以及食品價格飆升以及勞動力成本上升，全球通脹顯著上揚。某些國家的通脹水平攀升至 40 多年的高位。根據 IMF 的估計，2022 年原油價格或上漲 41.4%，而非石油大宗商品價格預計將上漲約 7.3%。IMF 預計 2022 年全球整體 CPI 通脹上漲 8.8%，較 2021 年 4.7% 的通脹水平顯著上升。雖然食品和能源的大幅攀升推高了整體 CPI，但撇除食品及能源價格外的全球核心通脹除中國和日本外在今年亦明顯上升。房租、燃料、交通以及家具行業的通脹均顯著升溫。儘管發展中國家的整體工資上升壓力仍維持溫和，但由于勞動力市場供小于求，部分發達國家面臨工資上升壓力明顯增加。

由于通脹大幅攀升，除中國人民銀行和日本央行外，全球主要央行自 2022 年年初以來開始收緊貨幣政策，這亦導致了全球主要國債利率上升。美聯儲從 2022 年 3 月以來共上調聯邦基金利率 375 個基點，并在 6 月開始縮減其資產負債表。歐洲央行在 2022 年 3 月結束其抗疫緊急購債計劃，并從 7 月 1 日起終止其資產購買計劃。歐洲央行自 7 月來共加息 200 個基點。年初以來英倫銀行、加拿大央行以及澳洲聯儲銀行均開始新一輪加息周期。然而，由于通脹壓力溫和，中國人民銀行和日本央行維持寬鬆的貨幣政策以支持經濟增長。

2023 年全球經濟增速將放緩

展望 2023 年，有見于全球不少經濟體金融環境不斷收緊、通脹仍高企以及俄烏衝突持續，我們預計 2023 年全球經濟增長將放緩。通脹方面，由于全球需求放緩、大宗商品價格回落以及供應鏈改善，我們預計全球通脹或在 2022 年下半年見頂，在 2023 年將有所回落。然而，通脹雖有回落，但在工資上升以及 OPEC+ 原油減產計劃下仍維持高位。在 10 月發布的最新預測中，世貿組織預計 2023 年貨物貿易額將增長 1.0%，而 2022 年預計將增長 3.5%，貨物貿易增速放緩主要因為全球經濟增速將減慢。根據 IMF 于 2022 年 10 月發布的最新《世界經濟展望》，2023 年全球經濟增長預計為 2.7%，相比 2022 年的預計增速 3.2% 為慢（圖 3）。IMF 預計 2023 年全球通脹或由 2022 年估計的 8.8% 放緩至 6.5%。OECD 在 11 月發表的最新《經濟展望》裏亦預計 2023 年全球經濟增長將由 2022 年的 3.1% 放緩至 2.2%。



我們預計 2023 年美國經濟增長將從 2022 年估計的 1.8% 回落至 0.5%，主要因為金融環境繼續收緊、通脹仍高企以及財政刺激政策退出。較低的失業率和不斷上升的工資水平將支持 2023 年的家庭支出。然而，疲弱的消費者信心和高通脹可能會阻礙家庭消費。大規模的財政刺激退出將拖累經濟增長。利率上升亦會拖累支出增長，特別是房地產投資。我們預計通脹可能在 2022 年下半年達到峰值，但在 2023 年仍將維持高位并遠高于美聯儲 2% 的目標。在貨幣政策方面，由于通脹水平以及通脹預期仍高企，我們預計美聯儲將在 2023 年繼續收緊貨幣政策，包括繼續加息和縮表。我們預計到 2023 年年中聯邦基金利率的目標區間將升到 4.75-5.00%，然後維持不變直到 2023 年年底。美聯儲將在 2023 年繼續減持美國國債以及住宅和商業抵押貸款支持證券。由于香港金管局實行聯繫匯率制度，我們預期到 2023 年年底香港基本利率將升至 5.25%。

有見于防疫措施或放寬、宏觀政策支持以及較低的基數效應，我們預計中國經濟增速在 2023 年將反彈。我們預計中國經濟在 2023 年將增長 5.0%，高于 2022 年 3.0% 的預估增速。消費的顯著回暖以及房地產行業的溫和復蘇將是經濟增長的主要推動力。通脹將在 2023 年維持溫和態勢，料不構成宏觀政策的制約因素。貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏松的貨幣政策。人民銀行預計將保持流動性充裕以支持對製造業企業及中小企業的信貸供給。我們預期人民銀行或在 2023 年繼續宣布下調 RRR 和基準利率。我們預期中央政府將采用常規的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、加速基建投資以及出臺鼓勵消費的政策。

我們預計 2023 年歐元區的經濟增速或由 2022 年估計的 3.1% 放緩至 -0.5%，主要因為俄烏衝突的溢出效應、金融環境的收緊、通脹仍高企以及公共債務水平上升。悲觀的消費者情緒以及高企的通脹水平將打擊家庭消費。有見于全球經濟放緩，外需將趨于疲弱。由于金融環境收緊以及某些大宗商品價格回歸常態，通脹在 2023 年料逐步放緩。然而，受累于工資水平上升以及俄羅斯或削減對歐元區天然氣供應，整體通脹仍高企。貨幣政策方面，根據歐洲央行的 10 月份貨幣政策會議，我們預計歐洲央行將在 2023 年將主要再融資利率、邊際貸款利率以及存款機制利率分別調升至 3.00%、3.25% 及 2.50%。有見于歐元區疲弱的經濟增長前景，我們預計歐洲央行將再為商業銀行提供大量的低成本資金來支持經濟增長。此外，由于通脹高企削弱購買力和貨幣政策收緊拖累居民消費和企業投資，我們預計 2023 年英國經濟將下跌 0.6%，大幅低于 2022 年 4.0% 的預估增速。由于通脹壓力仍大，我們預計英倫央行的政策利率將在 2023 年底上升至 3.75%。

我們預計 2023 年日本的經濟增長將從 2022 年估計的 1.5% 略微回落至 1.4%，主要因為疲弱的外需將拖累出口增長。然而，寬鬆的貨幣政策將繼續支持投資增長。相比其它發達經濟體，日本在 2023 年的通脹壓力仍較溫和，我們預計其核心通脹或放緩至 2% 以下。有見于通脹前景仍疲弱，我們預期 2023 年日本的超寬鬆貨幣政策或保持不變，其通過國債曲線控制令政策利率維持穩定，我們預期 2023 年底日本央行短期政策利率料維持在 -0.10% 的負利率水平不變。

圖 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測 (%)

實質 GDP 按年增長	2021 年	2022 年預測	2023 年預測
美國	5.7	1.8	0.5
中國	8.1	3.0	5.0
歐元區	5.2	3.1	(0.5)
日本	1.7	1.5	1.4
英國	7.4	4.0	(0.6)
世界(國際貨幣基金組織)	6.0*	3.2*	2.7*

來源: 國際貨幣基金組織、彭博、農銀國際證券預測

注釋: *代表國際貨幣基金組織的估計及預測



2023 年中國經濟展望

- 由于新冠疫情再度爆發以及房地產行業持續放緩，2022 年初至今中國經濟增長明顯回落。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 2022 年前 3 季經濟僅增長 3.0%，而 2021 年同期增長 9.8%
- 展望未來，有見于防疫措施將放寬以及房地產行業或獲得進一步的政策支持，我們相信 2023 年中國經濟增速或明顯反彈。整體上我們預期 2023 年中國 GDP 增長 5.0%，大幅高于 2022 年 3.0% 的預估增速。消費的強勁反彈和房地產行業的溫和復蘇將是主要的增長動力。相反，疲弱的外需和潛在的新冠肺炎病毒大幅變異將是主要挑戰
- 我們預計通脹將在 2023 年維持溫和態勢。我們預計 2023 年 CPI 通脹或維持在 2.0%，與 2022 年的預估相同。由于 2023 年中國整體經濟增速或加快，核心 CPI 通脹可能溫和反彈。有見于大宗商品價格放緩、國內需求較疲軟和高基數效應，我們預計 2023 年 PPI 通脹將從 2022 年的預估的 4.5% 放緩至 0.0%
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2023 年將繼續維持偏寬鬆的貨幣政策以穩定經濟增長。人民銀行料保持流動性合理充裕來增加對製造業企業、房地產企業以及中小企業的信貸。我們預計 2023 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別達至 23.0 萬億人民幣及 35.5 萬億人民幣。另外，為降低實體經濟的融資成本，我們預期人民銀行在 2023 年將繼續下調基準利率。我們預計 2023 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別下調在 3.55% 及 4.10%。為增加金融市場流動性，我們預期 2023 年人民銀行將繼續下調 RRR 一次。我們預計 2023 年年底大型存款類金融機構的 RRR 為 9.0%，中型存款類金融機構為 7.0%，而小型存款類金融機構的 RRR 則維持在 5.0% 不變。2023 年年底廣義貨幣供給(M2)預計增長 11.0%。匯率方面，由于中國經濟或反彈以及貿易順差仍處于高位，我們預期 2023 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.6500 左右，而 2022 年年底預計為 7.0000
- 我們預期 2023 年中央政府將采用積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及部分支持基建投資的政策。對受疫情重創的企業提供更多支持。土地市場的顯著降溫將為地方政府財政收入帶來壓力。因此，我們預期 2023 年地方政府專項債發行規模將繼續擴大至 4 萬億人民幣的高位。由于財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2023 年政府的預算財政赤字約占國內生產總值 3.0%，較 2022 年的 2.8% 為高

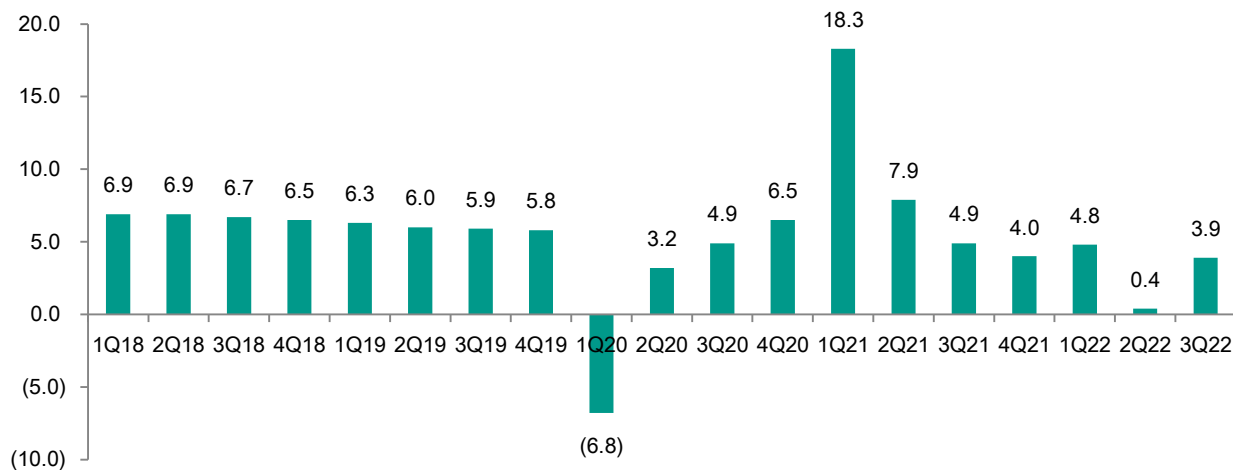
2022 年前 10 個月中國經濟增速明顯放緩

由于新冠疫情再度爆發以及房地產行業持續放緩，2022 年初至今中國經濟增長明顯回落。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 2022 年前 3 季經濟僅增長 3.0%²，而 2021 年同期增長 9.8% (圖 1)。國內生產總值各個組成部分的分析顯示，消費開支仍是 2022 年前 3 季經濟增長的主要推動力，貢獻整體經濟增長 1.2 個百分點。投資為整體經濟增長貢獻 0.8 個百分點，而貨物及服務淨出口亦貢獻 1.0 個百分點。

²除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



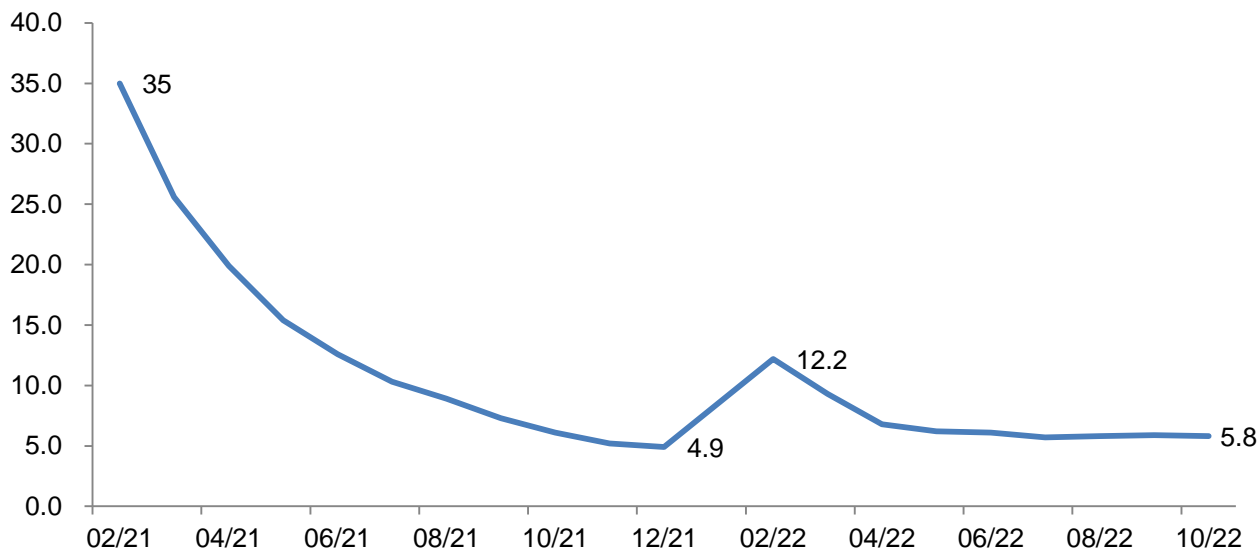
圖 1：中國 GDP 增長(%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

進入第 4 季，中國經濟繼續放緩，主要因為疫情再度升溫、房地產行業持續疲弱以及外需開始回落。內需表現低迷，投資及消費在 10 月均放緩。由於房地產投資持續走低，10 月單月的整體城鎮固定資產投資增長由 9 月份的 6.6% 回落至 5.0% (圖 2)。同期社會消費品零售銷售亦由 9 月的 2.5% 下跌至 10 月的 -0.5%，主要歸因於疫情對服務業以及居民消費的衝擊 (圖 3)。從供給側看，由於出口增長放緩，10 月內地實質工業產出僅增長 5.0%，明顯低於 9 月的 6.3% 的增速 (圖 4)。涵蓋 31 個行業大類的製造業 PMI 指數在 10 月與 11 月亦由 9 月的 50.1 回落至 49.2 與 48.0。

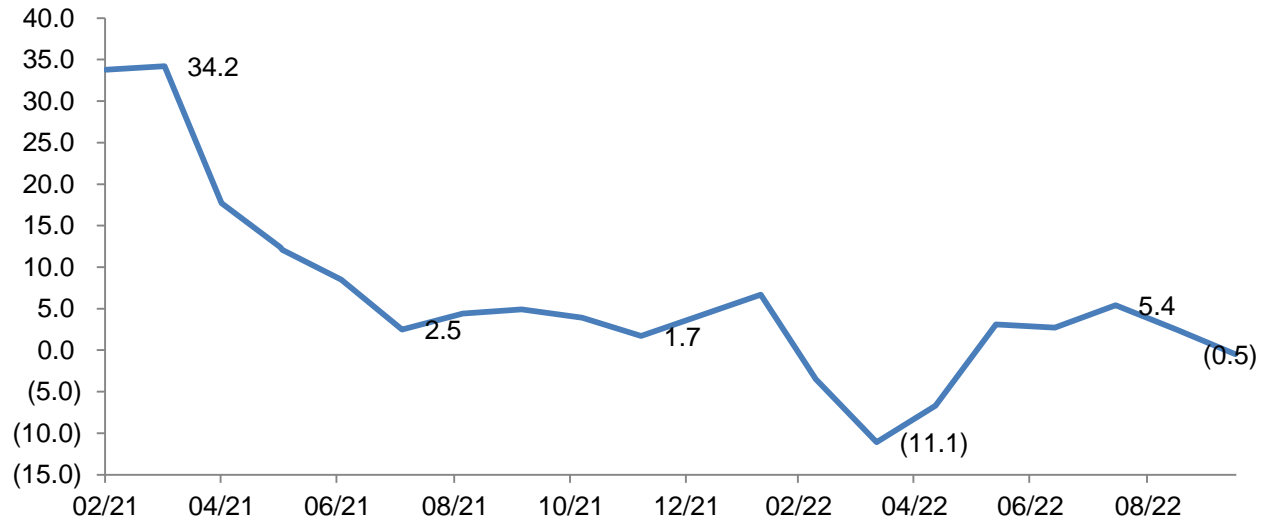
圖 2：中國城鎮固定資產投資年初至今增長(%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

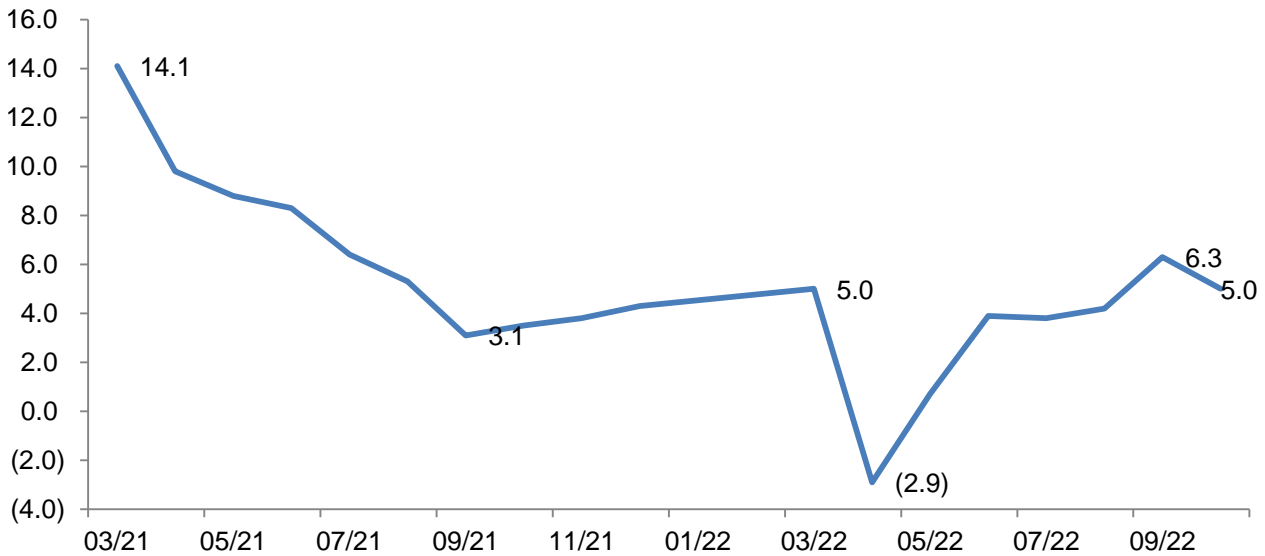


圖 3: 中國零售銷售增長(%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖 4: 中國工業產出增長(%)

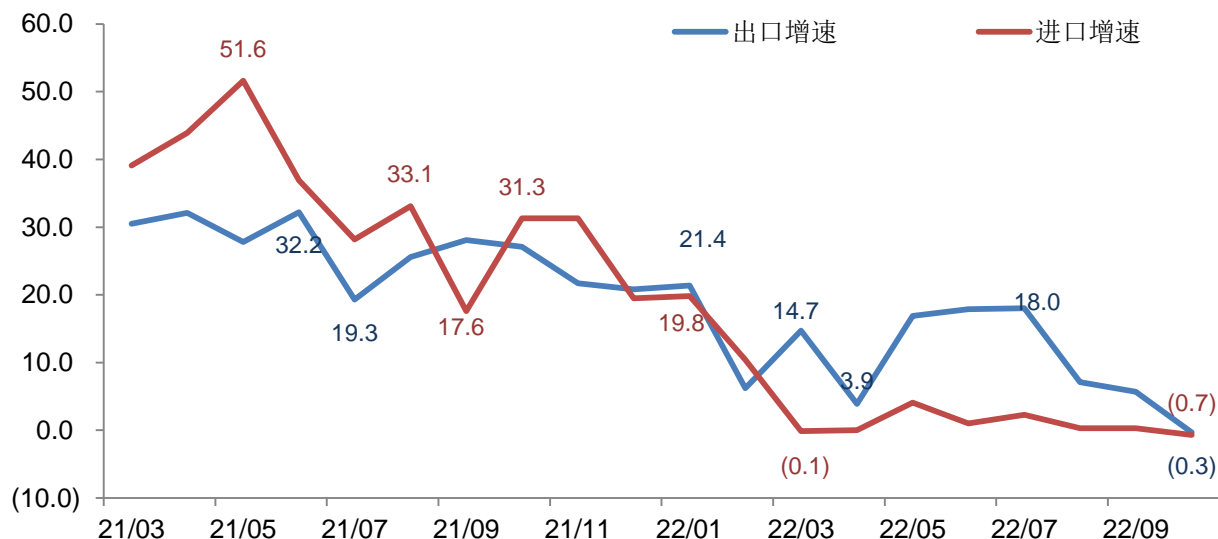


來源: 國家統計局、農銀國際證券

外貿方面，以美元計，10 月份出口與進口均錄得負增長 (圖 5)。以美元計價 10 月份中國出口下跌 0.3%，而 9 月份增長 5.7%。10 月出口明顯回落主要因為全球主要經濟體經濟放緩以及去年同期較高的基數效應。由于內需疲弱，10 月份進口下跌 0.7%，跌幅較 9 月的 0.3% 進一步加深。儘管 10 月出口與進口增速均疲弱，但 10 月份貿易順差由 9 月份的 847 億美元擴大至 852 億美元，仍是相當高的貿易順差水平。



