



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

农银国际中国/香港证券研究

2022

经济展望及
投资策略
报告

中国制造 2025：
“专精特新”小巨人
引领经济转型



目录

| | | |
|---|----|---|
| 2022 年全球经济展望 | 4 | 姚少华 (经济师) 经济展望 |
| 2022 年中国经济展望 | 7 | yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863 |
| 2022 年投资策略 | 14 | 陈宋恩 (研究部主管) 投资策略 |
| 香港 IPO 市场 | 23 | philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805 |
| 中国银行业 - 正面 | 26 | 欧宇恒 (分析员) 中国银行业 |
| 中国房地产业 - 正面 | 30 | johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802 |
| 中国替代能源业 - 正面 | 34 | 周秀成 (分析员) 互联网媒体与消费商业 |
| 中国机场业 - 中性 | 37 | stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809 |
| 中国互联网媒体与消费商业- 正面 | 39 | 董耀基 (分析员) 中国房地产业 |
| 中国消费业 - 正面 | 41 | kennethtung@abci.com.hk |
| 中国教育业 - 中性 | 43 | 吴景荃 (分析员) 中国替代能源业 / 机场业 |
| 中国电信业 - 正面 | 47 | kelvinng@abci.com.hk 852-2147 8869 |
| 于 2021 年 12 月 1 日发布 另有指明外,数据截至 2021 年 11 月 19 日 | | 潘泓兴 (分析员) 中国教育业 / 中国消费品业 |
| | | paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829 |
| | | 黎柏坚 (分析员) 中国电信业 |
| | | rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895 |



全球及中国经济展望



2022 年全球经济展望

经济师：姚少华

- 尽管新冠疫情仍持续，但全球经济自 2021 年初以来仍显着回升，主要因为强有力的宏观政策支持，疫苗接种有序展开，以及经济逐步重启，特别是服务业
- 自 2021 年初以来，由于石油和其它大宗商品的价格回升、某些行业的供应链中断以及运输成本飙升，全球通货膨胀率显着上升。虽然全球总体工资压力仍然温和，但由于劳动力市场供不应求，有迹象表明美国工资增长或加快
- 展望 2022 年，我们预计随着疫苗覆盖范围的扩大和治疗方法的改进，新冠疫情将逐渐消退。然而，由于疫苗接种的速度因国家而异，全球的复苏或许会不平衡。随着刺激政策的逐步退出和全球供应链的缓慢复苏，我们预计 2022 年全球经济增长将在高基数效应下放缓
- 我们预期 2021 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 6.0%、8.5%、5.2%、3.0%及 7.0%，2022 年则分别增长 4.0%、5.5%、4.0%、2.5%及 5.0%，相比而言，上述国家在 2020 年经济分别增长-3.4%、2.3%、-6.3%、-4.6%及-9.8%

全球经济增长在新冠疫情冲击下仍回升

尽管新冠疫情仍持续，但全球经济自 2021 年初以来仍显着回升，主要因为强有力的宏观政策支持，疫苗接种有序展开，以及经济逐步重启，特别是服务业。如图表 1 所示，2021 年前 3 季美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 5.9%¹、9.8%、5.6%、2.6%及 8.1%，均较 2020 年-3.4%、2.3%、-6.3%、-4.6%及-9.8%的经济增速明显反弹。自 2021 年初以来，JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数持续回升以及高于 50 荣枯线，显示全球经济增长明显反弹(图表 2)。

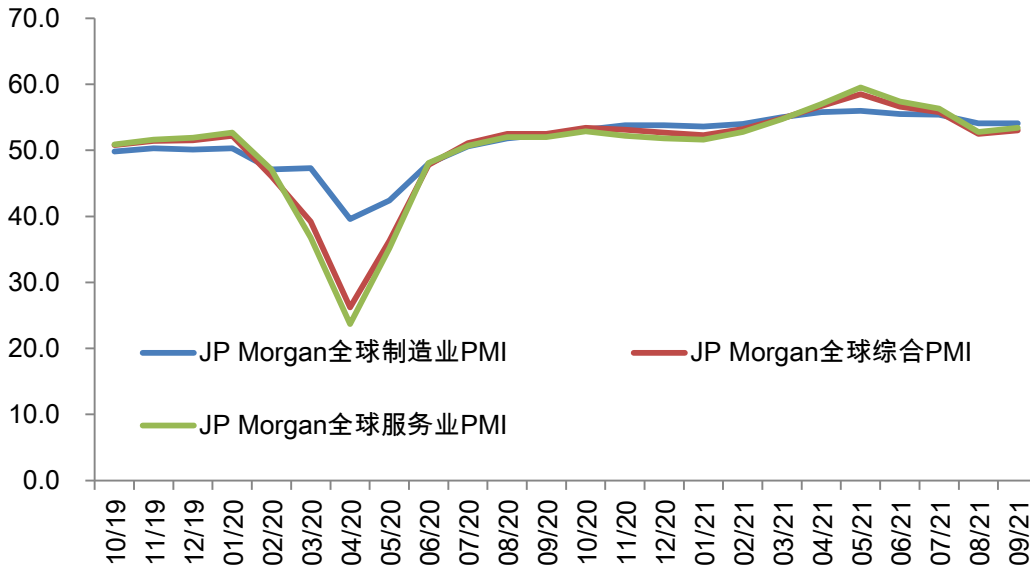
图表 1: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

| 实质 GDP 按年增长 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前 3 季 |
|-------------|--------|--------|-------------|
| 美国 | 2.3 | (3.4) | 5.9 |
| 中国 | 6.0 | 2.3 | 9.8 |
| 欧元区 | 1.5 | (6.3) | 5.6 |
| 日本 | 0.0 | (4.6) | 2.6 |
| 英国 | 1.4 | (9.8) | 8.1 |

来源：彭博、农银国际证券

自 2021 年初以来，由于经济反弹，企业和家庭对商品的需求旺盛，带动全球贸易急剧上升。根据 WTO 公布的最新全球季度贸易额统计数据，全球商品贸易额继 2021 年第 1 季增长 16.6%后，2021 年第 2 季再增长 46.3%。目前 WTO 预期 2021 年全球商品贸易量将增长 10.8%，相比之下 2020 年全球商品贸易量下跌 5.3%。WTO 公布的 8 月世界货物贸易晴雨表指标为 110.4，是该指标自 2016 年 4 月首次发布以来的纪录高位，同比上涨超过 20 个百分点。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

图表 2: JP Morgan 全球 PMI 指数(%)


来源: 彭博, 农银国际证券

自 2021 年初以来, 由于石油和其它大宗商品的价格回升、某些行业的供应链中断以及运输成本飙升, 全球通货膨胀率显著上升。根据 IMF 的估计, 预计 2021 年油价将上涨约 60%, 而非石油大宗商品价格预计将上涨约 30%。部分生产商无法快速提高供应能力。例如相对于需求, 芯片供应仍然不足。2021 年全球运输成本亦飙升, 9 月初的现货价格是 2020 年同期的两倍或三倍。虽然全球总体工资压力仍然温和, 但由于劳动力市场供不应求, 有迹象表明美国工资增长或加快。

全球主要央行维持宽松的货币政策来支持居民、企业和金融市场。发达国家的中央银行继续其债券购买计划, 同时保持政策利率不变。而年初至今中国人民银行维持稳健偏宽松货币政策措施以稳定经济增长, 包括 7 月全面降准一次。然而, 由于通胀上升推高了全球主要政府债券的长期收益率, 全球金融状况略有收紧。在 2021 年 11 月 2 日至 3 日举行的 FOMC 会议上, 美联储决定每月减少购买 100 亿美元的国债和 50 亿美元的机构抵押贷款支持证券。一些新兴和发展中国家因货币贬值和通胀高于目标而启动加息进程。

2022 年全球经济增速将放慢

展望 2022 年, 我们预计随着疫苗覆盖范围的扩大和治疗方法的改进, 新冠疫情将逐渐消退。然而, 由于疫苗接种的速度因国家而异, 全球的复苏或许会不平衡。随着刺激政策的逐步退出和全球供应链的缓慢复苏, 我们预计 2022 年全球经济增长将在高基数效应下放缓。在 10 月发布的最新预测中, 世贸组织预计 2022 年货物贸易额将增长 4.7%, 而 2021 年预计将增长 10.8%。根据 IMF 于 2021 年 10 月发布的最新《世界经济展望》, 2022 年全球经济增长预计为 4.9%, 而 2022 年的预计增长 5.9% (图表 3)。OECD 在 9 月发表的《经济展望》里亦预计 2022 年全球经济增长将由 2021 年的 5.7% 放缓至 4.5%。债务负担的加重、全球供应链或持续中断以及潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是 2022 年的主要挑战。

我们预计 2022 年美国经济增长将从 2021 年估计的 6.0% 回落至 4.0%，主要因为财政刺激政策减弱以及货币政策逐步收紧。较低的失业率和不断上升的工资水平将支持 2022 年的家庭支出。然而，疲弱的消费者信心和高通胀可能会阻碍家庭消费。建筑活动和住房开工量的激增料会促进住宅投资。在拜登政府的领导下，经济增长将受益于基础设施投资的增加。美国的通胀将在 2022 年上半年保持高位，在下半年随着供应能力的改善而缓解。在货币政策方面，我们预计美联储将在 2022 年继续收紧货币政策，每月净资产购买减少 150 亿美元，并在 2022 年 6 月结束量化宽松。我们认为美联储基准利率只会温和上升，因为通胀应该会随着供应链的复苏而放缓，同时收紧货币政策无助于增加供应。虽然当前市场预计美联储在 2022 年或加息两次，但我们预计加息一次。

由于内需疲弱，特别是房地产行业，以及高基数效应，我们预计中国经济增长在 2022 年将放缓。我们预计中国经济在 2022 年将增长 5.5%，低于 2021 年 8.5% 的预估增速。强劲的外需以及积极的财政政策将是经济增长的主要推动力。货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策。人民银行预计将保持流动性充裕以支持对民营企业及中小企业的信贷供给。我们预期人民银行或在 2022 年继续宣布下调 RRR，但维持基准利率不变。我们预期中央政府将采用常规的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、加速基建投资以及出台鼓励消费的政策。

我们预计 2022 年欧元区的经济增速或由 2021 年估计的 5.2% 放缓至 4.0%，主要因为供应链的限制、能源价格高企以及公共债务水平上升。然而，不断上升的公共债务水平亦为欧元区带来了下行风险。欧盟复苏基金的支持、宽松的货币和财政政策以及外需增强将成为欧元区主要的增长动力。货币政策方面，根据欧洲央行的 10 月份货币政策会议，我们预计欧洲央行将在 2022 年维持主要目标利率不变。欧洲央行料会把规模达 1.85 万亿欧元的抗疫紧急购债计划延长至 2022 年 3 月。欧洲央行亦会维持至少每月 200 亿欧元的资产购买计划。有见于欧元区疲弱的经济增长前景，我们预计欧洲央行将再为商业银行提供大量的低成本资金来支持经济增长。此外，由于财政刺激政策退出、劳动力短缺以及高基数效应，我们预计 2022 年英国经济将增长 5.0%，低于 2021 年的 7.0% 的估计值。

我们预计 2022 年日本的经济增长将从 2021 年估计的 2.6% 略微回落至 2.5%，主要因为疲弱的工资增长以及就业或拖累消费。然而，外需复苏或带动日本的出口增长。有见于通胀前景仍疲弱及当前通胀水平远低于日本央行 2.0% 的目标，我们预期 2022 年日本的超宽松货币政策或维持不变，日本央行短期政策利率料维持在 -0.10% 的负利率水平不变。

图表 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

| 实质 GDP 按年增长 | 2020 年 | 2021 年预测 | 2022 年预测 |
|--------------|--------|----------|----------|
| 美国 | (3.4) | 6.0 | 4.0 |
| 中国 | 2.3) | 8.5 | 5.5 |
| 欧元区 | (6.3) | 5.2 | 4.0 |
| 日本 | (4.6) | 2.6 | 2.5 |
| 英国 | (9.8) | 7.0 | 5.0 |
| 世界(国际货币基金组织) | (3.1*) | 5.9* | 4.9* |

来源: 国际货币基金组织, 经济合作与发展组织, 彭博, 农银国际证券预测

注释: *代表国际货币基金组织的估计及预测

2022 年中国经济展望

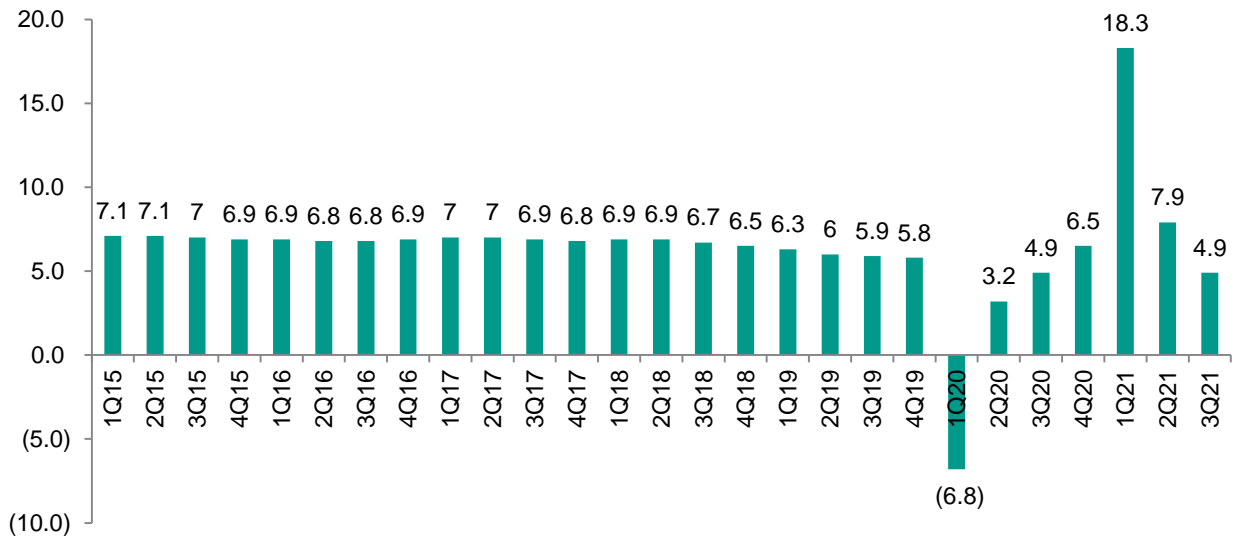
经济师：姚少华

- 由于复工复产的持续推进以及去年同期较低的基数效应，2021 年初至今中国经济增长明显反弹。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2021 年前 3 季经济增长 9.8%，而 2020 年同期仅增长 0.7%
- 展望未来，有见于低基数效应消退，我们相信 2022 年中国经济增长将回归常态。整体上我们预期 2022 年中国 GDP 增长 5.5%，低于 2021 年 8.5% 的预估增速。强劲的外需和积极的财政政策将是主要的增长动力。相反，疲弱的房地产行业、沉重的债务负担和潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是主要挑战
- 我们预计 CPI 与 PPI 通胀剪刀差将在 2022 年缩小。由于食品价格上涨，尤其是猪肉价格可能会随着供应趋紧在明年下半年上涨，我们预计 2022 年 CPI 通胀将从 2021 年的 0.9% 上升至 2.0%。由于大宗商品价格放缓、国内需求疲软和高基数效应，我们预计 2022 年 PPI 通胀将从 2021 年的 8.0% 放缓至 3.0%
- 货币政策方面，我们预期人民银行在 2022 年将继续维持中性偏松的货币政策以平衡经济增长与通胀。我们预期人民银行在 2022 年将继续维持基准利率不变。我们预计 2022 年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别维持在 3.85% 及 4.65%。有见于经济放缓压力仍存在，我们预期 2022 年人民银行将继续下调 RRR 一次。我们预计 2022 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 10.0%，而中小型金融机构为 8.0%
- 我们预期 2021 年中央政府将采用积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及支持碳中和以及可再生能源的基建投资的政策。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期 2022 年政府的预算财政赤字约占国内生产总值 3.0%，较 2021 年的 3.2% 为低
- 2022 年是中国“十四五”规划的第二年。以美国为首的西方国家技术封锁力度加大将是中国经济社会发展面临的主要外部挑战，因此中国将继续加强前沿基础科学研究、加快关键技术自主攻关。拥有强大创新能力和核心技术的专精特新“小巨人”企业将获得更多的财政及金融支持来实现技术突破、创新及升级。同时，中国计划在 2030 年实现碳达峰及 2060 年实行碳中和，因此我们预计绿色产业在 2022 年将较其它大多数行业获得更快的增长和更好的盈利能力。此外，以 5G 和自动驾驶为代表的利用互联网技术创造新产品和服务的新经济领域将在 2022 年继续蓬勃发展

中国经济增长 2021 年前 10 个月明显反弹

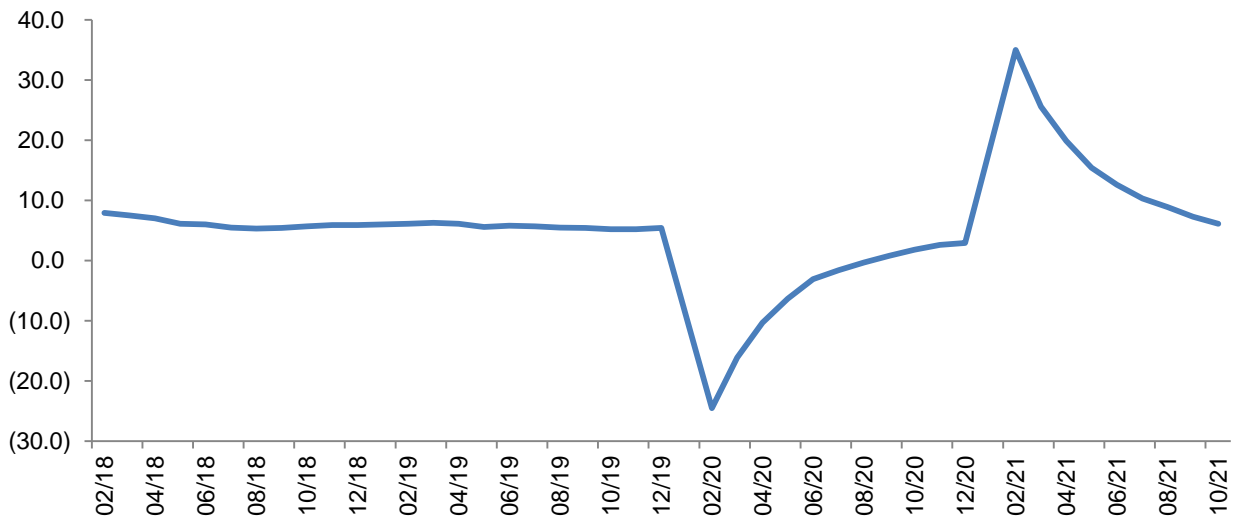
由于复工复产的持续推进以及去年同期较低的基数效应，2021 年初至今中国经济增长明显反弹。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2021 年前 3 季经济增长 9.8%²，而 2020 年同期仅增长 0.7% (图表 1)。国内生产总值各个组成部分的分析显示，消费开支仍是 2021 年前 3 季经济增长的主要推动力，贡献整体经济增长 6.4 个百分点。投资为整体经济增长贡献 1.5 个百分点，而货物及服务净出口亦贡献 0.9 个百分点。

²除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

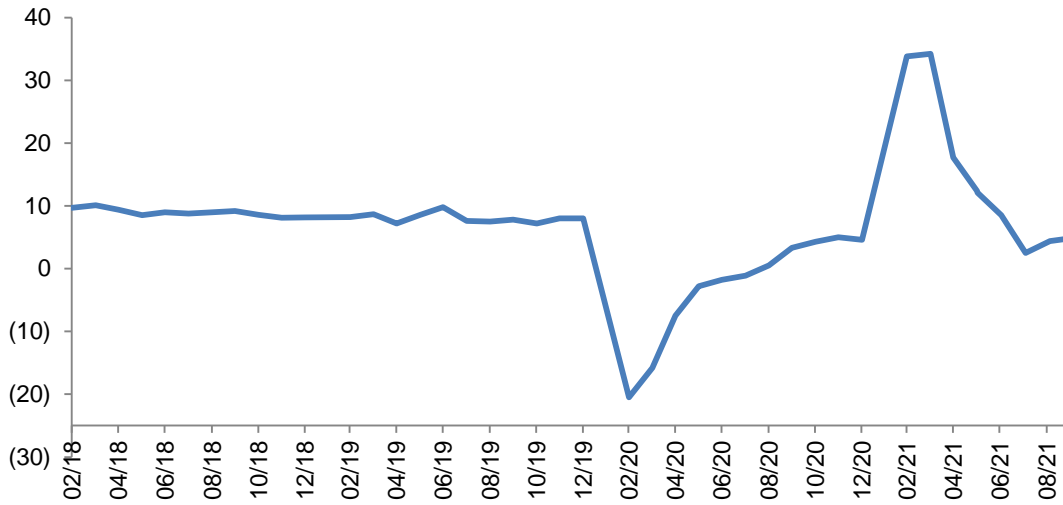
图表 1: 中国 GDP 增长(%)


