



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2020 年經濟展望及投資策略報告

走出平庸，達致非凡
研發成關鍵要素

農銀國際中國/香港證券研究

目錄

2020 年全球經濟展望	4	陳宋恩 (研究部主管)
2020 年中國經濟展望	8	投資策略 philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
2020 年投資策略	13	姚少華 (經濟師)
香港 IPO 市場	33	經濟展望 yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
中國銀行業 - 正面	35	歐宇恒 (分析員)
中國房地產業 - 正面	41	中國銀行業 johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中國替代能源業 - 中性	45	周秀成 (分析員)
中國環保業 - 正面	48	中國證券業 / 中國互聯網媒體與消費商務業 stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
中國證券業 - 正面	52	董耀基 (分析員)
中國互聯網媒體與消費商務業 - 中性	55	中國房地產業 kennethtung@abci.com.hk 852-2147 8311
中國消費品業 - 正面	57	吳景荃 (分析員)
中國教育業 - 中性	61	中國環保業 / 替代能源業 kelvinng@abci.com.hk 852-2147 8869
中國電信業 - 正面	64	潘泓興 (分析員)
		中國教育業 / 中國消費品業 paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏堅 (分析員)
		中國電信業 rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895

於 2019 年 12 月 9 日發佈
另有指明外,數據截至 2019 年 11 月 29 日



全球經濟展望

農銀國際經濟師姚少華



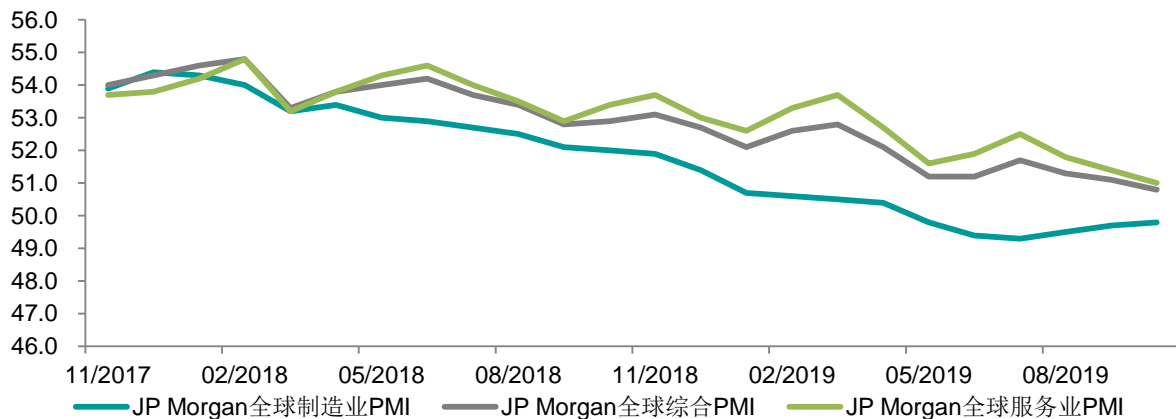
2020 年全球經濟展望

- 儘管全球主要央行的貨幣政策趨向寬鬆，但受累於全球貿易摩擦升溫以及地緣政治的高度不確定性，2019 年年初以來全球經濟增長持續放緩
- 2019 年年初至今全球通脹水平因經濟增長疲弱和能源價格回落保持溫和水平。由於工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心通脹，整體上亦維持溫和態勢
- 展望未來，有見於全球貿易摩擦持續，經濟和政治政策的高度不確定性或進一步削弱全球供應鏈，打擊商業和消費者信心以及投資增長，我們預期 2020 年全球經濟增長或保持疲弱態勢
- 我們預期 2019 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 2.3%、6.1%、1.2%、0.9%及 1.4%，2020 年則分別增長 1.9%、5.9%、1.0%、0.6%及 1.2%，相比而言，上述國家在 2018 年經濟分別增長 2.9%、6.6%、1.9%、0.8%及 1.4%

全球經濟增長動力持續減弱

儘管全球主要央行的貨幣政策趨向寬鬆，但受累於全球貿易摩擦升溫以及地緣政治的高度不確定性，2019 年年初以來全球經濟增長持續放緩。全球貿易、製造業活動、投資以及商業及消費者信心均被削弱。如圖表 1 所示，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數在 2019 年前 10 個月明顯回落，顯示全球經濟增長放緩。

圖表 1: JP Morgan 全球 PMI 指數(%)



來源: 彭博, 農銀國際證券

全球貿易活動亦有放緩的跡象，主要因為全球製造業增速回落。根據 WTO 公佈的全球季度貿易量統計數據，2019 年第 2 季全球商品貿易量僅增長 0.2%¹，而 2018 年同期增長 3.5%。WTO 公佈的世界貿易展望指標在 11 月維持疲弱水平，僅為 96.6，遠低於該指數 100 的分界線，顯示低於平均增長率。特別是分項指標出口訂單指數位於 97.5 的收縮水平，顯示 2020 年全球貿易增長或進一步放緩。

2019 年年初至今全球主要經濟體經濟增長動力整體上呈現疲弱趨勢。受累於減稅刺激政策效果消退，2019 年首 3 季美國經濟按年增長 2.3%，大幅低於 2018 年全年 2.9% 的增速(圖表 2)。同期中國、歐元區、日本以及英國的經濟分別增長 6.2%、1.2%、1.0%及 1.5%，而 2018 年全年則分別增長 6.6%、1.9%、0.8%及 1.4%。許多新興市場經濟體的經濟增長亦低於預期，包括印度、墨西哥、俄羅斯和眾多商品出口經濟體。

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

圖表 2: 全球主要經濟體 GDP 增長 (%)

實質 GDP 按年增長	2017 年	2018 年	2019 年首 3 季
美國	2.4	2.9	2.3
中國	6.9	6.6	6.2
歐元區	2.5	1.9	1.2
日本	2.0	0.8	1.0
英國	1.9	1.4	1.5

來源: 彭博、農銀國際證券

2019 年年初至今全球通脹水平因經濟增長疲弱和能源價格回落保持溫和水平。由於工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心通脹整體上亦維持溫和態勢。雖然失業率大幅改善，但大多數發達經濟體的核心通脹未達到央行目標。在新興經濟體中，大多數因經濟增速放緩導致核心通脹低於 2% 水平。然而，少數新興經濟體因貨幣貶值部分抵消了能源價格回落所引致的通脹下行壓力。儘管由於豬肉價格攀升，中國整體 CPI 從 2018 年的 2.1% 上漲至 2019 年首 10 月的 2.6%，但同期核心通脹率仍溫和，僅為 1.7%，而 2018 年為 1.9%。

由於全球通脹低迷及經濟增長放緩，全球主要央行的貨幣政策基本採取寬鬆態勢。美聯儲在 2019 年首 10 月將聯邦基金目標利率下調 3 次至 1.50%-1.75% 區間，美聯儲亦結束資產負債表的縮減，並轉為資產負債表的擴張。在 9 月份貨幣政策會議上，歐洲央行決定將存款利率下調 10 個基點，進一步加深負利率，並宣佈重啟量化寬鬆政策。英倫銀行及日本央行繼續維持其寬鬆貨幣政策立場，並保持利率水平不變。中國人民銀行亦放鬆了貨幣政策，降低了 OMO、MLF 和 LPR 的利率。在新興市場和發展中經濟體中，一些國家的央行自 4 月以來亦下調了政策利率。

2020 年全球經濟增速或保持疲弱

展望未來，有見於全球貿易摩擦持續，經濟和政治政策的高度不確定性或進一步削弱全球供應鏈，打擊商業和消費者信心以及投資增長，我們預期 2020 年全球經濟增長或保持疲弱態勢。考慮到全球經濟增速放緩以及貿易摩擦持續，WTO 預測 2019 年及 2020 年全球貨物貿易量增速將由 2018 年的 3.0% 分別降至 1.2% 及 2.7%。根據國際貨幣基金組織 2019 年 10 月發表的最新《世界經濟展望》，2019 年及 2020 年全球經濟預計分別增長 3.0% 及 3.4%，比 4 月發表的《世界經濟展望》分別下調 0.3 個百分點及 0.2 個百分點(圖表 3)。由於我們預期全球主要經濟體在 2020 年經濟增速放緩，我們相信 IMF 或在下一期《世界經濟展望》進一步下調 2020 年全球經濟增長預測。經濟合作與發展組織在 11 月發表的《經濟展望》裡亦將 2019 年及 2020 年全球經濟增長預測從 5 月預計的 3.2% 及 3.4% 下調至 2.9% 及 3.0%。

有見於美國財政刺激效果減退，中美貿易糾紛持續以及全球經濟放緩，我們預期 2020 年美國經濟增速由 2019 年我們估計的 2.3% 回落至 1.9%。雖然家庭支出或以較快的速度增長，但企業固定資產投資和出口仍將保持疲軟，料拖累經濟增長。貨幣政策方面，隨著中美貿易衝突持續導致經濟前景轉弱，如果美國維持對中國進口商品的關稅水平不變，我們預期美聯儲在 2020 年減息 1 次。然而，如果美國決定對中國進口的商品提高關稅，我們預期美聯儲將在 2020 年減息 2 次。如果美國削減對中國的關稅規模或稅率，美聯儲或在 2020 年維持利率不變。同時，我們估計美聯儲至少在 2020 年 2 季度持續擴張其資產負債表。

隨著中美貿易摩擦持續、工業產出增速疲弱以及房地產限制措施難於放鬆，中國經濟料維持放緩態勢。我們維持中國經濟 2019 年及 2020 年分別增長 6.1% 及 5.9% 的預測不變。貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏鬆的貨幣政策以穩定經濟增長。人民銀行預計將保持流動性充裕以支持對民營企業及中小企業的信貸供給。隨著經濟下行壓力加大，我們預期人民銀行或在 2020 年繼續宣佈下調 RRR 及降低 OMO、MLF 及 LPR 利率。我們預期中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施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 2020 年歐元區的經濟增速或由 2019 年估計的 1.2% 略微減慢至 1.0%，主要因為外需回落、全球貿易摩擦持續、以及內部政局不穩等因素影響出口及商業投資意欲。歐元區政治風險仍高企，包括與英國潛在的無協議脫歐，以及意大利及西班牙政局動盪。根據歐洲央行的 10 月份貨幣政策會議，歐洲央行



於 2019 年 11 月 1 日重啟每月 200 億歐元的資產購買計劃，並根據需要持續量化寬鬆措施。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。有見於歐元區疲弱的經濟增長前景以及持續的低通脹水平，我們預計歐洲央行將維持其主要再融資利率在 0.00% 的紀錄低位。此外，由於英國無序脫歐的可能性仍存在，我們預期 2020 年英國經濟增速或由 2019 年估計的 1.4% 減慢至 1.2%。

受累於消費稅上調拖累私人消費、全球貿易保護主義升溫、以及企業投資增長疲弱，我們預計日本 2020 年的經濟增長或由 2019 年估計的 0.9% 回落至 0.6%。2019 年 10 月開始的消費稅由 8.0% 上調至 10.0% 將拖累經濟增長。有見於通脹前景仍疲弱及當前通脹水平遠低於日本央行 2.0% 的目標，我們預期 2020 年日本的超寬鬆貨幣政策或維持不變，日本央行短期政策利率料維持在 -0.10% 的負利率水平不變。

圖表 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測 (%)

實質 GDP 按年增長	2018 年	2019 年預測	2020 年預測
美國	2.9	2.3	1.9
中國	6.6	6.1	5.9
歐元區	1.9	1.2	1.0
日本	0.8	0.9	0.6
英國	1.4	1.4	1.2
世界(國際貨幣基金組織)	3.6*	3.0*	3.4*
世界(經濟合作與發展組織)	3.5 [#]	2.9 [#]	3.0 [#]