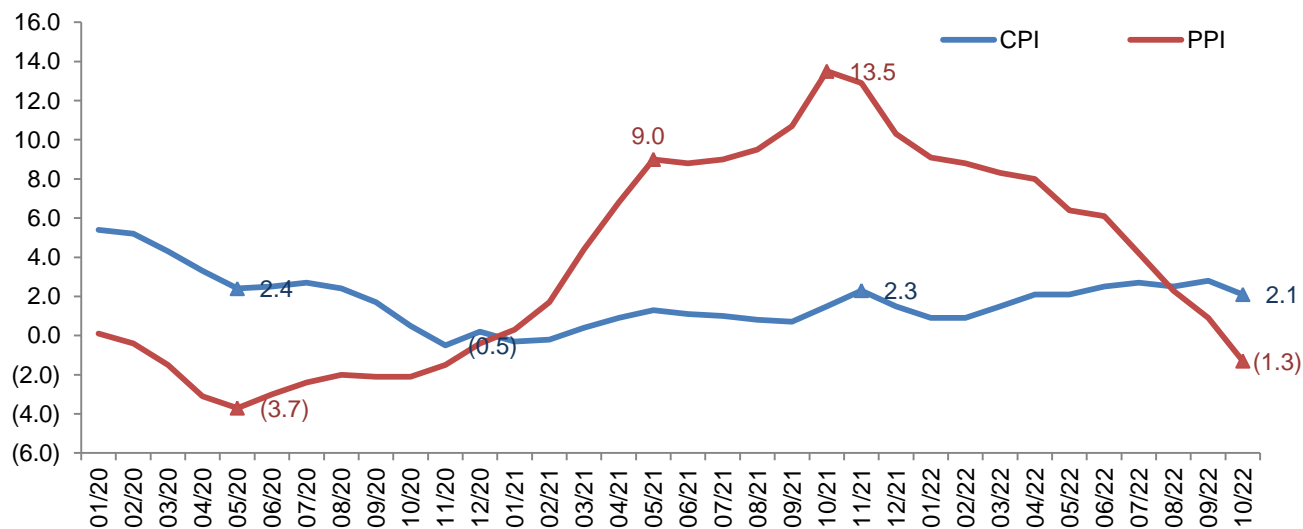
圖 5：中國出口及進口增長 (%)



來源：國家海關、農銀國際證券

CPI 和 PPI 通脹在 2022 年前 10 個月出現了明顯分化 (圖 6)。由于食品通脹反彈，尤其是豬肉價格回升，CPI 升幅從 1 月的 0.9% 上揚至 10 月的 2.1%。然而，排除食品與能源價格外的核心 CPI 維持低位，在 10 月僅上漲 0.6%。PPI 在 10 月下跌 1.3%，而今年 1 月上漲 9.1%。PPI 大幅回落主要是由于高基數效應以及石油、有色金屬、黑色金屬等大宗商品價格升幅放緩所致。

圖 6：中國 CPI 與 PPI (%)



來源：國家統計局、農銀國際證券



貨幣政策方面，2022 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。年初至今人民銀行實施降准及下調 LPR 利率來支持實體經濟，特別針對中小企業及民營企業。10 月份廣義貨幣供給(M2)的增速由 2021 年 12 月份的 9.0%反彈至 11.9%，2022 年首 10 個月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 26.4 萬億元人民幣升至 28.7 萬億元人民幣。

2023 年中國經濟增速或明顯反彈

展望未來，有見于防疫措施將放寬以及房地產行業或獲得進一步的政策支持，我們相信 2023 年中國經濟增速或明顯反彈。整體上我們預期 2023 年中國 GDP 增長 5.0%，大幅高于 2022 年 3.0%的預估增速 (圖 7)。消費的強勁反彈和房地產行業的溫和復蘇將是主要的增長動力。相反，疲弱的外需和潛在的新冠肺炎病毒大幅變異將是主要挑戰。

圖 7：經濟預測

經濟指標	2021 年	2022 年預測	2023 年預測
實質 GDP 增長，%	8.1	3.3	5.0
固定資產投資增長，%	4.9	5.9	8.0
零售銷售增長，%	12.5	1.2	6.0
以美元計出口增長，%	29.9	9.0	1.5
以美元計進口增長，%	30.1	3.0	2.5
工業產出增長，%	9.6	4.2	6.0
消費物價通脹，%	0.9	2.0	2.0
生產物價通脹，%	8.1	4.5	0.0
M2 增長，%	9.0	11.5	11.0
社會融資規模增量，十億人民幣	31,400	34,000	35,500
整體新增人民幣貸款，十億人民幣	19,900	22,000	23,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.3561	7.0000	6.6500
1 年期 LPR，%	3.80	3.65	3.55
5 年期 LPR，%	4.65	4.25	4.10

來源：國家統計局、中國人民銀行、農銀國際證券預測

內需方面，我們投資整體固定資產投資有望在 2023 年低位回升，主要因為對房地產開發商融資以及居民按揭貸款或進一步得到政策支持，房地產投資在 2023 年或溫和反彈。在居民購房意願上升下房地產銷售料低位回暖。有見于外需放緩，2023 年製造業投資以及民間投資或略有放緩，然而，高新技術製造業投資或在宏觀政策的支持下獲得快速增長。2023 年基建投資將在財政政策支持下維持快速增長。整體而言，我們預計 2023 年整體固定資產投資增長 8.0%，較 2022 年我們預估的 5.9%的增速為高。

由于防疫措施放鬆，消費者信心改善以及 2022 年較低的基數效應，我們預期 2023 年社會消費品零售銷售的增長或顯著反彈。我們預計 2023 年零售銷售增長 6.0%，高于 2022 年我們預估的 1.2%的增速。截至 2022 年 3 季度末，中國居民淨存款接近 100 萬億人民幣規模，顯示居民消費潛力仍不俗。然而，在中央和地方促進汽車消費的政策退坡下，占整體零售額 10%的汽車零售額或在 2023 年有所放緩。



外需方面，由于全球經濟在大多數經濟體收緊金融環境、通脹仍高企以及俄烏衝突持續下放緩，2023 年中國出口增長特別是對發達經濟體的出口預計將明顯放緩。我們預計 2022 年中國的出口及進口分別增長 8.0% 及 6.0%。在 10 月發布的最新預測中，世貿組織預計 2023 年貨物貿易額將增長 1.0%，而 2022 年預計將增長 3.5%，貨物貿易增速放緩主要因為全球經濟增速將減慢。根據 IMF 于 2022 年 10 月發布的最新《世界經濟展望》，2023 年全球經濟增長預計為 2.7%，相比 2022 年的預計增速 3.2% 為慢。不過，RECP 的生效將顯著幫助中國在今年下半年與亞洲經濟體的貿易，尤其是與日本的貿易。我們預計 2023 年進口增速將維持低位，主要因為全球大宗商品價格放緩或導致中國進口價格回落。整體而言，我們預計 2023 年中國出口與進口分別增長 1.5% 與 2.5%，相比之下，2022 年我們預估出口與進口分別增長 9.0% 與 3.0%。

我們預計通脹將在 2023 年維持溫和態勢。我們預計 2023 年 CPI 通脹或維持在 2.0%，與 2022 年的預估相同。儘管豬肉價格可能會在 2023 年上半年因供應趨緊和低基數效應上漲，但在下半年隨著供應增加以及基數升高而放緩。由于 2023 年中國整體經濟增速或加快，核心 CPI 通脹可能溫和反彈。由于大宗商品價格放緩、國內需求較疲軟和高基數效應，我們預計 2023 年 PPI 通脹將從 2022 年的預估的 4.5% 放緩至 0.0%。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2023 年將繼續維持偏寬鬆的貨幣政策以穩定經濟增長。人民銀行料保持流動性合理充裕來增加對製造業企業、房地產企業以及中小企業的信貸。我們預計 2023 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別達至 23.0 萬億人民幣及 35.5 萬億人民幣。另外，為降低實體經濟的融資成本，我們預期人民銀行在 2023 年將繼續下調基準利率。我們預計 2023 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別下調在 3.55% 及 4.10%。為增加金融市場流動性，我們預期 2023 年人民銀行將繼續下調 RRR 一次。我們預計 2023 年年底大型存款類金融機構的 RRR 為 9.0%，中型存款類金融機構為 7.0%，而小型存款類金融機構的 RRR 則維持在 5.0% 不變。2023 年底廣義貨幣供給(M2)預計增長 11.0%。匯率方面，由于中國經濟或反彈以及貿易順差仍處于高位，我們預期 2023 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.6500 左右，而 2022 年年底預計為 7.0000。

我們預期 2023 年中央政府將采用積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及部分支持基建投資的政策。對受疫情重創的企業提供更多支持。土地市場的顯著降溫將為地方政府財政收入帶來壓力。因此，我們預期 2023 年地方政府專項債發行規模將繼續擴大至 4 萬億人民幣的高位。由于財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2023 年政府的預算財政赤字約占國內生產總值 3.0%，較 2022 年的 2.8% 為高。

2023 年是中國“十四五”規劃的第三年。以美國為首的西方國家技術封鎖力度加大將是中國經濟社會發展面臨的主要外部挑戰，因此中國將繼續加強前沿基礎科學研究、加快關鍵技術自主攻關。我們預計中國將在芯片和半導體、軟件、精密機械、新材料等高科技領域加大投放資源，做到關鍵核心技術自主可控。擁有強大創新能力和核心技術的專精特新“小巨人”企業將獲得更多的財政及金融支持來實現技術突破、創新及升級。擁有強大創新能力和核心技術的專精特新“小巨人”企業將獲得更多的財政及金融支持來實現技術突破、創新及升級。同時，中國計劃在 2030 年實現碳達峰及 2060 年實行碳中和，因此我們預計綠色產業在 2023 年將較其它大多數行業獲得更快的增長和更好的盈利能力。我們預計 2023 年新增綠色貸款金額或超過 1 萬億人民幣水平。

投资策略



投資策略

研究部主管：陳宋恩

投資策略

我們對 2023-24 年的看法

1. 中國的相對經濟增長率將在 2023 年回升，影響全球基金經理的資產配置。2023 年，中國和發達經濟體將處於經濟周期的不同階段，前者預計將上升，而後者則下降。根據國際貨幣基金組織（IMF）、經合組織（OECD）和我們的估計，2022 年中國相對於其他三個主要經濟體（美國、歐元區和日本）的相對增長率有所下降，但 2023 年將大幅增長。因此，全球基金經理的資產配置將受到影響。儘管一些資本市場投資者擔心發達經濟體 2023 年可能出現衰退，但主要國際組織目前的預測預計發達經濟體不會出現這種情況。目前他們的預測表明，2023 年美國和歐元區經濟增長持平，但不排除未來可能會進一步下調。

圖 1：主要經濟體的絕對和相對經濟增長
中國的相對 GDP 增長在 2022 年有所收窄，但將在 2023 年反彈回升

預測機構	實際 GDP	2021	2022E	2023E	中國相對 GDP 增長	2021	2022E	2023E
IMF	中國	8.1%	3.2%	4.4%				
OECD	中國	8.1%	3.3%	4.6%				
ABCI	中國	8.1%	3.0%	5.0%				
IMF	美國	5.7%	1.6%	1.0%	中國增速減去美國增速	2.4%	1.6%	3.4%
OECD	美國	5.9%	1.8%	0.5%	中國增速減去美國增速	2.2%	1.5%	4.1%
ABCI	美國	5.7%	1.8%	0.5%	中國增速減去美國增速	2.4%	1.2%	4.5%
IMF	歐元區	5.2%	3.1%	0.5%	中國增速減去歐元區增速	2.9%	0.1%	3.9%
OECD	歐元區	5.3%	3.3%	0.5%	中國增速減去歐元區增速	2.8%	0.0%	4.1%
ABCI	歐元區	5.2%	3.1%	(0.5%)	中國增速減去歐元區增速	2.9%	(0.1%)	5.5%
IMF	日本	1.7%	1.7%	1.6%	中國增速減去日本增速	6.4%	1.5%	2.8%
OECD	日本	1.6%	1.6%	1.8%	中國增速減去日本增速	6.5%	1.7%	2.8%
ABCI	日本	1.7%	1.5%	1.4%	中國增速減去日本增速	6.4%	1.5%	3.6%
IMF	世界	6.0%	3.2%	2.7%	中國增速減去世界增速	2.1%	0.0%	1.7%
OECD	世界	5.9%	3.1%	2.2%	中國增速減去世界增速	2.2%	0.2%	2.4%

來源：2022 年 10 月國際貨幣基金組織 IMF《世界經濟展望》、2022 年 11 月經合組織 OECD《經濟展望》、2022 年 11 月份農銀國際證券預測

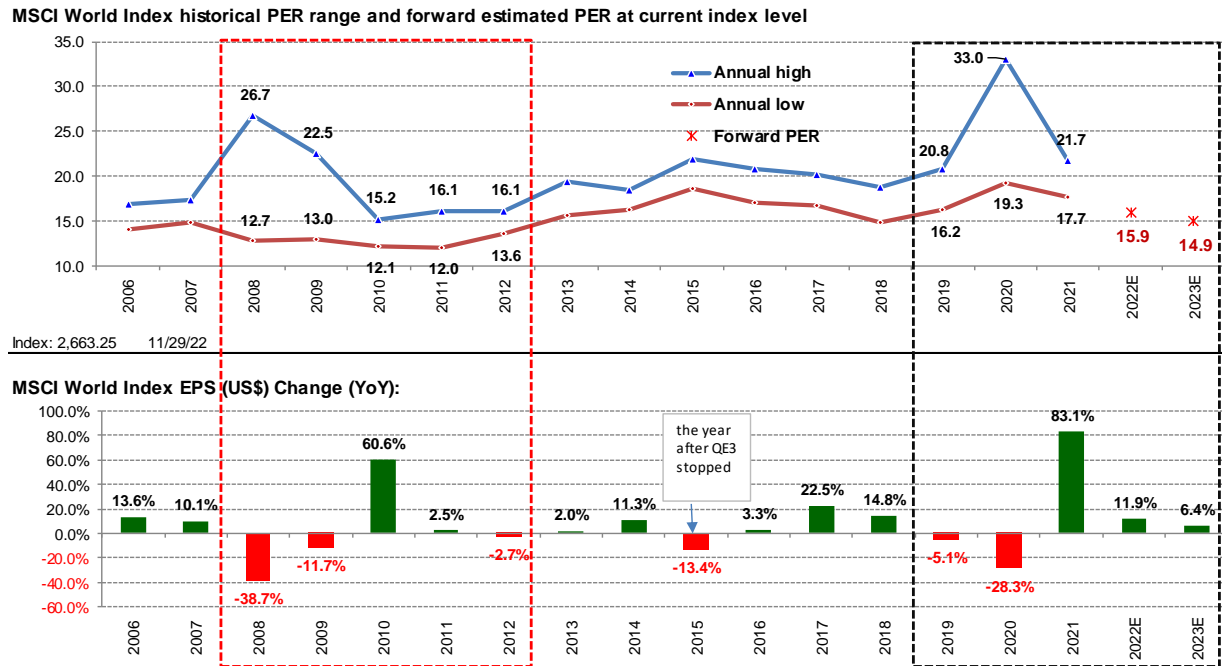
2. 考慮到 2023 年全球藍籌股的收益增長將明顯低於 2021-22 年，我們預計價值股在 2023 年的表現將優於增長股。MSCI 世界指數的每股收益增長將大幅放緩，預測同比增速從 2021 年 83% 的增長率降至 2022 年的 12%，至 2023 年的 6%。鑒於經濟和利率周期，2023 年大型企業的收入不太可能強勁增長。許多大型企業可能會在 2023 年精簡運營、收緊成本控制、去杠杆化資產負債表，並通過股息和股份回購獎勵股東。成本效率的提高將支持盈利。隨著增長勢頭減弱，成長股的估值將進一步下調。在這種情況下，價值股很可能在 2023 年跑贏大盤。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

圖 2：上部圖 MSCI 世界指數市盈率估值（高/低/估計），下部圖每股收益增長


來源：彭博、農銀國際證券

3.全球 PPI 趨勢不僅是通脹趨勢，更重要的是工業國之間成本競爭力發生重大變化。隨著歐元區、英國和美國國內生產商在全球貿易市場上失去成本競爭力，貿易保護主義將抬頭。跨國企業將把 2021-22 年工業國 PPI 趨勢作為未來幾年成本競爭力的指標。2021-22 年間，主要工業國家的貨幣對美元貶值。工業國家的成本競爭力因高 PPI 而減弱，但因貨幣貶值而增強。我們結合這兩個因素來說明對 PPI 的淨影響。在 2020 年 10 月至 2022 年 10 月 PPI 大幅上漲後，與中國、日本和韓國相比，歐元區、英國和美國生產商的成本競爭力大幅減弱。

圖 3：2020 年 10 月至 2022 年 10 月主要工業國家的成本趨勢比較
 過去兩年，西方工業國家的成本競爭力顯著下降

生產者價格指數 (PPI)	歐元區	英國	美國	韓國	日本	中國
10/2022 (同比變化)	31.8%	14.8%	8.0%	7.3%	9.1%	-1.3%
10/2021 (同比變化)	21.9%	8.7%	8.9%	9.1%	8.2%	13.5%
10/2022 vs 10/2020 (以當地貨幣計算)	60.7%	24.8%	17.5%	17.1%	18.0%	12.0%
10/2022 vs 10/2020 (以美元計)	51.5%	22.0%	17.5%	13.6%	12.7%	11.0%
	失去成本競爭力					

來源：彭博、政府、農銀國際證券



4. 2023 年，中國政府將繼續採取逆周期措施提振經濟。因此，政府主導的投資或產業政策將成為投資重點。雖然發達經濟體的經濟顯示下滑趨勢，以下因素將使中國能夠與眾不同。

a) 由於中國人民銀行在 2020-21 年限制資產負債表過度擴張的嚴格金融紀律，這讓中國 2022-23 年正處於不同的貨幣政策周期。自 2019 年底以來，世界四大經濟體採取了不同的貨幣政策來提振經濟。從 2019 年末到 2022 年 10 月，中國人民銀行、日本央行、美聯儲和歐洲央行的資產負債表分別擴大了 7.6%、22.7%、86.9%和 107.0%。因此，美國和歐洲正處於通脹上升周期和利率上升周期。中國的低通脹環境提供了寬鬆的貨幣政策環境。

b) 與家庭和非金融企業的宏觀杠杆相比，中國政府的宏觀杠杆率較低。2021 年末，政府、家庭和非金融企業的宏觀杠杆率分別為 46.6%、72.2%和 153.7%。政府的低宏觀杠杆率為支持經濟提供了增長空間。我們相信，政府主導的投資將在 2023 年發揮重要作用。

c) 中國在 2021-22 年積極遏制了房地產價格泡沫，降低了銀行業房地產相關貸款的集中度。金融困境的房地產開發商現在已被資本市場所識別；因此，房地產市場風險在很大程度上已被考慮在內。根據國際清算銀行的數據，從 2019 年末到 2022 年 6 月末，中國和發達經濟體的住宅價格名義增長 2.1%和 28.9%，實際增長-0.8%和 18.5%。在中國銀行體系中，房地產開發貸款和個人住房貸款占人民幣貸款總額的比例從 2019 年末的 7.3%和 19.6%降至 2022 年第 3 季度末的 6.0%和 18.5%。

d) 在貿易夥伴方面，2022 年，中國最大的貿易夥伴已從美國和歐盟轉向東盟。2022 年前十個月以美元計，東盟、歐盟和美國分別占 2022 年中國貿易總值的 15.2%、13.5%和 12.2%。能源和食品的國內生產增加，一方面使中國能夠抑制進口通脹，另一方面保持強勁的貿易順差。2022 年 1-10 月，煤炭、原油、成品油、天然氣、肉類和大豆的進口量分別下降 10.5%、2.7%、10.9%、10.4%、25.0%和 7.4%。1-10 月，貿易順差達到 7277 億美元，同比增長 42.5%。

e) 財富效應將是 2023 年的一個支撐因素。2022 年前十個月，家庭存款總額增加了 12.7 萬億元，至 2022 年 10 月末達到 115.2 萬億元。2022 年 10 月末，中國家庭存款總額略高於 2021 年的名義 GDP。消費者的累積購買力是經濟的穩定器，以緩衝不利外部因素的影響。我們認為，當消費者信心在 2023 年恢復時，消費可能會大幅上升。