来源: 国家统计局, 农银国际证券

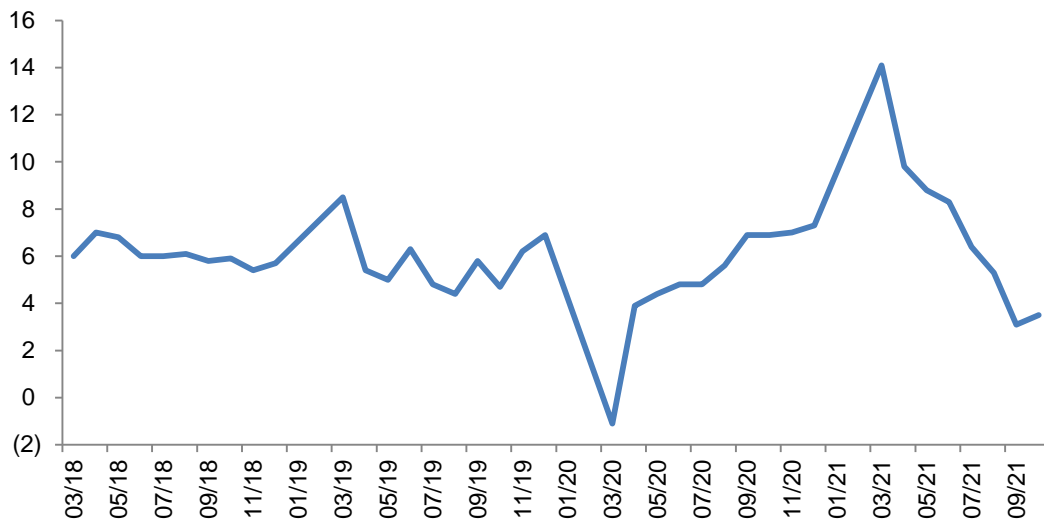
进入第 4 季, 中国经济继续全面复苏。内需方面平稳增长, 投资及消费在 10 月均回升。10 月单月的城镇固定资产投资增长由 9 月份的-0.5%反弹至 0.5%, 主要因为制造业和基建投资回升(图表 2)。同期社会消费品零售销售亦由 4.4%反弹至 4.9%, 主要归因于可选消费的强劲回升(图表 3)。从供给侧看, 10 月内地实质工业产出在强劲出口支持下增长 3.5%, 高于 9 月的 3.1%的增速(图表 4)。

图表 2: 中国城镇固定资产投资年初至今增长(%)


来源: 国家统计局, 农银国际证券

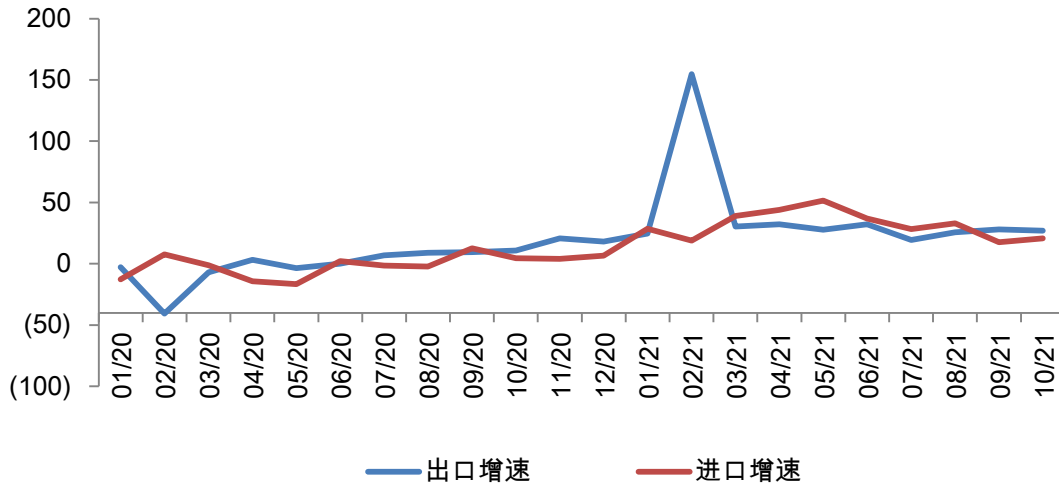
图表 3: 中国零售销售增长(%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 4: 中国工业产出增长(%)


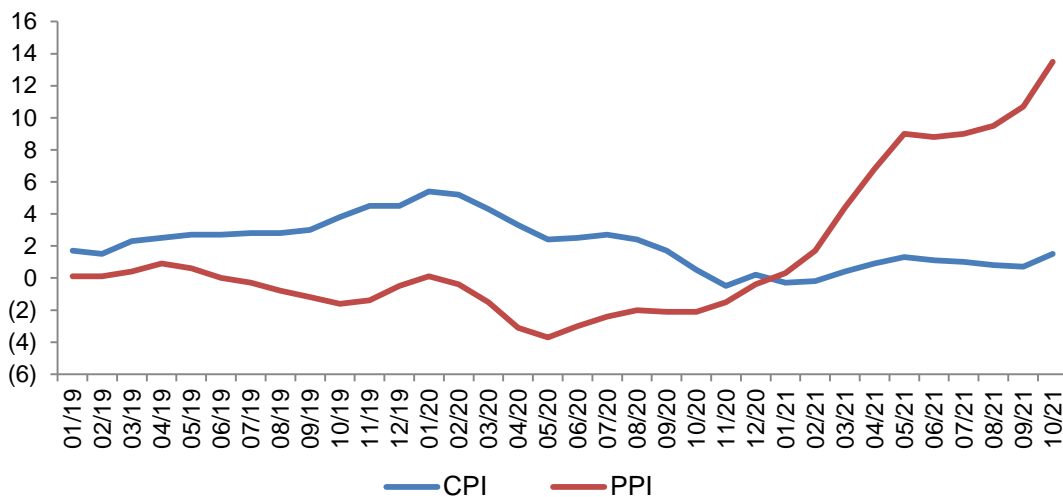
来源: 国家统计局、农银国际证券

10 月份出口增长继续保持高位,而进口增长强劲回升(图表 5)。受益于世界主要经济体逐步复苏,外需走强,以美元计价 10 月份中国出口增速高达 27.1%。10 月份进口增速加快至 20.6%,高于 9 月份的 17.6% 的增速。由于出口增速维持高位,10 月份贸易顺差由 9 月份的 668 亿美元扩大至 845 亿美元,创历史新高。

图表 5: 中国出口及进口增长 (%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

CPI 和 PPI 通胀在 2021 年前 10 个月出现了明显分化(图表 6)。由于食品通胀放缓, 尤其是猪肉价格回落, CPI 升幅从去年全年的 2.5% 放缓至今年前 10 个月的 0.7%。排除食品与能源价格外的核心 CPI 在前 10 个月亦维持在 0.8% 的低位。PPI 在今年前 10 个月反弹至 7.4%, 而去年全年下降了 1.8%。PPI 大幅回升主要是由于低基数效应和石油、有色金属、黑色金属等大宗商品价格大幅上涨。

图表 6: 中国 CPI 与 PPI (%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

货币政策方面，2021年初至今人民银行开始着手货币政策正常化。年初至今人民银行维持基准利率不变，仅下调商业银行 RRR 一次，相比之下 2020 年下调了三次。10 月份广义货币供给(M2) 的增速由去年 12 月的 10.1% 回落至 8.7%，2021 年前 10 个月衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从去年同期的 31 万亿元人民币跌至 26.2 万亿元人民币。政府国债利率以及衡量短期融资成本的银行间 7 天回购利率均保持稳定。

2022 年中国经济增速或回归常态

展望未来，有见于低基数效应消退，我们相信 2022 年中国经济增长将回归常态。整体上我们预期 2022 年中国 GDP 增长 5.5%，低于 2021 年 8.5% 的预估增速(图表 7)。强劲的外需和积极的财政政策将是主要的增长动力。相反，疲弱的房地产行业、沉重的债务负担和潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是主要挑战。

图表 7：经济预测

| 经济指标 | 2020 年 | 2021 年预测 | 2022 年预测 |
|------------------|--------|----------|----------|
| 实质 GDP 增长, % | 2.3 | 8.5 | 5.5 |
| 固定资产投资增长, % | 2.9 | 5.5 | 4.0 |
| 零售销售增长, % | (3.9) | 12.6 | 6.0 |
| 以美元计出口增长, % | 3.6 | 30.0 | 8.0 |
| 以美元计进口增长, % | (0.8) | 30.0 | 6.0 |
| 工业产出增长, % | 2.8 | 9.6 | 5.0 |
| 消费物价通胀, % | 2.5 | 0.9 | 2.0 |
| 生产物价通胀, % | (1.8) | 8.0 | 3.0 |
| M2 增长, % | 10.1 | 8.7 | 8.5 |
| 社会融资规模增量, 十亿人民币 | 34,900 | 30,000 | 32,000 |
| 整体新增人民币贷款, 十亿人民币 | 19,600 | 20,500 | 22,000 |
| 年底每美元兑人民币在岸现货价 | 6.5273 | 6.4500 | 6.4000 |
| 1 年期 LPR, % | 3.85 | 3.85 | 3.85 |
| 5 年期 LPR, % | 4.65 | 4.65 | 4.65 |

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券预测

内需方面，由于财政支持或增加，基建投资有望在 2022 年低位回升。尽管对房地产开发商的贷款以及居民的按揭贷款的融资条件或边际放松，但在房地产调控政策仍将从严以及房地产销售大幅放缓下，我们预期房地产投资在 2022 年或收缩。制造业投资在企业盈利改善以及强劲的外需支持下料维持稳定增长。值得指出的是，高新技术制造业投资或在宏观政策的支持下获得快速增长。我们预计 2022 年整体固定资产投资增长 4.0%。

由于居民收入增长放缓，以及消费者通胀上升，2022 年社会消费品零售销售的增长或较疲弱，增速料低于新冠疫情之前。我们预计 2022 年零售销售增长 6.0%。外需方面，由于美国面临高通胀的压力，中美贸易摩擦或缓和。同时随着新冠疫情或逐步受控以及海运成本回落，外需料维持强劲。我们预计 2022 年中国的出口及进口分别增长 8.0% 及 6.0%。



我们预计 CPI 与 PPI 通胀剪刀差将在 2022 年缩小。由于食品价格上涨，尤其是猪肉价格可能会随着供应趋紧在明年下半年上涨，我们预计 2022 年 CPI 通胀将从 2021 年的 0.9% 上升至 2.0%。由于大宗商品价格放缓、国内需求疲软和高基数效应，我们预计 2022 年 PPI 通胀将从 2021 年的 8.0% 放缓至 3.0%。

货币政策方面，我们预期人民银行在 2022 年将继续维持中性偏松的货币政策以平衡经济增长与通胀。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对民营企业以及中小企业的信贷。我们预计 2022 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至 22 万亿人民币及 32 万亿人民币，分别高于 2021 年的 20.5 万亿人民币及 30.0 万亿人民币。另外，我们预期人民银行在 2022 年将维持基准利率不变。我们预计 2022 年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别维持在 3.85% 及 4.65%。有见于经济放缓压力仍存在，我们预期 2022 年人民银行将继续下调 RRR 一次。我们预计 2022 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 10.0%，而中小型金融机构为 8.0%。2022 年底广义货币供给(M2)预计增长 8.5%。汇率方面，由于中国贸易顺差仍将上升以及中美实际利差或进一步走阔，我们预期 2022 年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.4000 左右，而 2021 年底预计为 6.4500。

我们预期 2021 年中央政府将采用积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及支持碳中和以及可再生能源的基建投资的政策。土地市场的显著降温将为地方政府财政收入带来压力。因此，我们预期 2022 年地方政府专项债发行规模将继续扩大。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期 2022 年政府的预算财政赤字约占国内生产总值 3.0%，较 2021 年的 3.2% 为低。

2022 年是中国“十四五”规划的第二年。以美国为首的西方国家技术封锁力度加大将是中国经济社会发展面临的主要外部挑战，因此中国将继续加强前沿基础科学研究、加快关键技术自主攻关。拥有强大创新能力和核心技术的专精特新“小巨人”企业将获得更多的财政及金融支持来实现技术突破、创新及升级。同时，中国计划在 2030 年实现碳达峰及 2060 年实行碳中和，因此我们预计绿色产业在 2022 年将较其它大多数行业获得更快的增长和更好的盈利能力。此外，以 5G 和自动驾驶为代表的利用互联网技术创造新产品和服务的新经济领域将在 2022 年继续蓬勃发展。

投资策略



投资策略

研究部主管：陈宋恩

我们对 2022-2025 年趋势的判断

资产价格泡沫将在 2022-25 利率上升周期中得到缓解或破裂

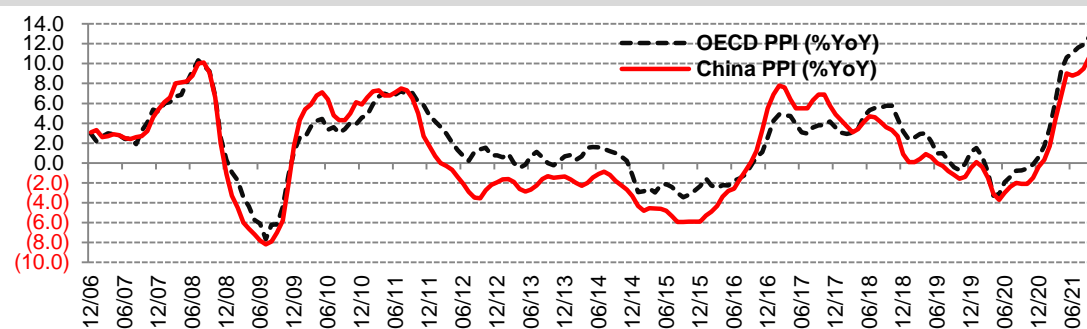
主要发达国家或地区在 2020-21 年实施的货币和财政政策扩张一方面有助于提振其经济，另一方面也助长了房地产市场、商品市场和资本市场的资产价格泡沫。美国和欧洲以及经合组织日益增长的通胀压力将促使它们的央行在 2022 年放慢量化宽松的步伐。我们有以下判断。到 2022 年，各国央行将把重点从提振经济转向遏制通胀。如果央行的紧缩措施太弱或太强，可能会出现滞胀或泡沫破裂。2022-2025 年，房地产市场泡沫的破灭是主要发达国家实体经济和金融体系面临的主要威胁之一。

图表 1: 自 2019 年底以来不断膨胀的住宅价格泡沫

| | 2019 年底以来的住宅价格变化 |
|------|------------------|
| 美国 | 19.7% |
| 澳大利亚 | 19.6% |
| 法国 | 17.0% |
| 加拿大 | 14.8% |
| 德国 | 13.8% |
| 英国 | 13.8% |
| 日本 | 11.9% |

来源：国际清算银行、彭博

图表 2: 经合组织和中国的生产通胀压力正在升级

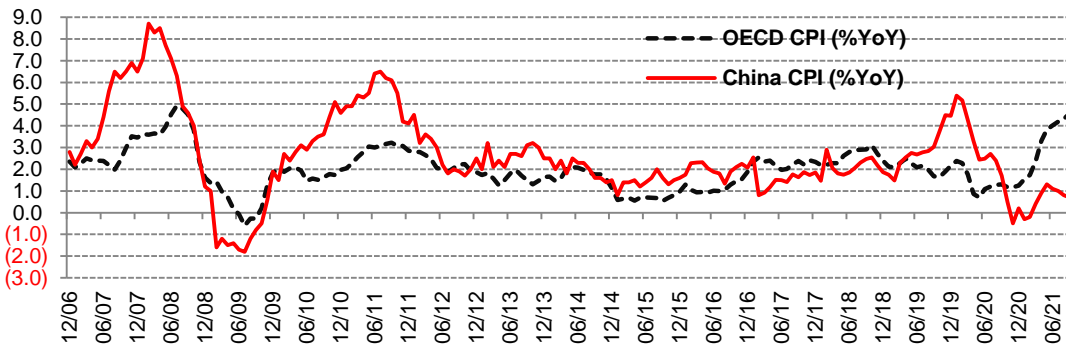


注：我们使用经合组织 (OECD) 的通货膨胀数据来说明发达国家的通货膨胀趋势。

来源：经合组织、国家统计局

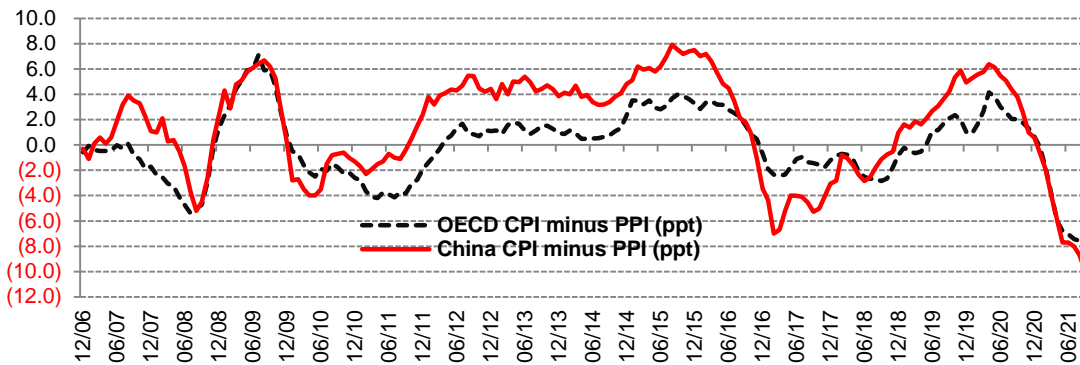


图表 3: 经合组织国家的央行将在未来几年把重点转移到应对不断升级的通货膨胀上, 中国阻止通货膨胀从生产者向消费者的传导



注: 我们使用经合组织 (OECD) 的通货膨胀数据来说明发达国家的通货膨胀趋势。
来源: 经合组织、国家统计局

图表 4: CPI 和 PPI 之间的负差距不断扩大, 表明批发商/零售商遭受投入成本快速上升的困境

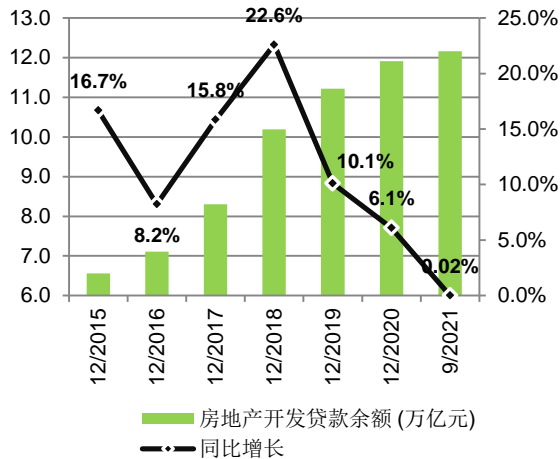


来源: 经合组织、国家统计局

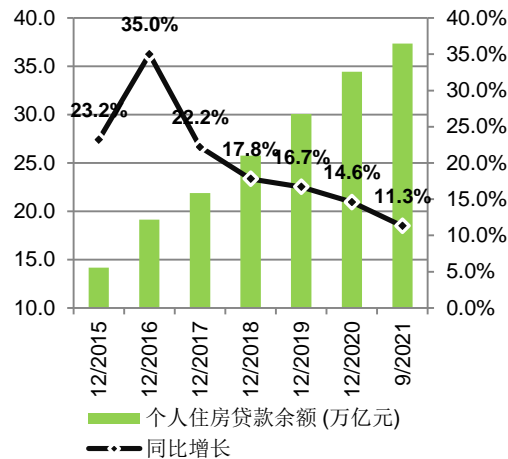
政府正在引导流动性从房地产业转移到其它具有战略意义的行业或企业, 以加快经济转型

我们认为, 2021 年房地产开发商的债务危机在中国经济转型中是不可避免的。房地产开发商被迫降低杠杆率。该行业去杠杆化释放的流动性意味着银行业或资本市场可以向其它具有战略重要性的行业或企业分配更多的金融资源, 如政府引导的如绿色经济和专精特新“小巨人”——创新型中小企业。

虽然政府在过去几年中建议发展许多行业, 但其中一个障碍是有限的金融资源投入。根据人民银行的数据, 房地产贷款(包括房地产开发贷款和个人住房贷款等)占金融机构发放的人民币贷款总额从 2015 年末的 22.4% 增加到 2020 年末的 28.7% 和 2021 年 9 月底的 27.1%。2021 年 6 月末, 四大国有商业银行发放的房地产贷款占其国内贷款总额的 36-40%。“十三五”期间(2016-2020 年), 大部分银行信贷资源被房地产贷款占用, 这限制了信贷资源流入其它行业用于发展。根据目前人民币贷款余额, 如果房地产贷款占人民币贷款总额的比例下降 1 个百分点, 将释放 1.89 万亿人民币的信贷资源。因此, 如果房地产贷款占国内贷款总额比例在 3 年内降至 25%, 将释放近 4 万亿元的信贷资源可用于其它行业。我们认为, 政府和监管机构正在积极引导信贷资源从房地产行业转移到政府确定的具有战略重要性的行业。

图表 5: 政府成功抑制房地产开发贷款增长


来源：人民银行、农银国际证券

图表 6 政府将加大力度抑制抵押贷款增长


来源：人民银行、农银国际证券

战略性重要产业中的专精特新“小巨人”

近年来，我们观察到中美对抗已升级为中美联盟对抗。这种对抗源于竞争——从产品竞争到供应链竞争，再到国家之间的竞争，特别是在核心部件或关键技术领域的竞争。在一个竞争激烈的商业世界里，期望竞争对手善待你是不合逻辑的。为创新型企业提供充足的资源，促进战略性重要产业的发展，是明智之举。