來源: 國際貨幣基金組織, 經濟合作與發展組織, 彭博, 農銀國際證券估計

注釋: *代表國際貨幣基金組織的估計及預測

[#]代表經濟合作與發展組織的估計及預測



中國經濟展望

農銀國際經濟師姚少華



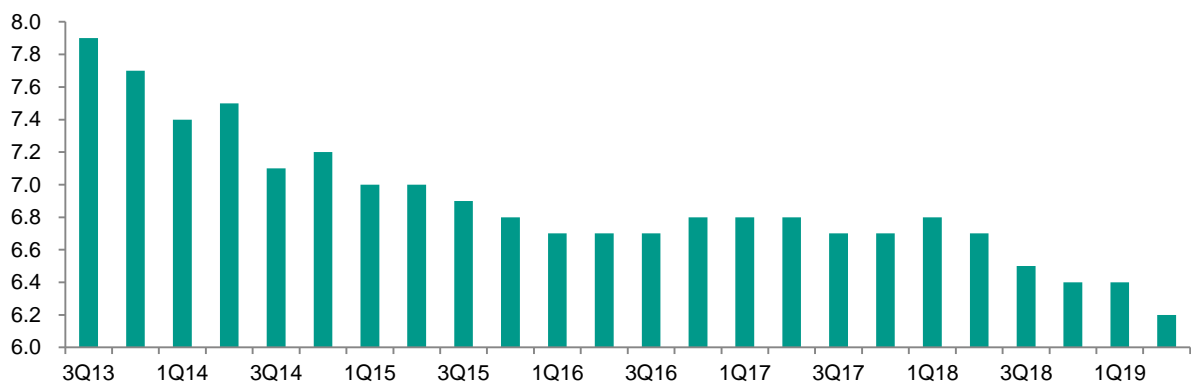
2020 年中國經濟展望

- 受累于中美貿易摩擦升溫、製造業活動放緩以及工業企業盈利惡化，2019 年年初以來中國經濟增長持續放緩。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 2019 年前 3 季經濟增長 6.2%，較 2018 年同期 6.7% 的增速回落
- 展望未來，有見於中美貿易摩擦仍持續、工業產出增速疲弱，以及房地產調控措施仍偏緊，我們相信 2020 年中國經濟增長或繼續放緩。整體上我們預期 2020 年中國 GDP 增長 5.9%，略低於 2019 年 6.1% 的預估增速
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2020 年將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。我們預計 2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.80% 及 4.70%。2020 年底大型存款類金融機構的 RRR 料跌至 12.0%，而中小型金融機構的 RRR 料跌至 10.0%
- 我們預期 2020 年中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及加速基建投資方面。我們預期 2020 年政府會再錄得小幅財政赤字，約佔國內生產總值 4.0%

中國經濟增長首 10 月放緩

受累于中美貿易摩擦升溫、製造業活動放緩以及工業企業盈利惡化，2019 年年初以來中國經濟增長持續放緩。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 2019 年前 3 季經濟增長 6.2%²，較 2018 年同期 6.7% 的增速回落(圖表 1)。國內生產總值各個組成部分的分析顯示，消費開支仍是 2019 年前 3 季經濟增長的主要推動力，為整體經濟增長貢獻 3.8 個百分點。投資貢獻 1.2 個百分點，而貨物及服務淨出口亦貢獻 1.2 個百分點。

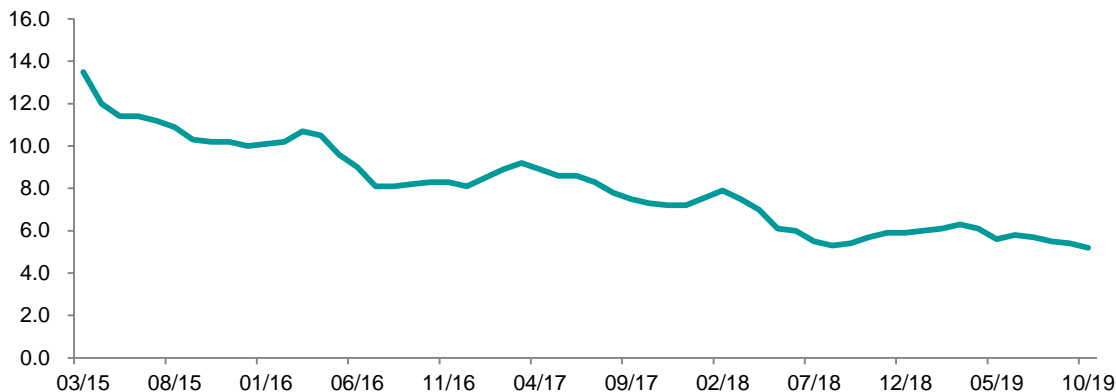
圖表 1: 中國 GDP 增長(%)



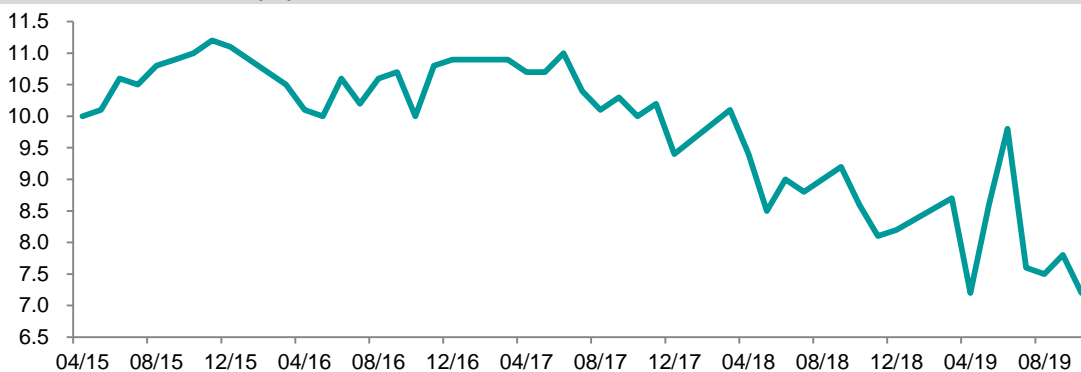
來源: 國家統計局, 農銀國際證券

²除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

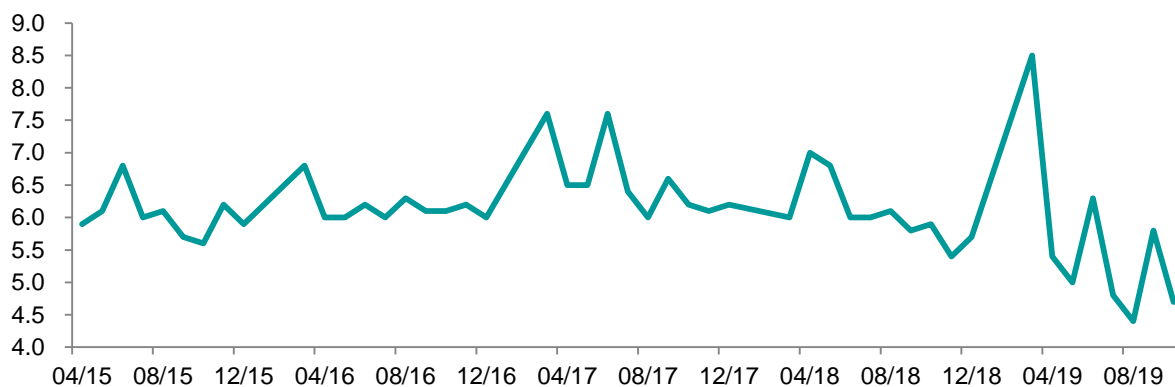
與 2018 年相比，2019 年首 10 個月內需表現較疲弱，投資及社會消費品零售銷售增速均放緩。城鎮固定資產投資繼 2018 年增長 5.9% 後，2019 年首 10 個月回落至 5.2%，主要因為中美貿易摩擦導致製造業及民間投資放緩(圖表 2)。同期社會消費品零售銷售亦由 9.0% 放緩至 8.1%，主要因為汽車購置稅優惠措施退出導致汽車消費增速大幅放緩(圖表 3)。從供給側看，內地實質工業產出增長由 2018 年的 6.2% 回落至 2019 年首 10 個月的 5.6%(圖表 4)。

圖表 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

圖表 3：中國零售銷售增長(%)


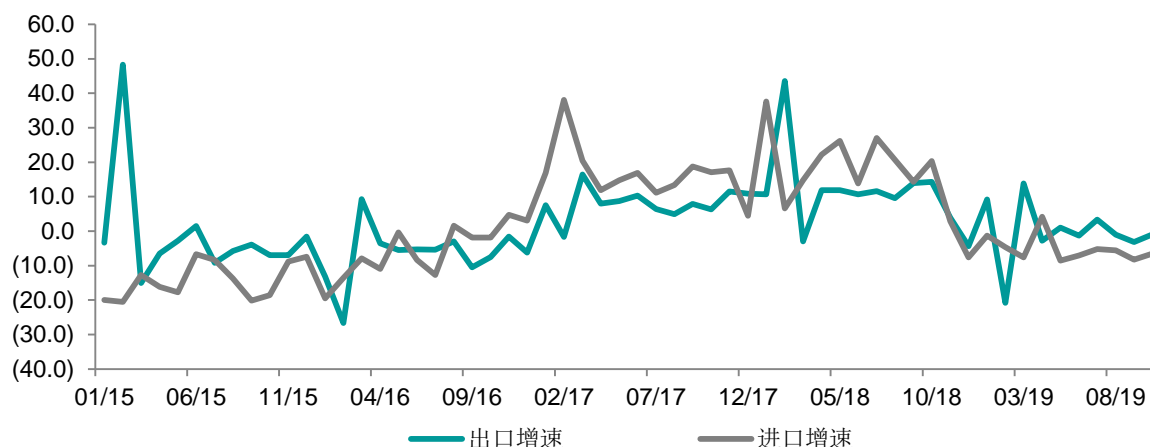
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 4：中國工業產出增長(%)


來源: 國家統計局、農銀國際證券

外需方面，由於中美貿易摩擦升溫，2019年首10個月出口與進口均顯著回落。儘管人民幣貶值支持出口增長，但以美元計價2019年首10個月出口仍下跌0.2%，遠低於2018年9.9%的出口增幅(圖表5)。同期進口下跌5.1%，亦遠低於2018年15.8%的進口增幅。由於進口大幅下跌，2019年首10個月貿易盈餘由2018年同期的2528億美元擴大至3403億美元。

圖表 5：中國出口及進口增長 (%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

2019年首10個月CPI與PPI通脹繼續偏離。由於食品價格特別是豬肉價格反彈，2019年前10個月CPI通脹由去年的2.1%回升至2.6%。然而，同期PPI通脹則由2018年的3.5%大幅回落至-0.2%，主要因為內需較疲弱以及較高的基數效應。

貨幣政策方面，2019年年初至今人民銀行採用了中性偏鬆的態勢，以期穩定經濟增長。2019年首10月人民銀行實施了3次降準來降低實體經濟融資成本。儘管人民銀行維持基準利率不變，但OMO、MLF及LPR利率水平均趨於回落。2019年10月廣義貨幣供給(M2)的增速由2018年同期的8.0%反彈至8.4%，2019年首10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2018年同期的16.2萬億人民幣上升至19.4萬億人民幣。

2020年中國經濟增速或放緩

展望未來，有見於中美貿易摩擦仍持續、工業產出增速疲弱，以及房地產調控措施仍偏緊，我們相信2020年中國經濟增長或繼續放緩。整體上我們預期2020年中國GDP增長5.9%，略低於2019年6.1%的預估增速(圖表6)。值得指出的是，上述預測是基於我們對中美貿易戰的基準預估，即2020年美國將維持對中國商品的現有關稅不變。如果美國調高或調低對中國商品的關稅水平，我們的預測將做出相應的調整。即使美國調高對中國商品關稅，我們認為中央政府推行的寬鬆財政政策及中性偏鬆的貨幣政策將防止經濟大幅下滑。

內需方面，隨著地方政府專項債券可作為重大基建項目的資本金和部分基建項目的最低資本金比例已經調低，基建投資有望在2020年低位回升。房地產調控政策仍將從嚴，以及房地產銷售料增長乏力，房地產投資在2020年或小幅回落。製造業投資在減稅降費及融資成本降低下料保持平穩。我們預計2020年整體固定資產投資或由2019年估計的5.2%回落至5.0%。儘管個稅改革措施的實施將提振消費開支的增長，但由於居民可支配收入增長放緩以及CPI通脹高企，2020年社會消費品零售銷售的增長料維持疲弱態勢。我們預計2020年零售銷售增速或由2019年估計的8.1%回落至7.8%。外需方面，雖然中美兩國就貿易摩擦仍在舉行雙邊談判，但中美貿易的糾紛料為中國2020年的貿易增速帶來很大的不確定性。我們預計2020年中國貿易的增速仍保持疲弱態勢，出口及進口的增速或由2019年估計的-0.5%及-5.0%分別小幅回升至0.5%及-4.0%。