5. 政府主導的投資和產業政策。在各種產業政策中，中國有關可再生能源發展策或綠色經濟發展政策的積極溢出效應尤為突出。此外，鑒於中美持續對抗，核心技術自給自足是一項明智的長期國家戰略。

儲電池出口市場。2022 年全球化石燃料能源價格的飆升導致了對綠色能源和儲能設施的需求。據中國海關統計，2021 和 2022 年，儲電池出口額分別增長 56%和 78%，達到 2108 億元和 2890 億元。儲電池出口市場領導者寧德時代(300750 CH)和廈門海辰儲能科技(未上市)將成為出口增長上升的主要受益者。

綠色經濟中的生產線供應商。太陽能晶片行業的生產商正在擴大產能，以滿足對綠色能源的激增需求。電池生產商正在提高生產能力，以滿足新能源汽車行業日益增長的需求，因為汽車生產商也在提高其生產能力。當他們擴大生產能力時，生產設備生產商的業務前景看好。市場領先者無錫先導智能裝備(300450 CH)和深圳盈合科技(300457 CH)將成為主要受益者。2021 年和 2022 上半年，先導智能的出口銷售額分別占其總銷售額的 15%和 19%，顯示出其在海外市場的競爭實力。



能源基礎設施建設承包商。水電站和核電站基礎設施建設的複雜性高于太陽能或風能。雖然大型水電項目已基本完工，但許多核電項目仍在建設進行中，這意味著中國核建（CNEC，601611 CH）等主要基礎設施建設承包商仍有充足的增長空間。對於長期投資者來說，我們認為核電建設承包商將是一個合理的選擇，因為核電建設公司能够在未來幾年內抵禦起伏的經濟周期。中國核建負責建造第一座第四代核電站。截至 2022 年 10 月底，共有 54 座核電站在運行，23 座新核電站在建或獲准開工。未來五年，核電建設承包商和設備供應商將處于有利業務周期。

6. 我們預計未來 12-24 個月將出現以下系統性和非系統性風險。

系統性風險包括：

- a) 發達國家，特別是歐洲和美國，由于長期的高利率而出現經濟顯著放緩或衰退；
- b) 歐洲和亞洲能源進口國貿易和外匯儲備惡化導致的區域金融或政治危機；
- c) 當美國、加拿大、歐元區、英國和澳大利亞的央行 2022 年不斷上調利率時，發達國家的房地產價格泡沫 2023 年可能破裂；房地產價格風險或將擴散到全球金融市場；
- d) 中美地緣政治對抗和行業競爭升級導致的經濟動蕩；
- e) 金融市場的估值沒有充分考慮這些風險因素。

非系統風險包括：

- f) 全球半導體行業的下行商業周期
- g) 2022 年降息後 2023 年中國商業銀行的收入損失
- h) 中國房地產市場復蘇的時間或更長且弱于預期
- i) 對一些主題行業（如新能源供應鏈）的估值過高

2023 年的系統性風險和非系統性風險

從投資的角度來看，風險管理對於優化回報至關重要。我們相信 2023 年資本市場投資者可能會遇到的幾個系統性和非系統性風險。

2023 年系統性風險

美國和歐洲的衰退風險很大，衰退的代價可能由亞洲經濟體承擔。美國的軟著陸意味著一些國家的硬著陸；美國的硬著陸意味著大多數國家的硬著陸。

在發達經濟體大幅加息之後，我們預計 2023 年全球經濟將進入後超級商品周期。2022 年加息的影響將在 2023 年完全顯現。在全球大宗商品期貨市場上，食品和能源的期貨合約價格表明，超級大宗商品周期很可能在 2022 年下半年結束。超級大宗商品周期後的不確定性帶來了風險。

2023 年上半年：對能源資源淨出口國有利，但對淨進口國不利。2023 年上半年的通脹壓力將有所緩解，但通貨緊縮的可能性很低。食品和能源等基礎商品的價格將保持高位，但 2022 年的高基數效應意味著 2023 年上半年的通脹數字將緩解。在這種情況下，食品和能源淨進口國將面臨更高的經濟和政治風險，因為它們的貿易赤字可能在 2023 年惡化。2022 年下半年，由于食品或能源的進口價值增加，歐元區、英國、日本、韓國、新加坡、泰國和菲律賓的貿易逆差迅速擴大。我們認為，他們的貿易逆差將在 2023 年進一步加深，這將導致貨幣貶值。這些地區的央行可能會維持高利率，

以抑制消費、進口需求，并捍衛其貨幣和生活水平。他們的外匯儲備將迅速消耗，因此一些亞洲國家的主權債務危機將加劇。相比之下，加拿大、美國、澳大利亞、印度尼西亞、馬來西亞和一些中東國家等能源淨出口國將成爲受益者。

多個經濟體的房地產市場崩潰。鑒于發達經濟體利率不斷攀升，2023年出現的系統性風險之一是房地產市場崩潰。根據國際清算銀行的統計，從2019年12月至2022年6月，發達和新興經濟體的住宅價格名義上分別上漲了28.9%和17.2%。在亞洲，韓國、日本和新加坡的住宅價格泡沫會引發擔憂。與此同時，中國大陸和香港的價格泡沫在消退。投資者應對歐洲、美國、澳大利亞、新西蘭、日本、韓國和新加坡的抵押貸款支持證券或相關金融產品持謹慎態度。

圖 4：主要經濟體住宅物業價格變化

地區	名義價格變化 6/2022 vs 12/2019	實際價格變化 6/2022 vs 12/2019	名義價格 同比變化 6/2022	實際價格 同比變化 6/2022
世界	22.3%	9.05	10.6%	2.2%
發達經濟體	28.9%	18.5%	13.2%	5.3%
新興市場經濟體	17.2%	3.3%	8.6%	(0.2%)
亞洲：				
中國	2.1%	(0.8%)	(2.2%)	(4.2%)
香港	0.9%	(1.5%)	(2.2%)	(3.6%)
韓國	26.1%	17.0%	9.4%	3.8%
日本	16.0%	14.6%	9.1%	6.6%
新加坡	17.8%	9.7%	10.6%	4.5%
泰國	8.9%	2.3%	5.2%	(1.1%)
馬來西亞	2.4%	(1.3%)	0.5%	(2.3%)
大洋洲：				
澳大利亞	33.0%	22.6%	14.2%	7.5%
新西蘭	37.5%	23.6%	4.8%	(2.3%)
歐洲：				
歐元區	20.6%	9.5%	9.3%	1.1%
德國	26.0%	13.9%	10.2%	2.4%
法國	16.1%	8.7%	6.8%	1.4%
英國	22.2%	9.7%	11.0%	1.7%
北美洲：				
美國	39.8%	22.9%	18.2%	8.8%
加拿大	36.9%	23.3%	15.6%	7.5%

來源：國際清算銀行、農銀國際證券

中美經濟和政治對抗構成 2023-24 年不可避免的風險。對抗將引發業務不確定性并導致金融資產價格波動。對於對沖基金經理來說，高波動性提高了金融衍生品的價值；對於長期基金經理而言，其投資組合的地域多元化是必要的。

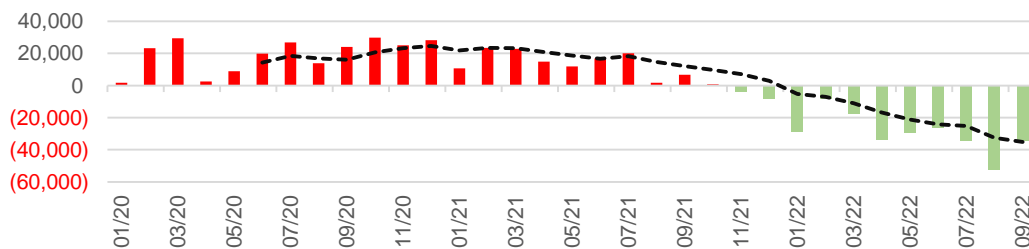
市場對上市公司 2023-24 年的盈利前景仍然非常樂觀。股市尚未充分考慮到美國和歐洲潛在的衰退風險。市場預測共識顯示，香港、美國和歐元區主要股指在 2023 年將實現盈利正增長。我們認爲未來 12 個月市場將繼續下調主要股票市場指數的盈利前景。

圖 5：主要股市指數每股收益預測

市場目前對 2023-24 年每股收益的預測暗示市場預期美國和歐洲將軟著陸；因此，這些指數的估值并未充分考慮到 2023-24 年的衰退風險

	貨幣	EPS 2020	EPS 2021	EPS 2022E	EPS 2023E	EPS 2024E
恒生指數	HK\$	1,905.5	2,625.9	1,799.6	2,058.5	2,267.5
國企指數	HK\$	1,054.2	1,022.0	720.8	799.8	888.3
SOX Index	US\$	82.3	137.9	154.4	163.2	186.5
Nasdaq 100	US\$	341.7	430.7	514.7	572.9	661.5
S&P 500	US\$	123.7	192.8	220.6	235.0	257.3
DJIA	US\$	1,254.6	1,854.8	1,829.2	2,022.3	2,236.6
Stoxx 50	EURO	67.1	255.1	335.6	338.4	360.3
FTSE 100	GBP	78.0	484.4	785.9	770.8	781.7
	貨幣	2020 EPS 變化	2021 EPS 變化	2022E EPS 變化	2023E EPS 變化	2024E EPS 變化
恒生指數	HK\$	(21.6%)	37.8%	(31.5%)	14.4%	10.2%
國企指數	HK\$	(16.5%)	(3.0%)	(29.5%)	11.0%	11.1%
SOX Index	US\$	20.8%	67.5%	12.0%	5.7%	14.3%
Nasdaq 100	US\$	5.0%	26.1%	19.5%	11.3%	15.5%
S&P 500	US\$	(20.1%)	55.9%	14.4%	6.5%	9.5%
DJIA	US\$	(14.5%)	47.8%	(1.4%)	10.6%	10.6%
Stoxx 50	EURO	(64.2%)	280.1%	31.6%	0.8%	6.5%
FTSE 100	GBP	(77.7%)	520.9%	62.2%	(1.9%)	1.4%
				市盈率 2022E	市盈率 2023E	市盈率 2024E
恒生指數	17,973			9.99	8.73	7.93
國企指數	6,153			8.54	7.69	6.93
SOX Index	2,679			17.35	16.42	14.36
Nasdaq 100	11,588			22.52	20.23	17.52
S&P 500	3,964			17.97	16.86	15.40
DJIA	33,849			18.50	16.74	15.13
Stoxx 50	3,936			11.73	11.63	10.92
FTSE 100	7,474			9.51	9.70	9.56

來源：彭博、農銀國際證券

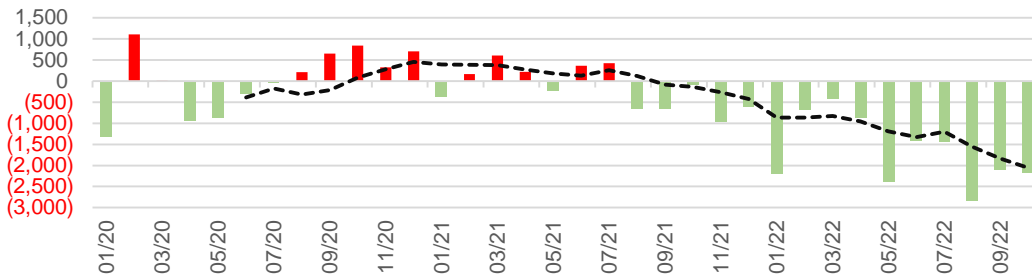
圖 6：歐元區貿易赤字持續惡化（百萬歐元）


點綫：6 個月平均值

來源：歐統處、農銀國際證券



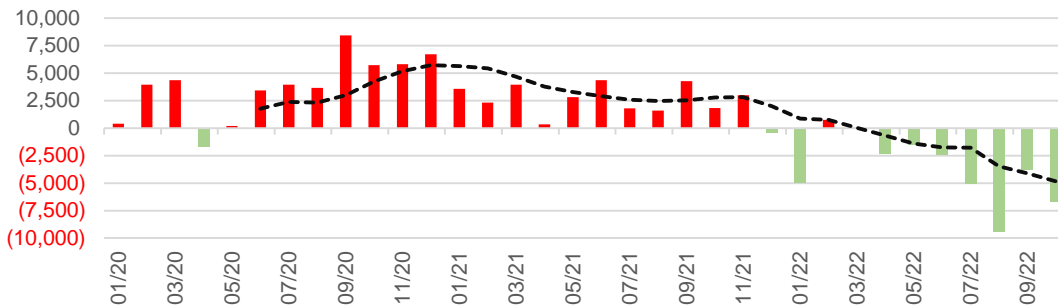
圖 7：日本貿易赤字持續惡化（十億日元）



點綫：6 個月平均值

來源：日本財務省、農銀國際證券

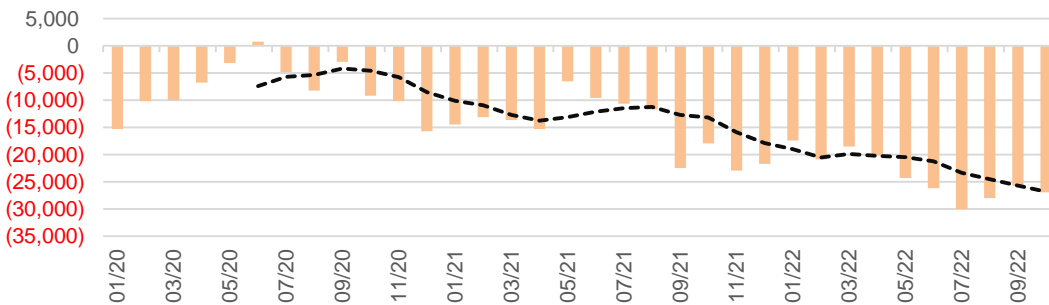
圖 8：韓國貿易赤字持續惡化（百萬美元）



點綫：6 個月平均值

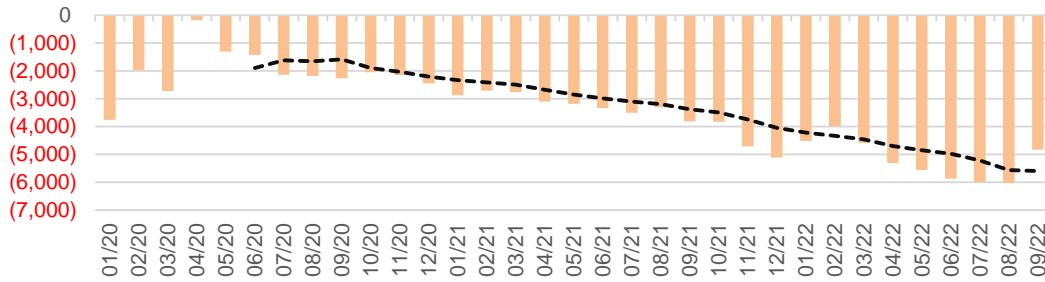
來源：產業通商資源部、農銀國際證券

圖 9：印度貿易赤字持續惡化（百萬美元）



點綫：6 個月平均值

來源：商工部商業數據統計局、農銀國際證券

圖 10：菲律賓貿易赤字持續惡化（百萬美元）


點綫：6 個月平均值

來源：菲律賓統計局、農銀國際證券

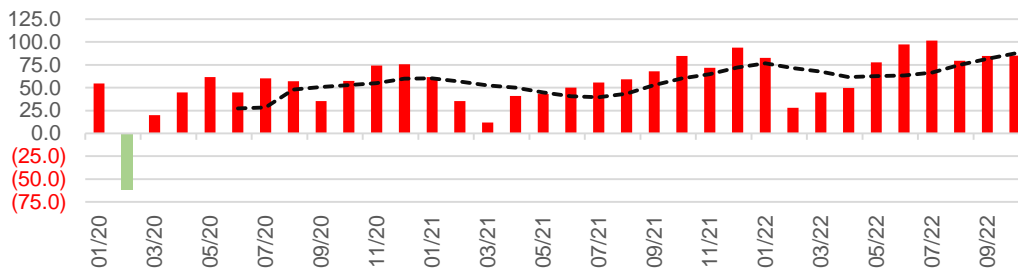
圖 11：亞洲經濟體的外匯儲備呈下降趨勢

亞洲地區	日期	外匯儲備 億美元	2022 年初至今 的變化
中國大陸	2022/10/31	30,524	(6.1%)
日本	2022/10/31	10,825	(15.7%)
中國臺灣	2022/10/31	5,428	(1.0%)
印度	2022/9/30	4,728	(17.0%)
中國香港	2022/9/30	4,191	(15.6%)
韓國	2022/9/30	3,936	(10.2%)
新加坡	2022/9/30	2,769	(32.2%)
泰國	2022/10/31	1,827	(18.7%)
印尼	2022/9/30	1,184	(9.9%)
馬來西亞	2022/10/31	963	(10.1%)
越南	2022/8/31	921	(14.3%)
菲律賓	2022/9/30	803	(15.2%)

來源：國際貨幣基金組織、各國政府、彭博、農銀國際證券

圖 12：中國貿易順差持續改善（十億美元）

中國減少了能源資源進口，以減輕能源資源進口價格高企的不利影響

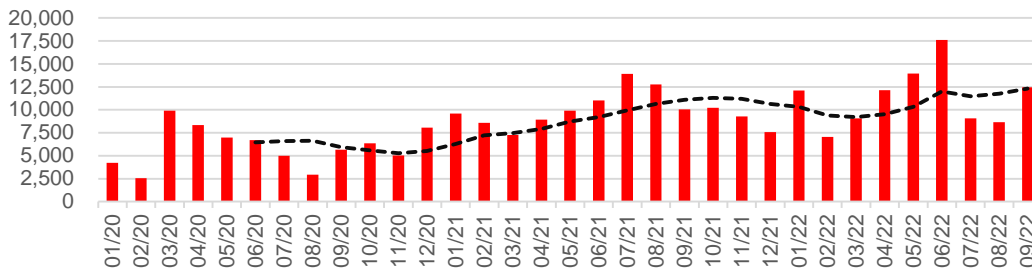


點綫：6 個月平均值

來源：中國海關、農銀國際證券



圖 13：澳大利亞貿易順差持續改善（百萬澳元）
能源和商品資源淨出口國



點綫：6 個月平均值

來源：澳洲統計局、農銀國際證券

2023 非系統性風險

- 2023 年半導體行業將進入下行景氣周期
- 2022 年降息的不利影響將在 2023 年我國商業銀行財報中全面顯現
- 中國房地產市場周期可能需要更長的時間才能恢復；復蘇程度可能弱于預期

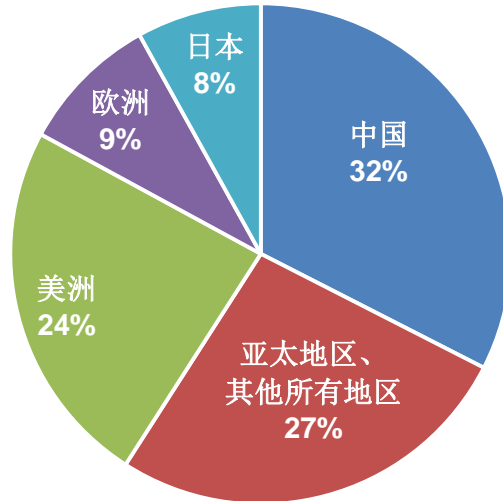
下行周期中的半導體行業

- 全球芯片行業的商業周期被視為全球經濟周期的領先指標，因為它是由對消費電子產品和工業電子產品的需求驅動的，而它們是大多數工業產出的主要組成部分。2022 年上半年，中國市場占全球半導體設備銷售額的 27.6%。2022 年前九個月，中國市場占全球芯片銷售額的 32.5%。中國芯片供應鏈的動蕩將波及全球半導體供應鏈。我們認為兩大負面因素將引發行業下行周期。
- 首先，當全球出現衰退風險時，2023 年非必需消費品的需求將進一步減弱。其次，美國禁止向中國出口部分芯片設備將對行業產生不利影響。總體而言，我們認為行業周期對全球經濟狀況的敏感性高于出口禁令。
- 受消費電子需求疲軟的拖累，但受到汽車電子等工業電子需求的支撐，全球芯片銷售在 3Q22 進入負增長周期。鑒于全球經濟低迷，我們預計 2023 年工業電子芯片的需求將減弱。
- 下游需求疲軟的不利影響已經傳導至上游芯片設備和矽材料行業。自 2022 年年中以來，全球芯片設備和矽材料的銷售大幅放緩。2023 年逆風將加劇，因為美國對中國芯片設備出口限制的影響將在 2023 年全面顯現。中國芯片產能增長放緩將限制芯片銷售增長和半導體級矽材料的需求增長。
- 資本市場一直在不斷下調費城證券交易所半導體指數的盈利前景，該指數是追蹤全球芯片股的基準指數。市場普遍預計指數每股收益增速將從 2021 年的 67.5% 放緩至 2022 年的 12.0% 和 2023 年的 5.7%。我們認為，考慮到基礎行業將處于負增長周期，目前對 2023 年的盈利預測仍然過于樂觀。我們預計 2023 年資本市場將下調盈利前景。