重要战略产业的缺陷需要小巨人的支持。根据工信部，专精特新“小巨人”公司是指专注于利基行业、占据高市场份额、拥有强大创新能力和核心技术的领先中小企业。为了保持竞争力，这些小巨人通常表现出对研发活动的高度投入，并拥有重要的知识产权。政府已经确定了 4700 多家小巨人企业，这个数字在未来几年将进一步增加。对小巨人的投资给银行家和投资者带来了机遇和挑战。机遇来自大量具有竞争优势的中小企可供投资选择。挑战或风险来自企业规模较小。此外，投资大量中小企将给投资者带来高昂投前和投后的管理成本。

专精特新“小巨人”重点专注于工业“四基” - 关键基础材料、核心基础零部件（元器件）、先进基础工艺、产业技术基础，为了提升工业核心竞争力的重要基础。

小巨人诞生于以下具有战略意义的重要行业包括：

- (1) 新一代信息技术
- (2) 高档数控机床和机器人
- (3) 航空航天装备
- (4) 海洋工程装备及高技术船舶
- (5) 先进轨道交通装备
- (6) 节能与新能源汽车
- (7) 电力装备
- (8) 新材料
- (9) 生物医药及高性能医疗器械
- (10) 农业机械装备

这是中国制造 2025 的目标产业。美国及其联盟对中国市场实施的核心部件或技术出口限制，为小巨人提供了足够大的市场发展空间，不用担心进口竞争。

哪里可以找到小巨人？小巨人主要分布在工业园区。这是政府鼓励他们迁入工业园区（集聚区）的政策。工信部公布了 4700 多个小巨人企业的名单。目前，上海和深圳的 A 股市场有 4500 多家上市公司，他们主要是大巨人。未来几年小巨人的成长将为商业银行和投资银行提供巨大的商机。

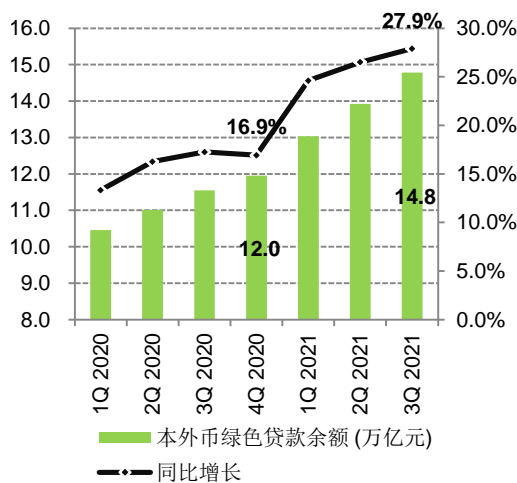
绿色经济：非化石燃料能源开发与碳捕获和储存(CCS)技术

我们判断，发展绿色经济已成为未来几年全球投资的主体。中国计划到 2025 年非化石燃料能源占能源消费总量的 20%。2020 年，煤炭、石油和天然气分别占能源消费总量的 56.8%、18.9%和 8.4%。2020 年，非化石燃料和其它形式的能源消费占能源消费总量的 15.9%。

“十三五”期间能源消费总量的复合年增长率为 2.78%。如果“十四五”期间能源消费复合年增长率保持在 2.0-2.5%范围内，到 2025 年化石燃料能源消费占总能源消费的比例降至 80%，那么“十四五”期间隐含的化石燃料能源消费量和非化石燃料能源消费量的复合年增长率将分别为 0.99%-1.48%和 6.79%-7.31%。

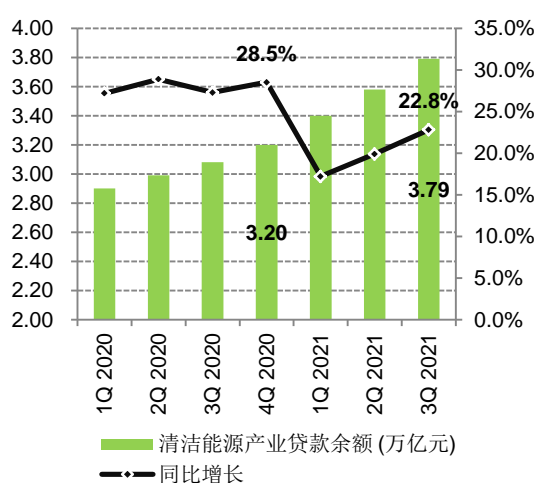
这一估计表明，化石燃料仍然是经济的主要能源，但需求增长几乎持平。增加非化石燃料能源消费量在经济中的比重的前题条件是增加绿色能源的装机容量（如水电、核能、风能和太阳能装机容量）和扩大绿色能源供应基础设施（如制氢设施、输气设施、储能设施、充电设施等）。相应的设备供应商和基础设施承包商将成为早期受益人。我们观察到两项有价值的技术将在未来几年吸引投资行业的注意力 - 非化石燃料能源开发和碳捕获技术。促进碳中和的恐惧或障碍源于对减少使用化石燃料能源将限制经济发展的担忧。碳中和意味着碳捕获或吸收等于碳排放。因此，为了实现碳中和，碳捕获技术的作用变得至关重要。市场倾向于认为减少化石燃料的使用将对经济发展产生不利影响。假设化石燃料消耗产生的碳排放可以被捕获和储存。在这种情况下，化石燃料的使用可以继续或以较慢的速度减少，而不会破坏碳中和的目标。

图表 7: 绿色经济已成为贷款增长的驱动力，绿色贷款近 5 年不良贷款率均保持在 0.7%以下

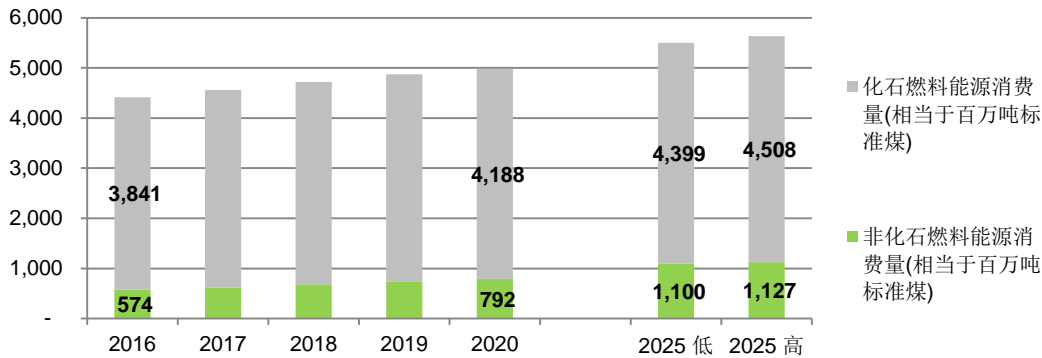


来源：人民银行、银保监会、农银国际证券

图表 8: 高贷款增长推动清洁能源行业资本支出增长



来源：人民银行、农银国际证券

图表 9: 2025 年化石燃料能源消费仍然是经济的主要能源来源


化石燃料能源消费量是指煤炭、原油和天然气的能源消费量
 2025 年低：假设能源消费量从 2020 年到 2025 年的复合年增长率为 2.0%
 2025 年高：假设能源消费量从 2020 年到 2025 年的复合年增长率为 2.5%
 来源：国家统计局、农银国际证券预测

中国新能源汽车产业：5G 连通性和自动驾驶能力决定赢家

中国设定目标，到 2025 年，新能源汽车销量将占汽车总销量的 20%，预计到 2030 年和 2035 年，新能源汽车将分别占汽车总销量的 40% 和 50%。美国拜登总统所领导的政府计划，到 2030 年，新能源汽车的销量将占汽车总销量的 50%。我们的观点是，消费者对车辆的需求更敏感于经济发展，而不是车辆的能源类型。新能源汽车只是为消费者提供了更多的选择。如果全球经济在未来几年处于低增长阶段，消费耐用品的需求将受到影响。从汽车供应链的角度来看，这不是好消息。

新能源汽车的高速增长源于内燃机汽车市场份额的替代。2021 年前十个月，中国汽车产量同比增长 7.1%，其中非新能源汽车产量同比下降 1.6%，新能源汽车产量同比增长 164%。新能源汽车在汽车总产量中的渗透率从 2020 年的 5.9% 上升到 2021 年的 18.2%。新能源汽车在新车销售市场的渗透率从 2020 年的 5.4% 上升到 2021 年的 12.1%。汽车芯片行业和汽车电池行业将受益于新能源汽车在本地和全球快速增长。

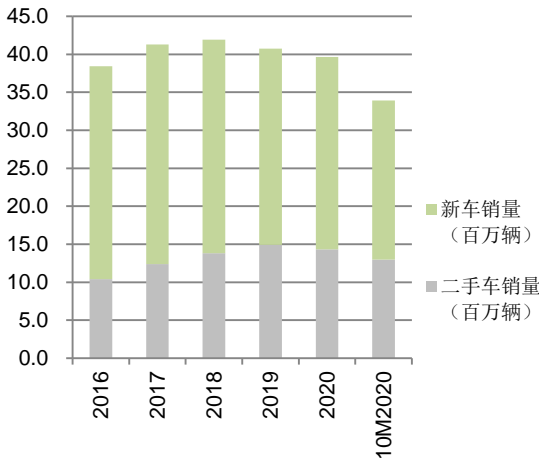
然而，即使到 2025 年，新能源汽车在减少碳排放方面的作用仍然有限，因为我们估计新能源汽车占现有车辆总数的普及率将从 2020 年的 1.75% 增加到 2025 年的 9.3%。换言之，从中期来看，内燃机汽车仍将主宰道路。为了将新能源汽车的销量提高到比我们预计的更高的水平，政府需要为新能源汽车制造商在资本市场寻求股权或债务融资创造有利条件，以扩大其生产设施。

我们预计，2021 年的新汽车总销量和新乘用车总销量将分别达到 2650 万辆和 2150 万辆，同比分别增长 4.9% 和 6.7%。2021 年的增长是由于 2018-2020 年销售额连续三年下降后的低基数效应。新车销售的复合年增长率从第十二个五年计划期（2011-15 年）的 6.4% 降至第十三个五年计划期（2016-20 年）的 0.5%。新车销售增长减速是由二手车销售造成的。随着新车销售增长迅速放缓，新车市场竞争将加剧。

生产智能汽车是汽车制造商区别于竞争对手的策略。据工信部，到 2025 年，C-V2X 5G 将覆盖主要高速公路。我们判断，随着新能源汽车渗透率的不断提高和 C-V2X 5G 的广泛覆盖，到 2025 年，5G 连通性和自动驾驶能力将成为区分赢家和输家的竞争因素。汽车芯片和软件操作系统是开发智能汽车的核心。考虑到汽车行业 3-4 年的产品开发周期，如果目前的新能源汽车生产商无法展示他们在汽车芯片设计和汽车软件操作系统开发方面的能力，那么它们很难在 2025 年获胜。

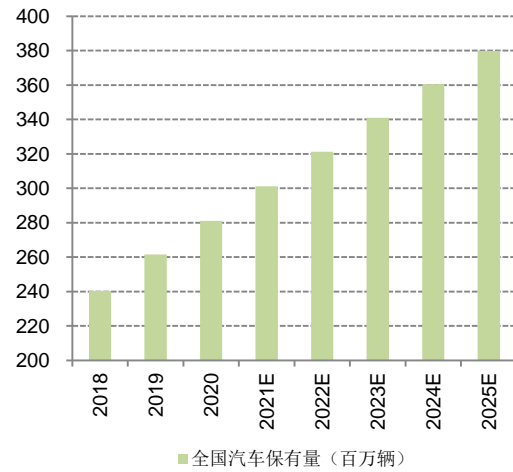
电池供应将是新能源汽车制造商扩大生产能力后的下一个瓶颈。大多数投资者预计电池生产商（如宁德时代 [300750CH]）或电池材料供应商将成为长期的主要受益者。我们同意这一点。然而，我们认为电池生产线供应商（如先导智能[300450 CH]）是中短期内的主要受益者之一，因为电池生产商的资本支出将在未来几年增加，以提高产能。

图表 10: 竞争格局 - 汽车总体新需求稳定, 但二手车供应增加稀释了新车需求



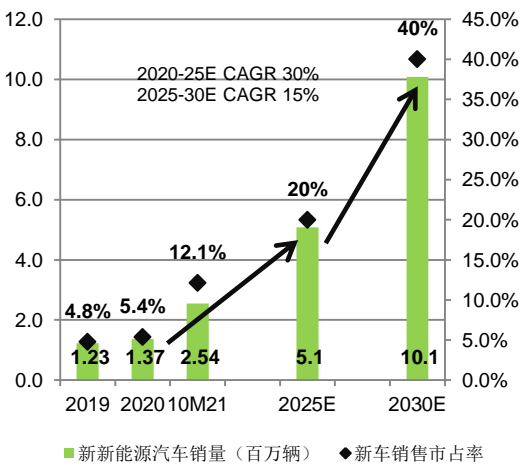
来源：汽车工业协会，汽车经销商协会

图表 11: 汽车存量增加, 从而增加二手车的潜在供应



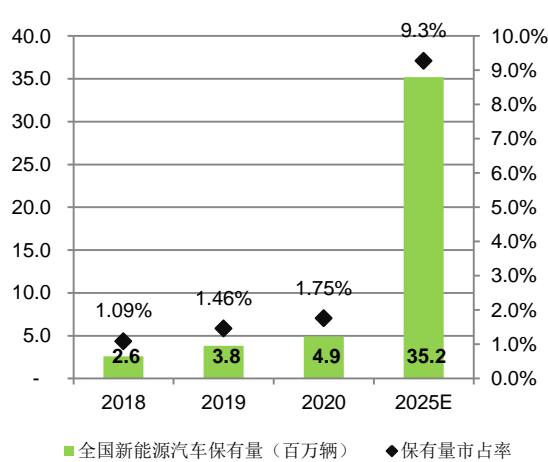
来源：公安部、农银国际证券估算

图表 12: 到 2025 年, 新能源汽车在新车市场的渗透率为 20%, 即 2020-25 年新能源汽车的年复合增长率为 30%



来源：汽车工业协会、农银国际证券估算

图表 13: 到 2025 年, 存量新能源汽车在汽车存量市场的渗透率仍较低, 很难显著降低碳排放



来源：公安部、农银国际证券估算

恒生指数 (HSI)

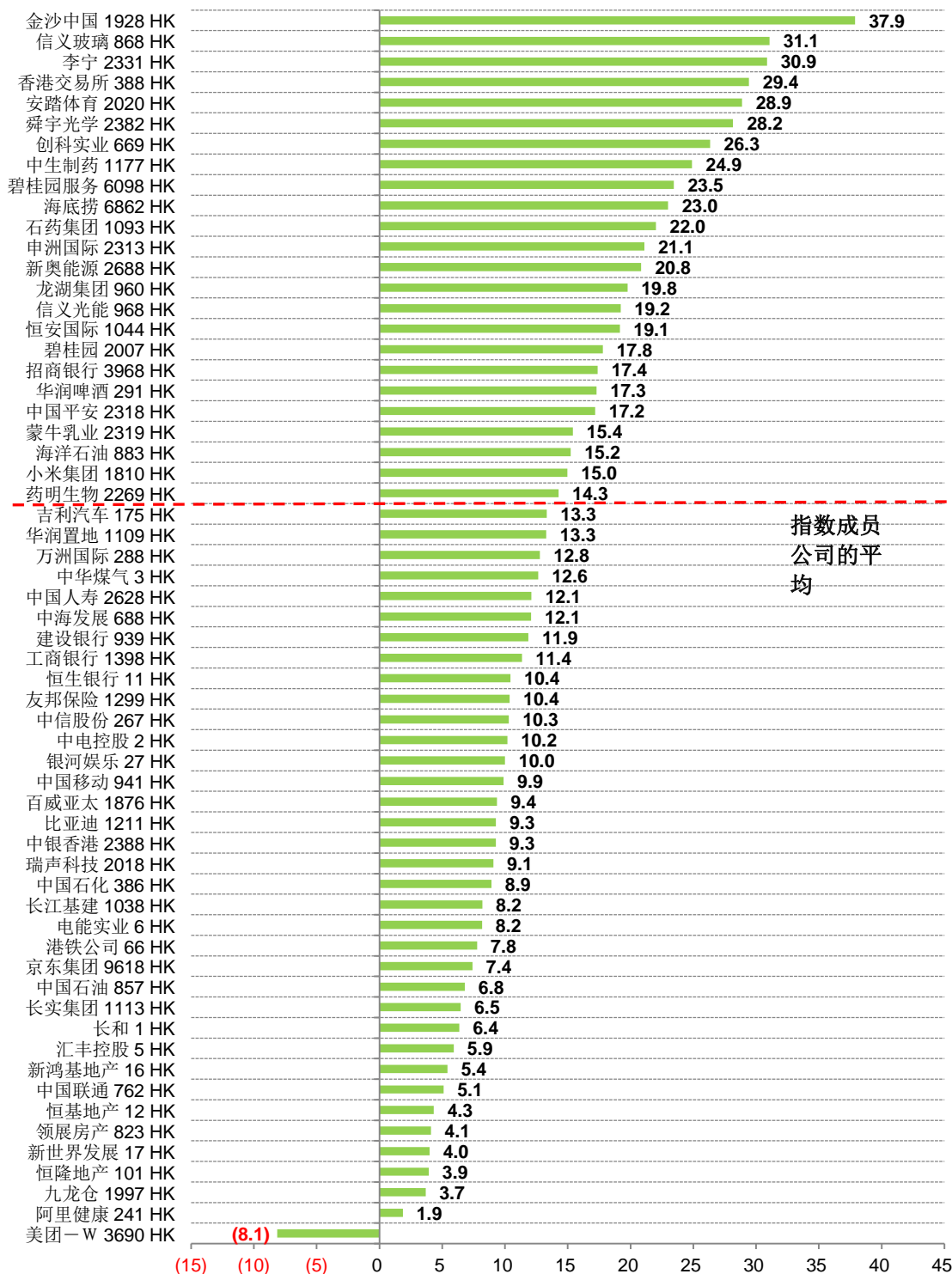
根据恒生指数的现有的成份股结构，市场预计该指数的每股收益在 2021 年同比增长 2.5%，2022 年同比增长 10.8%。基于市场预期的盈利预测，我们预测 2022 年恒生指数的交易范围为 24,721-30,541，代表 11.10-13.50 倍 2022 年预测市盈率、1.15-1.40 倍 2022 年预测市净率或 3.2%-2.6% 2022 年预测股息收益率。我们对指数交易范围的预测是基于指数中现有的成份股。

我们认为，该指数预期收益的下行或上行风险将因 2022 年未来几个季度将新成份股纳入恒生指数而产生。该指数正在经历结构性变化，指数成份股数量从 2021 年 9 月的 60 只增加到 2021 年 12 月的 64 只，2022 年第 2 季度增加到 80 只。指数中的成员股名单最终将扩大到 100 只。因此，现有成份股的权重将在 2022 年上半年显着稀释。

图表 14: 恒生指数 2022E 预测

| 2022年的预期估值区间 | | | 相应的恒生指数交易区间 | | |
|--------------|-------|--------|---------------|---------------|---------------|
| 市净率高点 | 市净率低点 | 2022年末 | 相应高点 | 相应低点 | 2022年末 |
| 1.35 | 1.15 | 1.25 | 29,021 | 24,721 | 26,871 |
| 市盈率 高点 | 市盈率低点 | 2022年末 | | | |
| 13.50 | 11.50 | 12.50 | 30,054 | 25,602 | 27,828 |
| 股息率低点 | 股息率高点 | 2022年末 | | | |
| 2.65% | 3.00% | 2.80% | 29,486 | 26,046 | 27,906 |
| 结合 | | | 30,054 | 24,721 | 27,535 |
| 市盈率 (PER) | | | 13.50 | 11.10 | 12.37 |
| 市净率 (P/B) | | | 1.40 | 1.15 | 1.28 |
| 股息率 (Yield) | | | 2.6% | 3.2% | 2.8% |

来源：农银国际证券估算

图表 15: 恒生指数成员股票 2022 年 ROAE 预测 (%)


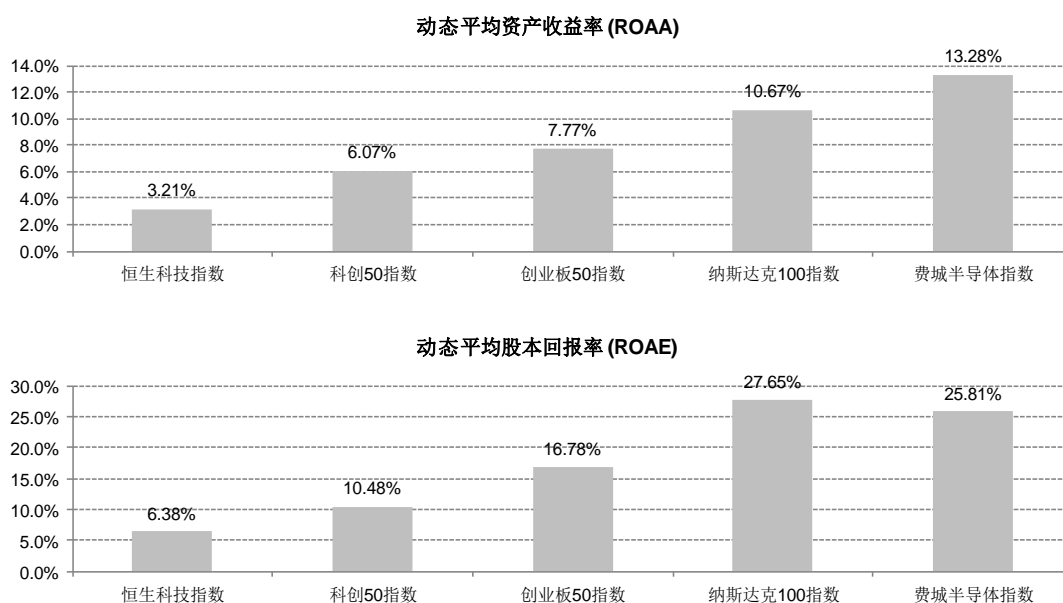
备注: 列表并未涵盖所有恒生指数成份股

来源: 彭博

中国和香港股市的科技股

2021年，中国和香港股市的科技指数表现差异很大。截至2021年11月22日，恒生科技指数已下跌24%。在A股市场，科创50指数 (STAR 50) 和创业板50指数 (ChiNext 50) 分别上涨了6%和25%。在美国，纳斯达克100指数 (Nasdaq 100) 和半导体指数 (SOX Index) 分别上涨了29%和40%。我们认为，科技股的短期表现可能由流动性流驱动，但盈利能力将始终决定长期股价表现。事实上，与中国大陆和美国的同行指数相比，恒生科技指数的盈利能力比率（以ROAA和ROAE衡量）是最低的，这可能解释了恒生科技指数相对表现不佳的原因。