圖表 6：經濟預測

經濟指標	2018 年	2019 年預測	2020 年預測
實質 GDP 增長, %	6.6	6.1	5.9
固定資產投資增長, %	5.9	5.2	5.0
零售銷售增長, %	9.0	8.1	7.8
以美元計出口增長, %	9.9	-0.5	0.5
以美元計進口增長, %	15.8	-5.0	-4.0
工業產出增長, %	6.2	5.5	5.0
消費物價通脹, %	2.1	2.8	3.5
生產物價通脹, %	3.5	-0.2	-0.5
M2 增長, %	8.1	8.5	8.5
社會融資規模, 10 億人民幣	19,260	21,000	23,000
新增人民幣貸款, 10 億人民幣	16,170	17,000	18,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.8785	7.0000	6.9000

來源: 國家統計局, 中國人民銀行, 農銀國際證券預測

有見於食品價格上漲，特別是豬肉價格因非洲豬瘟供應偏緊保持高位，2020 年 CPI 通脹或由 2019 年預計的 2.8%反彈至 3.5%。我們預計豬肉價格在 2020 年上半年保持高位，下半年隨著供應恢復將有所回落，因此 2020 年 CPI 或呈現前高後低的態勢。由於大宗商品價格走勢回軟以及內需疲弱，2020 年 PPI 通脹或由 2019 年預計的-0.2%進一步下跌至-0.5%。我們相信 2020 年 CPI 與 PPI 通脹將繼續偏離。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2020 年將繼續維持中性偏松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民營企業以及中小企業的信貸。我們預計 2020 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別增長約 5.9%及 9.5%達至 18.0 萬億人民幣及 23.0 萬億人民幣。另外，儘管我們預期人民銀行在 2020 年將維持基準利率不變，但貨幣當局或下調 OMO、MLF 及 LPR 等政策利率水平。我們預計 2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.80%及 4.70%。有見於經濟增長放緩，我們預期 2020 年人民銀行將繼續定向下調 RRR。我們預計 2020 年年底大型存款類金融機構的 RRR 為 12.0%，而中小型金融機構為 10.0%。2020 年底廣義貨幣供給(M2)預計增長 8.5%。匯率方面，由於美國或繼續加息，我們預期 2020 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.9000 左右，而 2019 年年底預計為 7.0000。

我們預期 2020 年中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及加速基建投資方面。近期中國出臺了適當調整基礎設施項目最低資本金比例的政策。港口、沿海及內河航運項目，項目最低資本金比例由 25%調整為 20%。此外，公路、鐵路、城建、物流、生態環保、社會民生等領域的補短板基礎設施項目，在投資回報機制明確、收益可靠、風險可控的前提下，可以適當降低項目最低資本金比例不超過 5 個百分點。由於財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2020 年政府會再錄得小幅財政赤字，約佔國內生產總值 4.0%。



投資策略

農銀國際研究部主管陳宋恩



2020 投資策略

走出平庸，達致非凡 研發成關鍵要素

我們的觀點

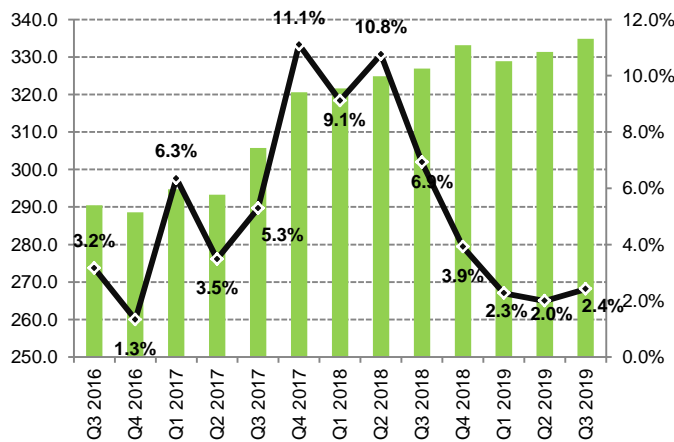
- 發達經濟體增長動力減弱正在蔓延至亞洲國家
- 負實際利率環境正在從歐元區和日本蔓延至美國
- 中國公司提供的高收益債券和股票吸引了發達經濟體的投資者
- 2018-19 年度現實世界中的壓力測試(例如貿易戰、科技戰、主要工業國家的經濟增速放緩等等)可幫助投資者確定表現出色的企業

我們的策略

- 追蹤中國的聰明資金流向
- 長期看好高等教育和職業教育服務
- 選擇研發強度高的長期贏家

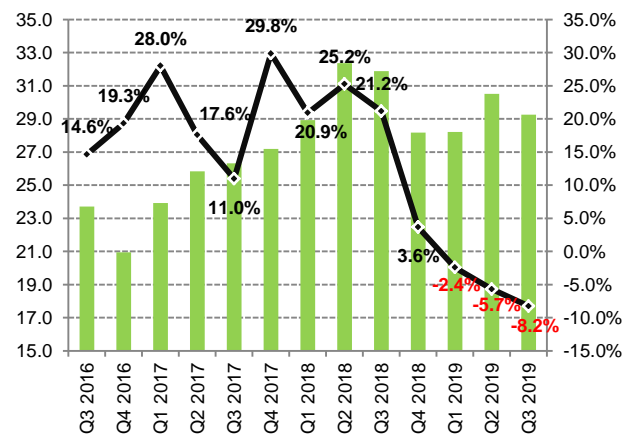
受全球經濟放緩的不利影響，跟蹤全球股票市場 MSCI 世界指數的銷售和盈利增長勢頭正在減弱。MSCI 世界指數的銷售和盈利增長放緩始於 2018 年第 3 季度，並在 2019 年繼續。2019 年全球 PMI 下降趨勢表明，銷售和盈利增長的減弱將延續至 2020 年。2020 年，北亞和南亞的形勢並不樂觀。自 2019 年第 3 季度以來，中國、日本、韓國、東盟和中國臺灣的 3 個月移動平均製造業 PMI 指數已降至 50 以下。東盟、印度和澳大利亞 2019 年製造業 PMI 指數已確立下降趨勢。

圖表 1: MSCI 世界指數 - 全球經濟放緩拖累全球藍籌股銷售增長



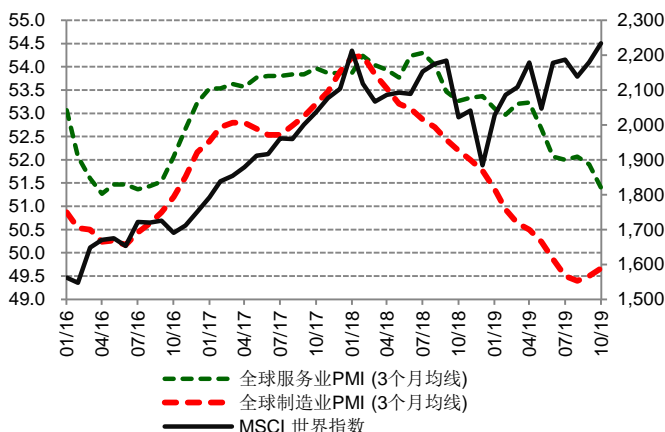
左軸：截至季度末的過去 12 個月的每股銷售(美元)
右軸：% 同比變化
來源：彭博、農銀國際

圖表 2: MSCI 世界指數 - 自 2019 年第 1 季度以來出現了收益下降的趨勢



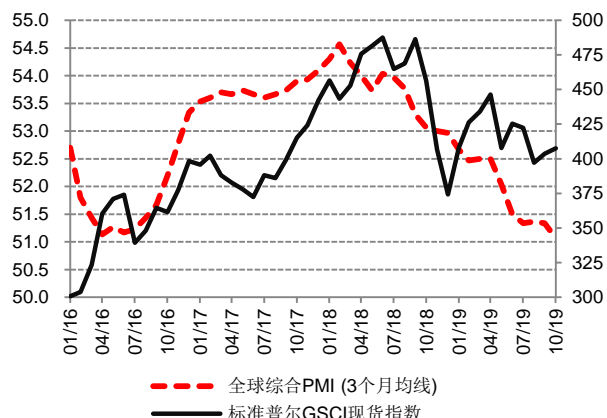
左軸：截至季度末的過去 12 個月的每股收益(美元)
右軸：% 同比變化
來源：彭博

圖表 3: 全球製造和服務業 PMI 指數(左)與 MSCI 世界指數(右) - 股市指數與宏觀經濟趨勢呈現相反方向帶來股市風險



我們使用 PMI 的 3 個月移動平均值來說明趨勢
來源: 彭博, IHS Markit、農銀國際證券

圖表 4: 全球綜合 PMI 指數(左) vs. 標普 GSCI 現貨指數(右) - 綜合 PMI 和商品指數呈下降趨勢



我們使用 PMI 的 3 個月移動平均值來說明趨勢
來源: 彭博, IHS Markit

推動服務業以緩衝製造業放緩是一個短期解決方案。主要工業國製造業 PMI 的相關分析表明高度相關。這有兩個含義：第一，一個主要工業國製造業活動的放緩將在很大程度上蔓延到其他國家。第二，沒有主要工業國的共同努力，單靠單個工業國是很難扭轉局面的。包括中國在內的一些工業國家試圖擴大其第三產業，以緩解製造業活動放緩帶來的不利影響。我們認為這是一個短期解決方案，因為歐元區、美國、英國和中國等一些工業國家的非製造業採購經理人指數和製造業採購經理人指數的相關性很高。簡單地說，第二產業的放緩遲早會對第三產業產生不利影響。

圖表 5: 主要經濟體的 PMI 相關性 - 經濟體之間製造業的高相關性，而他們的非製造業的低相關性

製造業 PMI	經濟體					非製造業 PMI	經濟體				
	美國	中國	歐元區	日本	英國		美國	中國	歐元區	日本	英國
美國	1.00	0.63	0.75	0.82	0.63	美國	1.00	0.35	0.35	0.17	0.23
中國	0.63	1.00	0.83	0.73	0.72	中國	0.35	1.00	0.59	0.25	0.35
歐元區	0.75	0.83	1.00	0.85	0.81	歐元區	0.35	0.59	1.00	0.29	0.57
日本	0.82	0.73	0.85	1.00	0.69	日本	0.17	0.25	0.29	1.00	0.06
英國	0.63	0.72	0.81	0.69	1.00	英國	0.23	0.35	0.57	0.06	1.00

2016 年 6 月至 2019 年 10 月相關性分析

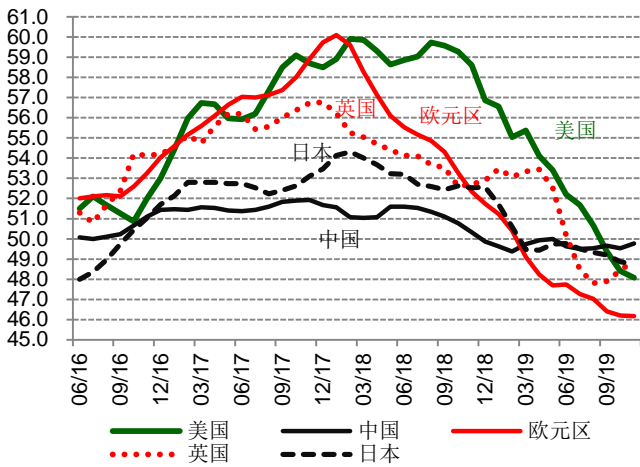
來源: 國家統計局、Institute of Supply Management, IHS Markit、彭博、農銀國際證券

圖表 6: 主要國家製造業活動與非製造業活動的相關性

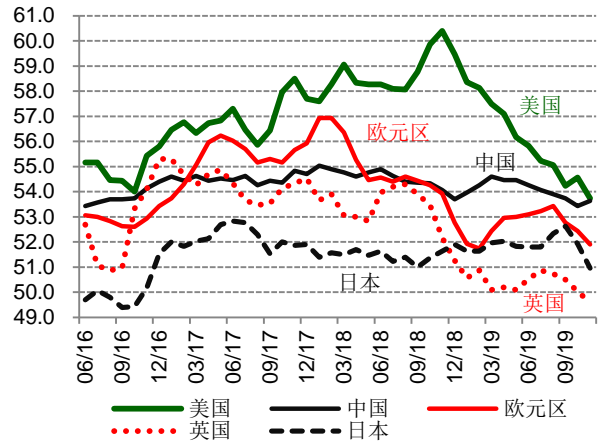
地區	參數	參數	相關係數	備註
歐元區	Markit 製造業 PMI	Markit 服務業 PMI	0.80	製造業活動與非製造業高相關
美國	ISM 製造業 PMI	ISM 非製造業 PMI	0.72	
英國	Markit 製造業 PMI	Markit 服務業 PMI	0.65	中等相關
中國	NBS 製造業 PMI	NBS 非製造業 PMI	0.59	
日本	Markit 製造業 PMI	Markit 服務業 PMI	0.22	製造業活動與服務業低相關