圖 14：芯片行業構成

供需動態失衡導致的供應鏈風險。市場需求在亞洲，技術在西方。供需之間的貿易阻力對雙方來說都是一場失敗的成果。我們預計當雙方在 2023 年意識到貿易限制的實際成本時，緊張局勢將在 2024-25 年或稍緩解

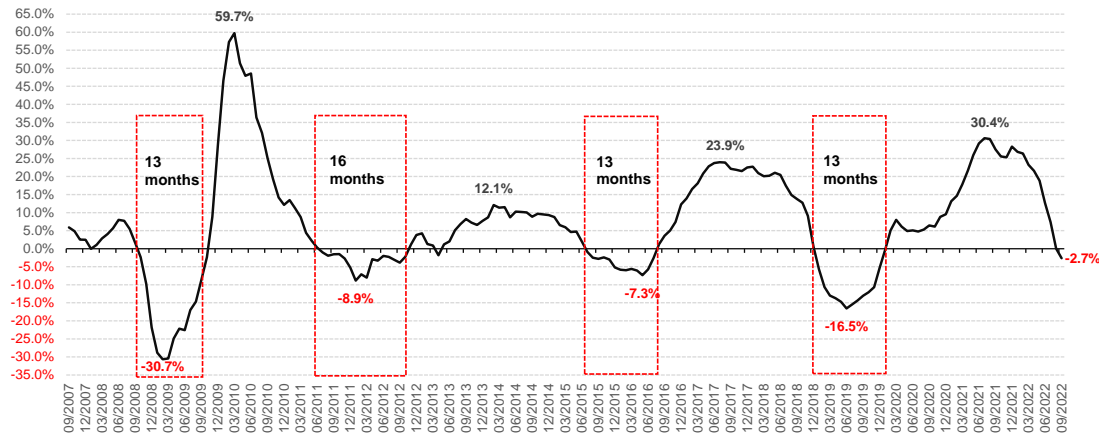
全球芯片銷售構成 1-9/2022: US\$ 4480 億



來源：SIA、農銀國際證券

圖 15：全球半導體銷售額變化（同比）

全球芯片進入負增長周期，下行周期或持續至 2024 年



同比負增長周期：

2008-09（13 個月）：由美國金融危機引發

2011-12（16 個月）：由歐洲主權債務危機引發

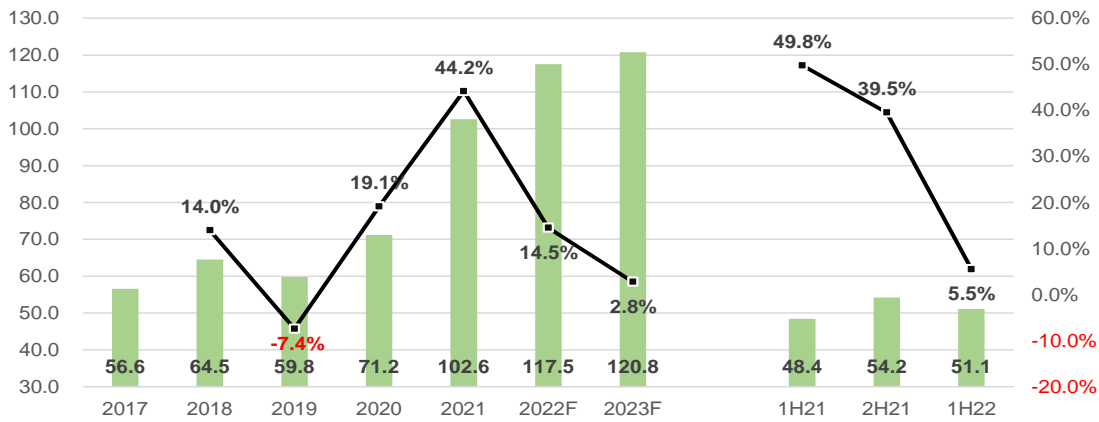
2015-16（13 個月）：受中國資本和金融市場波動影響

2018-19（13 個月）：科技行業中美貿易摩擦引發

2022-24E：我們預計負增長周期將持續到 2024 年初，原因是消費電子需求疲軟，芯片行業中美貿易摩擦加劇

來源：SIA、農銀國際證券預測

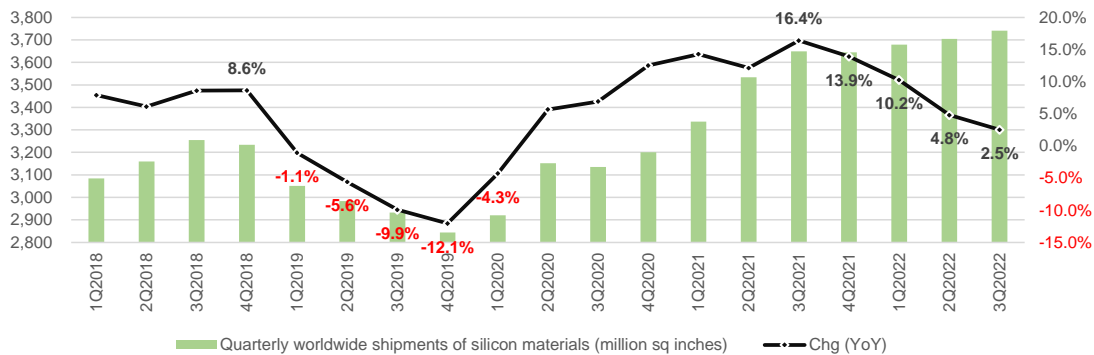
圖 16：全球半導體設備銷售額（左軸:十億美元，右軸:%同比變化）
預計 2023 年芯片生產設備銷售將大幅放緩



2023 年全球芯片設備銷售額中，預計組裝封裝設備、測試設備、晶圓廠設備預計分別占總銷售額的 6.4%、7.3%和 86.3%。2023 年封裝設備和測試設備銷售增長持平；而晶圓廠設備的銷售增長將處於低個位數。

來源：SEMI、農銀國際證券

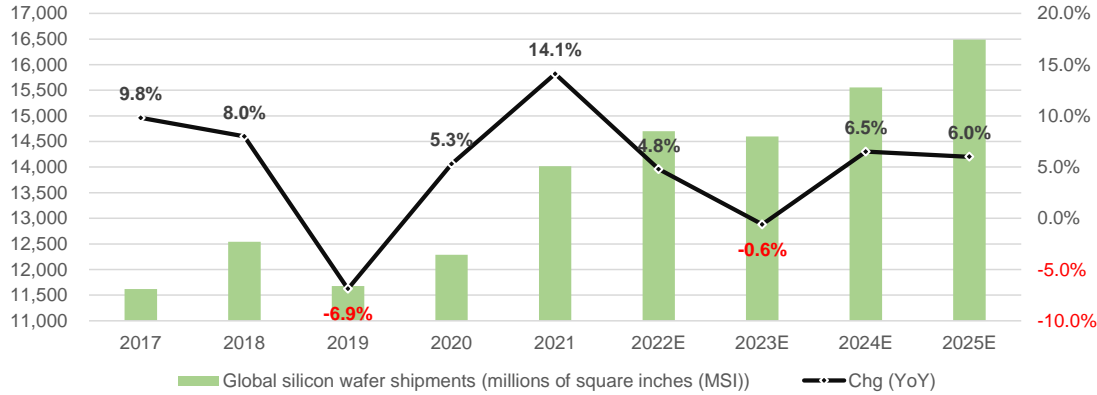
圖 17：全球矽材料季度出貨量（左軸:百萬平方英寸，右軸:%同比變化）
自 2022 年年中以來，出貨量增長迅速放緩



出貨量統計包括原始測試和外延矽片等拋光矽片，以及出貨給最終用戶的非拋光矽片。出貨量僅適用於半導體應用矽材料，不包括太陽能應用矽材料。

來源：SEMI、農銀國際證券

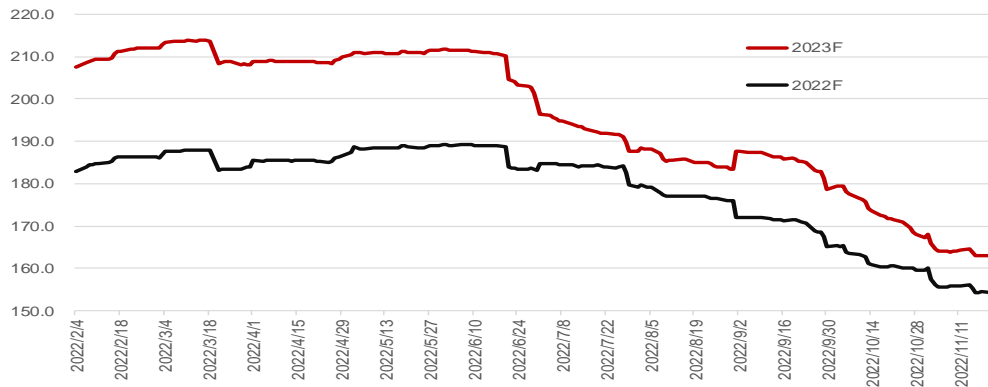
圖 18：全球矽晶圓出貨量（左軸:百萬平方英寸，右軸:%同比變化）
出貨量預計將在 2023 年下降并在 2024 年反彈



注：出貨統計包括原始測試和外延矽片等拋光矽片，以及出貨給最終用戶的非拋光矽片。出貨量僅適用於半導體應用矽片，不包括太陽能應用矽片。

來源：SEMI 預測、農銀國際證券

圖 19：費城證券交易所半導體指數（SOX 指數）EPS 展望（美元）
2023 年盈利可能向下修正，盈利下行風險依然高



Index	2,757	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS (US\$)		82.3	137.9	154.4	163.2	186.5
Chg(YoY)		20.8%	67.5%	12.0%	5.7%	14.3%
PER (x)				17.86	16.90	14.78
PER / EPS Growth				1.49	2.97	1.03

來源：彭博、農銀國際證券

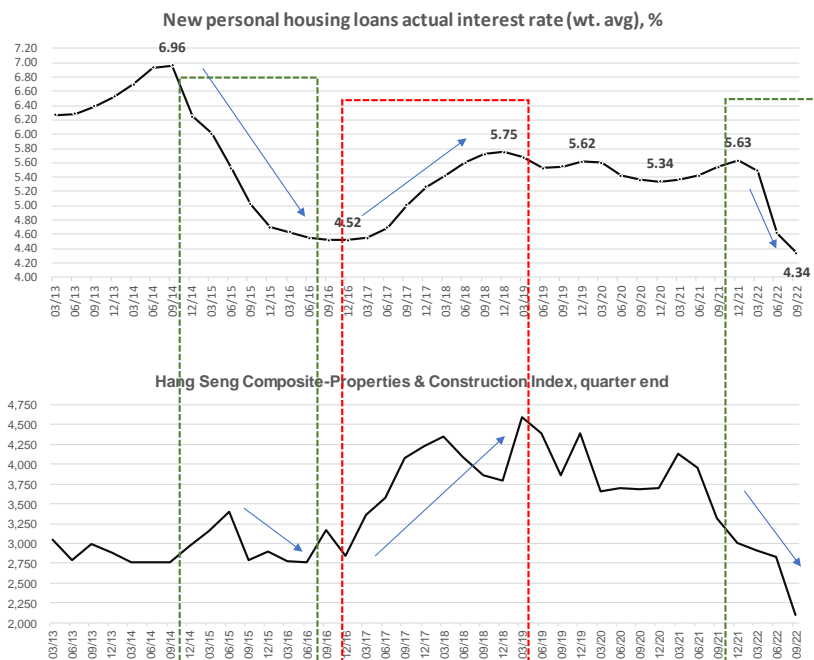
2022 年中國降息的不利影響將在 2023 年中國商業銀行業績中全面顯現

2021 年末，住戶中長期貸款餘額為 53.78 萬億元人民幣；非金融企業、政府部門和組織中長期貸款餘額為 74.58 萬億元人民幣。由於 2022 年降息，這些中長期貸款餘額的貸款利率將在 2023 年初重新定價。5 年期 LPR 在 2022 年前十一個月下調了 35 個基點。如果銀行在重新定價完成後將貸款利率降低 35 個基點，銀行業在 2023 年可能會損失 4,492.8 億元人民幣的利息收入（2023 年第 1 季度損失 1,123.2 億元人民幣利息收入）。利息收入損失或將大於我們上述估計，因為 2022 年新發放的中長期貸款也將在 2023 年初下調利率。由於 5 年期 LPR 在 2022 年上半年下調 20 個基點和 2022 年 8 月下調 15 個基點，2022 年 8 月之前新發放的中長期貸款中的大部分將在 2023 年初下調貸款利率。我們認為不利影響將在商業銀行 2023 年 4 月發布第 1 季度的財務業績中全面顯現，2023 年第 2 季度對資本市場的影響會更加明朗，此時過分悲觀的觀點會消散。

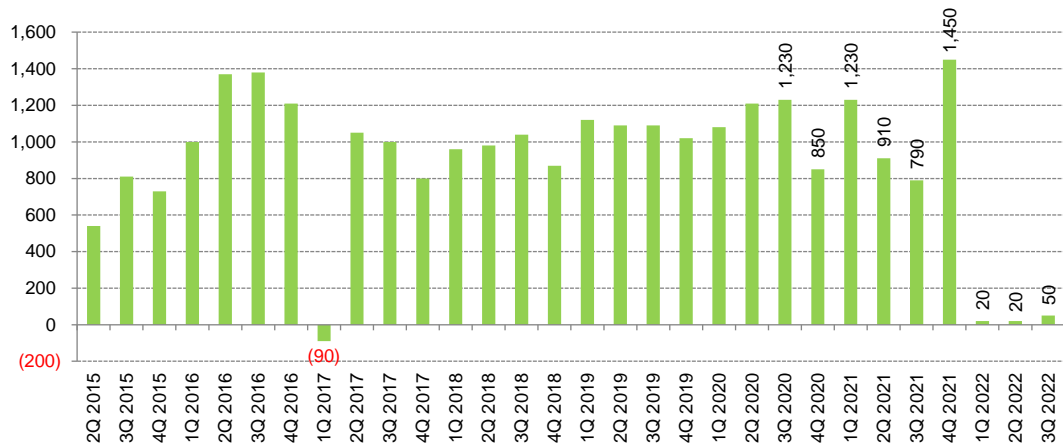
中國房地產市場的復蘇可能需要更長的時間，而且弱於預期

儘管中國政府和央行在 2022 年採取了多種措施來支持房地產市場，但我們的分析表明，資本市場投資者傾向於將降息解讀為經濟狀況的反向指標。2022 年連續降息被視為經濟持續疲軟的反映。過去十年，恒生綜合地產指數的走勢與個人房貸利率的走勢不謀而合，相同的上升和下降周期。2022 年 9 月新增個人住房貸款實際加權平均貸款利率降至 4.34%，創 10 年新低，但購房者對新增貸款持謹慎態度。抑制私人住房需求的一個新因素是大城市公共住房項目（出售或租賃的低價公共住房）供應增加。這反過來會延長和削弱私人住房市場的復蘇。“十四五”期間，城鎮化大城市預計將建成約 900 萬套公共住房。

圖 20：個人房貸利率（上圖）與房地產股票市場指數（下圖）(3/2013-9/2022)
當利率處於下降（上升）趨勢時，利率敏感的房地產股票指數處於下降（上升）趨勢



來源：人民銀行（上圖）、彭博（下圖）、農銀國際證券

圖 21：個人住房貸款季度淨增幅（十億元人民幣）
儘管 2022 年降息，但潛在購房者對住房貸款需求仍持謹慎態度


備注：2020 年末、2021 年末和 2022 年 9 月末個人住房貸款餘額分別為 34.44 萬億元、38.82 萬億元和 38.91 萬億元。

來源：人民銀行、農銀國際證券

香港股市

恒生指數

基于以下原因，我們對 2023 年港股前景持樂觀態度。

- 2023 年中國經濟相對增速將加快，因為中國經濟正在復蘇，而發達經濟體經濟正在放緩
- 2022 年降息的積極效應將在 2023 年全面顯現。
- 2022 年樓市動蕩和 COVID 措施引發的系統性風險得到妥善管理。2023 年的系統性風險將主要由外部因素引發，包括發達經濟體衰退和房地產價格泡沫破滅的風險、亞洲的淨能源進口國財政狀況不佳、歐洲的地緣政治風險，以及美國及其聯盟對華可能采取的不利外交政策。
- 2023 年的非系統性風險包括半導體行業下行周期、中國樓市復蘇緩慢、2022 年降息後中國商業銀行收入損失等。
- 恒生指數目前的市場估值已計入已識別的風險因素

鑒于中國處於早期復蘇階段，我們預計 2023 年上半年的合理交易區間約為 16,600-21,200，相當于 8.0-10.3 倍 2023 年預期市盈率。當明年下半年中國經濟復蘇鞏固時，我們預計 2023 年下半年的合理交易區間約為 18,900-23,600，這相當于 9.0-11.5 倍 2023 年預期市盈率。



圖 22：2023-24 年恒生指數預測

過去 5 年 參數	預估 市淨率	2023 年相應 預測恒生指數	2024 年相應 預測恒生指數	預估 市盈率	2023 年相應 預測恒生指數	2024 年相應 預測恒生指數
平均 + 2 sd.	1.39	25,889	27,991	13.71	28,224	31,090
平均 + 1 sd.	1.28	23,787	25,718	12.58	25,895	28,525
5 年平均值	1.16	21,683	23,444	11.45	23,566	25,960
平均 - 1 sd.	1.05	19,581	21,171	10.32	21,238	23,395
平均 - 2 sd.	0.94	17,477	18,896	9.19	18,909	20,830
平均 - 3 sd.	0.83	15,375	16,624	8.06	16,581	18,265

Sd=標準差

來源：農銀國際證券預測



香港 IPO 市場展望

分析員:周秀成

- 2022 年前 11 個月香港 IPO 市場籌資 111 億美元，而 2021 年為 429 億美元
- IPO 市場受到經濟疲軟、互聯網行業監管、全球地緣政治風險等多種因素的衝擊
- 需要關注的趨勢：1) 疫情發展； 2) 互聯網行業的監管環境； 3) 美上市中概股的監管發展

2022 年前 11 個月(截至 2022 年 11 月 23 日)，香港 IPO 市場籌資 111 億美元，而 2021 年為 429 億美元。2022 年前 11 個月，共有 61 宗 IPO 發行，平均發行規模為 1.83 億美元。

香港 IPO 市場受到經濟環境疲軟、互聯網行業監管擔憂、中國疫情、地緣政治局勢等因素的影響。

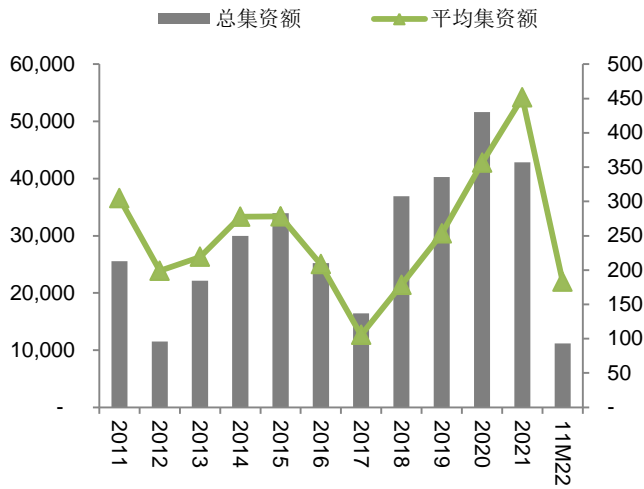
在行業結構方面，非必需消費品占 2022 年前 11 個月 IPO 數量的 33%，其次是材料 (21%)、科技 (16%)、房地產 (9%)、醫療保健 (8%) 和其他 (13%)。特別是，規模較大的 IPO 數量較少，2022 年前 11 個月的平均集資規模較小，為 1.83 億美元，而 2021 年為 4.48 億美元。

我們認為，香港 IPO 市場的近期前景將取決於 1) 疫情發展，這可能對股市的經濟環境和市場情緒產生重大影響； 2) 互聯網行業的監管環境； 3) 美上市中概股監管發展。

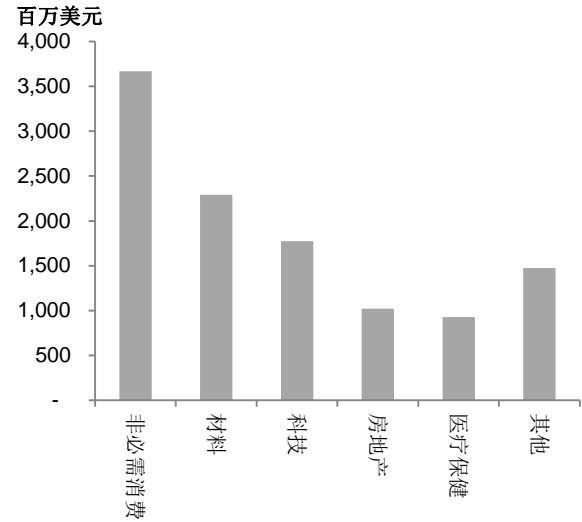
圖 1: 2022 年前 11 個月香港 IPO 市場

行業*	總集資額 (百萬美元)	平均集資額 (百萬美元)
非必需消費品	3,669	367
材料	2,291	573
科技	1,775	197
房地產	1,019	170
醫療保健	927	66
其他	1,474	82