图表 16: 中国、香港、美国股市基准科技指标收益率的比较



来源：彭博

图表 17: 基准科技指数的市场估值

| | 22/11/2021 指数 | 变化 (YTD) | 2021E P/E | 2022E P/E |
|------------------------|------------------|-------------|--------------|--------------|
| 恒生科技指数 | 6,410.89 | -23.9% | 46.18 | 31.63 |
| 科创50指数 | 1,479.99 | 6.2% | 71.56 | 48.93 |
| 创业板50 | 3,573.11 | 25.2% | 56.28 | 43.50 |
| 纳斯达克100指数 (Nasdaq 100) | 16,573.34 | 28.6% | 30.74 | 28.18 |
| 半导体指数 (SOX Index) | 3,912.02 | 39.9% | 22.11 | 20.95 |

来源：彭博



香港 IPO 市场展望

分析员：周秀成

- 在 2021 年首 11 个月，香港 IPO 市场共筹集了 370 亿美元，2020 年的集资额为 516 亿美元。
- 新股主要属通讯行业，快手(1024 HK)独占 2021 年上半年 IPO 总量的 16.16%
- 基于更严谨的监管要求，香港 IPO 市场最近几个月有所放缓。但随着公司加强内部监控以遵从新的监管要求，情况有望于 2022 年改善

在 2021 年首 11 个月(截至 2021 年 11 月 19 日)，香港 IPO 市场共筹集了 370 亿美元，2020 年的集资额为 516 亿美元。同期 IPO 数量为 82 宗，平均每宗发行规模为 4.73 亿美元。

与 2020 年相比，IPO 市场的行业组合和交易集中度更高。就行业组合而言，通信行业占 2021 年首 11 个月 IPO 总量的 39%，其次是医疗保健(19%)、非必需消费品(12%)、工业(11%)和其他行业(19%)。特别是，快手(1024 HK)已成为 2021 年首 11 个月规模最大的 IPO(483 亿港元)，占同期 IPO 总量的 16.1%。由于快手 IPO 发行规模庞大，2021 年首 11 个月的 IPO 平均发行规模为 4.73 亿美元，比 2020 年的 3.56 亿美元为高。

近几个月来，由于对寻求海外上市的中国科技公司的监管要求日趋严谨，香港 IPO 市场有所放缓。我们预计随着各公司加强内部监控以遵从新的监管要求，情况将在未来几个月逐步改善。

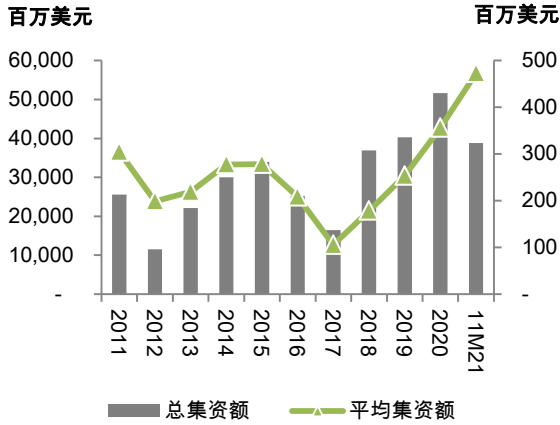
展望未来，中国最大的免税店运营商中国中免(601888 CH)计划在香港进行两地上市，这可能会成为另一项重大的 IPO 交易。我们预计将有更多于美国上市的互联网/新经济股在香港进行两地上市。

图表 1:2021 年首 11 个月香港 IPO 市场

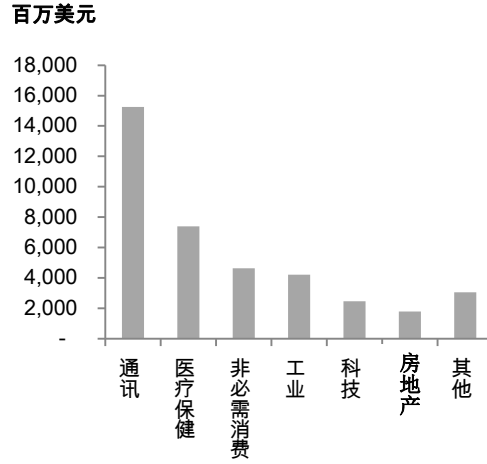
| 行业 | 集资总额(百万美元) | 平均交易规模(百万美元) |
|--------|------------|--------------|
| 通讯 | 15,256 | 1,695 |
| 医疗保健 | 7,390 | 296 |
| 非必需消费品 | 4,634 | 463 |
| 工业的 | 4,203 | 382 |
| 科技 | 2,449 | 408 |
| 房地产 | 1,794 | 128 |
| 其他 | 3,050 | 436 |

*2021 年首 11 个月-截至 2021 年 11 月 19 日

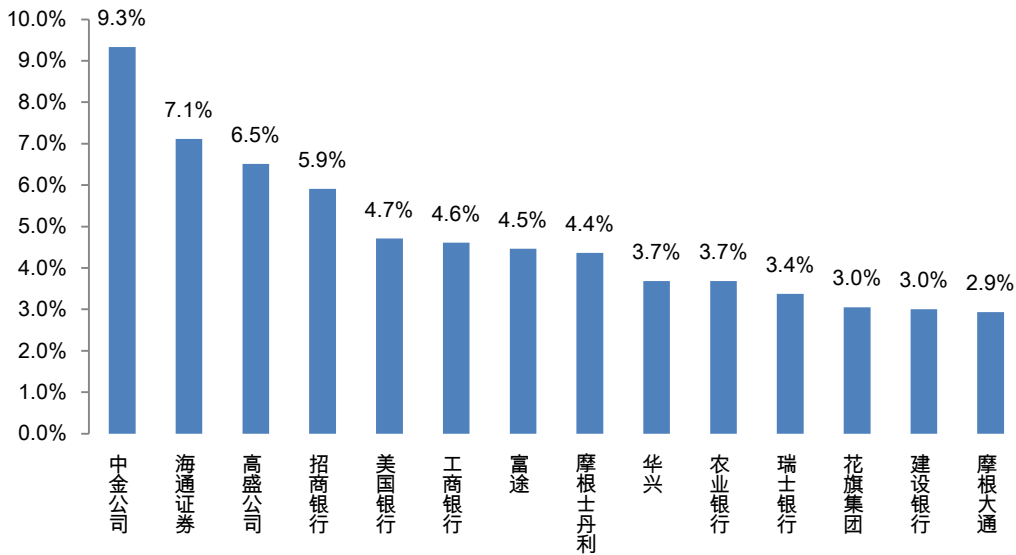
来源：彭博、农银国际证券

图表 2：香港 IPO 数量和平均交易规模 (2021 年首 11 个月)*


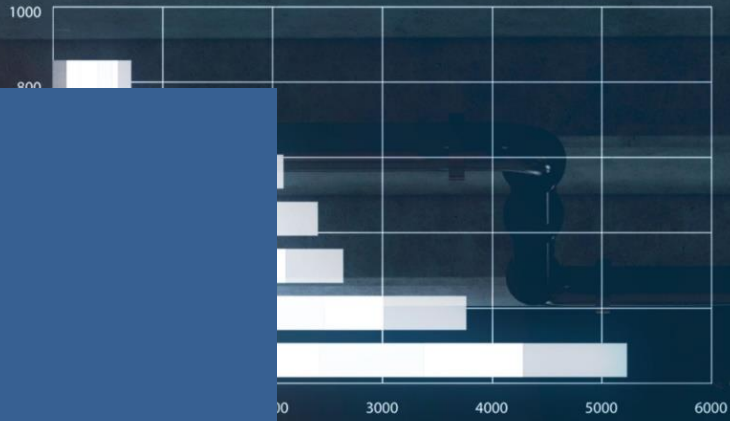
*2021 年首 11 个月-截至 2021 年 11 月 19 日
来源：彭博、农银国际证券

图表 3：香港 IPO 集资额行业分布 (2021 年首 11 个月)*


*2021 年首 11 个月-截至 2021 年 11 月 19 日
来源：彭博、农银国际证券

图表 4：主要承销商的市场份额(2021 年首 11 个月)*


*2021 年首 11 个月-截至 2021 年 11 月 19 日
来源：彭博、农银国际证券



行业展望



3000 4000 5000 6000



正面 中国银行业- 时间逐步消化负面因素 欧宇恒

| 主要数据 | | 行业表现 | 绝对值 (%) | 相对值 (%) |
|---|------|--------------------------------|------------|------------|
| H 股 | | H 股 (相对于 MSCI 中国指数) | | |
| 2022E 年市盈率均值(x) | 3.89 | 1 个月 | 0.51 | 3.44 |
| 2022E 年市净率均值(x) | 0.44 | 3 个月 | (0.91) | (4.93) |
| 2022E 年股息率均值(%) | 8.44 | 6 个月 | (10.28) | 3.44 |
| A 股 | | A 股相对于 CSI300 指数) | | |
| 2022E 年市盈率均值(x) | 5.20 | 1 个月 | (1.08) | 0.66 |
| 2022E 年市净率均值(x) | 0.59 | 3 个月 | 0.77 | 1.28 |
| 2022E 年股息率均值(%) | 5.92 | 6 个月 | (5.24) | 1.31 |
| 来源:彭博、农银国际证券预测 | | 来源:彭博、农银国际证券 | | |
| > 经历 2021 年首 3 季银行盈利能力回复后, 银行盈利增长将在 2022E-23E 正常化并转趋稳定 > 尽管资产质量风险仍受市场关注, 银行风险缓冲能力将限制信贷成本 > 净息差压力逐步下降, 资产负债表增长及组合管理将是维持稳定净息差的关键 > 重申 A / H 市场银行业正面评级。偏好大型银行较高的防御性和稳定的股息收益率。我们的首选为 农行(1288 HK/601288CH) 和 建行(939 HK/601939 CH) | | | | |

行业盈利增长回归正常化。根据银保监会数据, 2021 年 3 季度行业平均净利润同比及环比分别增长 12.2%及 3.82%。2021 年首三季中国银行业盈利出现较强劲的复苏, 主要是由于去年新冠疫情导致银行盈利基数较低所致。其中大型银行和股份制银行在 2021 年首 3 季的平均净利润增长分别为 14.0% 和 12.7%。尽管如此, 我们预计银行的盈利增速将从 2021 年第 4 季度开始正常化。我们预期银行在 2022E-23E 的盈利增长将在资产负债表稳定增长和可控的信贷成本下逐步正常化并维持稳定。具体而言, 我们的经济学家预期中国的 GDP 将在 2022 年和 2023 年分别增长 5.5% 和 5.3%, 而 2022 年和 2023 年的新贷款目标分别为人民币 22 万亿及 23.5 万亿。

市场对资产质量风险的忧虑再度升温。尽管我们预计稳定的宏观经济增长将降低银行资产质量上的风险, 但在我们的基本情景假设中, 我们仍然较为保守地假设行业平均不良贷款率在未来几个季度环比每季微升数个基点。由于近月有关房地产行业的流动性风险、监管机构的风险预警及各项风险管控措施出台, 市场对银行的资产质量风险再度出现关注。尽管这个情况令近期行业估值波动性增加, 但从过去经验, 负面因素的心理作用将随着时间及数据公布而逐渐消化。我们预计银行将继续通过审慎拨备来强化风险缓冲能力。在不良贷款处置力度偏强下, 行业平均不良贷款率在 2021 年 3 季度环比下降 1 个基点至 1.75%。依银行类别看, 大型银行、股份制银行、城商行和农商行在 2021 年 3 季度平均不良率环比变化在-2 个基点至+1 个基点之间。值得注意的是, 我们认为拨备规模仍将是银行盈利能力的决定性因素。

2022 年净息差触底回稳。根据中国人民银行数据, 2021 年 9 月平均贷款利率同比上升 7 个基点或环比下降 12 个基点至 5.00%。我们认为 LPR 改革所带来的重定价影响在 2021 年上半年已大部分反映, 因此行业平均净息差从 21 年 3 季度开始趋于稳定。其中根据保监会数据, 行业平均净息差在 21 年第 3 季度环比上升 1 个基点至 2.07%。这意味着 2022 年以后的净息差压力将逐步减轻, 相信压力主要来自于降低社会融资成本的政策方向及银行之间的存款竞争。根据银保监会统计, 按银行类别看, 2021 年 3 季度所有银行类别的平均净息差环比变化在-1 个基点至+2 个基点之间。我们判断银行强劲的资产负债表增长仍将是抵御净息差压力的关键因素, 这主要是受惠于支持实体经济政策所衍生的贷款需求。

长线展望

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

短线展望

假设新冠疫情不会在冬季大规模反弹，其经济影响将在未来几个季度逐渐消除。鉴于监管对金融稳定的目标及银行的审慎态度，我们预计银行的资产质量不会出现急剧恶化。尽管如此，投资者短期对中资银行的资产质量前景仍将维持谨慎，尤其对于房地产行业所引致的连所效应。假设未来几个季度资产质量保持稳定，行业估值有望得到修复。

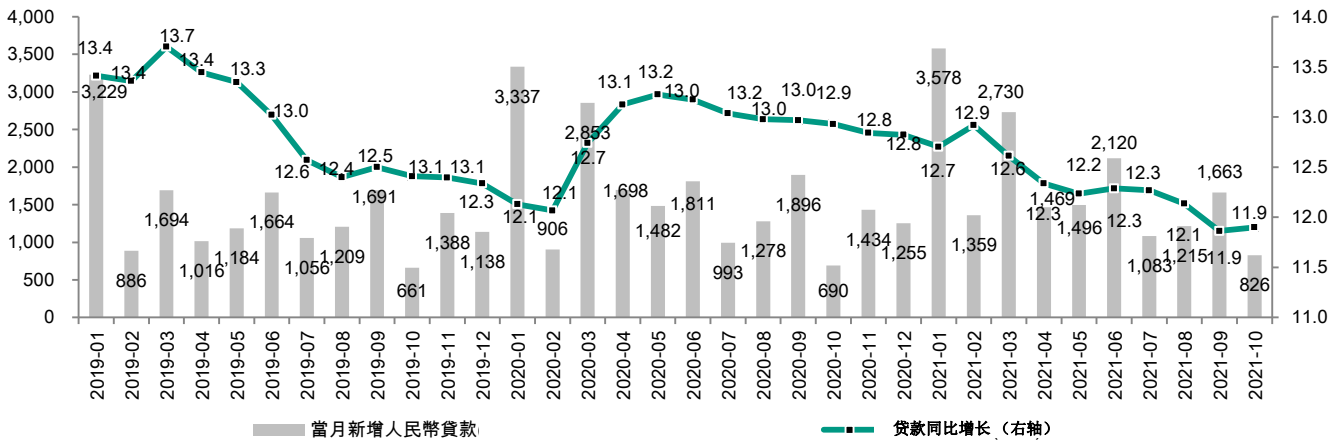
股票推荐

考虑当前估值，我们重申对 A/H 股市场中资银行板块的正面评级，我们认为当前的估值折让已过分放大了银行板块的整体风险水平。我们预期未来银行业将维持稳定的增长及基本面。其中我们偏好大型银行，因其股息收益率较有保证、业务多元化程度较高，并一再表现出其对政策性风险的抵御能力和对宏观变化的高度适应能力。我们对 A 股和 H 股的行业首选是农行(1288 HK/601288 CH)，因其在大型银行中具备较高的风险缓冲能力，同时受惠于国家对普惠金融的支持政策。此外，我们亦喜欢建行 (939 HK/601939 CH) 一贯审慎的做法和多元化的业务。

风险因素

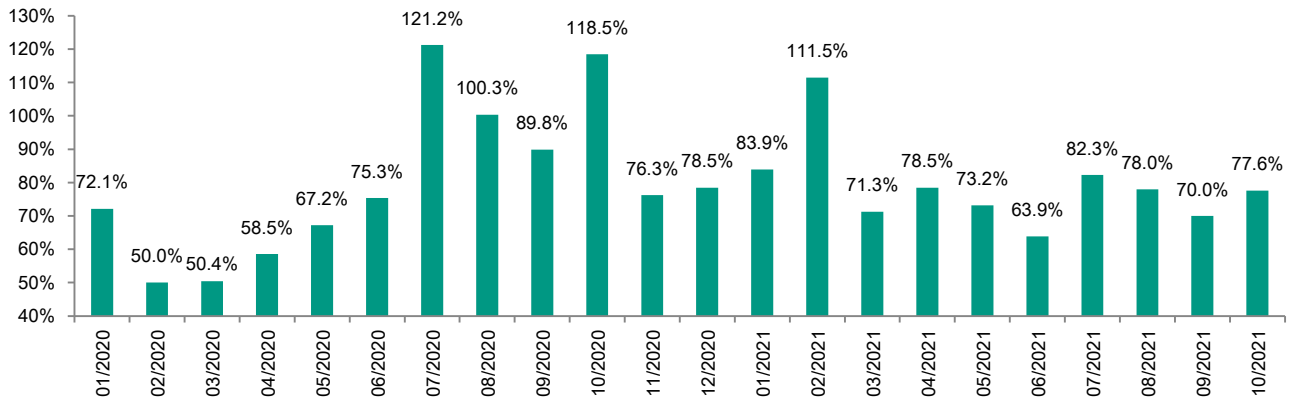
1) 在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化; 2) 来自非银行及外资金金融机构的竞争加剧; 3) 特定区域的资产质量快速严重恶化; 4) 对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高; 5) 受新冠肺炎疫情和中美争端的长期影响。

图表 1: 每月新增贷款(10 亿元)与同比增长(%)

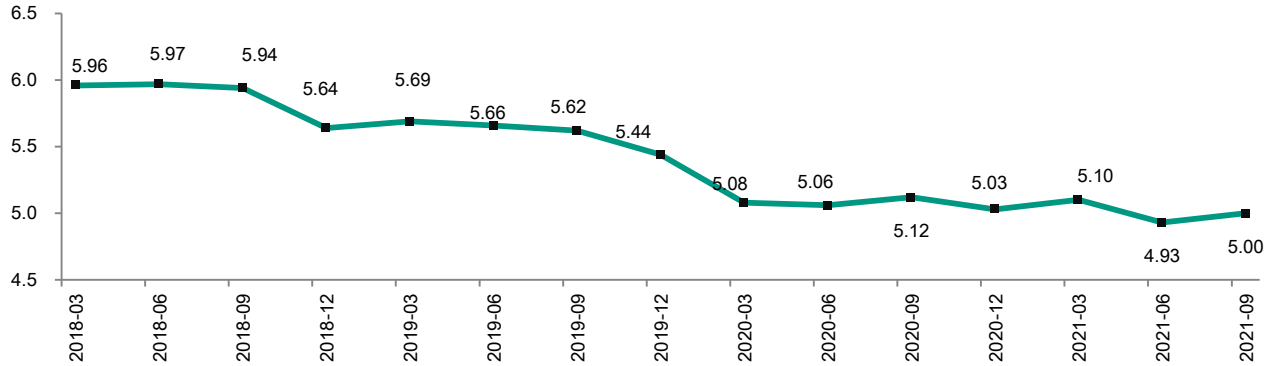


来源: 中国人民银行、农银国际证券

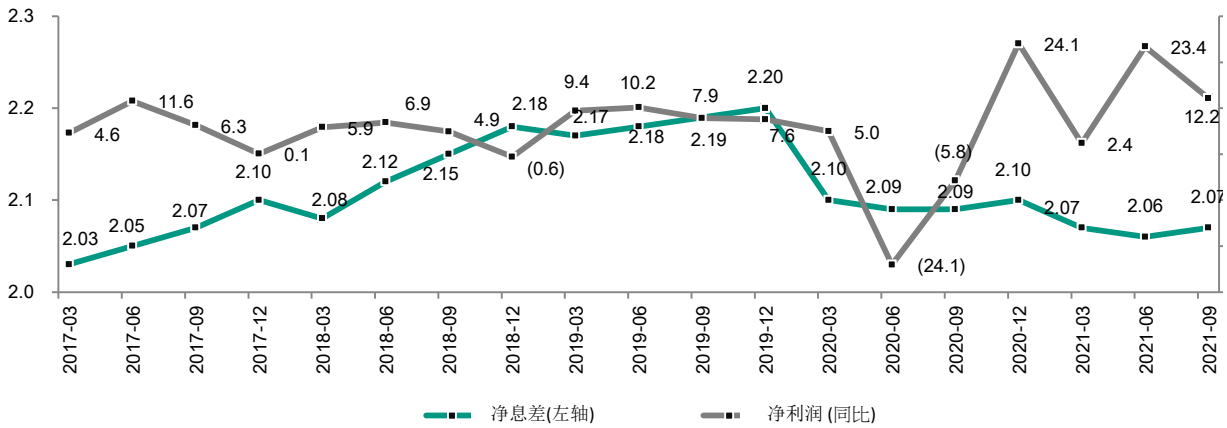
图表 2: 中长期贷款占月度人民币贷款比(%)