2016 年 6 月至 2019 年 10 月相關性分析

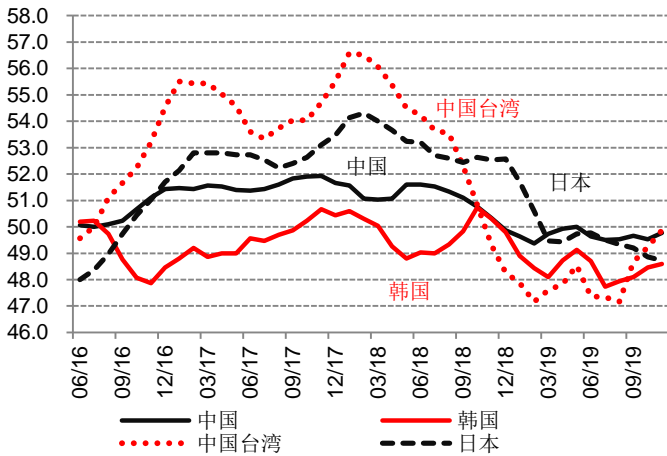
來源: 國家統計局, Institute of Supply Management, IHS Markit, 彭博, 農銀國際證券

圖表 7: 世界 5 大經濟體 製造業 PMI (3 個月移動平均線): 下降趨勢持續


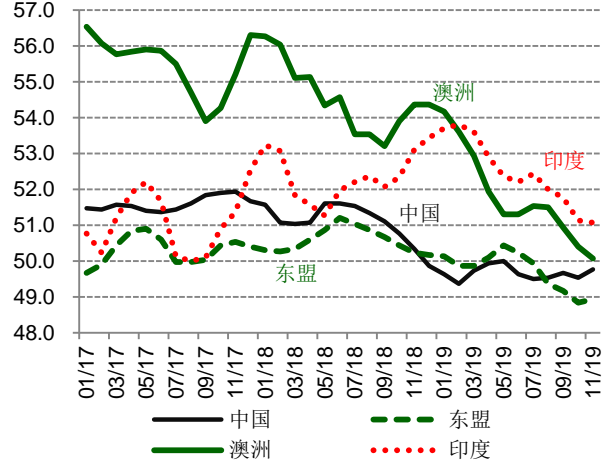
我們運用 PMI 3 個月移動平均數來說明趨勢
 來源: 國家統計局, Institute of Supply Management, IHS Markit, 彭博, 農銀國際證券

圖表 8: 世界 5 大經濟體非製造業 PMI (3 個月移動平均線): 製造業活動放緩對非製造業活動產生不利影響


我們運用 PMI 3 個月移動平均數來說明趨勢
 來源: 國家統計局, Institute of Supply Management, IHS Markit, 彭博, 農銀國際證券

圖表 9: 北亞經濟體製造業 PMI (3 個月移動平均線): 製造業活動收縮


我們運用 PMI 3 個月移動平均數來說明趨勢
 來源: 國家統計局、IHS Markit、彭博、農銀國際證券

圖表 10: 中國、印度、東盟、澳大利亞製造業 PMI (3 個月移動平均線): 東盟製造業活動收縮比中國嚴重


我們運用 PMI 3 個月移動平均數來說明趨勢
 來源: 國家統計局、IHS Markit、彭博、農銀國際證券

負實際利率環境正在全球蔓延。在美國於 2019 年下半年 3 次降息後,美聯儲已將實際聯邦基金利率調整至接近零的水平(聯邦基金利率區間為 1.50-1.75%,但 2019 年 10 月核心 PCE 價格通脹率為 1.59%)。歐洲央行(ECB)和日本央行(BOJ)已連續兩年多維持負實際利率。歐元區和日本的最新經濟數據表明,負實際利率實施多年後,對負實際利率環境的邊際刺激效應正在減弱。美聯儲降低實際聯邦基金利率的邊際效應將在 2020 年產生首個全年效應。

2019 年下半年,中國和發達經濟體(如美國、歐元區、日本和英國)的 PPI 呈下降趨勢,2020 年成本推動型通脹風險不高。發達經濟體正在應對 2020 年的通縮風險,而不是通脹風險。在中國,由於食品價格飆升,自 2019 年 7 月以來,2 年國債收益率一直低於 CPI,但高於核心 CPI(不包括食品和能源)。我們預計,發達經濟體投資者對高收益債券和高收益股票的需求在 2020 年將保持強勁,因為那裡的低實際利率和負利率環境將在 2020 年繼續存在。

圖表 11: 主要央行總資產變動 - 2018 年至 2019 年, 全球經濟遭受主要央行資產負債表縮減或增長放緩之苦

中央銀行	2017 年末 (YoY)	2018 年末 (YoY)	10/2019 末 (YoY)	1-10/2019 (Ytd)	評論
人民銀行	5.6%	2.6%	0.4%	(3.5%)	為負變化
美聯儲	(0.1%)	(8.4%)	(2.9%)	(1.4%)	下降速度減緩
歐洲中央銀行	22.1%	4.4%	1.2%	0.3%	增長減弱
日本央行	9.4%	5.9%	4.3%	4.3%	穩定膨脹

來源: 人民銀行、美聯儲、歐洲央行、日本央行、彭博、農銀國際證券

圖表 12: 核心通脹率(不包括燃料和食品)、(同比變化%) - 低核心通脹率為央行調整貨幣政策提供了更有利的條件

核心通脹	12/2018	6/2019	10/2019
中國核心 CPI	1.8	1.9	1.5
美國核心 PCE	1.97	1.61	1.59
歐元區	0.9	1.1	1.1
日本核心 CPI	0.1	0.3	0.3

來源: 國家統計局、Bureau of Economic Analysis、Eurostat、彭博、農銀國際證券

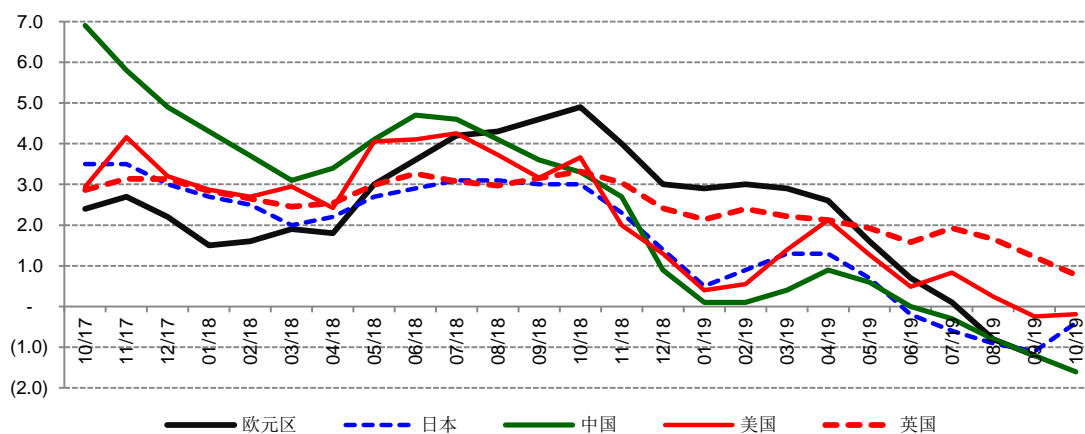
圖表 13: 實際國債收益率-美國實際收益率接近零

	10 年期政府債券收益率(%)	最近期核心通脹率(%)	預計實際債券收益率(%)
中國	3.20	1.50	1.70
美國	1.76	1.59	0.17
日本	(0.09)	0.30	(0.39)
英國	0.70	1.70	(1.00)
歐元區	(0.35)	1.10	(1.45)

預計實際收益率=名義收益率減去核心增長率

來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 14: 全球前 5 大經濟體 PPI 趨勢顯示 2020 年全球通縮風險增加 (同比變化%)



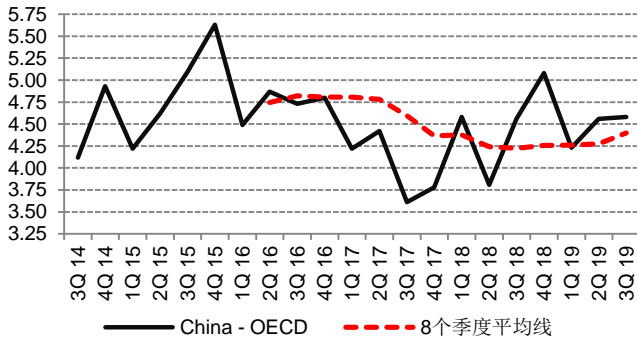
來源: 彭博

未來兩年, 中國與經合組織(OECD)的增長差距仍然很大, 超過 4 個百分點, 這促使全球基金增加在華在岸證券(債務或股權)的配置。儘管中美貿易戰導致市場對中國經濟放緩的擔憂, 這將阻礙投資者在中國投資, 但這種擔憂可能有些過頭。從全球投資者的角度來看, 當他們考慮中國這樣一個國家的經濟增長時, 他們會考慮相對增長率而不是絕對增長率。中國與發達經濟體之間的巨大 GDP 增長差距, 加上中國資本及金融市場的開放政策, 這兩個因素繼續吸引著全球企業或投資者增加對中國的投資。2019 年 1-9 月, 非金融類外國直接投資同比增長 2.9%, 至 1,007.8 億美元, 2018 年同比增長 3.0%。中國允許外國證券公司、期貨公司、資產管理公司和保險公司在未來幾年內持有中國業務的多數股權。這些開放政策將吸引更多的金融類外國直接投資。

2019 年前 11 個月，通過滬深港股通北上的境外投資者淨買入了約 2,788 億元人民幣的 A 股，自滬深港通開通以來，累計淨買入 9,264 億元人民幣的 A 股。此外，境外機構已將持有的中國在岸債券從 2017 年底的 9,742 億元人民幣增至 2018 年末的 15,070 億元人民幣和 2019 年 11 月末的 18,706 億元人民幣。

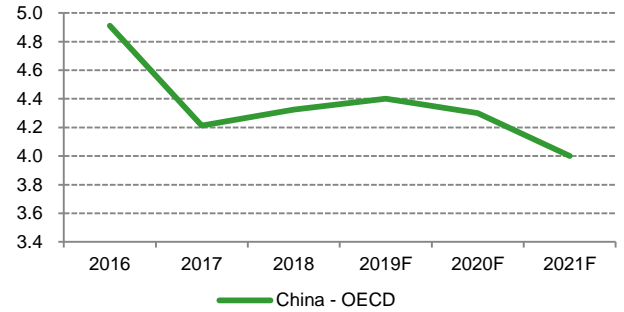
與此同時，中國內地投資者通過滬深港通在 2019 年前 11 個月淨買入了約 2,080 億港元的港股，自滬深港通開通以來，累計淨買入 10,172 億港元的港股。

圖表 15: 中國相對於 OECD 的季度實際 GDP 增長率(百分點)-中國 GDP 減去 OECD GDP 增長率的差距正在穩定在約 4.25 百分點



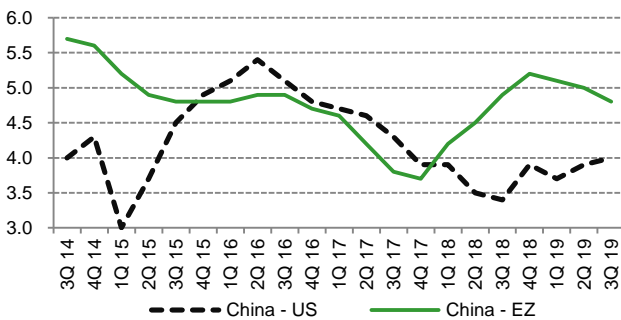
China-OECD: 中國 GDP 增長率減去 OECD GDP 增長率
來源: OECD、農銀國際證券

圖表 16: 中國相對於經合組織(OECD)的年度實際 GDP 增長率(百分點)- 預計未來幾年增長差距將縮小至約 4.0 百分點



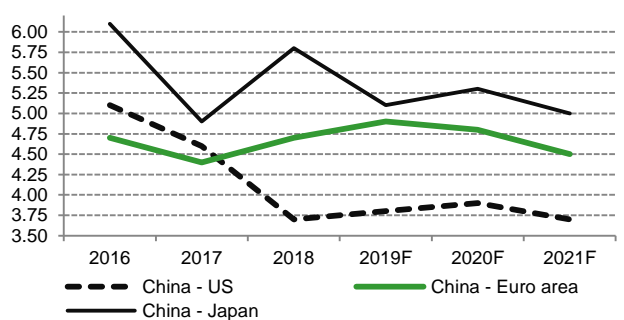
China-OECD: 中國 GDP 增長率減去 OECD GDP 增長率
來源: OECD、農銀國際證券