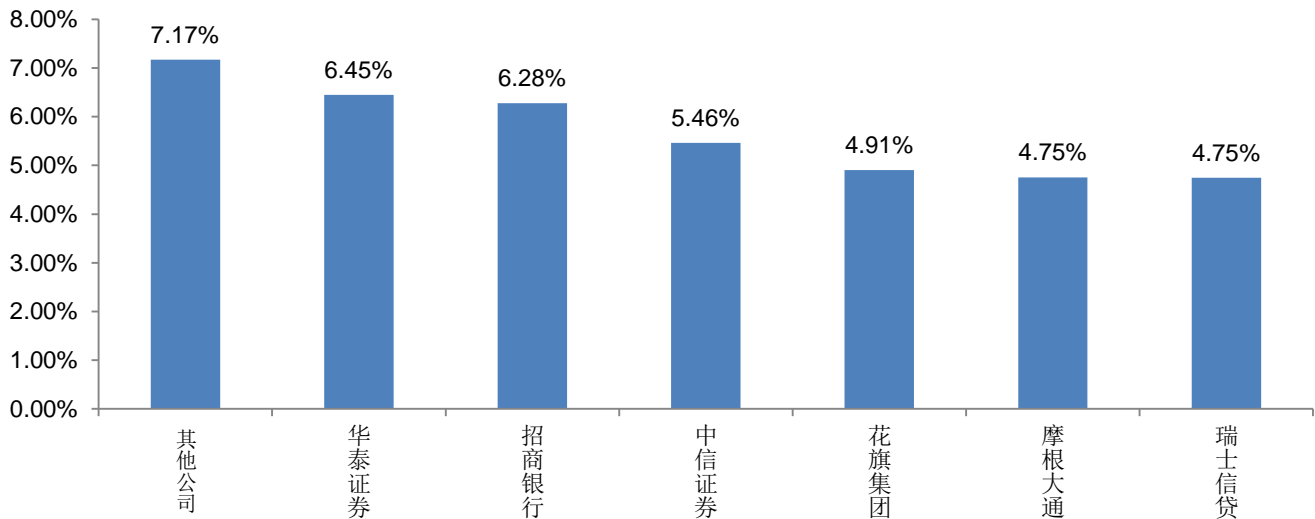
*按彭博行業分類
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 2: 香港 IPO 市場 (百萬美元)


截至 2022 年 11 月 23 日
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 3: 香港 IPO 集資額行業*分布 (2022 年首 11 個月)


*按彭博行業分類
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 4: 主要承銷商市場份額 (2022 年首 11 個月*)


*截至 11 月 23 日
來源: 彭博、農銀國際證券

行业展望





正面
中国银行业-基本面仍然充滿挑戰
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)		
2023E 市盈率均值(x)	3.27	1 個月	7.6	(9.2)
2023E 年市淨率均值(x)	0.35	3 個月	(4.6)	6.6
2023E 股息率均值(%)	9.75	6 個月	(19.4)	(8.5)
A 股		A 股相對於 CSI 300 指數)		
2023E 市盈率均值(x)	4.28	1 個月	(1.6)	0.5
2023E 市淨率均值(x)	0.46	3 個月	4.1	3.1
2023E 股息率均值(%)	7.46	6 個月	3.2	(1.3)
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"> ➢ 預期淨息差下行壓力在 2023 年第 1 季度後逐步降低 ➢ 銀行資產質量仍受中國宏觀經濟前景影響，預計 2023 年行業不良貸款率見小幅上升，風險主要來自房地產相關行業 ➢ 營收增速放緩，風險抵補能力決定銀行淨利潤增速水平 ➢ 重申 A / H 市場銀行業正面評級。偏好大型銀行較穩定的基本面和股息收益率。我們的行業首選為建行(939 HK/ 601939 CH); 股份制銀行中,招行(3968 HK/ 600036 CH)則是我們的首選 				

淨息差壓力在 2023 年下半年逐漸減輕。由于政策鼓勵金融機構加大信貸支持力度及降低融資成本以支持實體經濟，中國銀行業淨息差自 2022 年第 1 季度起逐步收窄。根據全國銀行間同業拆借中心的數據，截至 11 月 22 日，1 年和 5 年 LPR 自 12 月 21 日以來分別合計下降 20 個基點和 35 個基點至 3.65% 和 4.30%。同時，中國人民銀行數據顯示，2022 年 6 月平均貸款利率同比下降 52 個基點或環比下降 24 個基點至 4.41%。由于降息周期所帶來的貸款重新定價需時反映，我們預計淨息差壓力將持續至利率下行周期最後一次降息後的一年。而從結構上看，由于較大部份貸款重新定價每年年初發生，預期 2023 年第 1 季度淨息差將受到較大影響。這意味著銀行淨息差的下降速度將在 2023 年第 2 季度後逐漸減輕。我們的經濟師預計到 2023 年末 1 年和 5 年 LPR 將分別達到 3.55% 和 4.10%。根據銀保監會的數據，2022 年第 3 季度行業平均淨息差環比持平，或同比下降 13 個基點至 1.94%。按銀行類別看，僅大型銀行 2022 年第 3 季度平均淨息差環比收窄 2 個基點，主要是因為大型銀行承擔較大的社會責任。我們認為銀行的資產負債表增速及資產負債表構成的管理仍將是抵禦淨息差壓力的核心因素。總體而言，我們預計 2023 年行業平均淨息差預測將同比下降 10-17 個基點。

銀行資產質量受宏觀復蘇速度影響。延續 2022 年首 3 個季度的趨勢，我們認為房地產相關行業的資產質量風險在未來幾個季度仍會滯後顯露。另一方面，加上應對新冠疫情的措施為宏觀經濟帶來不確定性將為資產質量帶來額外的風險。整體而言，我們預計行業平均不良貸款率在 2023 年小幅可控地上升。我們認為銀行的資產質量在很大程度上取決于中國宏觀經濟復蘇的步伐，而個別銀行的風險態度及不良貸款處置力度則形成個別銀行之間的差异化。根據銀保監會的數據，截至 9 月末，行業平均不良貸款率環比下降 1 個基點至 1.66%。我們的經濟師預計，2023 年中國的 GDP 增長為 5%，同期新貸款目標為 23 萬億元人



民幣。我們認為，投資者對於資產質量的擔憂將繼續成為行業估值的主要阻力。投資者明顯偏好風險抵補能力較強的銀行。

釋放風險抵補維持淨利潤增長。隨著國務院今年 4 月鼓勵大型銀行通過降低撥備來提高盈利能力，從而為支持實體經濟騰出更多資源，預期大型銀行將繼續有序釋放撥備。然而，從第 3 季度情況看，銀行營收增速正面臨較大壓力，未來銀行撥備規模將成為銀行盈利能力的決定性因素。大型銀行的風險抵補能力相對充足，2023 年的淨利潤增長預測將更為穩定。根據銀保監會的數據，2022 年第 3 季度行業平均撥備率和撥備覆蓋率分別上升 1 個基點至 3.41% 及 1.76 個百分點至 205.54%。按銀行類別看，9 月末大型銀行的平均撥備覆蓋率較高，為 246.62%；同期股份制銀行、城商行和農商行的平均撥備覆蓋率在 139.60%-213.13% 之間。根據銀保監會的數據，2022 年首 3 季度行業淨利潤同比增長 1.2%。按銀行類別看，城商行淨利潤環比跌 22.4%，而農商行第 3 季度更出現盈轉虧的情況，意味著規模較小的地區銀行面臨的經營壓力較大，其不良率及風險抵補能力保持穩定或以大撥備支持。

長綫展望

政策風險仍然是中國銀行業面對的最大不確定因素，而大型銀行被認為在支持政策上需要承擔更大社會責任。雖然我們認為嚴格監管并自律的經營環境是行業基本面的長遠正面因素，但是短期股價將因政策不確定性增加而波動。

短綫展望

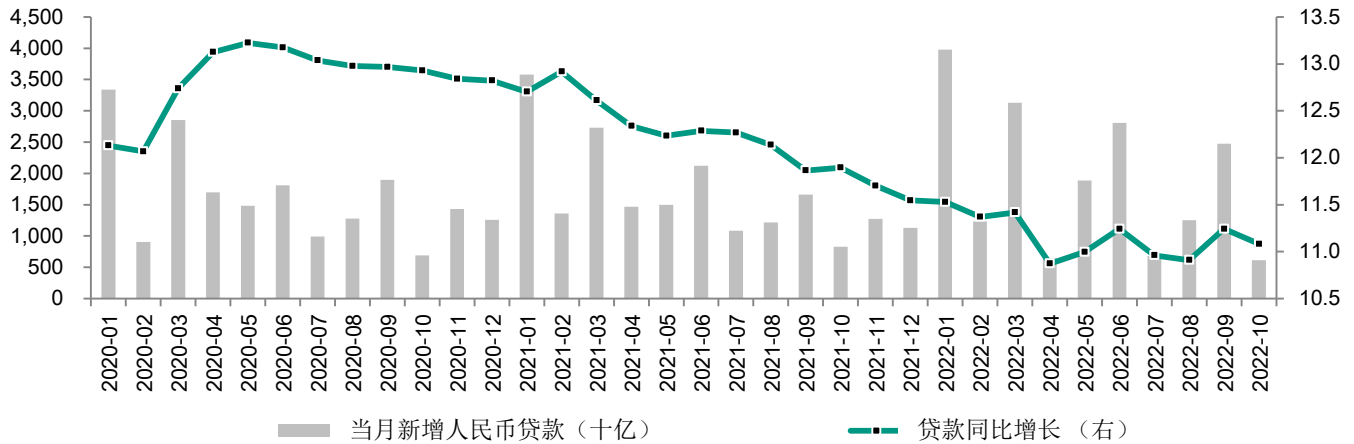
宏觀經濟從新冠疫情中復蘇的步伐仍然是未來幾個季度的行業基本面表現的關鍵因素，這或引發市場對政策及資產質量的憂慮。由於政策高度重視金融系統的穩定，我們預期銀行資產質量不會急劇惡化，但預期投資者短期仍將對宏觀因素及行業數據維持審慎。

股票推薦

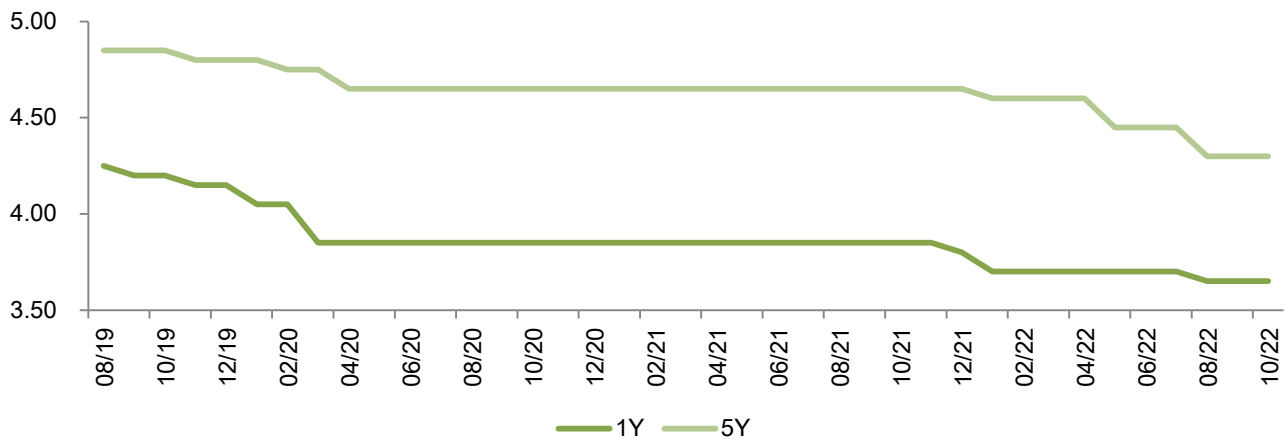
考慮當前估值，我們重申對 A/H 股中資銀行板塊的正面評級，我們認為當前的估值折讓放大了銀行板塊的整體風險水平。然而，行業估值修復的時間點很大程度上取決於中國宏觀經濟及政策方向的發展。我們偏好大型銀行，因其基本面及股息收益率均較穩定。其中，建行（939 HK/601939 CH）為我們的行業首選，因其盈利增速較為穩定并長久以來具有較審慎的風險態度。而在股份制銀行當中，我們較偏好招行（3968 HK/600036CH），因其盈利能力和風險抵補能力均在行業中領先。

風險因素

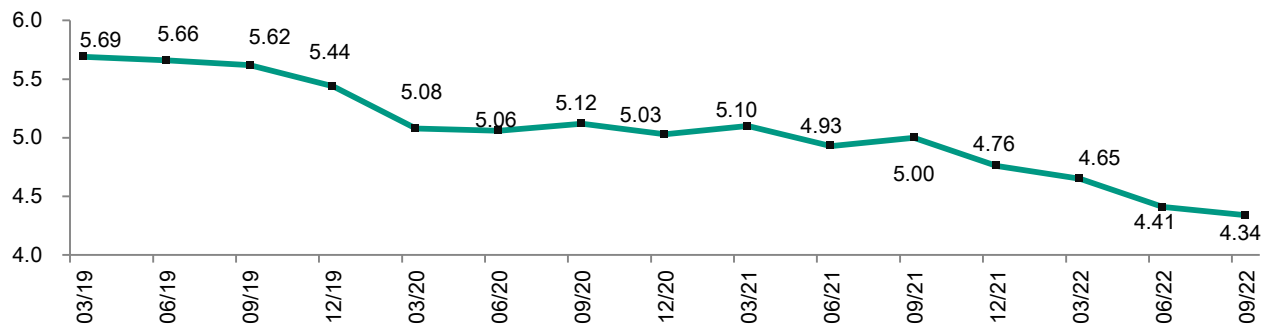
1) 來自非銀行及外資金融機構的競爭加劇; 2) 特定區域的資產質量快速嚴重惡化; 3) 宏觀不確定性令政策風險加大; 4) 受新冠肺炎疫情和中美爭端的長期影響; 5) 行業正受利率下行周期影響。

圖 1：每月新增貸款(億元)與同比增長(%)


來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖 2：中國 1 年及 5 年 LPR (%)


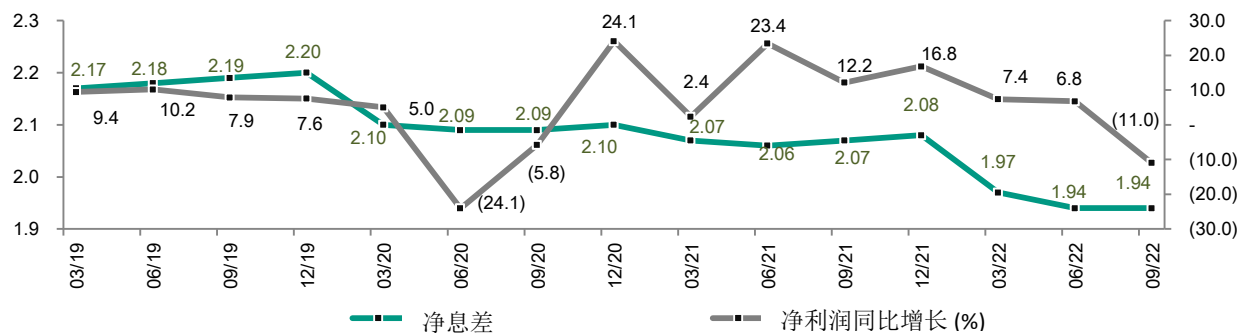
來源：全國銀行間同業拆借中心、農銀國際證券

圖 3：平均貸款收益率(%)


來源：中國人民銀行、農銀國際證券

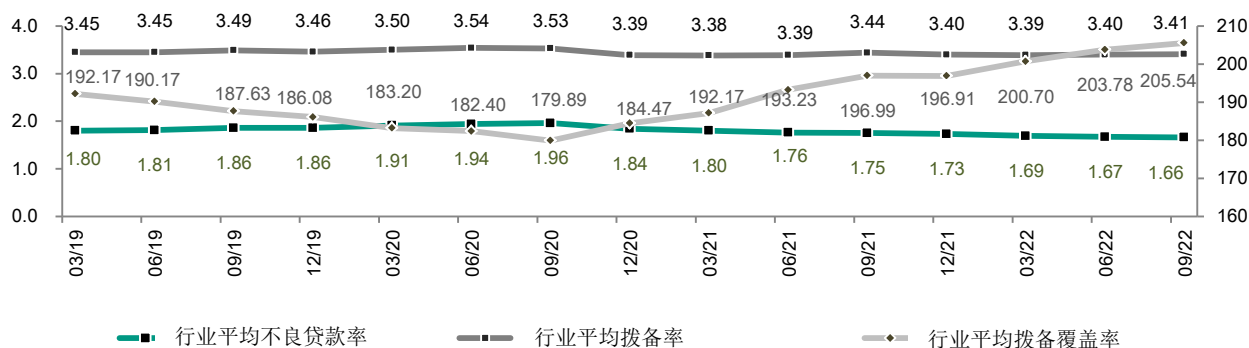


圖 4: 行業平均淨息差與行業淨利潤同比增長率(%)



來源：中銀保監、農銀國際證券

圖 5: 主要資產質量指標(%)



來源：中銀保監、農銀國際證券

H 股 行業估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

公司	代號	評級	目標價 (HK\$)	現價 (HK\$)	FY22E 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22E 市淨率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
建設銀行	939 HK	買入	7.23	4.7	3.45	3.22	0.40	0.36	8.86	9.49
招商銀行	3968 HK	買入	53.05	36.25	6.43	5.76	1.02	0.90	5.13	5.73
中信銀行	998 HK	買入	5.52	3.41	2.90	2.63	0.28	0.26	10.04	11.44

來源：彭博、農銀國際證券預測

A 股 行業估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

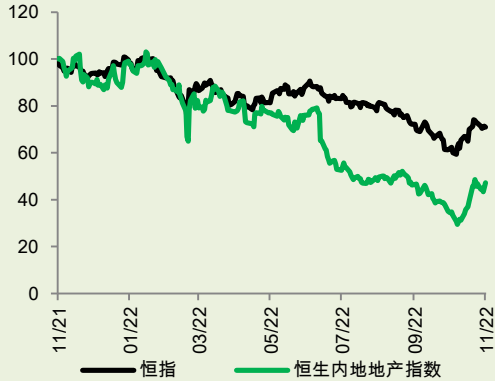
公司	代號	評級	目標價 (RMB)	現價 (RMB)	FY22E 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22E 市淨率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
建設銀行	601939 CH	買入	7.54	5.56	4.45	4.15	0.51	0.47	6.87	7.36
招商銀行	600036 CH	買入	46.73	33.02	6.39	5.72	1.01	0.90	5.16	5.77
中信銀行	601998 CH	買入	5.44	5.05	4.68	4.24	0.45	0.42	6.22	7.09

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中国房地产业- 國企將為最終勝利者 董耀基

主要數據	行業表現 (相對於 恒生指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2023E 市盈率均值 (x)	4.59	1 個月	34.6
2023E 市淨率均值 (x)	0.36	3 個月	(4.9)
2023E 股息率均值 (%)	9.21	6 個月	(38.8)
			(26.1)
來源：彭博、農銀國際證券預測	來源：彭博、農銀國際證券		

1 年行業表現 (%)



來源：彭博、農銀國際證券

1 年行業表現 (%)

日期	恒指 (%)	恒生內地地產指數 (%)
11/21	100	100
01/22	95	95
03/22	85	85
05/22	80	75
07/22	75	65
09/22	70	55
11/22	75	50

- 政策扶持力度加大，預計 2023 年新房銷售額將同比增長 5%
- 雖然民營開發商比以前更容易獲得境內借款，但境外債務的償還能力仍然存疑
- 預計物管行業非業主增值服務的收入將在 2023 年恢復
- 我們看好國有開發商和物管公司，因為資產負債表更強勁，公司治理更完善。中國海外(688 HK)/越秀地產(123 HK) 仍然是我們首選的大盤/小盤開發商，而華潤萬象(1209 HK)/越秀服務(6626 HK) 是我們青睞的大盤/小盤物管公司

行業前景

■ 內地開發商:

預計 2023 年新房銷售額將同比增長 5%。近期商品房銷售出現溫和復蘇，同比跌幅從 7 月的 28.2% 同比跌幅收窄至 9 月的 14.2%，但由於新冠疫情捲土重來，10 月同比跌幅加快至 23.7%。儘管中國多個城市採取了不同程度的封鎖措施，但我們相信在各種支持政策的推動下，2023 年將穩步復蘇：**1) 較低的房貸利率：**由於 5 年期 LPR 今年以來下降 35 個基點，加上首套房利率下限亦在部分房價下跌城市被取消，平均住房貸款利率從 2021 年 12 月的 5.63% 下降 1.29 個百分點至 2022 年 9 月的 4.34%。**2) 住房貸款多渠道供應：**除了因降息而減少按揭供款外，首次購房者和改善性需求買家在過去幾個月的首套房和二套房貸款中亦享有較低的首付。例如，早前廣東湛江將首套房首付比例從 25% 下調至 20%；蘇州還將首套房貸款首付從 50% 下調至 30%，前提是首套房貸款已全部還清。此外，包括天津、珠海在內的多個城市近幾個月也調整了購房政策，允許購房者使用父母養老基金餘額購房。**3) 地方政府的各種補貼：**地方政府為購房者提供各種補貼以刺激需求。例如，最近哈爾濱市政府為二胎或三胎家庭購房提供 1.5 萬元/2 萬元的一次性補貼。事實上，幾家國企開發商已經在 9 月和 10 月實現了同比正增長。例如中國海外在 9 月和 10 月實現了 12%/15% 的同比增長，越秀地產在 9 月和 10 月實現了 178%/9% 的同比增長。由於買家擔心私人開發商不能成功交付物業，我們預計購房者轉向國有企業開發的項目這趨勢將持續；此外更積極的土地儲備活動亦會帶動國有開發商可售資源，提升市場占有率。

民營開發商海外債務危機并未解決。中國銀行間市場交易商協會 (NAFMII) 于 11 月宣布，中國人民銀行將支持包括房地產企業在內的民營企業發行債務融資，預計資金規模為 2,500 億元人民幣。通過委托不同的金融機構，通過第三方擔保增信、發行信用風險緩釋憑證 (CRMW) 以及直接購買債券等方式支持民營企業債券發行。事實上，前兩項措施早在數月前就已經出臺，近期債券發行也變得更加活躍。根據中指院數



據，2022 年 10 月以來自房地產開發商的非銀行融資同比增長 16% 至人民幣 557 億元，其中境內公司債券、信托和 ABS 分別增長 +155.7%、-72.1% 和 +22.2%，占總額的 57.4%、4.9% 和 37.7%。然而，離岸債券融資仍然面臨挑戰，10 月份沒有通過該渠道籌集資金。由於離岸債券市場對該行業持悲觀態度，私人開發商離岸債務的違約風險并未因在岸支持政策而得到緩解。事實上，旭輝是一個很好的例子來說明境內和離岸債券市場是如何分離的——該集團在 9 月份發行了 12 億元人民幣的 3 年期中期票據，利率為 3.22%，由中債增提供全額擔保，但後來宣布暫停支付 11 月到期的 4.14 億美元境外債本息。雖然近日銀保監會、住建部、人行三部門提出指導商業銀行按市場化、法治化原則，向優質房地產企業出具保函置換預售監管資金，而金額不得超過監管帳中、確保項目竣工交付所需的資金額度的 30%，但相信受惠的只有少數經營數據理想的較大型民營開發商，大部份民企在保交樓下難以動用預售款還債。離岸債務危機仍將拖累民營開發商的 2023 年的股價表現。

■ 物業管理公司:

應收款出現減值風險正在加大。 從 2022 年上半年總收入規模超過 10 億元的 18 家物管公司來看，有 12 家上市物管公司未能產生正經營性現金流。應收款增加是經營性現金流下降的主要原因。根據我們的 18 個樣本，截至 2022 年 6 月，貿易應收款環比增長 33%。應收款的增長表明 2023 年的減值風險更高。長期以來，物管行業一直被認為是現金牛業務，但母公司開發商的信貸危機影響了這些現金豐富的子公司。在 2022 年上半年 12 家經營性現金流為負的物管公司中，只有 3 家是國有企業。在經營性現金流為正的 6 家物管公司中，有 3 家是國有企業，其中越秀服務在上半年的經營性現金流占核心利潤比率最高，為 181%，反映出卓越的營運資本管理。我們認為，經營性現金流的表現將繼續在物管公司之間分化。展望明年，民營企業依然受母公司債務問題困擾，關聯方非業主增值服務收繳率將繼續下降，相反由於國企開發商在下半年的合同銷售額已經恢復同比正增長，國企物管公司的現金回款將會繼續改善。

優質國有物管公司的非業主增值服務收入將恢復。 根據按收入算 10 家最大的上市物管公司，非業主增值服務收入的同比增長從 2021 年的 42% 和 2020 年的 23% 放緩至 2022 年上半年的 4%。該板塊的毛利率亦從 2020 年的 30.7% 和 2021 年的 30.6%，下滑至 2022 年上半年的 26.9%。這些數據正反映了母公司開發商不斷惡化的負債狀況以及低迷的預售表現，導致他們無法再通過高溢價支付物業服務來支持其物業子公司。但隨著政策的放寬，2023 年房地產銷售有望回暖，非業主增值服務收入將恢復較快增長。特別是，隨著母公司開發商繼續獲得市場份額，國有物管公司應該會看到非業主增值業務更強勁的復蘇。

市場整合加快。 根據 CIA 的預測，中國物管行業的總建築面積預計將從 2022 年的 290 億平方米增加到 2026 年的 355 億平方米，複合年增長率為 5.2%。在行業整合和併購活動的推動下，前 100 家物管公司的市場份額從 2017 年的 32.4% 增加到 2021 年的 52.3%。我們預計國企物管公司將在未來 12 個月內加快收購，因為許多私人開發商正在出售其物管子公司以償還債務。

股票推薦

■ 開發商:

優質國企將渡過難關。 中國海外 (688 HK) 仍然是我們的首選大盤股，因為其截至 2022 年 6 月的 41% 淨負債率屬較低水平，這使該集團能够在土地市場低迷的情況下加快收購步伐。越秀地產 (123 HK) 也因

其利潤豐厚的 TOD 模式和其戰略股東廣州地鐵的支持而成爲我們中小盤股的首選。2022 年 1-10 月，越秀的合同同比增長 11% 至人民幣 911 億元，是爲數不多今年迄今實現了同比正增長的開發商。

■ 物管公司:

國有物管公司仍然是我們的首選。我們對該行業的大型/小型股首選分別爲華潤萬象/越秀服務。華潤萬象以強大的并購執行能力區別於國企同業。公司年初至今完成了三項重大收購，使在管面積增加 9,600 萬平方米。其母公司開發商華潤置地近幾個月的經營業績也令人矚目——2022 年 7 月至 10 月租金收入同比增長 6%-27%，截至 10 月，合同銷售額連續五個月恢復同比正增長。我們還看好越秀服務獨特的 TOD 商業模式和可觀的現金餘額。

風險因素

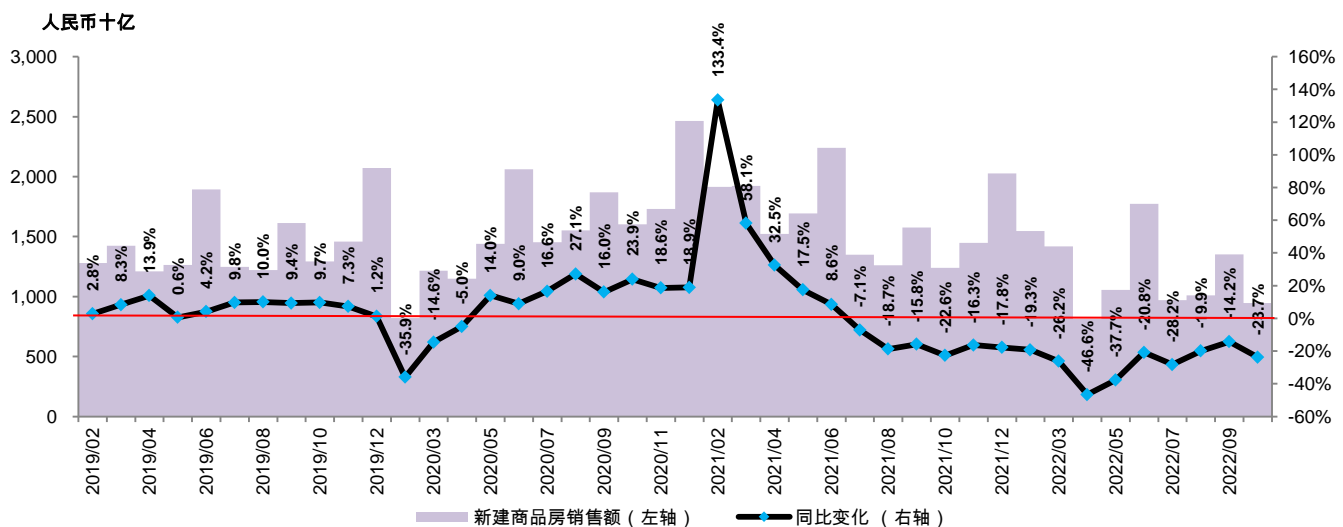
■ 內地開發商:

1) 疫情發展不確定； 2) 降價侵蝕利潤率； 3) 因樓價暴跌而對未售出存貨計提減值準備； 4) 債券再融資持續困難 5) 未能發布經審計財務報告。

■ 物業管理公司:

1) 重大關聯交易的公司管治問題； 2) 新項目嚴重依賴母公司； 3) 并購帶來的潛在利潤率下降風險； 4) 母公司債務問題影響物業子公司表現； 5) 母開發商和物業子公司之間的股價存在高關聯度。

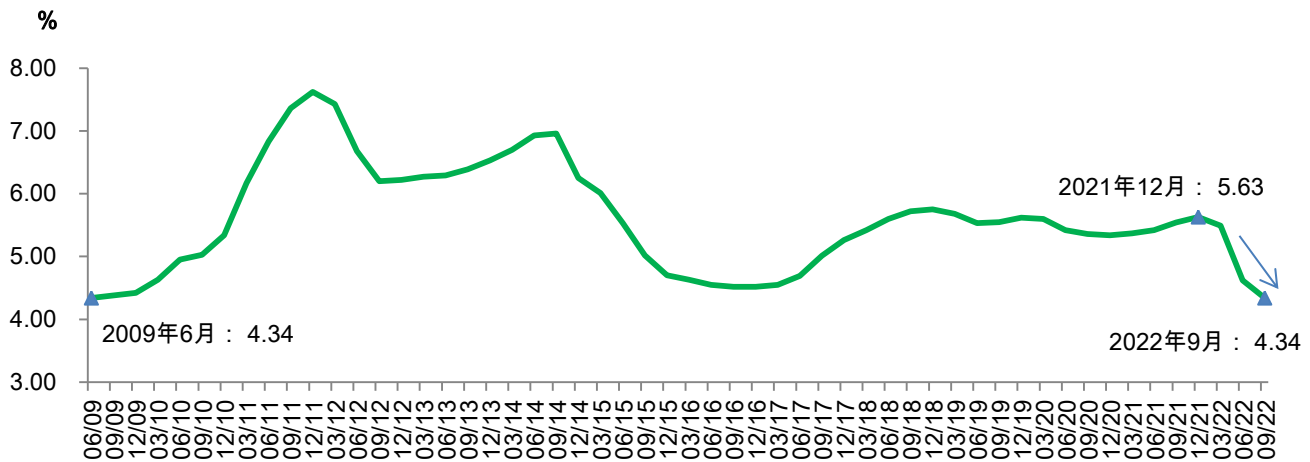
圖 1: 新建商品房銷售



來源: 國家統計局、農銀國際證券

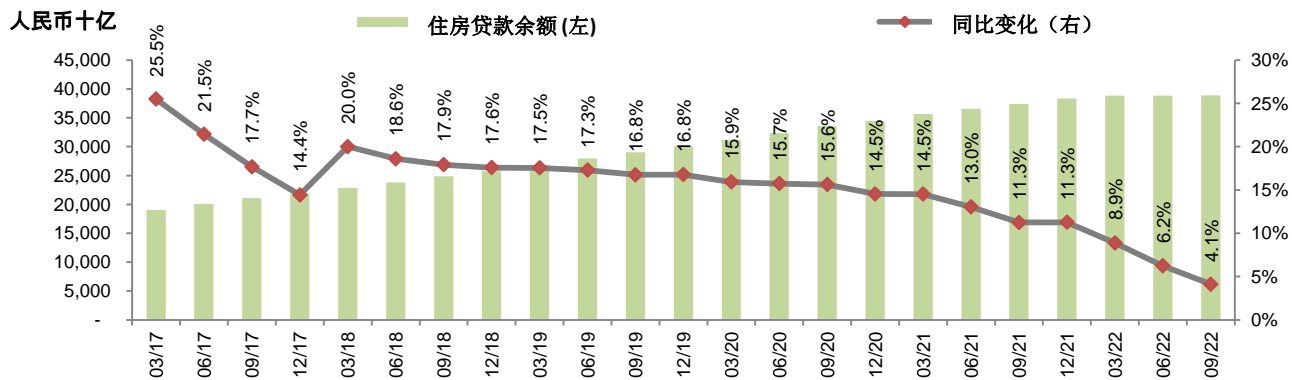


圖 2: 全國個人按揭貸款平均利率

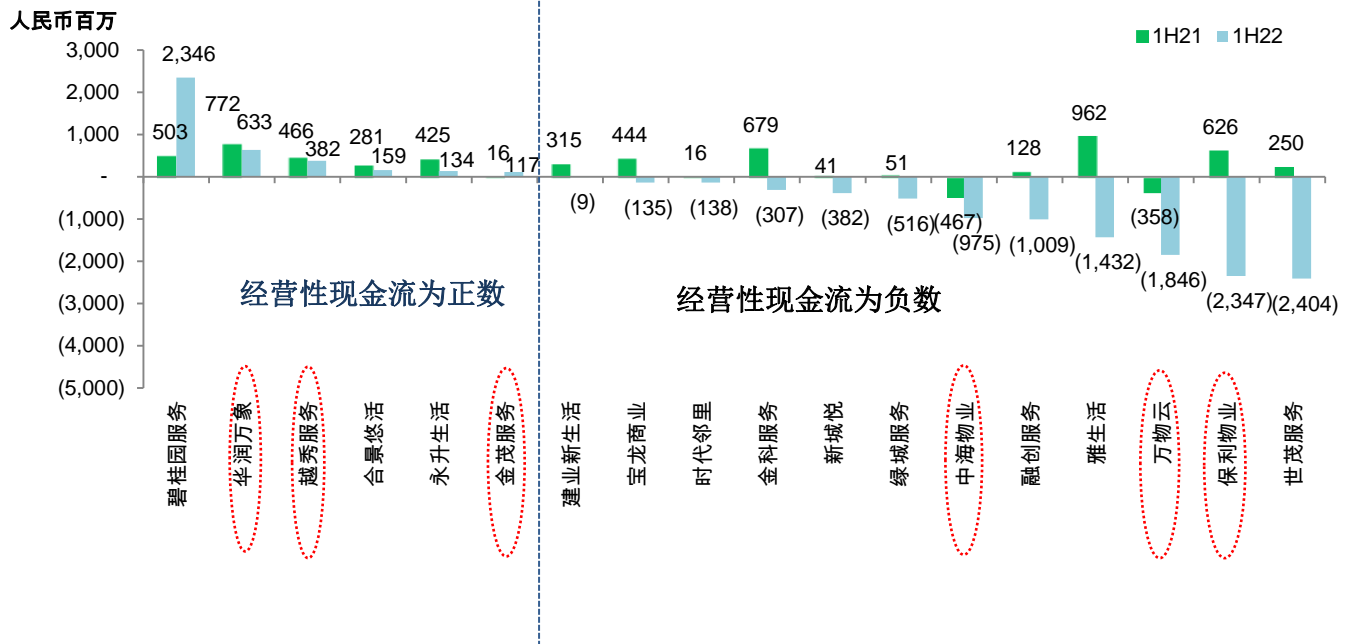


來源: 中國人民銀行、農銀國際證券

圖 3: 中國個人住房貸款餘額

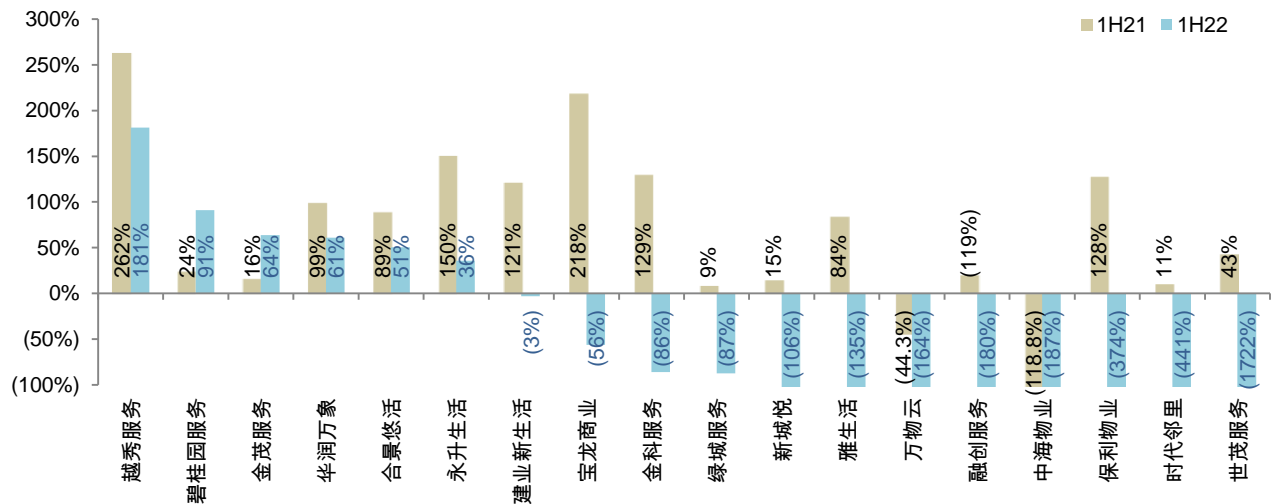


來源: 中國人民銀行、農銀國際證券

圖 4: 2022 年上半年經營性現金流


* 紅圈內為國企物管公司

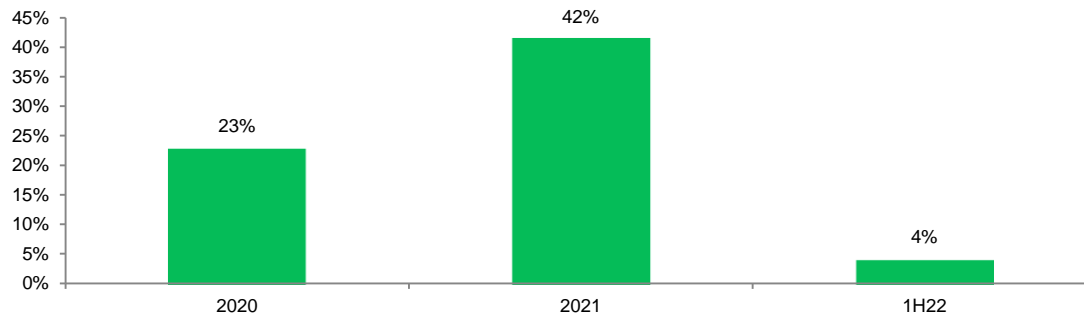
來源: 公司數據, 農銀國際證券

圖 5: 2022 年上半年經營性現金流占核心淨利潤比例


來源: 公司數據, 農銀國際證券



圖 6: 總收入前 10 名物管公司的非業主增值業務收入同比增長



來源: 公司數據, 農銀國際證券

股票估值 (截至 2022 年 11 月 25 日的數據)

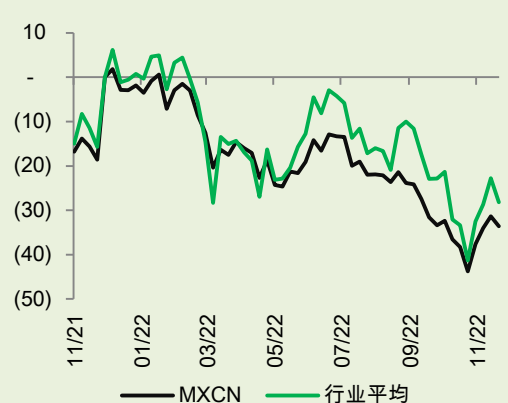
公司	代號	評級	目標價 (HK\$)	現價 (HK\$)	FY22E 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22E 市淨率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
中國海外	688 HK	買入	31.5	20.50	5.81	5.80	0.56	0.53	5.37	5.38
越秀地產	123 HK	買入	10.53	9.35	5.93	5.33	0.54	0.51	7.30	8.13
華潤萬象	1209 HK	買入	36.6	35.45	29.6	19.9	4.75	1.07	1.01	1.51
越秀服務	6626 Hk	買入	4.55	2.92	6.55	4.65	1.08	0.93	4.58	6.46
保利服務	6049 HK	買入	60.45	45.1	21.2	16.8	2.99	2.62	0.94	1.19
金茂服務	816 HK	買入	8.17	3.60	7.11	5.01	2.57	1.86	3.52	4.99

來源: 彭博、農銀國際證券預測

正面 中國互聯網媒體與消費商務業 – 更好的一年 周秀成

主要數據		行業表現(相對於 MSCI 中國)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2023E 市盈率均值(x)	14.7	1 個月	32.9	15.9
2023E 市淨率均值(x)	2.5	3 個月	(25.3)	(15.8)
2023E 股息率均值(%)	0.5	6 個月	(22.4)	(16.1)
來源: 彭博、農銀國際證券預測		來源: 彭博、農銀國際證券		