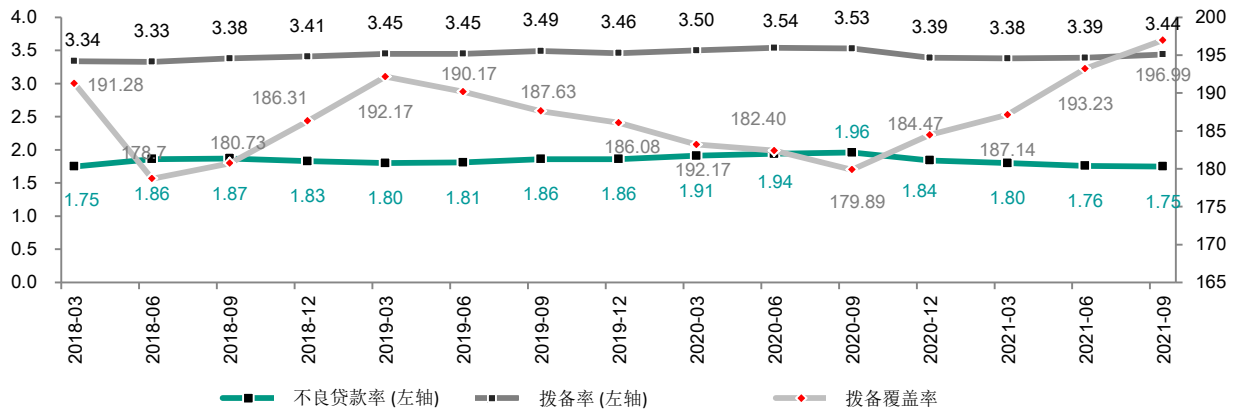
来源: 中国人民银行、农银国际证券

图表 3: 行业平均贷款收益率(%)


来源: 中国人民银行、农银国际证券

图表 4: 行业平均净息差与行业净利润同比增长率(%)


来源: 中银保监、农银国际证券

图表 5: 主要资产质量指标(%)


来源: 中银保监、农银国际证券

H 股 行业首选 (截至 2021 年 11 月 19 日)

| 公司 | 代号 | 评级 | 目标价 (港币) | 上升空间 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市净率 (x) | FY22E 市净率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|---------|----|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 农业银行 | 1288 HK | 买入 | 4.84 | 80.60 | 3.75 | 3.52 | 0.39 | 0.36 | 8.88 | 9.32 |
| 建设银行 | 939 HK | 买入 | 9.83 | 88.68 | 3.98 | 3.85 | 0.45 | 0.41 | 8.03 | 8.29 |

彭博、农银国际证券预测

A 股 行业首选 (截至 2021 年 11 月 19 日)

| 公司 | 代号 | 评级 | 目标价 (人民币) | 上升空间 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市净率 (x) | FY22E 市净率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|----------|----|--------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 农业银行 | 601288CH | 买入 | 4.96 | 68.14 | 4.92 | 4.61 | 0.51 | 0.48 | 6.78 | 7.12 |
| 建设银行 | 601939CH | 买入 | 9.72 | 66.44 | 5.31 | 5.13 | 0.59 | 0.55 | 6.02 | 6.22 |

彭博、农银国际证券预测

正面 中国房地产业- 政策宽松在即 董耀基

| 主要数据 | 行业表现 (相对于 恒生指数) | 绝对值 (%) | 相对值 (%) |
|-----------------|-----------------------|---------------|------------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 3.03 | 1 个月 | (3.38) |
| 2022E 市净率均值 (x) | 0.46 | 3 个月 | (5.32) |
| 2022E 股息率均值 (%) | 13.64 | 6 个月 | (27.67) |
| 来源: 彭博、农银国际证券预测 | | 来源: 彭博、农银国际证券 | |

- 信贷危机将在 2022 年引发政策宽松。11 月以来, 我们看到了各种形式的政策支持
- 我们预计 2022 年新建商品房销售同比下降 5%
- 由于中小型开发商受信贷危机影响出售物管子公司, 因此大型物管公司将受益于并购的增加
- 中国海外发展(688 HK)是我们的首选开发商。低融资成本将使中国海外发展能够在低迷的土地市场中积累低成本的土地储备。在物业管理板块方面, 我们看好华润万象 (1209 HK), 因为其母公司是一家绿档级国有企业开发商, 再融资能力强, 经常性租金收入增长强劲, 可推动华润万象的购物中心业务



行业展望

■ 开发商:

信贷危机将在 2022 年引发政策宽松。 离岸信贷市场因流动性担忧而持续恶化。即使开发商在境内有足够的现金, 跨境资金进出困难也可能导致离岸资金短缺。近期媒体报道称, 发改委或取消部分资本出境限制, 以促进境外债务偿还。尽管如此, 近几个月合同销售额的下降带来了新的挑战。根据国家统计局的数据, 7 月份新建商品房销售额同比下降 -7%至人民币 1.35 万亿元, 8 月份同比下降 -19%至人民币 1.26 万亿元, 9 月份同比下降 -16%至人民币 1.57 万亿元, 10 月份同比下降 -23%至人民币 1.24 万亿元。2021 年下半年均价增长也转为负值, 8 月份同比下降 -3.7%至人民币 10,057 元/平方米, 9 月份同比下降 -3.1%至人民币 9,758 元/平方米, 10 月份同比下降 -1.3%至人民币 9,749 元/平方米。我们认为合约销售额下降的主要原因是: 1)购房者担心一些高杠杆的开发商无法成功交付在建物业; 2) 低线城市的房地产需求疲软。我们认为这些因素可能会继续对楼市造成压力, 不利影响可能会波及其他行业(例如建筑、电器、家具等)。我们认为, 2022 年将出现重大政策宽松, 其中可能包括取消购房限制和价格控制, 以避免中国 GDP 急剧下降。事实上, 我们已经看到了放松的迹象。根据 11 月的新闻报道, 监管机构可能会放松对中国开发商在岸债券发行的控制。另外, 10 月份新房贷款环比增加人民币 1,013 亿元至人民币 3,481 亿元, 显示贷款宽松的可能性。

预期新建商品房销售在 2022 年下半年反弹。 我们认为发展商合约销售额只会在 2022 年下半年恢复增长, 因为重建对房地产市场的信心需要时间。对于 2022 年, 我们预计新建商品房销售同比下降 5%。特别是, 2022 年上半年的销售额将同比下降 20%, 而下半年的销售额将录得 10% 的同比增长。房产税和其地理覆盖范围是我们预测中的主要不确定因素。我们预计 2022 年将在上海和重庆以外新增 10-15 个试点城市并开征该税。由于地域范围有限, 我们认为全国销售不会受到实质性影响。

■ 物业管理公司:

并购机会增多利好大型物管公司。 房地产行业的挑战将传导至物管行业。随着开发商合约销售表现疲软, 物管行业面临两个风险: (1) 母公司建筑面积增长放缓; (2) 非业主增值服务收入减少。由于开发商面临离岸现金短缺, 出售物业子公司的股份成为增加流动性的最快方式之一。近几个月在香港上市的物管公司的并购包括: (1) 融创服务(1516 HK)于 11 月以 6.9265 亿元人民币(或 2.6167 港元/股)收购第一服务(2107 HK)32.22%的股权; (2) 2021 年 9 月, 碧桂园服务(6098 HK)以 100 亿元人民币收购富力地产(未上市)的全部股权, 其中 70 亿元人民币用于按 14 倍 2021 年市盈率定价的现有业务, 30 亿元人民币为 2021 年后交付的 6600 万平方米建筑面积的潜在金额; (3) 碧桂园服务(6098 HK)以人民币 33 亿元收购彩生活(1778 HK)的主要营运附属公司邻里乐, 相当于

10.6 倍 2020 年市盈率。随着出售物业子公司趋势持续，碧桂园服务和华润万象(1209 HK)等市场领先企业，其平均 2022 年市盈率超过 20 倍，将能够通过以约 10 倍的市盈率收购规模较小的上市公司，以提高其市场份额和盈利。在 2022 年市盈率 5 倍或以下的较小上市公司中，我们认为时代邻里 (9928 HK)、佳兆业美好 (2168 HK) 和奥园健康 (3662 HK) 将是三个大型物管公司潜在的并购目标，基于他们较大规模的在管面积。对于 2022 年，我们预计 2022 年中国在管建筑面积将同比增长 5.0%，低于 2021 年的 5.8%，原因是 2021 年下半年以来销售表现疲软。前 100 名物管公司的市场份额将从 2021 年的 55.1% 增加到 2022 年的 57.0%。

股份推荐

■ 开发商：

中国海外发展(688 HK)融资成本低，能在低迷的土地市场把握机会逢低买入。随着房地产行业信用危机的加剧，我们认为市场将对开发商的资产负债表健康状况和债券市场的再融资能力更为看重。虽然中国房地产业的信用状况不断恶化，但中国海外发展的债券收益率在 2021 年的大部分时间里基本保持不变。例如，中国海外最长期限债券(2043 年到期)的到期收益率为 3.93%，而 2020 年底为 3.79%。根据我们的估计，中国海外发展可以承受高达约 700 亿元人民币的收购，但同时保持其绿档地位。国有企业有能力以折扣价收购优质土地储备；一旦该行业复苏，这些低价收购将会带来丰厚的利润。

■ 物管公司：

偏爱国企物管公司。华润万象(1209 HK)是我们的首选。我们看好母公司财务稳健的物管公司，因为稳健的母公司可以在新项目和非业主增值业务方面给与长期支持；相比之下，处于债务危机的中小开发商可能会把物管子公司剥离以偿还债务。华润万象是我们在物管领域的首选。其母开发商华润置地(1109 HK)是一家具有强大再融资能力的绿档国企开发商；华润置地也有强劲的经常性租金收入增长(2021 首十月同比增长 50.1%)，我们认为这将有利于华润万象的购物中心业务。

风险因素

■ 开发商：

1) 如果离岸债券市场进一步恶化，将无法再融资；2) 房地产需求低迷导致平均售价及利润率下降；3) 新冠疫情的不确定发展；4) 房地产税的落实。

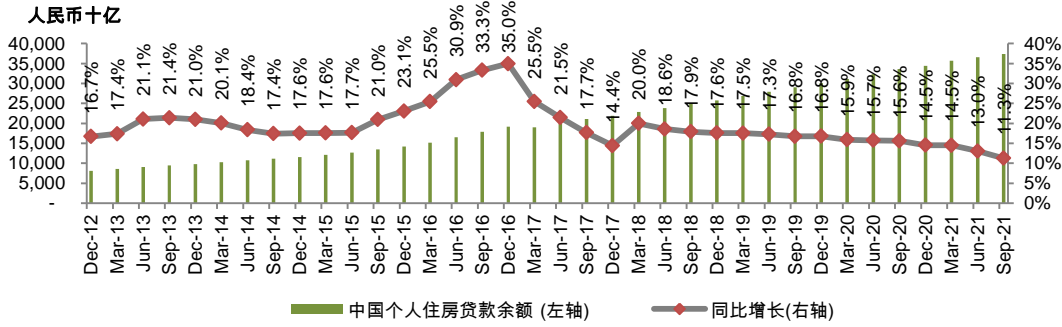
■ 物管公司：

1) 物业子公司与母开发商之间的重大关联交易； 2) 新项目严重依赖父母； 3) 大量并购导致的利润率下降；
4) 上市物管公司数量增加可能会抑制行业估值； 5) 母公配售子公司套现以偿还债务

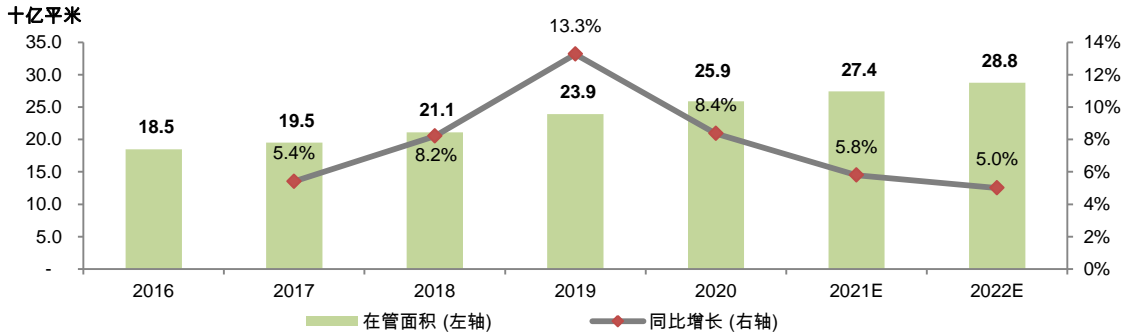
图表 1: 2021 年首 10 月主要上市开发商合同销售表现

| | | 2021 年首 10 个月 | | 2021 年首 10 个月 | | 2021 年首 10 个月 | | 2021 年首 10 个月 | |
|------|-----------|---------------------|---------|---------------|---------|---------------|---------|-----------------------|---------|
| | | 金额 (10 亿 人民币) | 同比 % | 面积 (千平方米) | 同比 % | 均价 (每平方米) | 同比 % | 目标金额 (10 亿 人民币) | 同比 % |
| 绿城 | 3900 HK | 289.4 | 48% | 12,670 | 30% | 22,841 | 13% | 310 | 93.4% |
| 宝龙 | 1238 HK | 84.8 | 36% | 5,335 | 31% | 15,897 | 4% | 105 | 80.8% |
| 富力 | 2777 HK | 124.3 | 21% | 9,601 | 10% | 12,944 | 10% | 150 | 82.9% |
| 旭辉 | 884 HK | 209.3 | 20% | 12,111 | 5% | 17,277 | 15% | 265 | 79.0% |
| 龙光 | 3380 HK | 116.1 | 20% | 6,742 | 12% | 17,216 | 7% | 145 | 80.1% |
| 华润置地 | 1109 HK | 251.5 | 16% | 14,661 | 26% | 17,153 | (8%) | 315 | 79.8% |
| 远洋 | 3377 HK | 105.7 | 15% | 5,872 | 24% | 17,996 | (7%) | 150 | 70.5% |
| 融创 | 1918 HK | 512.8 | 14% | 35,670 | 10% | 14,376 | 3% | 640 | 80.1% |
| 越秀 | 123 HK | 81.7 | 11% | 3,012 | 3% | 27,129 | 9% | 112 | 72.8% |
| 中国奥园 | 3883 HK | 108.7 | 10% | 9,808 | 3% | 11,078 | 7% | 150 | 72.4% |
| 合景泰富 | 1813 HK | 86.1 | 10% | 4,448 | (6%) | 19,361 | 16% | 126 | 68.3% |
| 保利 | 600048 CH | 460.2 | 9% | 28,617 | 0% | 16,082 | 9% | 不适用 | 不适用 |
| 金茂 | 817 HK | 195.9 | 9% | 10,931 | 16% | 17,922 | (7%) | 250 | 78.4% |
| 雅居乐 | 3383 HK | 113.2 | 8% | 7,542 | (3%) | 15,003 | 11% | 150 | 75.4% |
| 时代 | 1233 HK | 75.8 | 7% | 3,906 | (21%) | 19,408 | 37% | 110 | 68.9% |
| 龙湖地产 | 960 HK | 227.8 | 6% | 13,242 | 5% | 17,205 | 2% | 310 | 73.5% |
| 中国海外 | 688 HK | 302.5 | 6% | 15,235 | (1%) | 19,854 | 7% | 不适用 | 不适用 |
| 世茂 | 813 HK | 241.8 | 5% | 13,665 | 4% | 17,697 | 1% | 330 | 73.3% |
| 禹洲 | 1628 HK | 90.1 | 2% | 4,591 | (15%) | 19,617 | 20% | 110 | 81.9% |
| 新城 | 1030 HK | 192.9 | 1% | 18,830 | 6% | 10,245 | (5%) | 不适用 | 不适用 |
| 碧桂园 | 2007 HK | 494.1 | (1%) | 58,220 | (2%) | 8,486 | 0% | 628 | 78.7% |
| 万科 | 2202 HK | 521.1 | (4%) | 32,044 | (12%) | 16,261 | 8% | 不适用 | 不适用 |

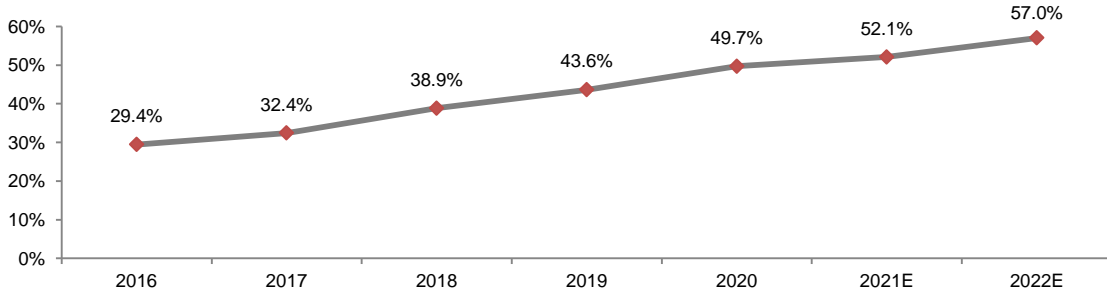
来源: 公司数据, 农银国际证券预测

图表 2: 中国个人住房贷款余额


来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 3: 中国物业管理行业在管建筑面积规模


来源: CIA、农银国际证券预测

图表 4: 前 100 物业管理公司市场份额


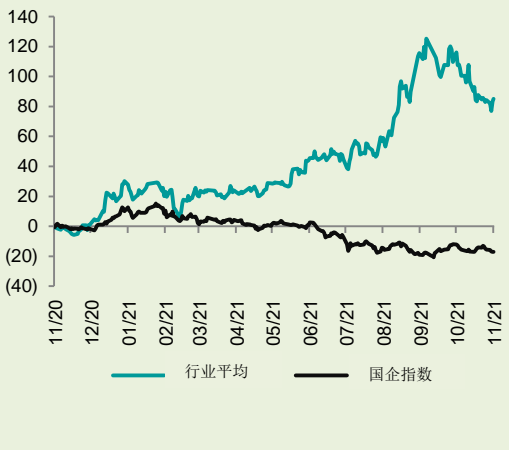
来源: CIA、农银国际证券预测

行业首选 (截至 2021 年 11 月 19 日的数据)

| 公司 | 代号 | 评级 | 目标价 (港币) | 上升空间 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市净率 (x) | FY22E 市净率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|---------|----|----------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 中国海外 | 688 HK | 买入 | 33.30 | 81.6 | 3.43 | 2.81 | 0.47 | 0.42 | 7.18 | 8.75 |
| 华润万象 | 1209 HK | 买入 | 50.50 | 24.1 | 51.83 | 35.43 | 5.42 | 4.90 | 0.58 | 0.85 |

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国替代能源业- 风电将受惠于碳排放政策 吴景荃

| 主要数据 | 行业表现 (相对于 恒生国企指数) | 绝对值 (%) | 相对值 (%) | 1 年行业表现 (%) |
|---|-------------------------|------------|------------|---|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 11.55 | 1 个月 | (12.0) | (6.3) |
| 2022E 市净率均值 (x) | 1.50 | 3 个月 | 19.5 | 23.8 |
| 2022E 股息率均值 (%) | 3.26 | 6 个月 | 41.9 | 62.5 |
| 来源: 彭博、农银国际证券预测 | 来源: 彭博、农银国际证券 | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> 到 2030 年实现碳达峰的目标和今年火电短缺将加速中国替代能源的发展 到 2025 年底, 为了将可再生能源(包括风电、太阳能、水电和生物质能)的装机容量提高到全国总装机容量的 50%, 目前的可再生能源装机容量需要在 2020-2025 年以 11.7% 的年均复合增长率增长 风电和太阳能发电站通常只需要六个月的建设期因此是政府的首选, 因为它们是实现碳达峰目标的更快速有效的方法 龙源电力(916 HK)是我们的行业首选, 基于其在中国风电行业的领先地位, 而且其设施和资产位于优质地区, 利用小时数较高 | | | |  <p>来源: 彭博、农银国际证券</p> |

到 2030 年实现碳达峰的目标和今年火力发电的短缺将加速中国替代能源的发展。在 2020 年 9 月的联合国大会上, 习主席宣布了中国 1)到 2030 年要实现碳排放达峰和 2)到 2060 年要实现碳中和的目标。我们认为, 这些目标将在“十四五”期间 (2020-25 年) 加快替代能源行业的发展, 尤其是风电和太阳能。这些发电设备的建设周期(一般需要六个月时间)比水电和核电(一般需要五到八年的时间)要短得多。加上近期火力发电紧缺也凸显了多元化能源结构对保障能源安全的重要性。