圖表 17: 中國相對於美國和歐元區的季度實際 GDP 增長(百分點)-中美 GDP 增長差距過去 4 個季度正在回升



China-US: 中國 GDP 增長率減去美國 GDP 增長率
China-EZ: 中國 GDP 增長率減去歐元區 GDP 增長率
來源: OECD、農銀國際證券

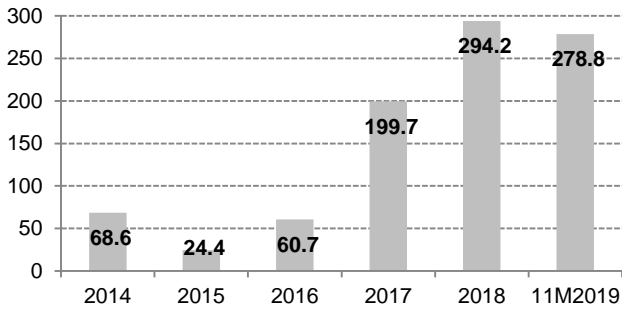
圖表 18: 中國相對於美國，歐元區和日本的年度實際 GDP 增長率(百分點)-預計 2020-2021 年間的差距將縮小



China-US: 中國 GDP 增長率減去美國 GDP 增長率
China-EZ: 中國 GDP 增長率減去歐元區 GDP 增長率
China-Japan: 中國 GDP 增長率減去日本 GDP 增長率
來源: OECD、農銀國際證券



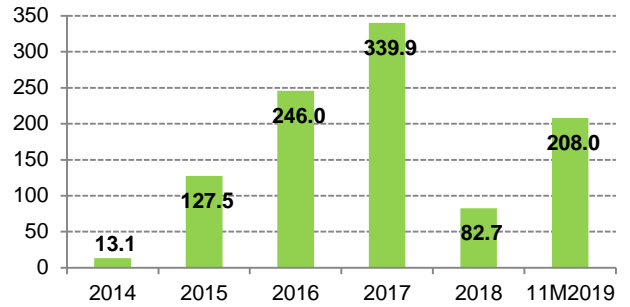
圖表 19: 境外投資者通過北向滬深港股通年度淨買入 A 股 (RMB10 億元)-離岸投資者正在 A 股市場中增持股份



11M2019:1-11/2019

來源: 香港交易所、彭博、農銀國際證券

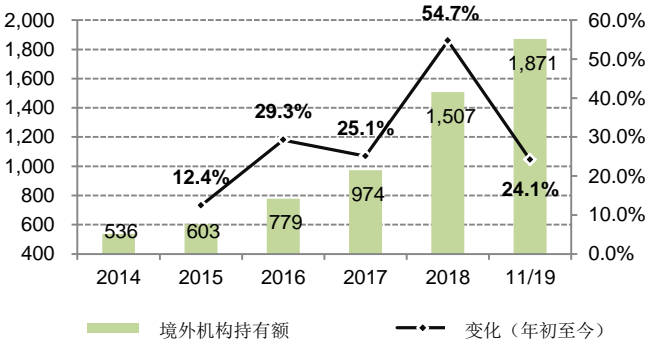
圖表 20: 中國內地投資者通過南向滬深港股通年度淨買入港股 (HK\$10 億)-中國內地投資者正在增加對香港股票的投資



11M2019:1-11/2019

來源: 香港交易所、彭博、農銀國際證券

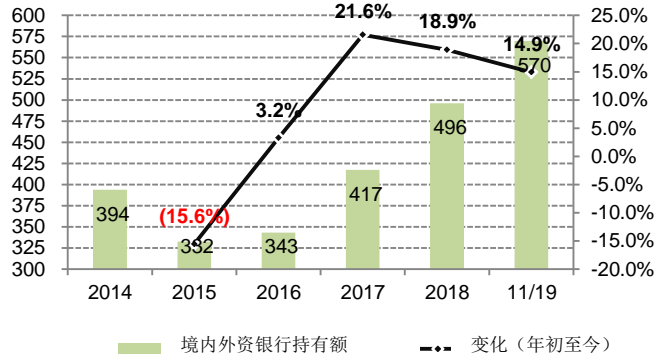
圖表: 境外機構持有的中國境內債券(RMB10 億元)



2019 年 11 月數據為年初至今變化

來源: 國家外匯管理局、彭博、農銀國際證券

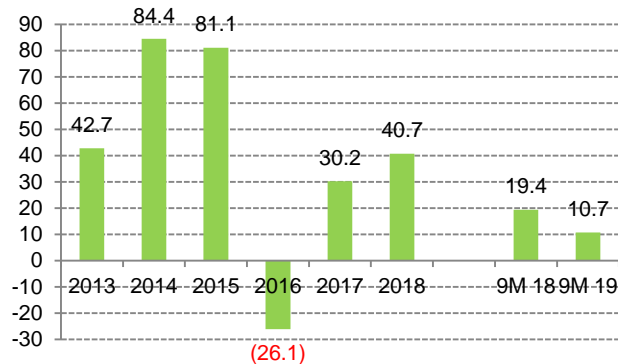
圖表: 境內外資銀行持有的中國境內債券(RMB10 億元)



2019 年 11 月數據為年初至今變化

來源: 國家外匯管理局、彭博、農銀國際證券

圖表 21: 外國投資者對中國金融機構的直接淨投資*(億美元) - 預計 2020-21 年金融外國直接投資將增加

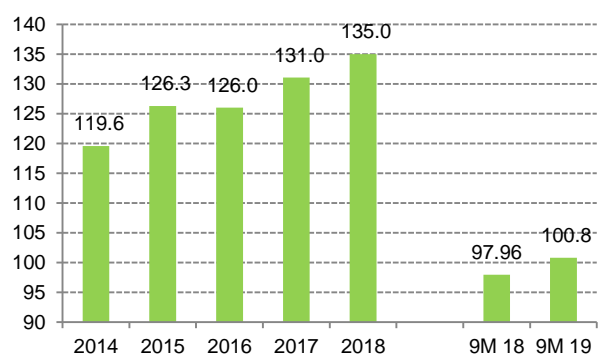


淨投資 = 流入減去流出

注*: 指外國投資者對具有 10%或以上投票權的被投資企業的投資(債券或股權)

來源: 國家外匯管理局、農銀國際證券

圖表 22: 中國非金融類外國直接投資(10 億美元)



來源: 國家外匯管理局、農銀國際證券

我們通過理解中國面對的經濟挑戰尋找投資機會

擴大高等教育和職業教育服務是保持經濟增長的長期解決方案之一。擴大第三產業可有效吸收剩餘勞動力或擴大就業，但由於第三產業就業人均附加值相對較低，將在中長期內拖累經濟增長勢頭。據國家統計局第 4 次全國經濟普查公報，2018 年第三產業就業總人數 33,388 萬人，相當於第二產業勞動力的 1.68 倍。第三產業的擴張成功地創造了就業機會。

根據國家統計局的數據，我們估計 2018 年第二產業人均名義國內生產總值為 184,226 元，第三產業人均名義國內生產總值為 140,643 元。2018 年，第三產業從業人員人均名義國內生產總值相當於第二產業從業人員人均名義國內生產總值的 76.3%。這個巨大的差距不容易縮小。

儘管第三產業在 2018 年和 2019 年前 9 個月分別創造了 53% 和 54% 的名義國內生產總值，但第三產業相對較低的經濟增加值正在對未來的經濟增長勢頭構成重大威脅。我們認為，長遠的解決辦法是提高包括高等教育和職業教育在內的教育質和量，以增加對第二和第三產業的高附加值勞動力供應。從這個角度出發，我們對高等教育和職業教育服務業持長期的積極態度。

圖表 23: 中國部分主要行業人均名義國內生產總值

	2018 年 名義 GDP 值 (RMB 億元)	佔總 GDP	2018 年 就業人員 (萬人)	佔第二、三 產業總 就業人數	名義 GDP 值/ 從業人員 (RMB/人)	評論
第二產業	364,835	39.7%	19,867	37.3%	184,226	較高人均附加值
製造業	264,820	28.8%	12,109	22.7%	218,703	勞動密集型 和較高附加值
建築業	61,808	6.7%	6,759	12.7%	91,440	
其他 (如公用事業)	38,207	4.2%	999	1.9%	394,198	
第三產業	489,701	53.3%	33,388	62.7%	140,643	較低人均附加值
房地產業	59,846	6.5%	1,441	2.7%	415,427	較高附加值
金融業	69,100	7.5%	1,832	3.4%	377,265	
信息傳輸、軟件和信息技術服務業	32,431	3.5%	1,056	2.0%	307,258	勞動密集型 但較低附加值
交通運輸、倉儲和郵政業	40,550	4.4%	2,608	4.9%	155,496	
租賃和商務服務業	24,427	2.7%	2,589	4.9%	94,336	
批發和零售業	84,201	9.2%	10,452	19.6%	80,562	
住宿和餐飲業	16,023	1.7%	2,942	5.5%	54,460	
其他服務業	163,122	17.7%	10,469	19.7%	132,987	
第二、三產業	854,536	93.0%	53,255	100.0%	156,901	

備註：

第二產業和第三產業的名義 GDP 值是最終值數據，但其子行業的 GDP 值是初值數據

用人單位包括法人從業人員和自雇人員

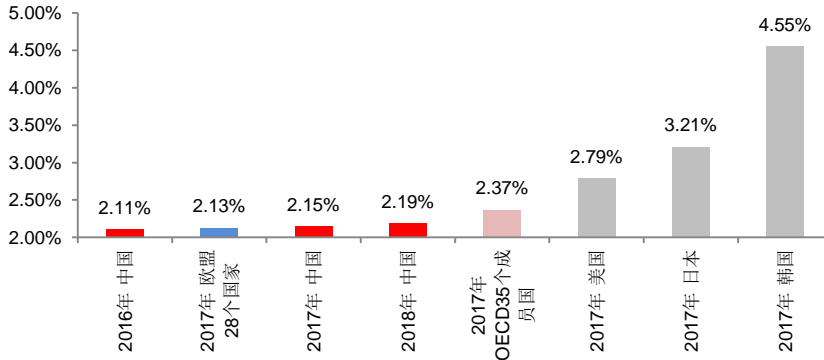
來源：國家統計局，第 4 次全國經濟普查公報 (第 2 號)、農銀國際證券

研發強度的提高是在本地和全球市場競爭中區分贏家和輸家的關鍵因素。貿易戰、技術戰、金融戰、對外開放政策、公平競爭環境是改變行業競爭格局、轉移企業經營重心、導致企業失敗的因素。投資者的注意力也很容易轉移到這些因素上。我們預計這些因素最終將轉化為激烈的市場競爭。地區和企業應對國內外市場競爭加劇的有效手段之一是不斷增強自身競爭力。

我們相信中國政府意識到提高競爭力的重要性。中國已將研發強度(國家研發費用/GDP 或 行業研發費用/行業收入)從 2016 年的 2.11% 提高到 2018 年的 2.19%。中國的研發強度已超過歐盟，但仍遠低於經合組織、美國、日本和韓國。

根據國家統計局第 4 次全國經濟普查公報，2018 年，大型工業企業的研發強度為 1.23%，但僅有 28% 的受訪大型企業開展過研發活動。我們估計每個企業的研發人員平均為 28 人。調查結果指出了大多數大型工業企業的根本弱點，在未來競爭加劇的情況下，大多數企業將被擠出市場。從投資的角度出發，我們建議投資者留在對研發活動有強烈承諾的行業和企業，因為他們將有更高的生存機會和獲取更多的市場份額。

一方面，中國行業維度較廣，有助於分散經濟風險，推動經濟增長，但同時也將稀釋各產業配置的研發資源。從投資的角度，我們考察了各個行業的研發費用和研發強度，以篩選出在全球市場競爭上可能獲勝的行業。2016-18 年度這 3 年，計算機、通信設備及其他電子設備行業、電氣機械及設備行業、汽車行業、化工原料及化工產品、通用機械行業是研發費用最高的 5 大製造業。我們預期中國這些產業在未來全球市場競爭中具有較高的競爭力。