1 年行業表現(%)	
MXCN	行業平均



MXCN=MSCI 中國
來源: 彭博、農銀國際證券

- 成本優化推動利潤率提升
- 電子商務率先復蘇，消費者對網上購物的需求維持強勁
- 我們看好京東 (9618 HK) 和美團 (3690 HK)，因為復蘇勢頭較強，以及阿里巴巴 (9988 HK/BABA US)，因估值吸引

更好的一年。在經歷了低迷的 2022 年後，我們認為 2023 年的情況會更好，因為 1) 2022 年在疫情和經濟放緩的情況導致 2023 年的基數較低； 2) 持續的成本優化以提高利潤率； 3) 估值變得較有吸引力，風險回報狀況更好。話雖如此，疫情的發展仍然是行業復蘇的主要搖擺因素，增加了行業的波動性。

復蘇步伐不一。主要互聯網平臺一直在實施成本優化措施，以緩解宏觀不利因素。此外，主要互聯網平臺近期收入增長勢頭有所改善，但復蘇步伐不一。在香港上市的互聯網平臺中，京東和美團目前的復蘇勢頭較強。

電子商務走出困境。2022 年首 10 月中國實物商品在綫銷售同比增長 7.2%，高于 2022 年上半年的 5.6%，反映消費支出正在從綫下轉向綫上，在綫滲透率從 2022 年上半年的 25.9% 上升至 2022 年首 10 月的 26.2%。食品的綫上銷售額在 2022 年首 10 月增長了 16.7%，高于行業平均水平。總體而言，食品和雜貨等消費必需品在電子商務市場的表現近期一直優于非必需消費品。

網絡游戲：逐步改善。我們認為 2023 年在綫游戲市場的環境將逐漸改善，原因是 1) 2022 年增長疲軟後可比基數較低； 2) 隨著近幾個月新游戲的監管審批恢復，將有更多新游戲發布。這可能會減輕監管措施的影響，包括對用戶時間、游戲內容、貨幣化方法等的限制。

在綫廣告：依然疲軟。總體而言，由于企業削減廣告預算，在綫廣告行業仍處于低迷狀態，沒有明顯的復蘇迹象。然而，與電子商務相關的在綫廣告可能會隨著電子商務領域的復蘇而更快復蘇。

股票推薦

京東 (9618 HK) 近幾個季度在低綫城市用戶增長的推動下收入持續增長，緩解了宏觀經濟放緩的影響。其收入增長在 2022 年第 3 季度加速至 11%，而第 2 季度為 5%。此外，它還展示了運營改進方面的優勢，從而提高了利潤率。此外，在騰訊 (700 HK) 減持後，公司股票的供應風險低於其上市同業。

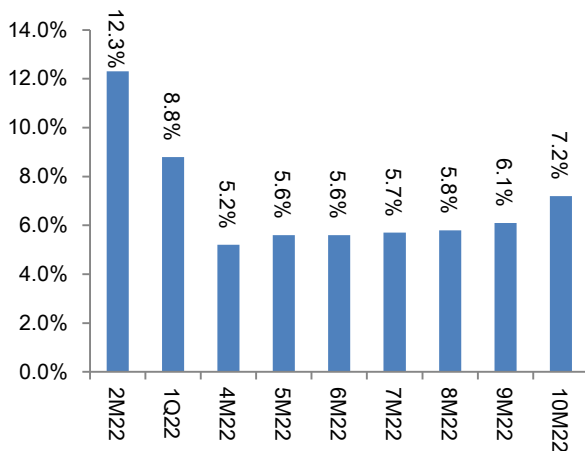
美團 (3690 HK)：美團的收入增長在從 2022 年第 2 季度的 16% 加速至第 3 季度的 28%。其外賣和美團閃購、美團優選等業務正受益于消費者對食品和雜貨等消費必需品的持續需求。這應該可以減輕對疫情較敏感的到店、酒店和旅遊業務的波動性。此外，成本優化措施提高了公司最近幾個季度的盈利能力。

阿里巴巴 (9988 HK/BABA US)：作為中國最大的電子商務平臺，我們認為其目前的估值為長綫投資者提供了機會。此外，最近公司宣布 150 億美元的股票回購，減輕了軟銀減持的擔憂。此外，在成本優化措施下，阿里巴巴 22 年 3 季度核心淨利潤同比增長 12.6%，結束了核心淨利潤連續四個季度下滑的局面。

風險因素

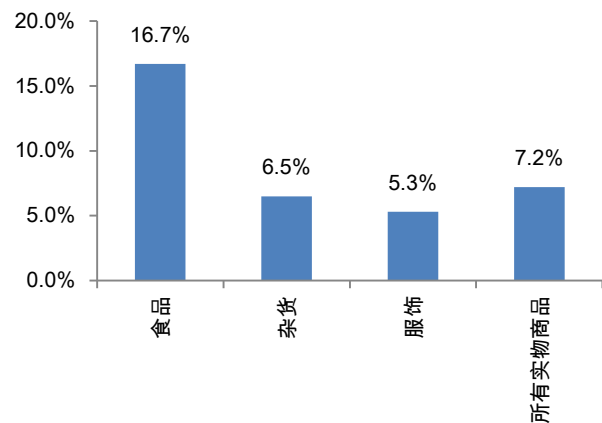
1) 反壟斷調查等監管風險; 2) 電子商務和互聯網金融業務放緩; 3) 非美國通用會計準則財務。

圖 1: 中國實物商品網上銷售同比增長(%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

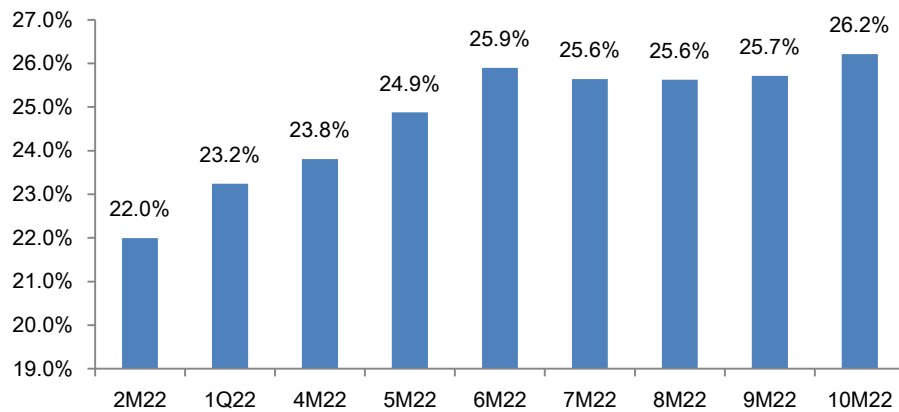
圖 2: 中國實物商品網上銷售同比增長 (2022 年首 10 個月) (%)



來源：國家統計局、農銀國際證券



圖 3: 在綫購物滲透率



來源：國家統計局、農銀國際證券

股票估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價	現價	FY22E 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22E 市淨率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
京東 -SW	9618 HK	買入	HK\$ 330	HK\$ 198.7	22.4	18.5	2.7	2.4	2.4	2.4
京東-ADR	JD US	買入	US\$ 84	US\$ 49.48	22.8	18.8	2.7	2.4	2.4	2.4
阿里巴巴-SW	9988 HK	買入	HK\$ 130	HK\$ 74.75	10.6	9.6	1.4	1.2	NA	NA
阿里巴巴-ADR	BABA US	買入	US\$ 132	US\$ 75.5	11.5	9.2	1.4	1.2	NA	NA
騰訊*	700 HK	買入	HK\$ 430	HK\$ 273.0	20.9	17.6	2.4	2.0	0.6	0.6
美團-W	3690 HK	買入	HK\$ 240	HK\$ 136.6	NA	71.9	6.4	6.0	NA	NA

*現金股息率

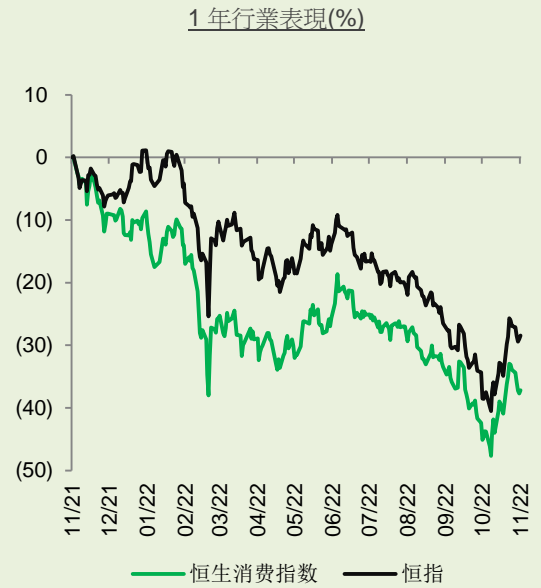
來源：彭博、農銀國際證券預測



正面 中國消費行業 – 疫情防控措施放寬，有助于推動行業復蘇 潘泓興

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2023E 市盈率均值(x)	18.63	1 個月	12.1	(3.6)
2023E 市淨率均值(x)	2.94	3 個月	(12.9)	(4.1)
2023E 股息率均值(%)	2.85	6 個月	(9.5)	3.2
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		

- 全國多地¹在過去一年出現新冠疫情反彈的情況，對消費市場帶來負面影響；全國零售銷售在 10 月再次錄得同比下跌
- 儘管通脹壓力在最近幾個月有所回升，我們預期在 2023 年通脹壓力將會保持相對溫和
- 消費行業內在最近出現不均衡的發展；多個非必需品產品類別的零售銷售在 10 月出現下跌，然而必需品產品類別的零售銷售在 10 月仍能保持較好的增長；行業內企業的 3 季度收入增長和利潤表現也出現分歧
- 預期疫情防控措施在 2023 年將會進一步放寬，并將會推動行業的復蘇
- 行業評級為**正面**；首選消費必需品行業內的龍頭企業，其基本面和防守性在現階段仍較為吸引



來源:彭博、農銀國際證券

預期疫情防控措施在 2023 年將會進一步放寬。2022 年全國各地出現多輪的新冠疫情，不同程度的防控措施在多地展開，對消費市場及居民生活產生影響，并導致零售銷售及居民人均收入的增速在今年出現較大的波動。零售銷售在今年 4 月份曾經錄得 11.1% 的同比跌幅，在經過幾個月的逐步復蘇後在今年 10 月份再次錄得 0.5% 的同比跌幅。此外，在今年 2 季度，居民人均收入同比增長率曾經下降到 2.6%，而居民人均支出則出現同比下跌 2.4%。作為復常的第一步，有關部門在最近更新了疫情防控政策，降低了對海外入境人員和國內居民的防疫措施要求。我們預期，在 2023 年疫情防控措施將會進一步放寬，對消費需求有利，消費市場復蘇在望。

通脹壓力將保持溫和。目前國內的通脹壓力仍保持溫和。在今年 10 月份，居民消費價格同比上漲 2.1%，1-10 月平均，全國居民消費價格同比上漲 2.0%。儘管國內整體的通脹壓力仍較為溫和，但全球的通脹壓力依然存在，國內部分消費商品價格仍有上漲的空間。截至 11 月第三周，全國豬肉、雞蛋、雞肉的周均批發價格對比年初分別累計上漲 44.8%、19.1%、13.5%，而豆粕的周均批發價格則累計上漲 47.6%。我們認為，原材料價格的高漲將會繼續在短期內推動食品價格上漲，但通脹壓力在明年下半年將會有所緩和。

行業內表現參差。在今年 10 月份，多個非必需消費品類別的零售銷售出現下跌，而必需消費品類別的零售銷售則總體維持較為穩定的增長。其中，“家用電器和音響器材類”“通訊器材類”“建築及裝潢材料類”同比跌幅最大，分別為 14.1%、8.9%、8.7%，而“糧油、食品類”“飲料類”“中西藥品類”的零售銷售同比增速分別為 8.3%、4.1%、8.9%。在今年 3 季度，多個消費行業的龍頭企業均出現收入增速低于預期及利潤表現

參差的情況。宏觀及企業的數據都反映出目前消費行業環境仍充滿挑戰。然而，隨著疫情相關的防控措施持續放寬，行業整體表現在未來的幾個季度內將會有所改善。

長綫展望

中國消費市場的多樣性及規模仍將會為市場帶來多種機會。消費者行為因新冠疫情而出現深遠變化，對消費市場產生長遠影響。未能就市場所產生的變化作出調整的公司競爭力將會被逐步削弱。

短綫展望

我們預期，新冠疫情防控措施在未來將會逐步放寬，而相關部門也將會推出政策來協助復常的過程。在短期內，通脹壓力是市場上的另一個負面因素，將會為消費企業帶來成本壓力。我們預期，隨著消費需求回暖，行業內企業表現將會有所改善。

行業評級

我們對行業的評級為**正面**。多個消費企業的數據顯示在增長勢頭在今年 3 季度出現恢復，與我們之前預期的趨勢基本相符。而新冠疫情防控措施的持續放寬將會推動行業的復蘇，利好行業內企業。我們目前仍偏好大型消費必需品行業龍頭，其基本面及防守性較強。

風險因素

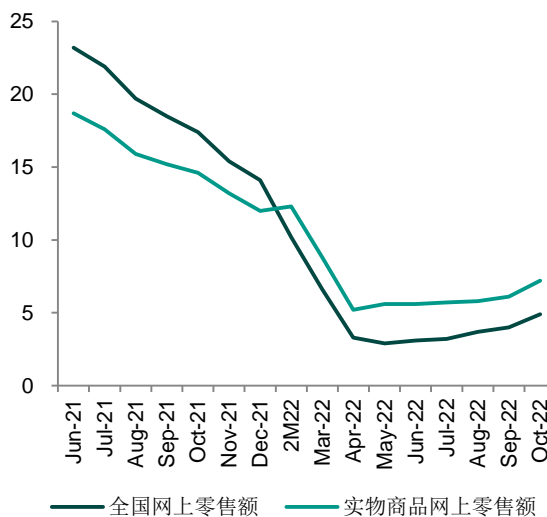
1) 宏觀經濟風險；2) 持續的新冠疫情防控措施；3) 原材料價格上升風險；4) 政策法規風險；5) 產品質量安全風險；6) 消費者偏好轉變。

圖 1: 零售銷售變動 (同比 %)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 2: 網上零售銷售變動 (累計同比 %)



來源：國家統計局、農銀國際證券



圖 3: 部分產品類別零售銷售變動 (同比 %)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 4: 平均居民收入變動 (同比 %)



來源：國家統計局、農銀國際證券

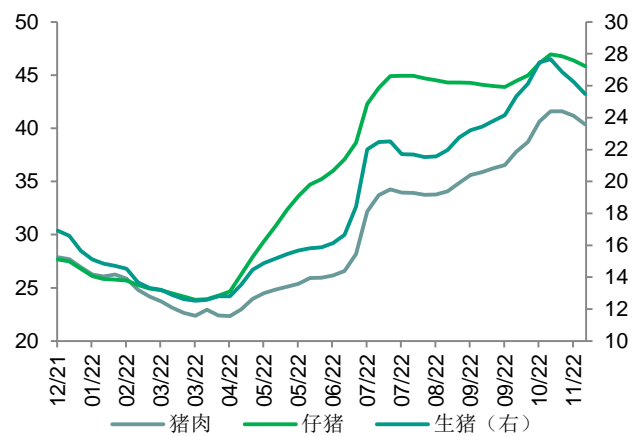
圖 5: 平均居民支出變動 (同比 %)



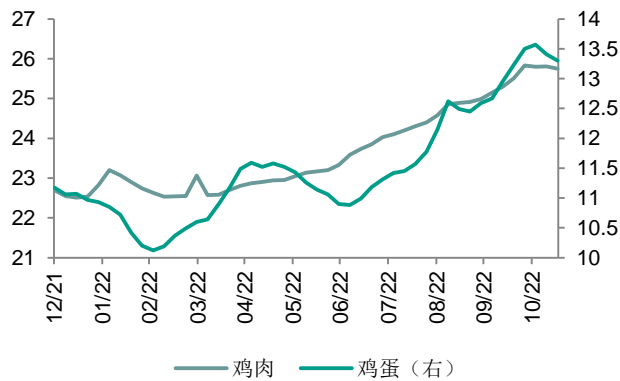
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 6: CPI (同比%)

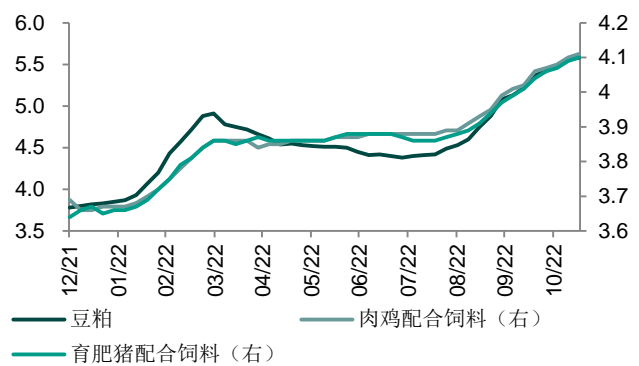

來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 7: 周均批發價格 - 豬肉、生豬、仔豬(人民幣/公斤)


來源：農業農村部、農銀國際證券

圖 8: 周均批發價格 - 雞肉、雞蛋(人民幣/公斤)


來源：農業農村部、農銀國際證券

圖 9: 周均批發價格 - 豆粕、育肥豬配合飼料、肉雞配合飼料(人民幣/公斤)


來源：農業農村部、農銀國際證券

股票估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

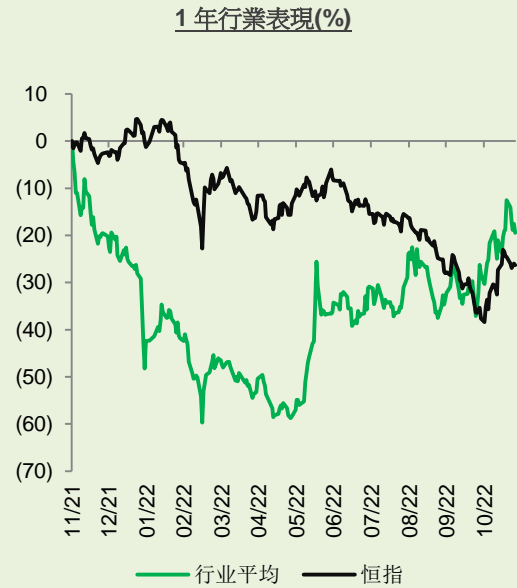
公司名稱	代碼	評級	目標價	現價	FY22E 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22E 市淨率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
百勝中國	YUMC US	買入	US\$61.1	US\$50.57	33.21	26.28	3.47	3.15	0.9	0.9
	9987 HK	買入	HK\$479.3	HK\$405.4	32.36	25.61	3.38	3.06	0.9	0.9
萬洲國際	288 HK	買入	HK\$5.9	HK\$4.41	6.40	5.91	0.80	0.73	4.7	5.1
雙匯	000895 CH	買入	RMB30.7	RMB25.46	16.23	14.47	4.30	4.06	4.9	5.5
農夫山泉	9633 HK	買入	HK\$51.3	HK\$41.8	58.31	48.15	21.63	17.04	0.7	0.8
蒙牛	2319 HK	買入	HK\$49.0	HK\$31.35	16.77	16.48	2.86	2.55	1.8	1.8
伊利	600887 CH	買入	RMB 35.8	RMB28.5	18.66	14.77	3.72	3.46	3.8	4.8
安踏	2020 HK	買入	HK\$113.2	HK\$81.6	23.62	19.67	5.82	4.86	1.4	1.7

來源：彭博、農銀國際證券預測

中性 中國教育行業 – 內生性增長支持行業發展 潘泓興

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2023E 市盈率均值(x)	3.99	1 個月	28.1	12.3
2023E 市淨率均值(x)	0.73	3 個月	24.7	33.5
2023E 股息率均值(%)	3.14	6 個月	92.7	105.4
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		

- ▶ 行業政策環境目前仍對高職教育企業有利，而基礎教育及課外學科類輔導企業則仍然面臨較強的政策監管
- ▶ 受到政策環境收緊影響，部分教育企業嘗試新業務并繼續取得成功；我們預期將會有更多的同業進行類似的嘗試
- ▶ 行業內并購活動量在過去一年內有所回落，企業增長策略重回內生性增長模式；行業內企業，尤其是高職類教育機構，將需要依靠未被利用的可容納學生容量來促進學生人數增長
- ▶ 我們對行業的評級仍為**中性**，主要由于目前政策環境仍較為傾斜于高等教育板塊，同時非高職教育類企業在轉型上的成功仍有待考證；我們目前仍較為偏好高職教育類企業



政策環境仍對高職教育板塊有利。目前高職教育仍受到政策支持。在過去的一年裏，我們依然看到更多的獨立學院被陸續批准轉設，以及民辦高等教育機構確定其盈利學校的性質。同時，額外的政策法規頒布繼續扎實教育行業的整體政策法規基礎，例如在今年 4 月份通過的新修訂的職業教育法。基于目前的政策方向，我們預期高職教育板塊將持續受到政策的支持，而基礎教育（K-9）以及課外學科類培訓則將會持續面對較為嚴格的政策監管。