国家能源局(NEA): 到“十四五”时期末, 可再生能源装机容量将占全国总装机容量的 50%。国家能源局在 2021 年 3 月底宣布, 政府的目标是到 2025 年年底将可再生能源(包括风电、太阳能、水电和生物质能)的装机容量提高到全国总装机总量的 50%。该目标表明, 目前的可再生能源装机容量将增长 74%, 或在 2020-2025 年年均复合增长率为 11.7%。我们相信大力推动清洁能源将为风电和太阳能行业带来巨大机遇。

风电: 建设周期短, 风电将成为碳排放政策的主要受益者。风电和太阳能发电站通常只需要六个月的建设周期, 因此被认为是可以加快可再生能源发电以实现 2030 年碳达峰和 2060 年碳中和目标的更快捷和有效的方法, 所以更受政府青睐。我们认为风电装机容量将在未来三年内有强劲增长。

风电: 2021E/2022E/2023E 中国风电发电量将同比快速增长达 18%/29%/29%, 主要是受装机容量增长带动。我们估计强劲的装机容量增长将使 2021E/2022E/2023E 的风电发电量同比增长分别达到 18%/29%/29%。

水电: 地理环境限制仍然是装机容量增长的主要障碍。对可再生能源的强劲需求和水电的低单位生产成本使其成为非常理想的替代能源。然而, 水电的发电量和装机容量增长受到地理环境和水资源(例如降雨量)的限制, 这并不完全受人为控制。此外, 由于中国的主要河流已建成大型水坝, 水电装机容量扩张受到限制。因此, 我们认为中国的水电发电量不太可能大幅增长以取代中国的火力发电。

水电: 2021 年水电发电量增长将同比下降 1%; 2022E/2023E 同比增长将达到 7%/3%。我们认为中国水电装机容量增长将受制于地理环境因素。我们预计 2021E/2022E/2023E 装机容量增长将分别是 5%/2%/2%。由于 2021 年水资源较缺乏, 我们预计水电发电量将同比下降 1%。未来两年情况有望好转, 2022E/2023E 发电量将同比增长 7%/3%。

核电: 无法快速提升装机容量意味着“十四五”期间核电将不会成为主要的替代能源。随着中国政府的目标是到 2030 年实现碳达峰, 增加非碳能源的供应变得至关重要。考虑到建设一座核电站需要五到八年的时间, 由于政府需要迅速扩大非碳能源的发电量, 核电将不会成为首选的替代能源。此外, 由于国家电力需求短期内不太可能大幅增加, 风电和太阳能发电量的快速增长意味着对核电的需求将被压缩。

核电：2021E/2022E/2023E 中国核电发电量将同比增长 11%/4%/1%。 2021 年 9 月以来的火电短缺意味着核电发电量将在 2021 年第 4 季度出现更强劲的增长。我们预计 2021 年全年核电发电量将同比增长 11%。尽管如此，我们认为火电短缺是暂时性的，核电利用小时数最终会回归正常化。因此，在缺乏装机容量大幅增长的情况下，我们预计 2022E/2023E 核电发电量将同比增长 4%/1%。

长线展望

风电：我们认为“十四五”期间风电发电量将继续保持强劲增长，因为其装机容量具有高度可扩展性。

水电：水电装机容量受地理环境制约；尽管政府大力推动替代能源的发展，但未来水电装机容量的增长将非常温和。

核电：核电装机容量将受到建设周期长的不利影响，发电量增长将相当有限，资源将被转移到可快速提升装机容量的可再生能源上；我们预计核电装机容量和发电量增长将受到限制。

短线展望

风电运营商：高应收账款和净负债率将是装机容量扩张的主要风险，这可能会导致运营商现金流紧张。

核电运营商：利用小时数将提升，主要是受益于火电的短缺，短期核电需求将增加。

股份推荐

龙源电力(916 HK)是我们的首选。 我们认为，随着政府加快发展可再生能源以实现碳排放目标，风电行业将在未来几年继续保持强劲增长。龙源电力(916 HK)是我们的行业首选，基于其在中国风电行业中的领先地位，而且其资产和设施位于优质地区，利用小时数较高。

风险因素

■ 风电运营商：

1) 弃风限电风险；2) 风资源风险；3) 电价风险；4) 施工风险；5) 筹集资金风险；6) 政府去杠杆化政策可能会限制行业增长

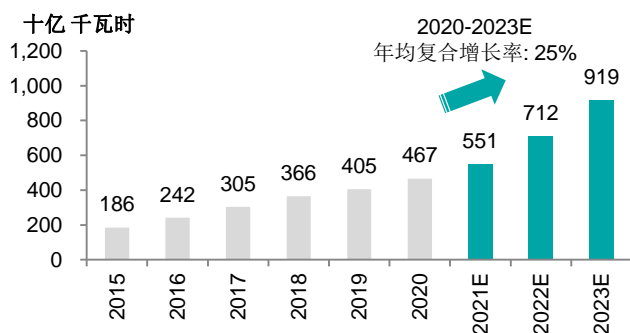
■ 水电运营商：

1) 大面积干旱将影响发电量；2) 施工风险；3) 高净负债率引发对筹款活动的担忧；4) 操作风险；5) 政策风险。

■ 核电运营商：

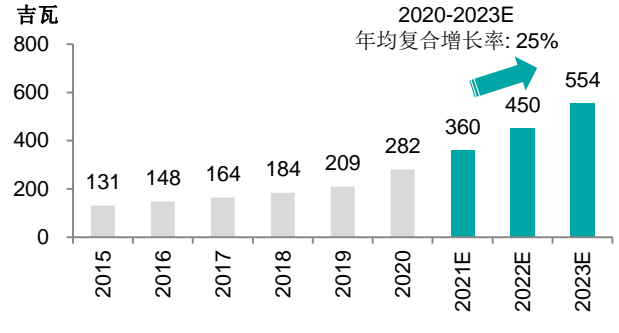
1) 操作安全风险；2) 施工风险；3) 燃料成本风险；4) 电价风险；5) 货币兑换和利率风险；6) 并购筹款活动导致的高负债

图表 1：中国风电发电量展望

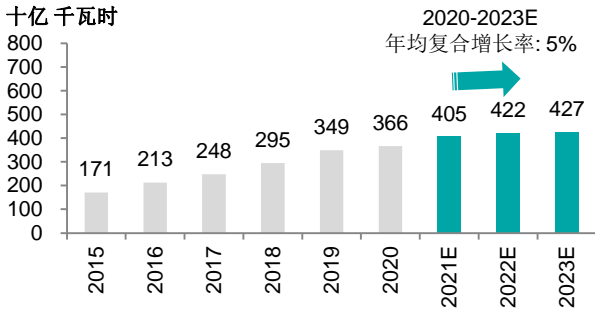


来源：能源局、中电联、农银国际证券预测

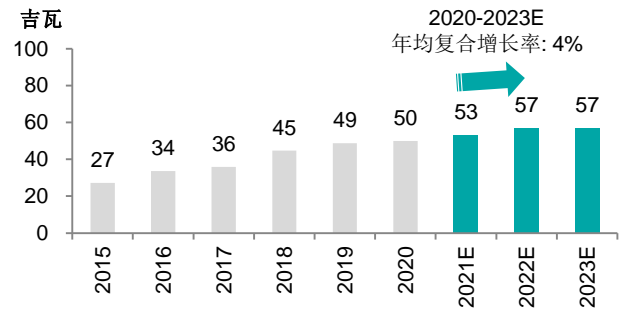
图表 2：中国风电装机容量展望



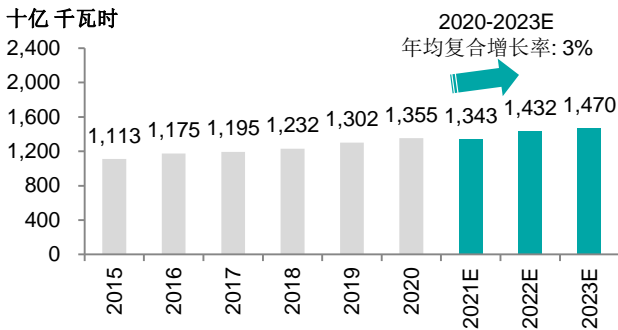
来源：能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 3: 中国核电发电量展望


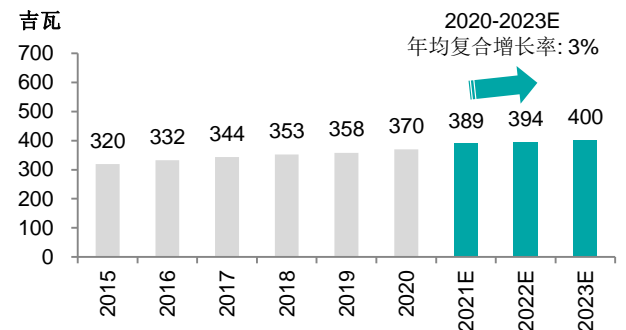
来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 4: 中国核电装机容量展望


来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 5: 中国水电发电量展望


来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 6: 中国水电装机容量展望


来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 7: 行业首选 (截至 2021 年 11 月 19 日的数据)

| 公司 | 代号 | 评级 | 目标价 (港币) | 上升空间 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市净率 (x) | FY22E 市净率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------------|--------|----|----------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 龙源电力 - H 股 | 916 HK | 买入 | 11.40 | (27.4) | 14.9 | 13.2 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.5 |

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国机场业- 疫情反复仍是最关键因素 吴景荃

| 主要数据 | | 行业表现 (相对于 上证指数) | 绝对值 (%) | 相对值 (%) | 1 年行业表现 (%) |
|-----------------|-------|-----------------------|------------|------------|-------------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 25.78 | 1 个月 | (3.67) | (7.87) | |
| 2022E 市净率均值 (x) | 1.54 | 3 个月 | 5.00 | 2.43 | |
| 2022E 股息率均值 (%) | 2.12 | 6 个月 | (6.33) | (10.60) | |
| 来源: 彭博、农银国际证券预测 | | 来源: 彭博、农银国际证券 | | | |

- 2021E/2022E 航空客运量将同比增长 18%/26%
- 全国货邮运输量同比增长 14%/4%
- 2015-2020 年深圳地区的人口年均复合增长率最高, 意味着对航空旅行的需求强劲
- **深圳机场(000089 CH)**是我们在中国机场行业的首选, 因为深圳地区人口增长强劲, 国内旅客占比较高

来源: 彭博、农银国际证券

2021E/2022E 航空客运量将同比增长 18%/26%。根据中国民用航空局(CAAC)的数据, 2021 年 8 月航空客运量为 2,240 万人, 同比下降 51%, 主要是由于新冠疫情的死灰复燃。2021 年首 8 个月, 航空客运总数为 3.17 亿人, 同比增长 36%, 主要是由于今年 3-5 月份的强劲反弹。对于 2021 年全年, 我们预计全国航空客运量将同比增长 18%, 这得益于今年上半年的强劲表现。对于 2022 年, 随着新冠疫情的消退, 我们预计航空客运量将同比反弹 26%。

2021E/2022E 全国货邮运输量同比增长 14%/4%。根据民航局数据显示, 今年 8 月份货邮运输量为 52 万吨, 同比下降 5%。国内货邮运输量是主要拖累因素, 当月同比下降 11%。今年首 8 个月, 货邮运输量总量为 486 万吨, 同比增长 18%; 增长主要受国际货邮运输量推动(同比增长 28%)。对于 2021 年全年, 由于国际货邮运输量同比增长 25%, 我们预计全国航空货邮运输量将同比增长 14%。对于 2022 年, 我们预计增长将回归正常至同比 4%, 因为新冠疫情的影响可能会逐渐消退, 国际货邮运输量仅同比温和增长 3%。

中国各地区人口增长情况。根据住房和城乡建设部(MOHURD)的数据, 深圳地区是中国沿海地区中人口增长最快的地区。

上海地区: 2020 年上海地区(包括上海、无锡、苏州、常州、常熟、南通和嘉兴 7 个城市)总人口达到 4,650 万人, 比 2019 年增长 5.0%; 2015-2020 年人口年均复合增长率为 2.4%;

深圳地区: 2020 年深圳地区(包括深圳、江门、东莞和中山四个城市)总人口达到 2,930 万人, 同比增长 2.9%; 2015-2020 年人口年均复合增长率为 6.0%;

广州地区: 2020 年广州地区(包括广州、佛山、肇庆、四会、清远和英德 6 个城市)的总人口达到 3,100 万, 比 2019 年增长 0.9%; 2015-2020 年人口年均复合增长率为 2.3%;

首都地区: 2020 年首都地区(包括北京、保定、涿州和廊坊 4 个城市)的总人口达到 2,680 万人, 同比增长 1.3%; 2015-2020 年人口年均复合增长率为 0.2%;

厦门地区: 2020 年厦门地区(包括厦门、漳州、龙海和龙岩 4 个城市)总人口达到 830 万, 比 2019 年下降 1.5%; 2015-2020 年人口年均复合增长率为 2.0%。

强劲的人口增长通常有利于航空旅客基数的扩大。由于苏州市人口同比增长达 10.6%, 上海地区在 2020 年的人口增长率最高。然而, 深圳的 2015-2020 年人口年均复合增长率最高, 为 6.0%, 主要是因为深圳市和东莞市有大量人口流入。

中国每年人均飞行次数较低，表明航空业潜力巨大。人均飞行次数代表每位居民每年出行的次数。世界银行数据显示，2019年中国人均每年飞行次数(航空客运量除以总人口数)为0.47次，远低于美国的2.82次、英国的2.13次、韩国的1.79次和德国的1.32次。对于泰国和越南等亚洲发展中国家，这一数字分别为1.12和0.55。我们认为随着可支配收入的增加，中国每年人均飞行次数会增加。

城镇化进程的推进将使主要城市的机场受益。中国政府一直在推进城镇化进程，以降低医院、公园和学校等公共设施的单位成本。就业机会和生活水平提高吸引了主要城市的人口流入，为机场，尤其是一线城市的机场带来了更多机会。根据国家统计局(NBS)的数据，城镇人口从2005年的5.6亿增加到2020年底的9.02亿，15年间增长了61%或年均复合增长率3.2%。

长线展望

我们认为，中国每年人均飞行次数较低，这将是一个长期利好的因素，因为人均可支配收入的增加将支持旅行需求。此外，主要城市的城镇化进程将推动人口的增长，带来更多的旅客前往机场。

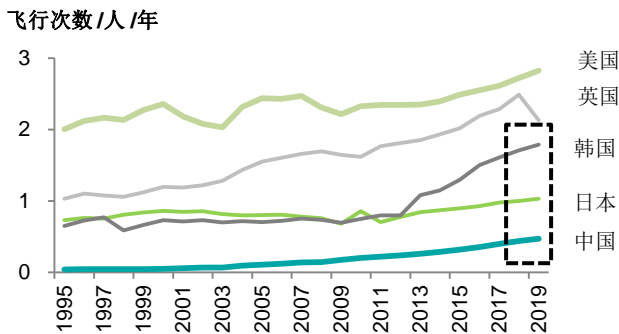
短线展望

疫情复燃是影响航空客运量的关键因素，进而影响机场的收益。

风险因素

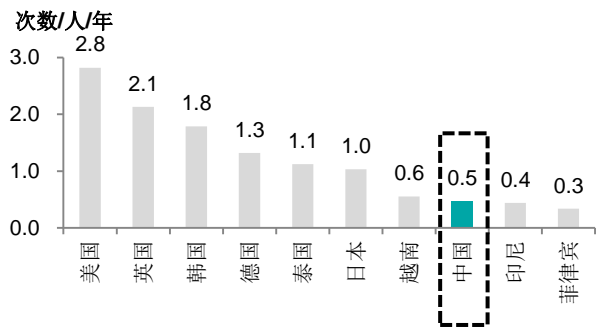
- 1) 疾病爆发减少出行需求；
- 2) 经济放缓降低了可支配收入和出行需求；
- 3) 高铁技术进步可能会降低短途航班的需求；
- 4) 对恐怖袭击的恐惧可能会减少航空旅行；
- 5) 地震等自然灾害减少了游客流量和出行需求

图表 1: 每年人均飞行次数



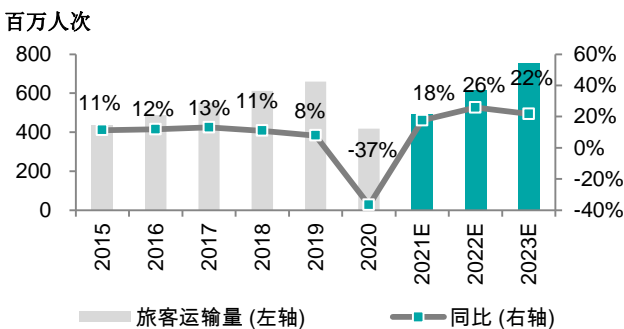
来源: 世界银行、农银国际证券

图表 2: 每年人均飞行次数(2019年)



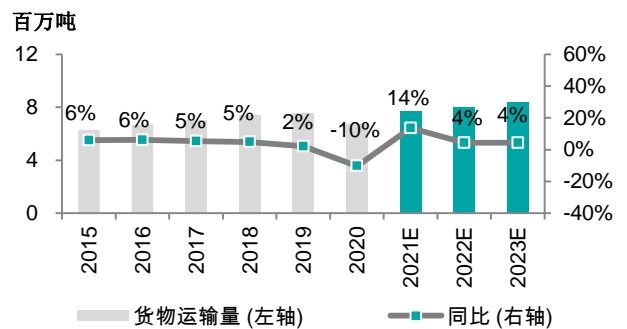
来源: 世界银行、农银国际证券

图表 3: 中国航空客运量增长强劲



来源: 住房和城乡建设部、民用航空局、农银国际证券预测

图表 4: 中国航空货邮运量展望



来源: 住房和城乡建设部、民用航空局、农银国际证券预测

图表 7: 行业首选 (截至 2021 年 11 月 19 日的数据)

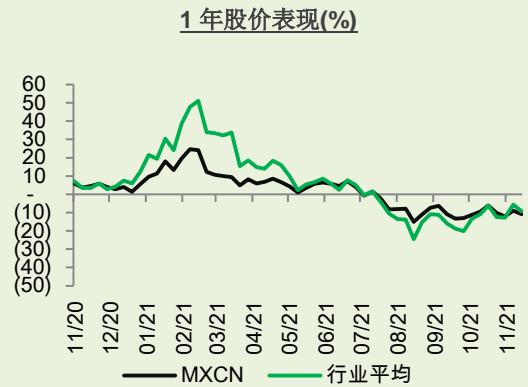
| 公司 | 代号 | 评级 | 目标价 (人民币) | 上升空间 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市净率 (x) | FY22E 市净率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|-----------|----|-----------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 深圳机场 | 000089 CH | 买入 | 9.50 | 31.6 | 27.6 | 18.0 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 1.4 |

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国互联网媒体与消费商业- 投资未来 周秀成

| 主要数据 | | 行业表现(相对于MXCN) | 绝对值 (%) | 相对值 (%) |
|----------------|------|---------------|---------|---------|
| 21E 市盈率均值(x) | 30.7 | 1 个月 | (4.1) | (5.0) |
| 21E 市净率均值(x) | 5.7 | 3 个月 | 21.1 | 4.9 |
| 21E 股息率均值(%) | 0.3 | 6 个月 | (15.2) | 13.8 |
| 来源:彭博、农银国际证券预测 | | 来源:彭博、农银国际证券 | | |

- 各大互联网平台加大对社区团购等重点战略领域的投入
- 消费者对网上购物的需求维持强劲
- 我们看好**京东(9618 HK)**供应链方面的独特优势和低线城市的发展潜力



来源:彭博、农银国际证券

投资未来。 各大互联网平台近期都在加大对各种新业务和重点战略领域的投资。例如，主要电商平台积极发展社区团购业务，主要互联网平台正在进行各种社会投资，包括食品和能源领域。尽管这对近期收益有潜在影响，但当企业更加重视社会责任和客户关系时，也有潜在的长期利益，例如更好的客户粘性和更高的企业形象。

不断发展的商业模式。 随着监管要求的不断变化，主要互联网平台目前正在调整其业务模式。电子商务平台正在为商家提供更多的增值技术服务，因为这些平台不能再要求成为商家的独家分销渠道。此外，主要互联网平台正在相互开放其生态系统以增加连接性。

网上购物：中期前景仍稳健。 由于近几个月基数正常化和经济增长放缓，中国实物商品在线销售增长在 10M21 同比放缓至 14.6%，而 1H21 则为 18.7%。话虽如此，在线渗透率在 21 年第 3 季度基本保持稳定，约为 23.6%，而 21 年第 1 季度为 21.9%，表明结构性前景稳健。此外，快递行业在 2021 年 10 月出现反弹，这对电子商务行业来说是个好兆头。根据国家邮政局的数据，10 月份快递行业的运量同比增长 20.8%，而 9 月份同比增长 16.8%。

在线游戏：监管环境收紧。 近几个月监管环境收紧。例如，监管机构已将青少年的每周上线时间限制在 3 小时以内。此外，近几个月新网络游戏的审批已暂停，这可能意味着对游戏内容、货币化模式等提出更严格的要求。我们认为这可能会影响用户体验以及在线游戏平台的收益。