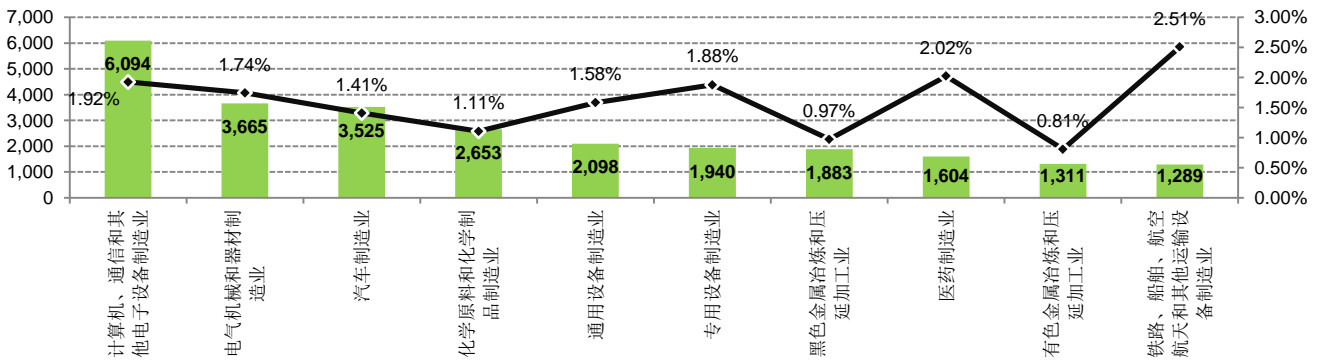
圖表 24: 主要國家研發強度


國家研發強度=研發費用/GDP

來源: 國家統計局、OECD、農銀國際證券

圖表 25: 2016-18 年度研發費用最高的 10 個製造業

左: 3 年研發費用(人民幣億元); 右: 研發強度(%)

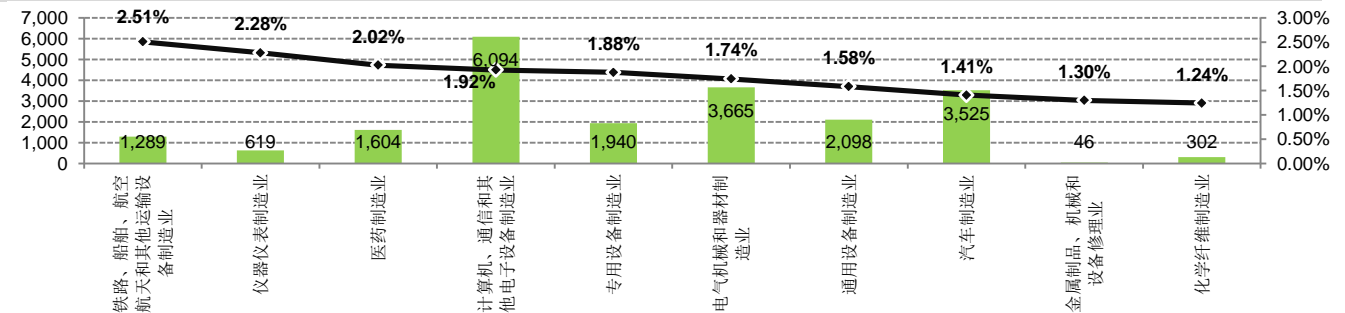


行業研發強度=研發費用/行業收入

來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 26: 2016-18 年度研發強度最高的 10 個製造業

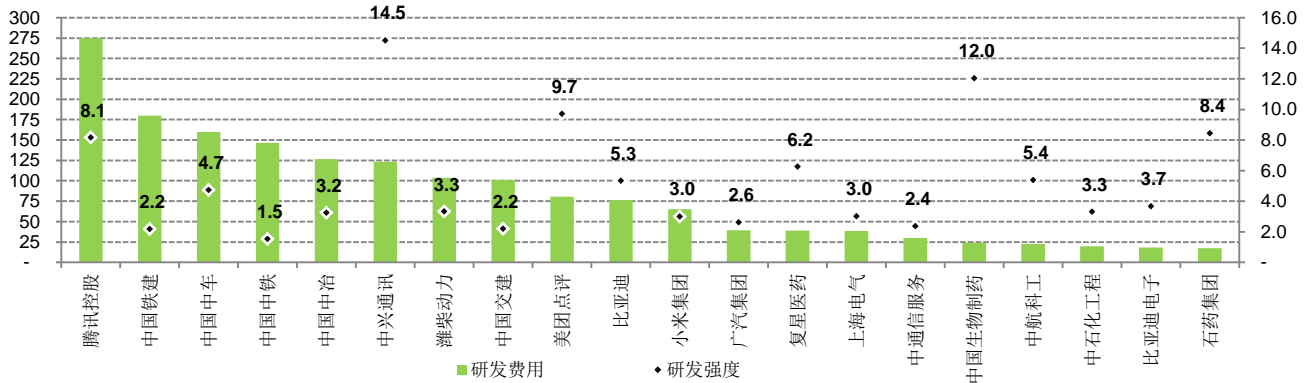
左: 3 年研發費用(人民幣億元); 右: 研發強度(%)



行業研發強度=研發費用/行業收入

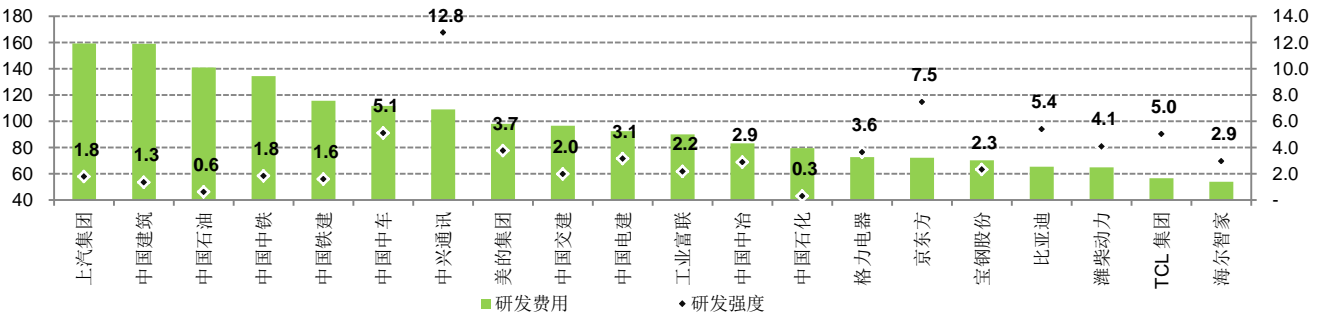
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 27: 恒生綜合指數最近一個財政年度研發費用最高 20 家上市公司
左：研發費用(人民幣億元)；右：研發強度(%)



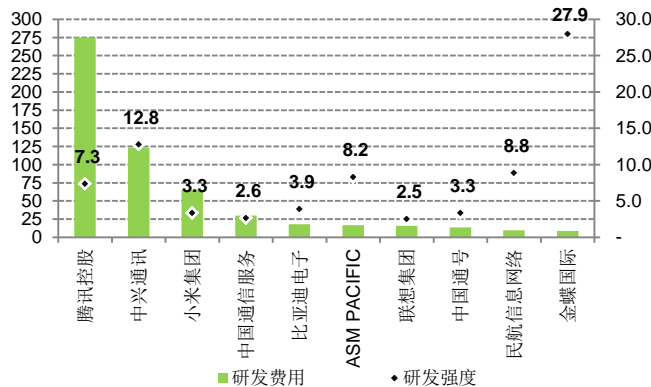
企業研發強度=研發費用/公司收入
根據 11 月末指數中的成分股做比較
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 28: 滬深 300 指數中最近一個財政年度研發費用最高的 20 家上市公司
左：研發費用(人民幣億元)；右：研發強度(%)



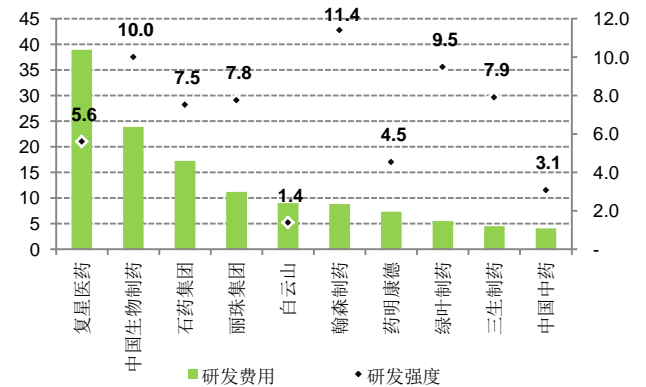
企業研發強度=研發費用/公司收入
根據 11 月末指數中的成分股做比較
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 29: 恒生資訊科技綜合指數最近一個財政年度研發費用最高 10 家上市公司
左：研發費用(人民幣億元)；右：研發強度(%)



企業研發強度=研發費用/公司收入
根據 11 月末指數中的成分股做比較
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 30: 恒生綜合健康指數最近一個財政年度研發費用最高 10 家上市公司
左：研發費用(人民幣億元)；右：研發強度(%)



企業研發強度=研發費用/公司收入
根據 11 月末指數中的成分股做比較
來源: 彭博、農銀國際證券

跟蹤中國各行業和地區的資金流動

考慮到經濟增速放緩，貨幣供應量增速與名義 GDP 增速匹配，有限的資金資源將配置到經濟和產業前景相對較好的地區或行業。儘管第二、三產業固定資產投資(FAI)增速放緩，但醫藥、教育服務業的 FAI 增速正在加快。此外，計算機、電信電子、專用機械、文化、體育娛樂、道路交通等行業的 FAI 增長相對較高，表明資金供應側對這些行業的前景持較樂觀態度。

在中國各地區中，廣東、江蘇、浙江、山東和北京是 2019 年 1-9 月和 2015-2018 年社會總融資增量前 5 位的地區。這反映公營資本和民營資本對這 5 個地區的積極經濟前景預期長期久保持不變。與此同時，資金提供者對於分配資金資源至大多數北部和西部地區仍然保持謹慎的態度。地區研發能力強，提高地區競爭力，吸引更多資金流入，促進區域經濟增長，能夠支持進一步增加研發投入，形成良好的經濟發展循環。

圖表 31: 中國第二和第三產業的固定資產投資 FAI(同比變化)- 跟蹤資本流動以瞭解在可預見的未來可能表現優異的行業

固定資產投資同比變動:	2018	1-10/2019	評論
第二產業	6.2%	2.3%	
電腦，電信與電子	16.6%	13.6%	高增長率但放緩
專用機械	15.4%	9.8%	高增長率但放緩
製藥業	4.0%	7.9%	適度的增長和加速
第三產業	5.5%	6.8%	
教育	7.2%	18.0%	高增長率和加速
文化，體育和娛樂	21.2%	13.8%	高增長率但放緩
公路運輸	8.2%	8.1%	增長穩定
鐵路運輸	(5.1%)	5.9%	正在恢復
衛生與社會工作	8.4%	3.5%	放緩

私人資本分別佔 2018 年及 2019 年首 10 個月固定資產投資總額的 62%及 57%

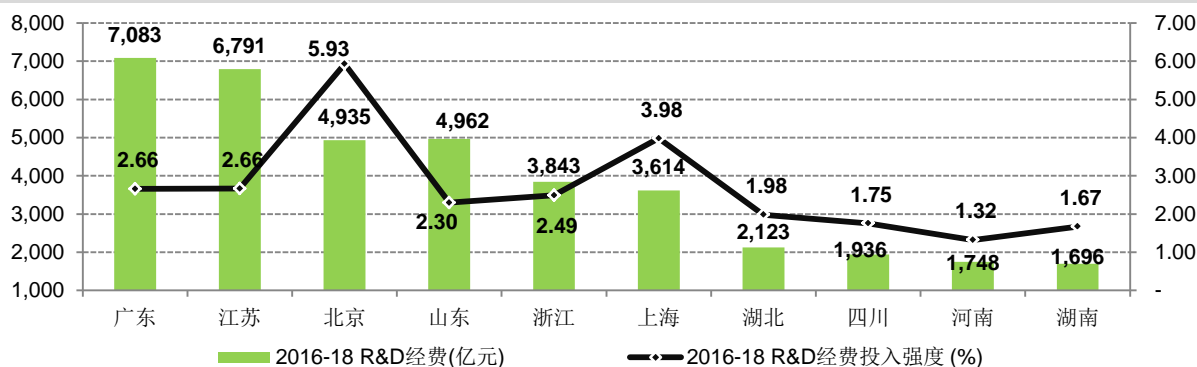
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 32: 2019 年 1-9 月前 10 大和後 10 大地區向實體經濟社會融資流量