轉型及尋找新的增長點。在新的政策環境下，基礎教育（K-9）以及課外學科類培訓板塊內部分企業正在尋找新的業務或直接轉向其他非教育領域以推動收入增長，并有企業在業務創新方面取得一定成績。其中，新東方（EDU US/9901 HK）旗下主要供農產品及其他產品的東方甄選直播品牌以獨特的直播方式迅速在行業內獲得較高的人氣。我們預期，其他教育行業的同業將會在業務創新方面做出更多的嘗試。

內生性增長將會成為主要的增長模式。最近行業內部分企業均錄得較好的學生人數增長。中教控股（839 HK）、希望教育（1765HK）、中彙集團（382 HK）的注冊新生人數同比增幅分別為 48%、15%、17%。同時，中教控股（839 HK）及中彙集團（382 HK）在 22 財年的收入同比增速分別為 29.2%和 34.7%。然而，在今年行業內的并購交投量有所下降。我們預期，隨著今年并購活動減少，行業內企業在未來幾年將會需要依靠內生性增長為主要的增長模式，依靠并購活動來獲得快速增長的模式將會暫告一段落。手頭上有較多未被利用的學生容量的教育企業將會在增長上更有優勢。

長綫展望

我們認為，教育行業在長期內仍將會受到較強的政策監管，且行業內不同子版塊所受到的政策監管或支持將會有所不同。此外，整體人口數量潜在下跌的可能性將會在長期內削弱教育行業的增長潛力。

短綫展望

并購活動交投量在今年有所下降，企業增長策略在短期內將重回內生性增長模式。手頭上擁有較多未被利用的學生容量的教育企業將會在增長上有更多優勢。此外，部分教育企業在新業務領域內取得成功，我們預期行業內更多的企業會在教育領域外尋找新業務增長點。

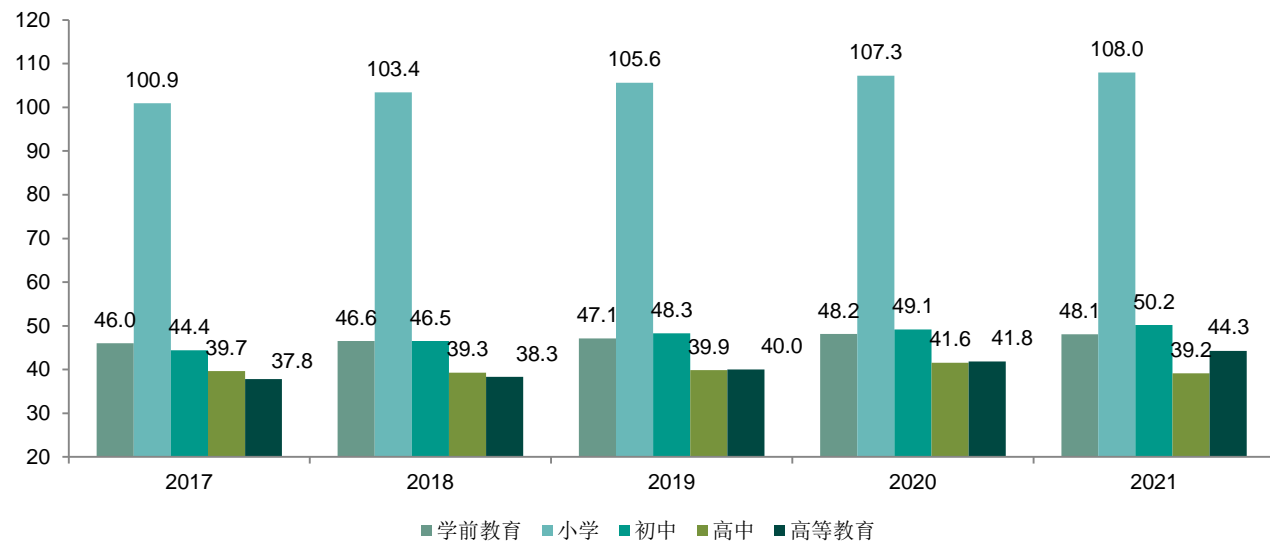
股票推薦

我們對於行業的評級仍為**中性**。基于目前的政策環境，高等教育，尤其是職類教育企業，相對其他類型的教育企業仍較有優勢。其他子行業的教育企業在新業務嘗試上取得成功，但我們認為此類成功仍需時間的考驗。此外，今年以來行業整體的并購交投量有所下降，預示著中短期內高等教育企業將需要依靠其未被利用的學生容量來促進學生人數增長，手頭上有更多學生容量的企業將會取得更好的增長表現。

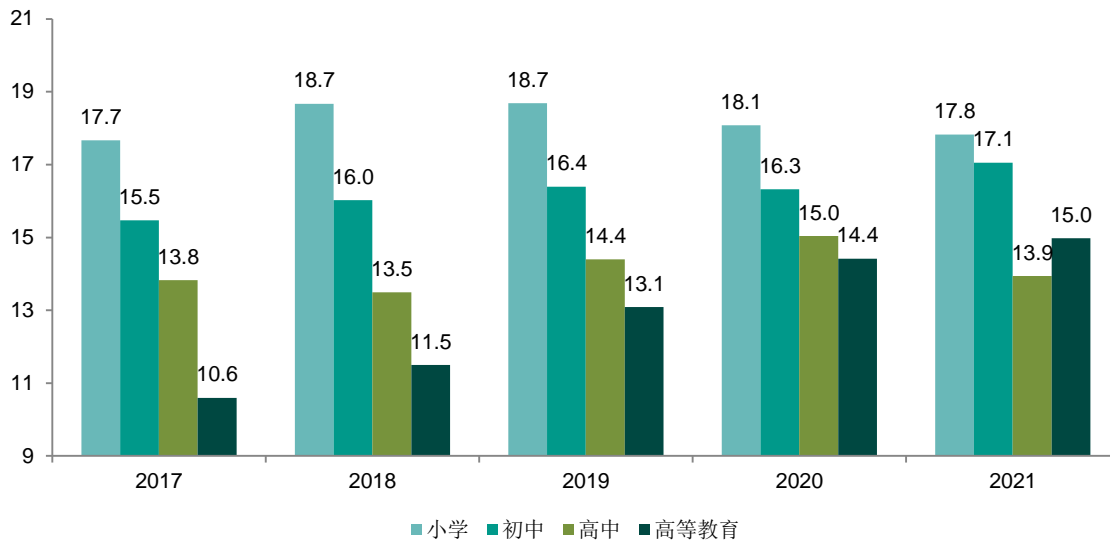
風險因素

1) 宏觀經濟風險; 2) 政策風險; 3) 增長風險; 4) 教育質量和學生退學風險; 5) 流動性風險; 6) 疫情風險。

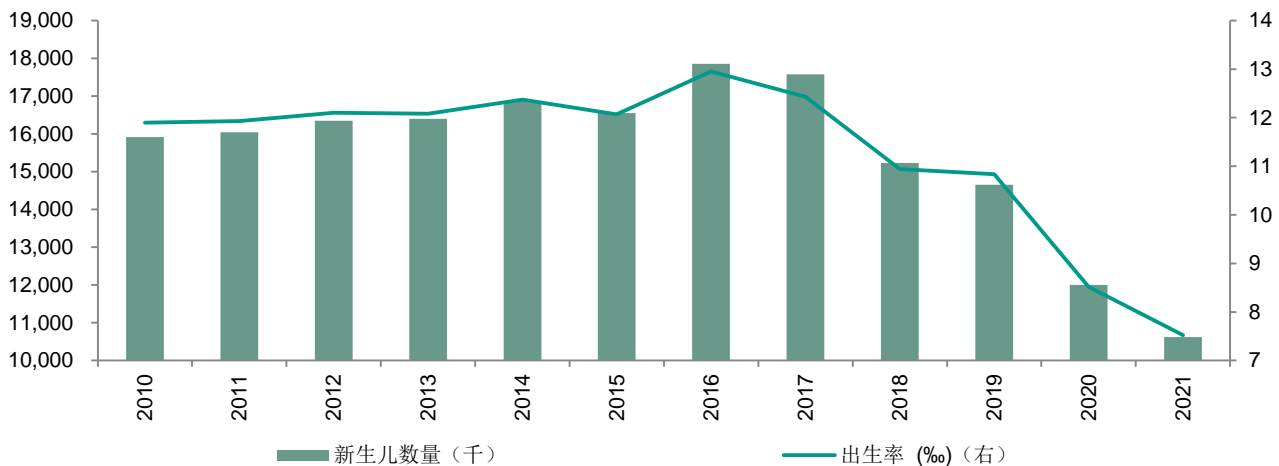
圖 1: 全國各階段在校學生人數 (百萬人次)



來源：教育部、農銀國際證券

圖 2: 全國各階段新生人數 (百萬人次)


來源：教育部、農銀國際證券

圖 3: 全國新生兒數量及出生率


來源：國家統計局、農銀國際證券

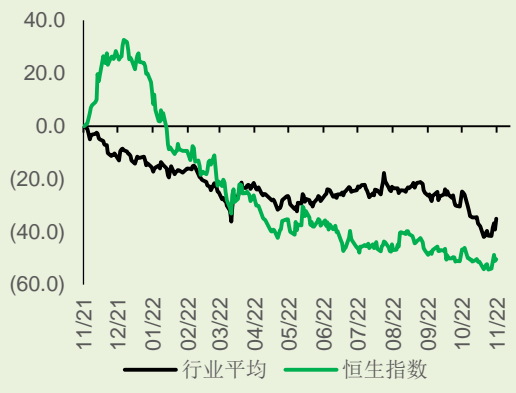
股票估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價	現價	FY22A 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22A 市淨率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY22A 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
中教控股	839 HK	買入	HK\$ 22.6	HK\$ 8.05	9.62	9.50	1.26	1.23	4.5	4.2
中彙集團	382 HK	買入	HK\$ 13.1	HK\$ 2.19	3.79	2.76	0.73	0.54	4.6	14.4

注：股息率為現金股息率

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中国电信业- 受益于新興業務 黎柏堅

主要數據	行業 表現 (相對於 恒生指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)	1年行業表現 (%)
2023E 市盈率均值 (x)	7.51	1 個月	0.1	10.8
2023E 市淨率均值 (x)	0.90	3 個月	(19.5)	(0.3)
2023E 股息率均值 (%)	6.80	6 個月	(24.4)	1.0
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"> ▶ 電信運營商受益于新興業務（工業互聯網、數據中心、雲計算）的增長 ▶ 預計 2023 年中國 5G 基站總數將達到 280 萬個，將進一步提升 5G 網絡覆蓋 ▶ 預計電信運營商 2023 年資本開支同比增長 2.5%，將用于數據中心建設 ▶ 中國移動因其高股息收益率、健康的資產負債表和在中國電信市場的主導地位而成爲我們的行業首選 				 <p>來源：彭博、農銀國際證券</p>

電信運營商可受益于新興業務。由于雲平臺應用的需求和政策支持，預計 2023 年新興業務（工業互聯網、數據中心、雲計算）將保持強勁增長。電信運營商正與企業合作開發雲平臺解決方案，有助于提高運營效率和運營管理。此外，國家發改委推出了“東數西算”策略，在西部地區發展數據中心，以提高數據處理能力并促進雲計算的采用。

預計到 2023 年末，5G 基站將達到 280 萬個。我們預計 2023 年末，在 5G 網絡覆蓋的改善和進取定價策略的推動下，5G 用戶滲透率將達 35.0%。受益于 5G 網絡覆蓋的提升、豐富的資源和高效的營銷策略，中國移動在 5G 市場保持主導地位。到 2023 年，我們預計國內 5G 基站總數將達到 280 萬個，可以支撐基站設備商的業務。預計 2023 年整體移動基站總數將達到 1350 萬個。此外，電信運營商正在將其 5G 電信網絡升級爲獨立標準，以提高網絡質量，從而支持電信設備提供商的發展。

預計 2023 年電信運營商的資本開支將同比增長 2.5%，用于發展雲計算、數據中心、5G 網絡和固定網絡。電信運營商正在將其 5G 電信網絡升級爲獨立標準，以提高網絡質量，這可以推高電信設備提供商的收入。我們預計 2023 年三大電信運營商（中國移動/中國聯通/中國電信）的資本開支合計爲 3,559 億元人民幣，同比增長 2.5%。預計資本開支的增加將使電信設備製造商和服務提供商受益。

預計 2023 年全球智能手機出貨量將同比增長 2.0%。IDC 數據顯示，2022 年第 3 季度全球智能手機出貨量同比下降 9.7%，連續第五個季度同比下降。這是由于海外市場通脹及經濟放緩所致。由于 2022 年的低基數效應，我們預計 2023 年全球智能手機出貨量將同比增長 2.0%。

長綫展望

從長遠來看，我們預計電信運營商將受益于 5G 網絡和新興業務的發展。更高的 5G 用戶滲透率、人均移動數據使用量和移動 ARPU 將有助于電信運營商改善商業模式。電信運營商正在引入更進取的定價策略，以

增加新的 5G 用戶。由于有政策來提升 5G 電信服務和新興業務的滲透率，有助電信運營商提高收入增長。國家發改委出臺了“東數西算”策略，在西部地區發展數據中心，以提高數據處理能力，促進雲計算的采用。

短綫展望

我們預計新興業務將成為電信運營商的增長動力。許多商業公司可以把他們的業務轉移到雲平臺將有助于提高采用率。由于更高的移動數據使用量和 5G 用戶群推動移動 ARPU 更好，我們預計電信運營商將在移動服務收入增長有所改善。預計電信運營商將在 2023 年提高資本開支用于數據中心開發。

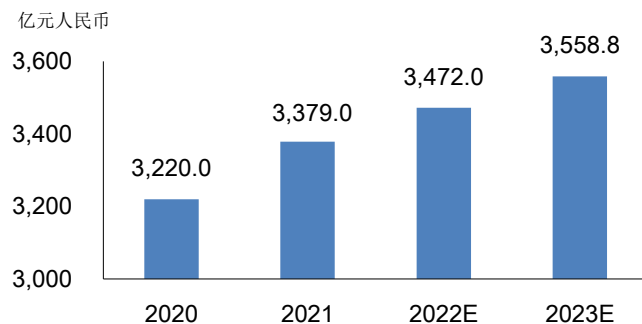
股份推薦

中國移動是我們的行業首選。由于 5G 用戶基數增加，我們預計中國移動的移動 ARPU 將有所改善。中國移動憑藉更好的覆蓋和資源的網絡優勢，保持其最大的 5G 市場份額。港股(941 HK)的目標價為 81.00 港元，相當于 4.1 倍的 2023 年 EV/EBITDA，A 股(600941 CH)的目標價為人民幣 97.00 元，相當于 5.4 倍的 2023 年 EV/EBITDA。

風險因素

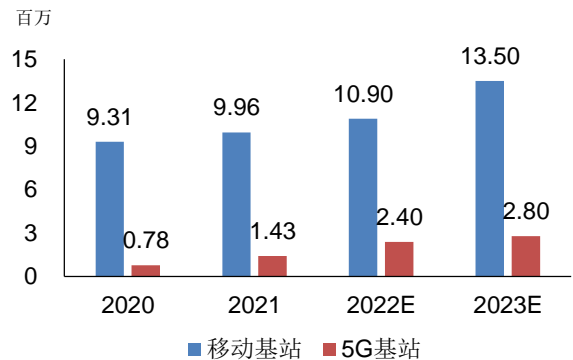
1) 工信部要求進一步降低服務資費；2) 用戶飽和；3) 市場競爭加劇；4) 智能手機出貨量增長放緩；5) 5G 網絡發展放緩。

圖 1: 電信運營商的資本開支



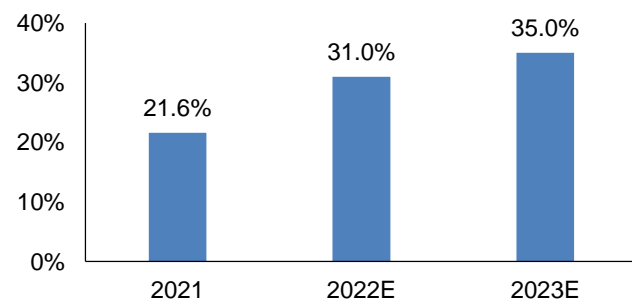
來源：工信部、農銀國際證券預測

圖 2: 整體移動及 5G 基站



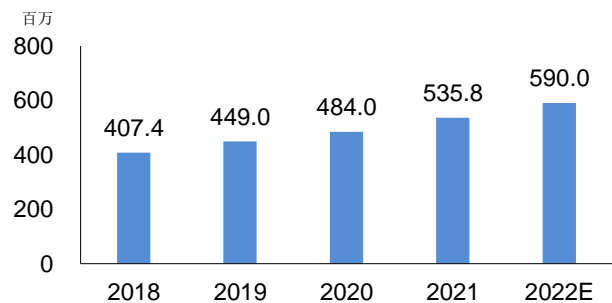
來源：工信部、農銀國際證券預測

圖 3: 中國 5G 用戶普及率



來源：公司、農銀國際證券預測

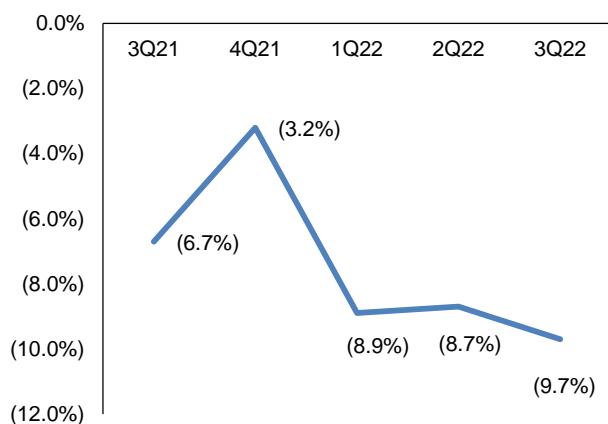
圖 4: 固網用戶數



來源：公司、農銀國際證券預測

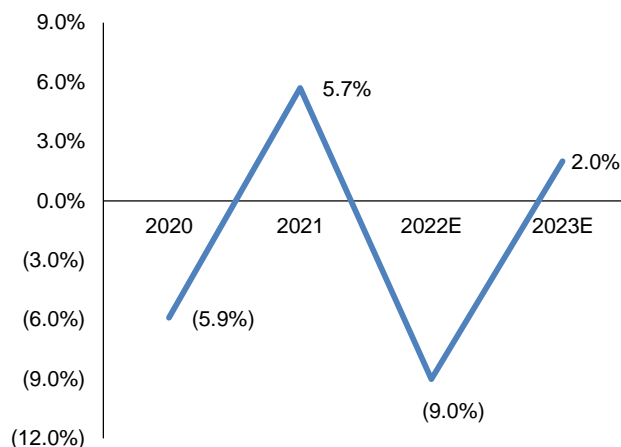


圖 5: 季度智能手機出貨量增長



來源：IDC、農銀國際證券

圖 6: 年度智能手機出貨量增長



來源：IDC、農銀國際證券預測

股票估值 (截至 2022 年 11 月 25 日的數據)

公司	代號	評級	目標價	現價	FY22E 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22E 市淨率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
中國移動	941 HK	買入	HK\$ 81.00	HK\$ 51.85	7.03	6.43	0.70	0.68	9.67	10.88
中國移動	600941 CH	買入	RMB 97.00	RMB 72.00	10.70	9.80	1.07	1.03	6.35	7.15
中國聯通	762 HK	買入	HK\$ 5.60	HK\$ 4.13	5.90	5.60	0.28	0.27	7.73	8.15
中國電信	728 HK	買入	HK\$ 4.20	HK\$ 3.08	8.67	7.39	0.55	0.54	7.04	8.25
中國電信	601728 CH	買入	RMB 5.10	RMB 4.19	13.10	11.17	0.84	0.81	5.39	6.31
中國鐵塔	788 HK	買入	HK\$ 1.10	HK\$ 0.84	14.50	11.80	0.65	0.63	3.79	4.65
中國通信服務	552 HK	買入	HK\$ 6.10	HK\$ 2.62	5.94	5.94	0.46	0.44	5.71	6.14
中興通訊	763 HK	買入	HK\$ 31.00	HK\$ 16.06	7.75	6.83	1.09	0.96	2.63	2.94
中興通訊	000063 CH	買入	RMB 42.00	RMB 24.40	13.11	11.30	1.85	1.62	1.29	1.91
瑞聲科技	2018 HK	賣出	HK\$ 12.50	HK\$ 17.02	22.10	10.80	0.68	0.65	0.00	1.39
舜宇光學	2382 HK	持有	HK\$ 90.00	HK\$ 87.10	36.10	30.80	4.20	3.80	0.58	0.68

來源：彭博、農銀國際證券預測

權益披露

分析員陳宋恩、姚少華、歐宇恒、周秀成、董耀基、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并没有持有(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，與本報告提及的騰訊、金茂物業服務、萬物雲、建設銀行、華泰證券、中信證券及阿里巴巴有投資銀行業務關係。

評級的定義

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

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 2009 年以來的平均市場回報率(恒生指數總回報指數 2009-21 的平均增長率為 9.2%)

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，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并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。我等并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，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于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，為市場信息采集、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。分析員薪酬不取決于投行的收入，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 2022 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