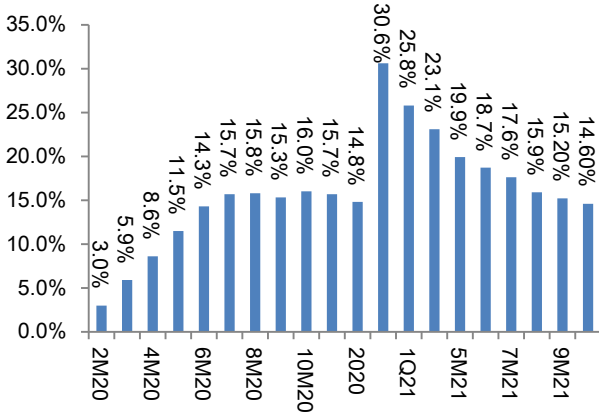
在线广告：正在放缓。 总体而言，鉴于最近几个月经济环境放缓，在线广告可能会在短期内放缓。特别是，由于特定行业的变化，某些行业(例如教育和汽车)的在线广告支出可能会大幅缩减。这将影响主要依赖在线广告收入的平台，例如视频平台。

股票推荐

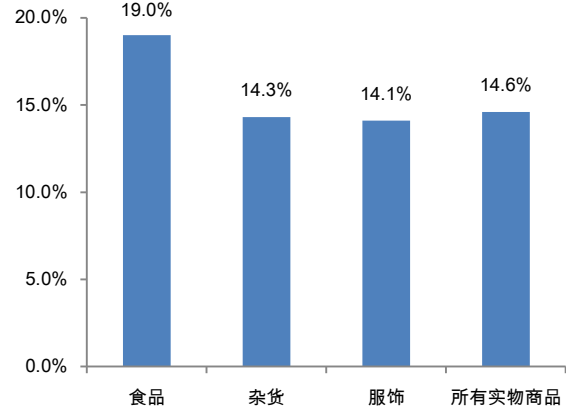
京东(9618 HK)已成功将消费电子产品和供应链方面的独特优势推广到低线城市，令其最近几个季度其用户持续增长。此外，其直销业务模式还可以降低与平台业务相关的潜在监管风险。在新业务方面，与美团、拼多多等一直在大力投资社区团购业务相比，京东采取了更为审慎的发展方式。这令京东可以减少高成本带来的潜在财务影响。

风险因素

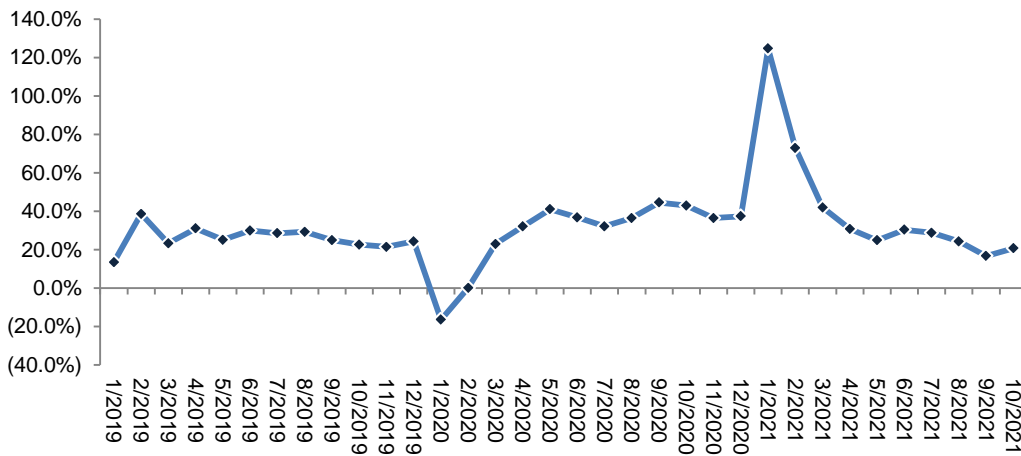
1) 反垄断调查等监管风险; 2) 电子商务和互联网金融业务放缓; 3) 非美国通用会计准则财务。

图表 1: 中国实物商品网上销售同比增长(%)


来源: 国家统计局

图表 2: 中国实物商品网上销售同比增长 (2021 年首 10 个月) (%)


来源: 国家统计局

图表 3: 快递行业的运量同比增长 (%)


来源: 国家邮政局, 农银国际证券

行业首选 (截至 2021 年 11 月 29 日)

| 公司名称 | 代码 | 评级 | 目标价 (港元) | 上升空间 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市净率 (x) | FY22E 市净率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|---------|----|----------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 京东 | 9988 HK | 买入 | 420.0 | 21.3 | 60.5 | 44.5 | 4.5 | 4.5 | 不适用 | 不适用 |

来源: 公司、农银国际证券预测

正面 中国消费品业- 纵有挑战，前景仍乐观 潘泓兴

| 主要数据 | 行业表现 (相对于恒指) | 绝对值 (%) | 相对值 (%) |
|-----------------|-----------------|------------|------------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 34.67 | 1 个月 | 2.8 |
| 2022E 市净率均值 (x) | 3.66 | 3 个月 | 1.4 |
| 2022E 股息率均值 (%) | 2.85 | 6 个月 | (1.0) |
| 11.4 | | | |

来源：彭博、农银国际证券预测

来源：彭博、农银国际证券

- 新冠疫情最近在全国多地均出现反弹，影响了零售的表现
- 原材料成本上涨推动了 CPI 回升，也导致部分消费品企业开始提价；通胀压力上升会对消费需求产生下行压力
- 国家最近所推出的针对不同行业政策对消费行业也有一定的负面影响；尽管如此，我们认为消费行业所面临的直接政策影响仍较少，对行业展望仍保持正面
- 受到最近多种负面因素影响，行业内的企业将面临增长压力；行业龙头的防守性将更具吸引力，行业首选包括**安踏(2020 HK)**、**百胜中国(YUMC US/9987 HK)**、**伊利(600887 CH)**



来源：彭博、农银国际证券

新冠疫情持续对消费市场产生负面影响。新冠疫情所带来的不确定性持续对经济和零售增长施压。零售销售同比增长在 8 月探底后仍保持较低的增长，在 9 月和 10 月分别达到 4.4% 和 4.9%。按照产品分类，餐饮收入在 9 月和 10 月仅同比增长 3.1% 和 2.0%，而“服装鞋帽、针纺织品类”和“汽车类”零售销售继续下跌。我们相信，最近新冠疫情最近在全国多地再次反弹，对宏观经济环境和消费市场产生下行压力，是最近零售销售增长放缓的直接诱因。然而，我们认为，一旦疫情重新受到控制，以上的压力将会有所缓解。

原材料价格上涨带动通胀上升。CPI 从 9 月的 0.7% 上升到 10 月的 1.5%，主要由于蔬菜和能源产品的 CPI 增速加快。若原材料价格(特别是能源产品)的上升，以及其所带来的消费产品价格上涨，将会持续推动 CPI 的上涨。此外，受到供求关系改善、中央储备猪肉收储工作的推进、猪农加快出栏的影响，猪肉价格最近也有所上涨，并对 CPI 的回升有一定的帮助。从长远来看，全球在争取达到碳中和的过程中，也会推动能源产品价格并影响通胀水平。然而，我们认为，消费行业增长速度放缓和其他宏观挑战，导致短期内消费行业内企业提价空间有限。

政策环境和宏观经济为消费市场的两大挑战。最近针对经济发展再平衡和“共同富裕”目标所公布的政策所产生的影响将会扩展到其他行业。其中一方面的影响是人均收入和支出的增长。根据统计局数据，全国人均可支配收入和支出的同比增速从 2 季度的 11.4% 和 18.5% 下降到 3 季度的 6.3% 和 11.5%。我们相信，这些行业政策的实施将会为收入和支出的增长带来更多的波动性，并对消费市场带来负面影响。然而，我们认为消费市场仍具有一定的吸引力，主要由于其中部分企业具有反周期属性，而且消费市场整体来讲所受到的直接政策影响较少。

长线展望

国内的人口基数庞大，消费力逐渐增强，是国内消费市场中长期发展的坚实基础。然而，出生人口下降或出生率较低，将会改变人口结构以及降低消费市场的整体需求，对消费市场的发展有一定影响。

短线展望

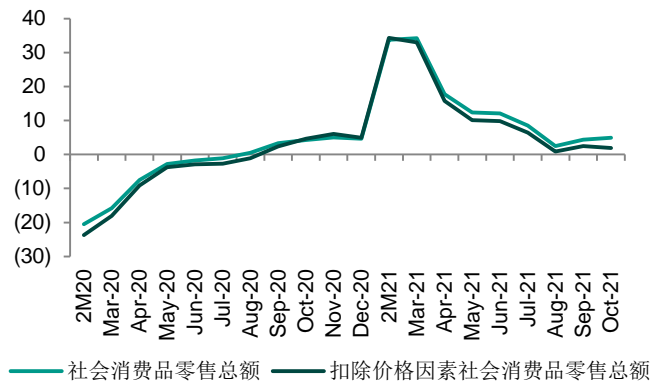
持续的新冠疫情，以及各种政策所带来的变化，都将会对消费市场增长带来负面影响。此外，通胀压力上升，也会压制消费市场的需求。

股份推荐

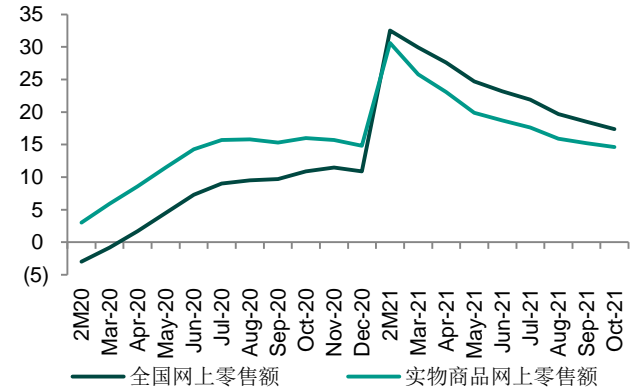
在目前的行业环境下，行业龙头的防守性仍然具有吸引力。我们的行业首选包括**安踏 (2020 HK)**、**百盛中国 (YUMC US/9987 HK)**、**伊利 (600887 CH)**。

风险因素

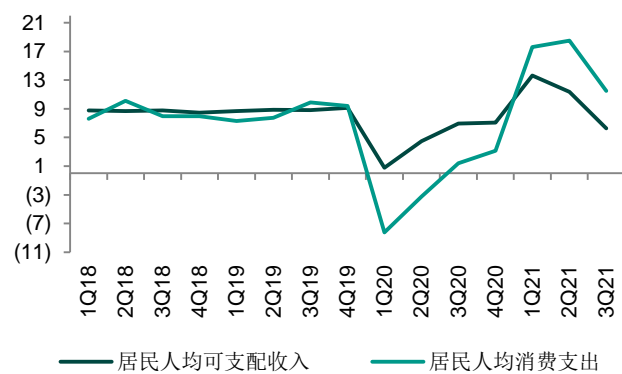
1)宏观经济风险；2)疫情风险；3)政策/法规风险；4)产品质量风险；5)通胀风险；6)消费者需求偏好变化。

图表 1: 全国零售销售增长 (同比 %)


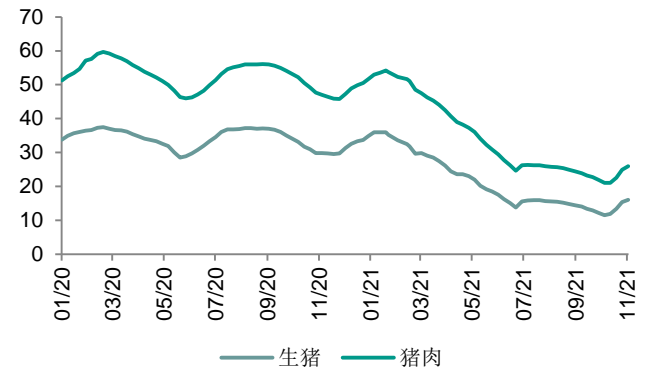
来源: 统计局、农银国际证券

图表 2: 网上零售销售增长 (同比 %)


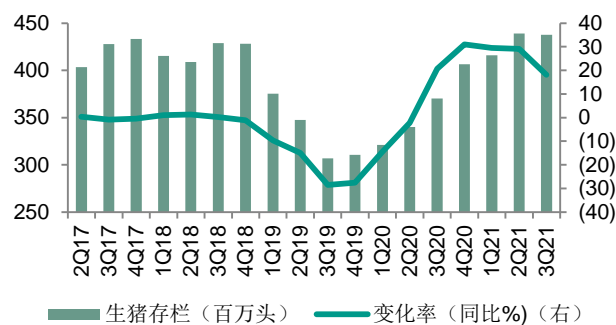
来源: 统计局、农银国际证券

图表 3: 居民人均可支配收入/消费支出 (同比 %)


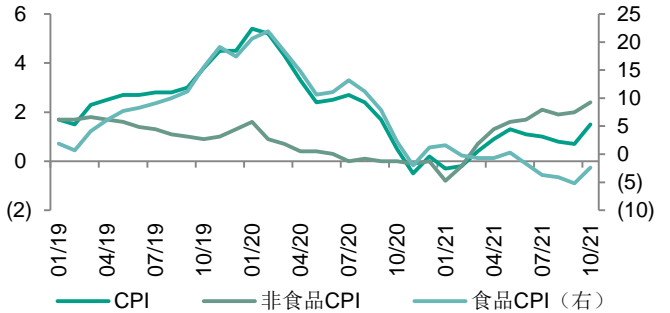
来源: 统计局、农银国际证券

图表 4: 周均生猪及猪肉批发价格(人民币/公斤)


来源: 农业农村部、农银国际证券

图表 5: 国内生猪存栏量


来源: 农业农村部、农银国际证券

图表 6: CPI (同比 %)


来源: 统计局、农银国际证券

行业首选 (截至 2021 年 11 月 19 日的的数据)

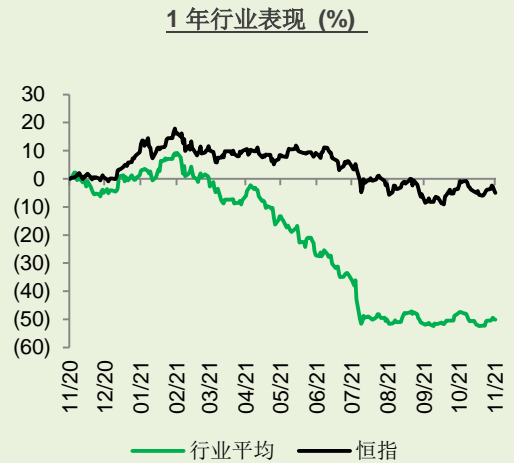
| 公司 | 代号 | 评级 | 目标价 | 上升空间 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市净率 (x) | FY22E 市净率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|-----------|----|------------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 安踏 | 2020 HK | 买入 | HK\$ 155.1 | 14.5 | 35.94 | 25.50 | 10.10 | 7.94 | 1.08 | 1.22 |
| 百胜中国 | YUMC US | 买入 | US\$ 74.2 | 38.8 | 25.65 | 20.38 | 3.38 | 2.88 | 0.90 | 0.90 |
| | 9987 HK | 买入 | HK\$ 577.4 | 37.7 | 25.86 | 20.55 | 3.41 | 2.90 | 0.89 | 0.89 |
| 伊利 | 600887 CH | 买入 | RMB 45.6 | 11.6 | 26.80 | 22.04 | 7.49 | 6.79 | 2.62 | 3.18 |

来源: 彭博、农银国际证券预测

中性 中国教育业- 行业政策环境复杂，高等教育相对受惠

潘泓兴

| 主要数据 | | 行业表现 (相对于恒指) | 绝对值 (%) | 相对值 (%) |
|-----------------|-------|-----------------|------------|------------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 10.77 | 1 个月 | (4.8) | (2.0) |
| 2022E 市净率均值 (x) | 1.46 | 3 个月 | 1.7 | 2.8 |
| 2022E 股息率均值 (%) | 5.47 | 6 个月 | (42.4) | (30.0) |
| 来源：彭博、农银国际证券预测 | | 来源：彭博、农银国际证券 | | |



来源：彭博、农银国际证券

- 针对降低义务教育阶段学生的学习压力，有关部门最近公布了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（“意见”）；“意见”对课外辅导行业进行整治，并对行业内的公司在运营和融资方面进行规范
- 《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》的公布以及国家对推动职业教育方面的支持将会利好高等教育行业
- 新生儿数量下降在长期将会对教育行业潜在招生人数增长带来挑战
- 鉴于目前行业政策环境复杂，我们相信高等教育相对于其他教育行业吸引力较大；我们的行业首选是**中教控股(839 HK)**

课外辅导行业政策压力加大。在今年7月，有关部门针对K-12课外辅导行业的整顿公布了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（“意见”），并对该行业内的公司的运营和融资造成持续影响。我们认为，“意见”对课外辅导行业较为深远的影响是禁止课外辅导机构在周末、公众假期、寒暑假期间向学生提供学科类课外辅导。而在最近，新东方(EDU US/9901 HK)及好未来(TAL US)均宣布在今年年末前将会完成退出内地K-9阶段学生的学科类课外培训业务。我们相信，“意见”针对的并不只是教育行业，同时也是为了提高整体生育意愿和降低育儿成本，从而实现改善人口结构的目标而制定的。因此，我们预期，有关部门在中长期内将会持续落实“意见”内的相关措施。

高等教育行业获得更多政策支持。最近公布的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（“条例”）为高等教育板块的发展提供了更多的政策支持。根据“条例”，高等教育集团在举办学校、关联方交易等方面都有较多的灵活性。（详见图表3）此外，在今年年初公布的政府工作报告提出高职教育的招生规模要增加100万人次，意味着民办高等教育机构将会有更多的增长机会。教育部持续推进独立学院的转设也意味着拥有此类学校的高等教育集团可以减少每年支付的管理费用从而提高利润率。

人口结构变化对行业带来长期挑战。根据国家统计局，全国新生儿在2020年为1200万，同比下跌265万或18.1%。新生儿数量持续下跌意味着潜在学生人数的下降。而根据教育部的数据，在2020年，全国小学和初中的招生人数分别同比下跌约60万人和10万人，部分反映最近几年的出生人口下降趋势。如果新生儿数量维持低位或持续下跌，教育行业将会在未来面临招生人数增长的困难。

长线展望

尽管人口基数目前仍然较大，但是新生儿数量持续下降将会降低潜在的招生数量。此外，我们相信，有关部门将会在中长期内持续有效落实针对义务教育阶段学生减负的政策，以推动扭转人口结构改变的趋势。

短线展望

在新政策环境下，课外辅导机构的成长将会面临严峻挑战。同时，如果最近在全国各地出现的新冠疫情未能得到有效控制，教育行业的运营将面临更多短期的冲击。

股份推荐

目前教育行业内不同的子行业所受到的政策监管程度有所不同。我们首选是高等教育行业，主要由于目前政策对该子行业的支持较多。行业首选是**中教控股(839 HK)**。

风险因素

1) 法规/政策风险；2) 疫情风险；3) 宏观经济风险；4) 人口结构变化风险；5) 教育质量风险；6) 运营风险。



图表 1: 政策摘要 - 《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》

政策目标

学生过重作业负担和校外培训负担、家庭教育支出和家长相应精力负担 1 年内有效减轻、3 年内成效显著，人民群众教育满意度明显提升

针对课外辅导机构

➤ 针对面向义务教育阶段学生的课程类校外辅导机构的重点监管规则:

- 1) 各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构；
- 2) 对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制。各省(自治区、直辖市)要对已备案的线上学科类培训机构全面排查，并按标准重新办理审批手续；未通过审批的，取消原有备案登记和互联网信息服务业务经营许可证(ICP)；
- 3) 学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作；上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产；外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构；已违规的，要进行清理整治；
- 4) 校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训；
- 5) 从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格，并将教师资格信息在培训机构场所及网站显著位置公布；
- 6) 严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程；
- 7) 线上培训机构不得提供和传播“拍照搜题”等惰化学生思维能力、影响学生独立思考、违背教育教学规律的不良学习方法。

➤ 其他针对课外辅导机构的重点监管规则:

- 1) 对非学科类培训机构，各地要区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批；依法依规严肃查处不具备相应资质条件、未经审批多址开展培训的校外培训机构；
- 2) 建立培训内容备案与监督制度，制定出台校外培训机构培训材料管理办法；严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程；
- 3) 严格控制资本过度涌入培训机构，培训机构融资及收费应主要用于培训业务经营，坚决禁止为推销业务以虚构原价、虚假折扣、虚假宣传等方式进行不正当竞争，依法依规坚决查处行业垄断行为
- 4) 线上培训要注重保护学生视力，每课时不超过 30 分钟，课程间隔不少于 10 分钟，培训结束时间不晚于 21 点；积极探索利用人工智能技术合理控制学生连续线上培训时间；聘请在境内的外籍人员要符合国家有关规定，严禁聘请在境外的外籍人员开展培训活动
- 5) 中央有关部门、地方各级党委和政府要加强校外培训广告管理，确保主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告；不得在中小学校、幼儿园内开展商业广告活动，不得利用中小学和幼儿园的教材、教辅材料、练习册、文具、教具、校服、校车等发布或变相发布广告；依法依规严肃查处各种夸大培训效果、误导公众教育观念、制造家长焦虑的校外培训违法违规广告行为。

➤ 针对面向 3-6 岁儿童及高中学生的课外辅导机构的重点监管规则:

- 1) 不得开展面向学龄前儿童的线上培训；
- 2) 严禁以学前班、幼小衔接班、思维训练班等名义面向学龄前儿童开展线下学科类(含外语)培训；
- 3) 不再审批新的面向学龄前儿童的校外培训机构和面向普通高中学生的学科类校外培训机构。