前 10 大地區 地區社會融資規模增量			後 10 大地區 地區社會融資規模增量		
(人民幣億元)	1-9/2019	2018	(人民幣億元)	1-9/2019	2018
廣東	21,273	22,502	遼寧	2,859	3,796
江蘇	20,188	17,699	吉林	2,261	1,510
浙江	16,415	19,499	黑龍江	2,085	1,218
山東	11,811	9,225	新疆	2,071	836
北京	10,586	17,784	甘肅	1,497	2,347
河南	8,910	7,794	內蒙古	1,281	1,627
四川	7,909	8,087	青海	1,057	126
福建	7,661	5,620	海南	698	389
上海	7,091	5,765	寧夏	604	529
湖南	7,008	6,024	西藏	16	542

來源: 人民銀行、農銀國際證券

圖表 33: 2016-18 年度累計研發支出最大的 10 個省或地區 - 從長期來看，研發投資會擴大區域競爭力差距長三角地區(江蘇，浙江和上海)形成國家研發核心區域，超過了華南地區的廣東省高研發支出的省或地區，呈現較高社會融資規模增量



省或地區研發強度=研發費用/省或地區 GDP

來源: 國家統計局、農銀國際證券

香港股票市場展望

2019 年回顧：香港股市壓力測試

2019 年 1-11 月，恒生指數(HSI)在 24,896.87-30,280.12 區間波動，2019 年 1 月 3 日觸底，4 月 15 日觸頂。一系列負面事件給香港股市蒙上陰影——1 季度以來中美貿易戰升級、3 季度中美經濟增長放緩、2019 年下半年香港社會動盪、2019-20 年藍籌股盈利前景被下調。

這些負面事件實際上是對 2019 年下半年香港股市及其上市公司的壓力測試。2019 年 1-9 月或 2019 年第 3 季度的公司業績在很大程度上計入了這些負面因素。然而，2019 年下半年的恒生指數最低點仍高於 2019 年上半年，反映出投資者做出投資判斷變得更加理性。

鑒於目前的情況，公司業績或股價雖受到了負面因素影響，但我們認為，極端悲觀情景預期是不合理的，因為風險已經開始通過上市公司的最新業績能夠量化。從投資角度來看，這些已經出現的壓力測試在很大程度上幫助投資者識別出收益質量良好的上市公司。

圖表 34: 2018 年和 2019 年恒生指數市場估值

	高	低	期末
期間: 2018			
指數	33,484	24,541	25,846
市盈率	14.20	10.41	10.96
市淨率	1.67	1.22	1.29
股息率	2.99%	4.08%	3.88%
期間: 2019			
指數	30,280	24,896	27,900
預測市盈率	12.01	9.88	11.07
預測市淨率	1.31	1.07	1.20
預測股息率	3.43%	4.17%	3.72%

來源: 彭博、香港交易所、農銀國際證券預測

香港股市的相對估值顯示出一個便宜的估值

自 2013 年以來，恒生指數的市盈率一直比道瓊斯指數平均低約 28%。自 2019 年第 3 季度以來，折讓擴大到 44%(截至 11 月 26 日)。2019 年下半年折讓率上升的主要原因是香港本地因素(2019 年下半年的社會動盪和經濟衰退風險)。我們預計，隨著社會穩定和經濟復蘇，折讓率將在 2020 年縮小。如果折讓率降至歷史平均水平，恒生指數將上漲 28%。

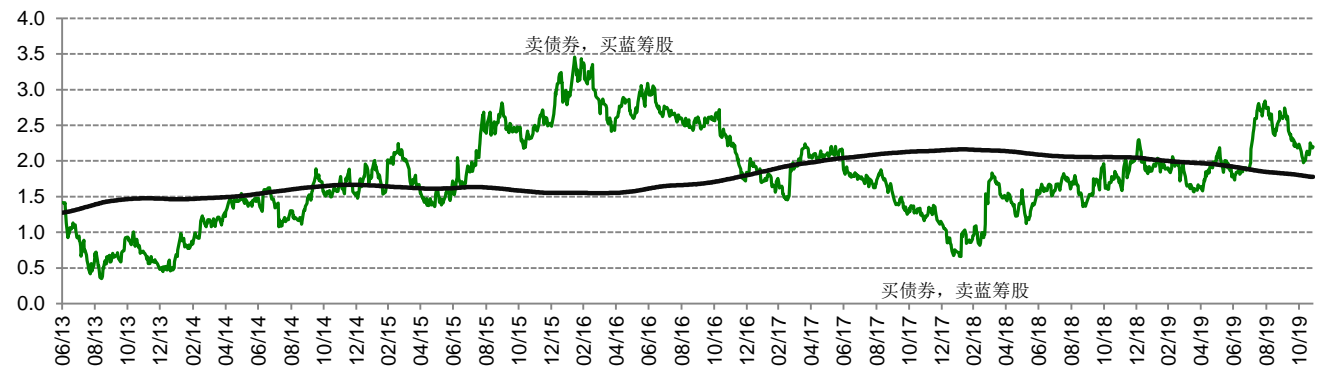
圖表 35: 相對估值 - 恒生指數市盈率 / 道瓊斯工業指數市盈率



黑線：這段時間的平均值；紅線：平均數加或減兩個標準差

2013 年至今平均值：0.717，標準差 0.057

來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 36: 收益率差距 - 恒生指數股息率減去 10 年期香港政府債券收益率(百分點)


黑線：750 天平均線

750 天平均收益率差：1.76 百分點；當前收益率差 2.197 百分點

來源：彭博、農銀國際證券

2020-2021 年恒生指數展望

我們對 2020 年及 2021 年香港股市持謹慎樂觀態度，理由如下。

1. 壓力測試的實際影響(如中美貿易戰、全球經濟放緩、香港社會動盪)在很大程度上反映在香港上市公司 2019 年的業績以及股價上。恒生指數的 12 個月平均權益回報率(截至 2019 年 9 月底)為 11.5%，而 2018 年為 11.9%。
2. 2017-2019 年上半年，中國企業及其國際同行在緊縮的貨幣環境中經營，中國、美國、歐元區和日本的央行限制或縮減資產負債表。美國和歐元的貨幣擴張政策始於 2019 年下半年。考慮到貨幣擴張政策 6-9 個月的滯後效應，我們預計 2020 年第 2 季度將開始出現積極影響。
3. 市場預計恒生指數藍籌股 2020 年的平均收益增長率約為 5%(2018 年為 6.4%，2019 年為 6.9%)，2020 年的資產回報率約為 11%(2018 年為 11.4%，2019 年為 11.7%)。市場對 2020 年的預期與近年來的趨勢一致，沒有過分樂觀或過分悲觀預期。這反映出市場在評估藍籌股 2020 年的收益時採取了更加務實的看法。
4. 2020 年，我們預計恒生指數的交易區間為 26,000-31,800 點，即 2020 年市盈率為 9.8-12.0x，2020 年市淨率為 1.05-1.28x 或 2020 年股息率為 4.2-3.4%。
5. 從全球投資者的角度來看，香港股市的弱點是藍籌股的盈利能力較國際基準指數低。預計 2019-21 年恒生指數的平均權益回報率維持在 11% 左右；美國標準普爾 500 指數和納斯達克 100 指數的平均權益回報率分別約為 19% 和 28%，中國滬深 300 指數和歐洲斯托克 50 指數的平均權益回報率分別約為 12% 和 12%。考慮盈利能力差異，恒生指數對美國指數有一定程度的折價是合理的，但恒生指數的估值應該與中國或歐洲的基準指數的估值靠近。

圖表 37: 恒生指數 2020-21 年的預測

期間: 2020 年	高	低	期末
指數	31,852	26,061	30,525
預測市盈率	12.00	9.82	11.50
預測市淨率	1.28	1.05	1.23
預測股息率	3.44%	4.20%	3.59%
期間: 2021 年	高	低	期末
指數	32,944	26,621	31,511
預測市盈率	11.50	9.29	11.00
預測市淨率	1.24	1.00	1.18
預測股息率	3.52%	4.35%	3.68%

來源：農銀國際證券預測

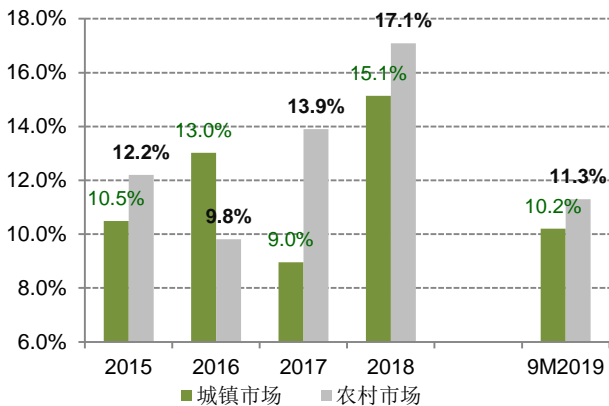
我們的偏好

高股息率股票仍然是首選。2020年，高股息率藍籌股仍是避險投資者的有利選擇。鑒於美國利率週期的下降趨勢以及歐元區和日本的負利率環境，高股息率藍籌股是發達經濟體追求股息率投資者的好選擇。中國保險市場的持續增長也將提振中國保險基金對高股息率股票的需求。任何市場深度調整都將是追求高股息率投資者的買入機會。

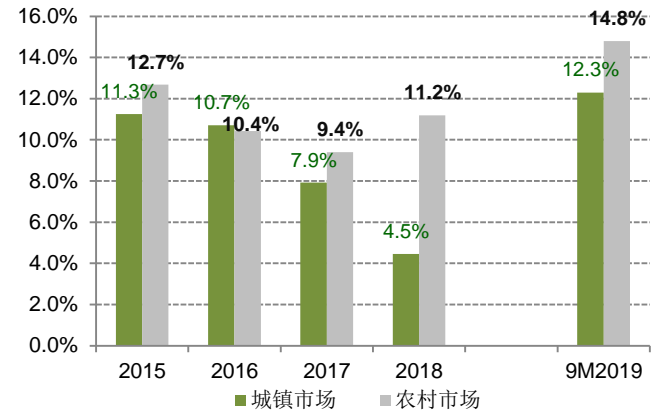
消費者正在尋求消費服務。第三產業已成為我國經濟的主導產業，政府推動刺激私人消費拉動經濟增長。根據2017-2019前9個月人均支出數據，家庭願意增加兩個領域的支出：1)醫療保健和2)教育、文化和娛樂。消費者在提高生活水平的強烈願望推動下，在服務方面的支出正在增加。我們預計這種消費行為趨勢將在未來幾年持續下去。

房地產開發和房地產竣工週期之間的相互作用帶來機會。新房竣工週期通常比新房開發週期晚3年。2012-2015年住宅地產開發項目投資週期呈下降趨勢，2016年見底，2016年至今呈上升趨勢。按3年建設週期計算，2016-18年，房地產竣工週期處於低位，2019年見底，2020-22年將進入上行週期。未來3年物業竣工週期的上升趨勢，對需求方面將產生以下影響：(1)家具、裝修材料、家電需求將增加；(2)業主入住新居後，汽車需求將增加；(3)未來幾年，物業管理服務業將在管理總建築面積增加的情況下大幅增長；(4)房地產開發商的報告收入將跟隨物業竣工週期並呈上升趨勢。

圖表 38：中國人均醫療保健消費支出(同比變化)

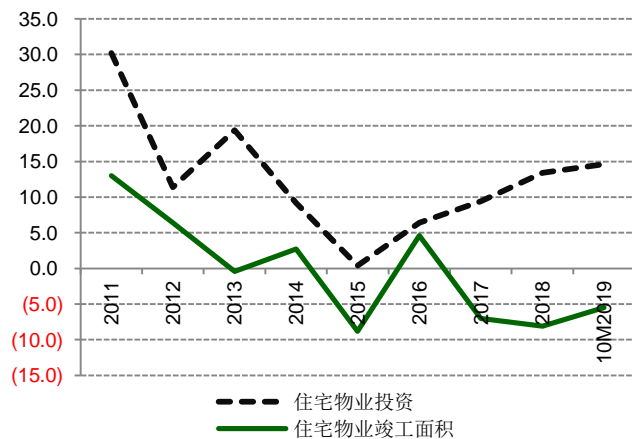


圖表 39：中國人均教育、文化和娛樂支出(同比變化)