➤ 开展试点工作

- 1) 在全面开展治理工作的同时，确定北京市、上海市、沈阳市、广州市、成都市、郑州市、长治市、威海市、南通市为全国试点，其他省份至少选择 1 个地市开展试点；
- 2) 对现有学科类培训机构重新审核登记，逐步大大压减，解决过多过滥问题；依法依规严肃查处存在不符合资质、管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等严重问题的机构；
- 3) 鼓励有条件的学校在课余时间向学生提供兴趣类课后服务活动，供学生自主选择参加；课后服务不能满足部分学生发展兴趣特长等特殊需要的，可适当引进非学科类校外培训机构参与课后服务，由教育部门负责组织遴选，供学校选择使用，并建立评估退出机制，对出现服务水平低下、恶意在校招揽生源、不按规定提供服务、扰乱学校教育教学和招生秩序等问题的培训机构，坚决取消培训资质；
- 4) 坚持校外培训公益属性，充分考虑其涉及重大民生的特点，将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理，科学合理确定计价办法，明确收费标准，坚决遏制过高收费和过度逐利行为。通过第三方托管、风险储备金等方式，对校外培训机构预收费进行风险管控，加强对培训领域贷款的监管，有效预防“退费难”、“卷钱跑路”等问题发生。

针对义务教育学校

- 学校要确保小学一、二年级不布置家庭书面作业，可在校内适当安排巩固练习；小学三至六年级书面作业平均完成时间不超过 60 分钟，初中书面作业平均完成时间不超过 90 分钟；严禁给家长布置或变相布置作业，严禁要求家长检查、批改作业；发挥作业诊断、巩固、学情分析等功能，将作业设计纳入教研体系，系统设计符合年龄特点和学习规律、体现素质教育导向的基础性作业。鼓励布置分层、弹性和个性化作业，坚决克服机械、无效作业，杜绝重复性、惩罚性作业；
- 学校要充分利用资源优势，有效实施各种课后育人活动，在校内满足学生多样化学习需求；引导学生自愿参加课后服务；学校要制定课后服务实施方案，增强课后服务的吸引力；充分用好课后服务时间，指导学生认真完成作业，对学习有困难的学生进行补习辅导与答疑，为学有余力的学生拓展学习空间，开展丰富多彩的科普、文体、艺术、劳动、阅读、兴趣小组及社团活动；不得利用课后服务时间讲新课；课后服务结束时间原则上不早于当地正常下班时间；对有特殊需要的学生，学校应提供延时托管服务；
- 教育部门要征集、开发丰富优质的线上教育教学资源，利用国家和各地教育教学资源平台以及优质学校网络平台，免费向学生提供高质量专题教育资源和覆盖各年级各学科的学习资源，推动教育资源均衡发展，促进教育公平。

来源：教育部、农银国际证券



图表 2: 其他针对校外培训行业的政策/法规

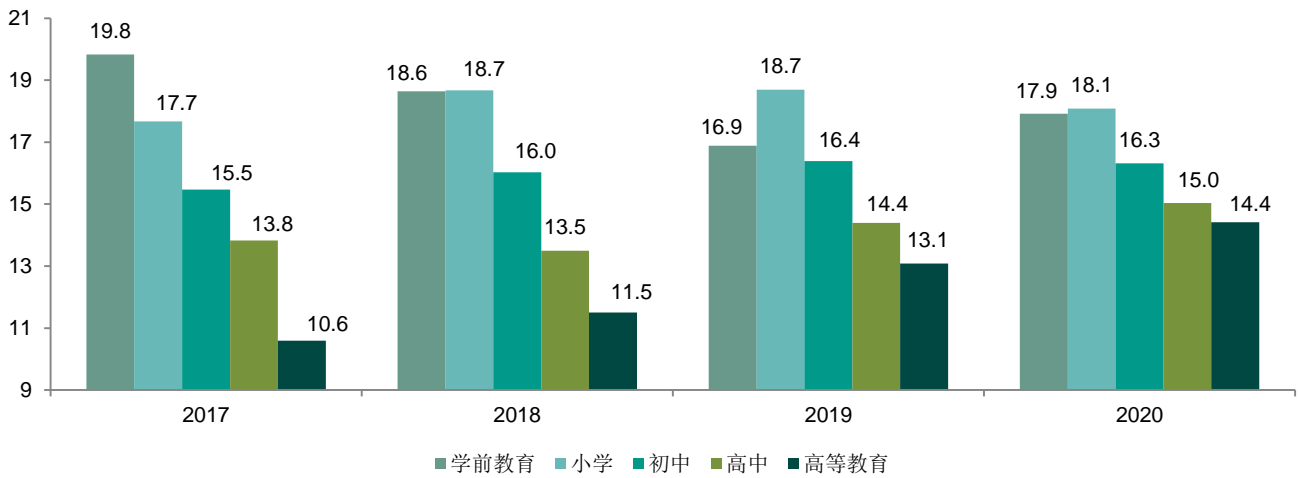
| 政策/法规 | 摘要 |
|------------------------------|--|
| 《未成年人学校保护规定》 | <ul style="list-style-type: none"> 学校不得与校外培训机构合作向学生提供有偿的课程或者课程辅导。 |
| 《教育部办公厅关于加强义务教育学校作业管理的通知》 | <ul style="list-style-type: none"> 严禁校外培训作业。各地要按国家有关规定，把禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，坚决防止校外培训机构给中小学生留作业，切实避免校内减负、校外增负。 |
| 《教育部关于大力推进幼儿园与小学科学衔接的指导意见》 | <ul style="list-style-type: none"> 各级教育部门要会同有关部门持续加大对校外培训机构、小学、幼儿园违反教育规律行为的治理力度，开展专项治理； 落实国家有关规定，校外培训机构不得对学前儿童违规进行培训； 小学严格执行免试就近入学，严禁以各类考试、竞赛、培训成绩或证书等作为招生依据，坚持按课程标准零起点教学；幼儿园满足需要的地方，小学不得举办学前班； 幼儿园不得提前教授小学课程内容，不得布置读写算家庭作业，不得设学前班，幼儿园出现大班幼儿流失的情况，应及时了解原因和去向，并向当地教育部门报告；幼儿园不得提前教授小学课程内容，不得布置读写算家庭作业，不得设学前班； 教育部门应根据有关线索，对接收学前儿童违规开展培训的校外培训机构进行严肃查处并列入黑名单，将黑名单信息纳入全国信用信息共享平台，按有关规定实施联合惩戒；对办学行为严重违规的幼儿园和小学，追究校长、园长和有关教师的责任。 |
| 《教育部办公厅关于进一步加强中小学生睡眠管理工作的通知》 | <ul style="list-style-type: none"> 各地教育部门要会同相关部门切实加强对辖区内注册登记或备案的线上培训网课平台、网络游戏的规范管理，采取技术手段进行监管，确保线上直播类培训活动结束时间不得晚于 21:00，每日 22:00 到次日 8:00 不得为未成年人提供游戏服务。 |

来源：教育部、农银国际证券

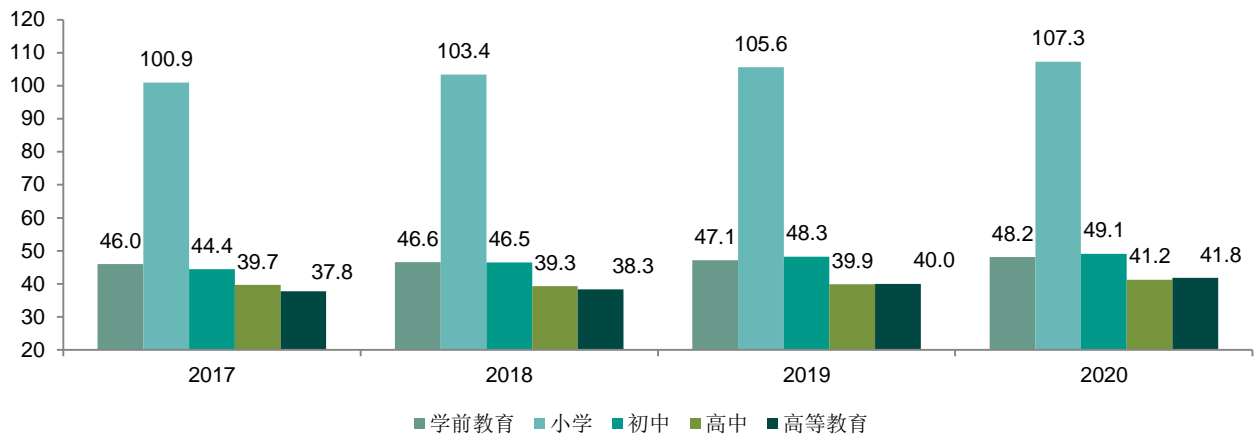
图表 3: 政策摘要 – 《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》

| 政策/法规 | 摘要 |
|----------------------|---|
| 《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》 | <ul style="list-style-type: none"> 在中国境内设立的外商投资企业以及外方为实际控制人的社会组织不得举办、参与举办或者实际控制实施义务教育的民办学校；举办其他类型民办学校的，应当符合国家有关外商投资的规定； 任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校； 同时举办或者实际控制多所民办学校的，举办者或者实际控制人应当具备与其所开展办学活动相适应的资金、人员、组织机构等条件与能力，并对所举民办学校承担管理和监督职责； 实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易；其他民办学校与利益关联方进行交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，合理定价、规范决策，不得损害国家利益、学校利益和师生权益；民办学校应当建立利益关联方交易的信息披露制度；教育、人力资源社会保障以及财政等有关部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，并按年度对关联交易进行审查； 实施学前教育、学历教育的民办学校享有与同级同类公办学校同等的招生权，可以在审批机关核定的办学规模内，自主确定招生的标准和方式，与公办学校同期招生； 民办学校享受国家规定的税收优惠政策；其中，非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。 |

来源：教育部、农银国际证券

图表 4: 全国招生人数(百万人)


来源: 教育部、农银国际证券

图表 5: 全国在校生人数(百万人)


来源: 教育部、农银国际证券

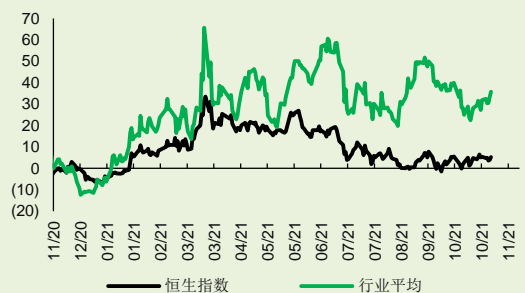
行业首选 (截至 2021 年 11 月 19 日的数据)

| 公司 | 代号 | 评级 | 目标价 (港币) | 上升空间 (%) | FY22E 市盈率 (x) | FY23E 市盈率 (x) | FY22E 市净率 (x) | FY23E 市净率 (x) | FY22E 股息率 (%) | FY23E 股息率 (%) |
|------|--------|----|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 中教控股 | 839 HK | 买入 | 22.6 | 67.2 | 16.47 | 14.20 | 2.01 | 1.85 | 2.71 | 3.15 |

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国电信业- 2022 年 5G 网络贡献增加 黎柏坚

| 主要数据 | | 行业表现 (相对于 恒生指数) | 绝对值 (%) | 相对值 (%) |
|-----------------|------|-----------------------|------------|------------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 12.8 | 1 个月 | 1.3 | (2.0) |
| 2022E 市净率均值 (x) | 1.9 | 3 个月 | (16.4) | (4.4) |
| 2022E 股息率均值 (%) | 2.1 | 6 个月 | 1.1 | 14.5 |
| 来源: 彭博、农银国际证券预测 | | 来源: 彭博、农银国际证券 | | |

| 1 年行业表现 (%) | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 电信运营商的移动 ARPU 正在提升, 因受到更高的移动数据使用量和更多不同种类的 5G 应用所推动 由于云计算、IPTV、网络游戏等需求增加, 有线宽带业务的增长迅速 我们预测 2022 年 5G 用户渗透率将达到 37.5% 中国移动(941 HK)为我们的行业首选, 因其高股息率、健康的资产负债表以及在中国电信市场的主导地位 |  |
| 来源: 彭博、农银国际证券 | |

我们预测 2022 年中国 5G 用户将超过 6 亿。截至 2021 年 10 月, 中国移动(941 HK)、中国联通(762 HK)、中国电信(728 HK)的移动用户市场份额分别为 58.2%/19.2%/ 22.6%。中国移动凭借良好的网络覆盖和优质的服务, 在移动用户中保持最高的市场份额。电信运营商正在通过推出最新的 5G 智能手机型号来促进 5G 用户增长。我们预计 2022 年电信运营商的资本支出将同比增长 2.0%。由于电信运营商需要建设独立的 5G 网络, 预计 2022 年整体 5G 基站将达到 200 万个。2021 年 10 月 5G 用户已超过 4.45 亿, 我们预计 2022 年 5G 用户将超过 6 亿, 这主要得益于更多 5G 服务计划和新 5G 智能手机的推出。预计 2022 年 5G 用户渗透率将达 37.5%。

更多新类型的有线服务和应用程序推动了有线业务的增长。截至 2021 年 10 月, 中国移动、中国联通、中国电信的有线宽带用户市场份额分别为 47.5%/18.7%/33.8%。有线宽带网络的增长得到云计算、大数据、家庭办公和家庭娱乐的支持。我们预计 2022 年中国有线宽带市场将受到更好的网络速度和 IPTV 使用率的推动。由于推出了高效的营销计划, 中国移动在有线宽带市场的市场份额最高。我们预计有线宽带将得到智能家居、AR/VR、4K 电视等一系列新应用的支持。

我们预测 2022 年全球智能手机出货量将同比增长 16.0%。根据 IDC 的数据, 由于芯片短缺, 2021 年第 3 季度全球智能手机出货量为 3.3 亿部, 同比下降 6.7%。变种新冠肺炎影响了组件的出货和智能手机制造商的生产。我们预计 2022 年全球智能手机出货量将同比增长 16.0%, 因受 2022 年第 3 季度智能手机出货量将好转及芯片供应复苏的推动。随着芯片供应的恢复, 预计整体智能手机出货量将在 2022 年第 3 季度出现较明显的增长。

长线展望

长期来看, 电信运营商有望受益于 5G 网络的贡献, 将有更高的 5G 用户渗透率、人均移动数据使用量的增加和移动 ARPU 的上升。国内有许多支持提升 5G 电信服务使用率的政策, 有望帮助电信运营商提升 5G 用户。许多公司都正在推出物联网、自动驾驶、智能家居、AR/VR 等 5G 相关的新应用。电信运营商可以通过推出创新服务产生更多增值服务收入。用户可以通过更快的传输网络使用视频内容和在线游戏, 这将鼓励用户转向 5G 网络。由于 5G 网络需要更密集的基站分布和更广泛的光纤网络覆盖, 电信运营商将加快中国 5G 网络的发展并增加 5G 网络发展的资本支出。

短线展望

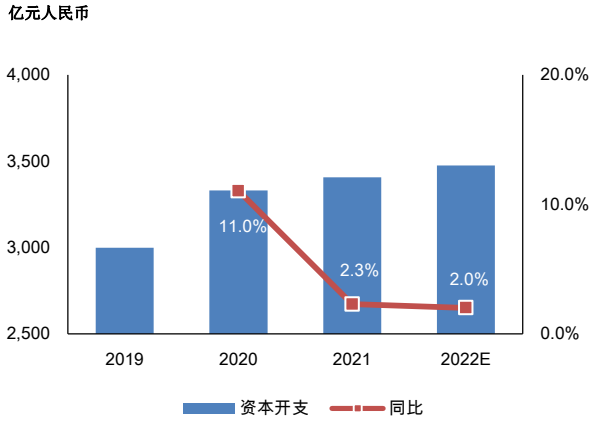
短期内, 由于移动数据使用量增加和 5G 用户数上升, 我们预计电信运营商的移动服务收入增长将有所改善, 这得益于更好的移动 ARPU。预计电信运营商将在 2022 年提升资本支出以改善 5G 网络覆盖, 这有利于上游电信设备供应链。由于大数据、云计算和家庭娱乐需求, 固网服务增长在 2022 年保持强劲增长。在 5G 智能手机需求的推动下, 预计电子元件供应商将受益于平息售价的改善和出货量的增长。

股份推荐

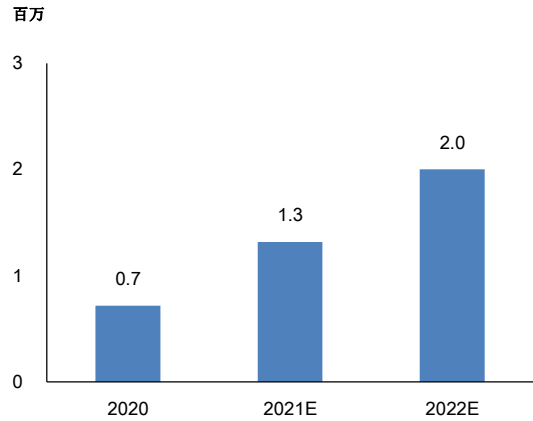
中国移动(941 HK)是我们的行业首选。由于 5G 用户基数的增加, 我们预计中国移动的移动 ARPU 将在 2022 年反弹。中国移动凭借更好的网络覆盖和资源优势, 保持中国市场移动用户最大的市场份额。中国移动的目标价为 82.0 港元, 相当于 4.1 倍 2022 年 EV/EBITDA。

风险因素

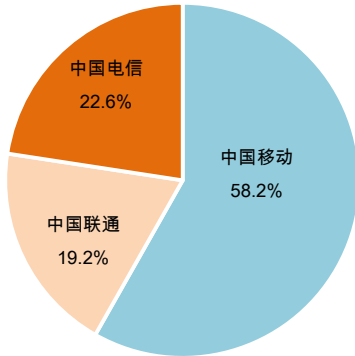
1) 工信部要求进一步降低服务资费; 2) 用户饱和; 3) 市场竞争加剧; 4) 智能手机出货量增长放缓; 5) 5G 网络发展放缓。

图表 1: 电信运营商的资本开支


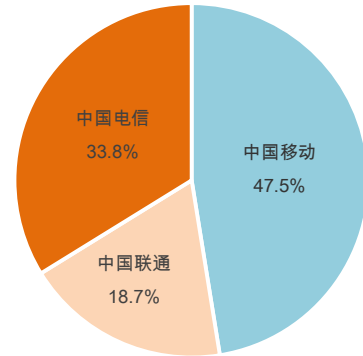
来源: 工信部、农银国际证券预测

图表 2: 5G 基站


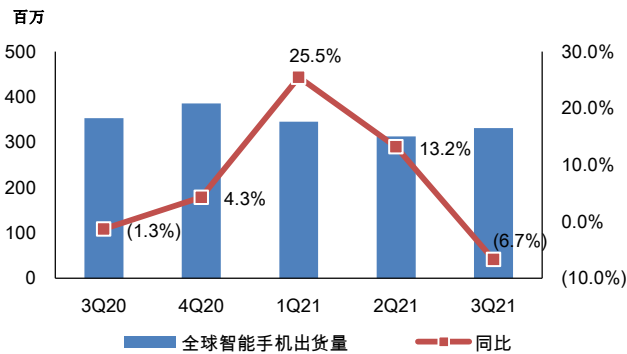
来源: 工信部、农银国际证券预测

图表 3: 移动用户市场份额


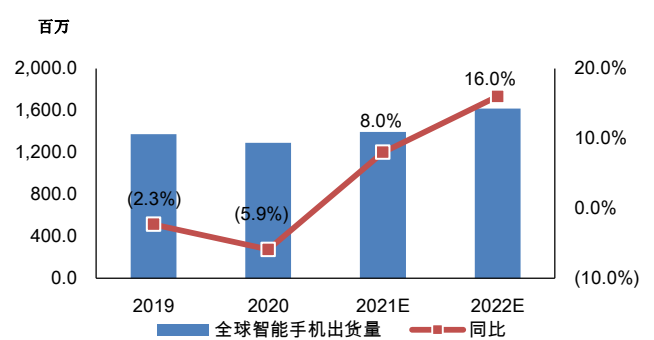
来源: 各公司、农银国际证券

图表 4: 有线宽带用户市场份额


来源: 各公司、农银国际证券

图表 5: 智能手机出货量和增长


来源: IDC、农银国际证券

图表 6: 智能手机出货量和增长


来源: IDC、农银国际证券预测

行业首选 (截至 2021 年 11 月 19 日的的数据)

| 公司 | 代号 | 评级 | 目标价 (港币) | 上升空间 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市净率 (x) | FY22E 市净率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|--------|----|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 中国移动 | 941 HK | 买入 | 82.0 | 73.2 | 9.6 | 9.5 | 0.81 | 0.78 | 5.6 | 5.7 |

来源：彭博、农银国际证券预测

权益披露

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

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司, 曾在过去12个月内, 与本报告提及的农业银行(1288 HK/601288 CH)、建设银行(939 HK/601939 CH)、工商银行(1398 HK/601398 CH)、华润万象生活(1209 HK)、华润置地(1109 HK)、远洋集团(3377 HK)、越秀地产(123 HK)、恒大集团(3333 HK)、JD.com(9618 HK)、中国平安(2318 HK)及中国人寿(2628 HK)有投资银行业务关系。

陈宋恩持有农业银行(1288 HK)H股股份

评级的定义

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

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率: 自2008年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数2008-20年的复合增长率为9.2%)

目标价的时间范围: 12个月

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

免责声明

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

版权所有 2021 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路8号东昌大厦13楼农银国际证券有限公司

电话: (852) 21478863