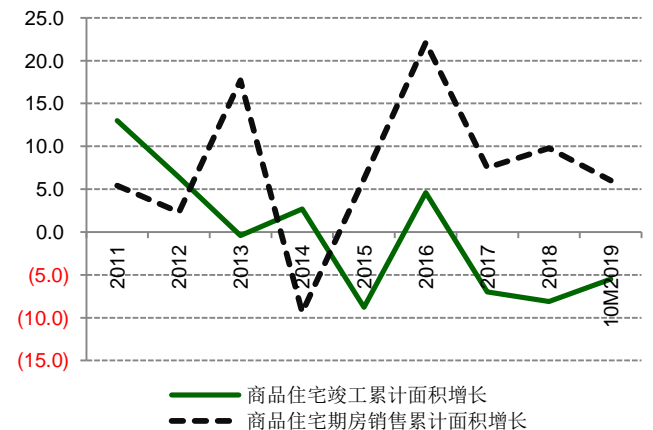


2018年和2019年1-9月，人均可支配收入分別同比增長8.7%和8.8%
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 40：中國住宅物業投資和竣工面積(同比變化%)
—住宅竣工面積將在2020-22年反彈



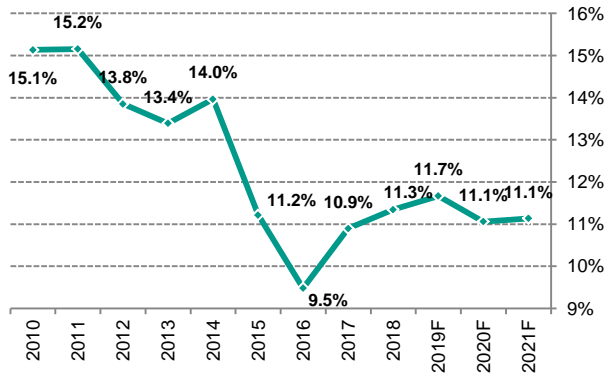
圖表 41：中國住宅新房預售面積和竣工面積(同比變化%)—
2016-17年預售的強勁增長，竣工面積將在2020年大幅反彈



以上數據為私人住宅, 10M2019: 1-10/2019
來源：國家統計局、農銀國際證券

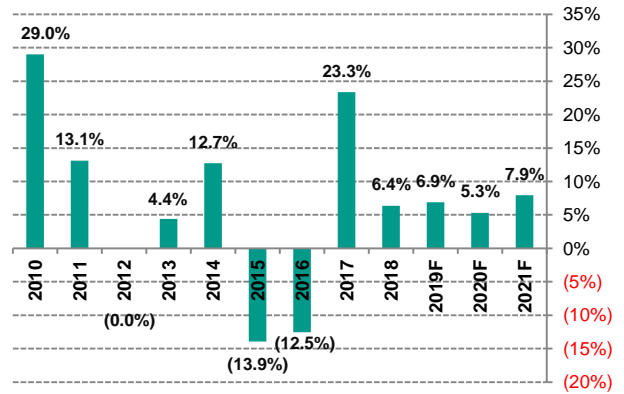
香港股票市場

圖表 42: 恒生指數平均股東權益回報率



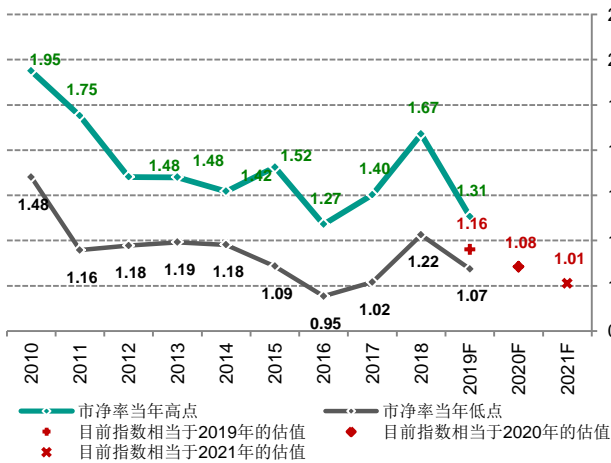
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 43: 恒生指數每股收益增長



來源: 彭博、農銀國際證券

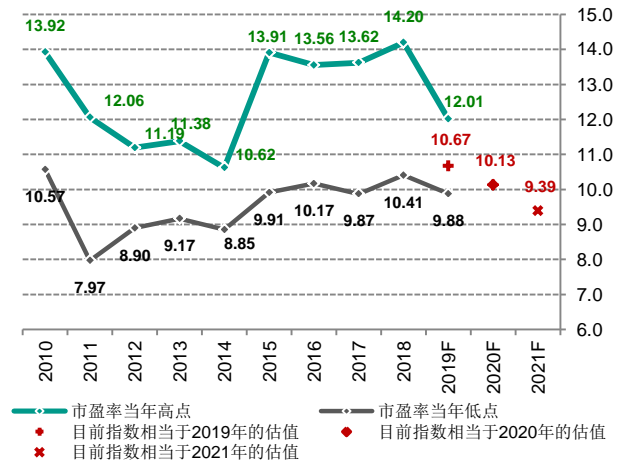
圖表 44: 恒生指數市淨率區間 (倍)



指數 26,914

來源: 彭博、農銀國際證券

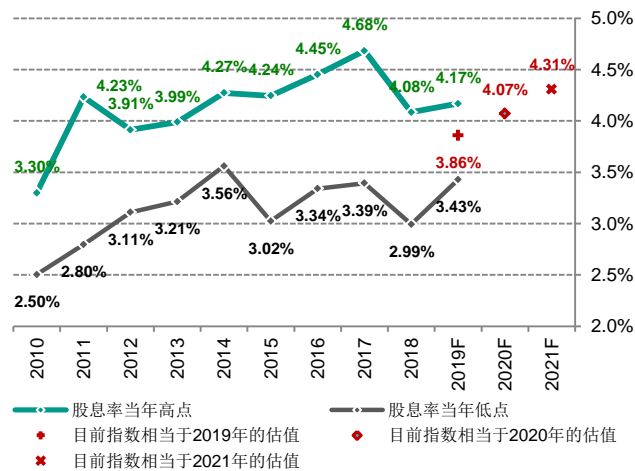
圖表 45: 恒生指數市盈率區間 (倍)



指數 26,914

來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 46: 恒生指數股息率

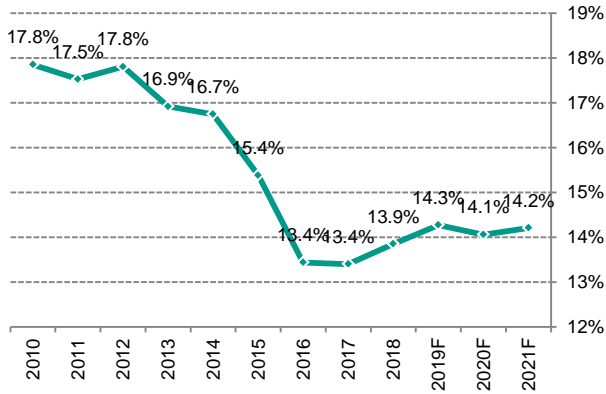


指數 26,914

來源: 彭博、農銀國際證券

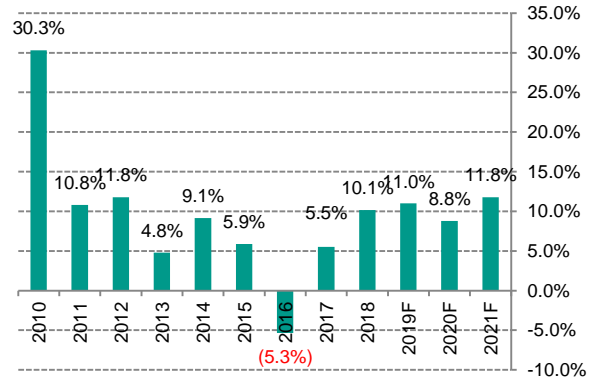
中國股市

圖表 47: SSE50 指數平均股東權益回報率



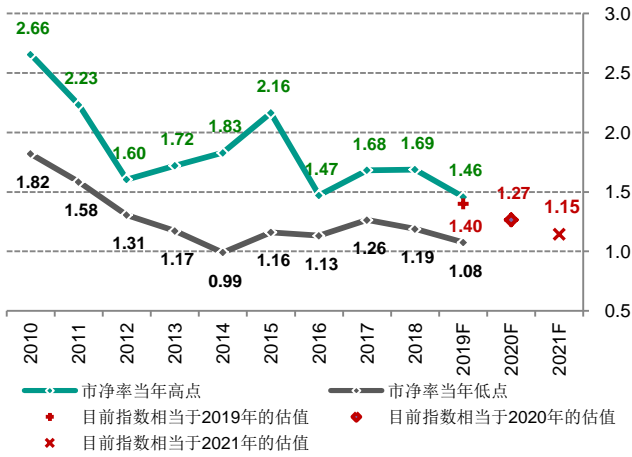
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 48: SSE50 指數每股收益增長



來源: 彭博、農銀國際證券

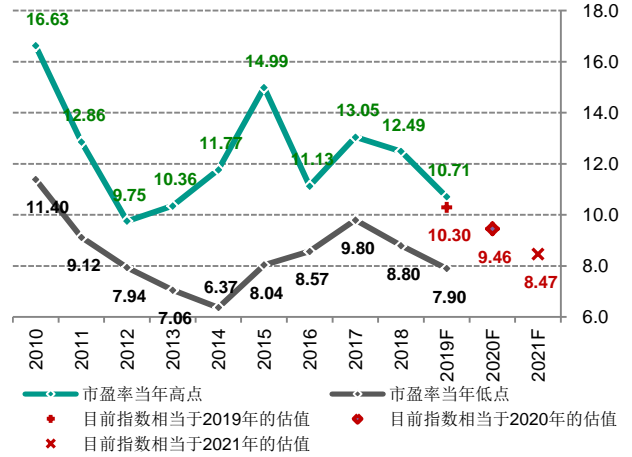
圖表 49: SSE50 市淨率區間 (倍)



指數 2,944

來源: 彭博、農銀國際證券

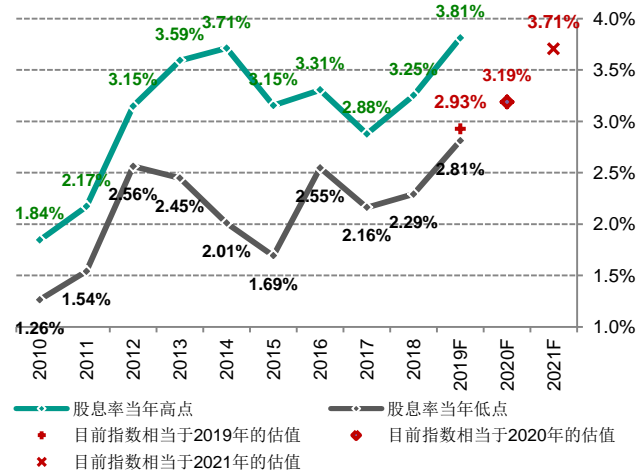
圖表 50: SSE50 指數 市盈率區間 (倍)



指數 2,944

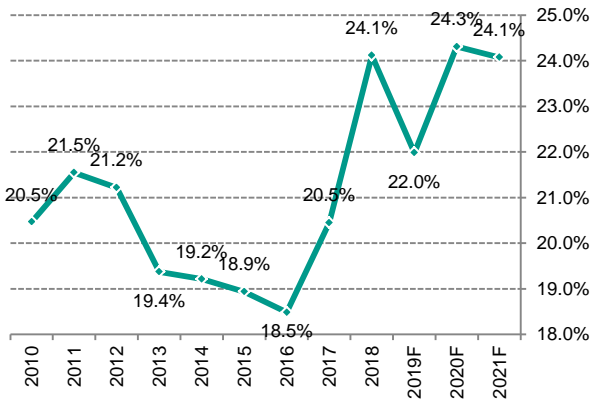
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 51: SSE50 指數 股息率

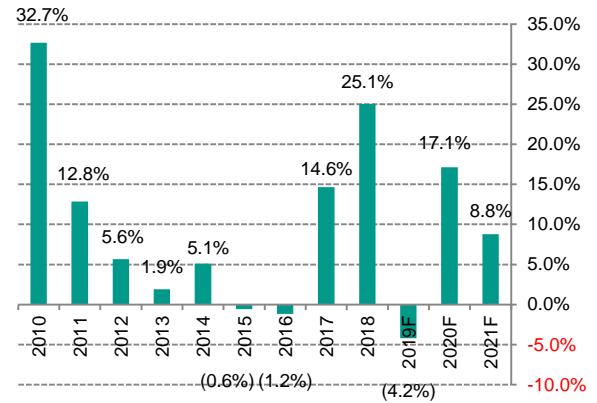


指數 2,944

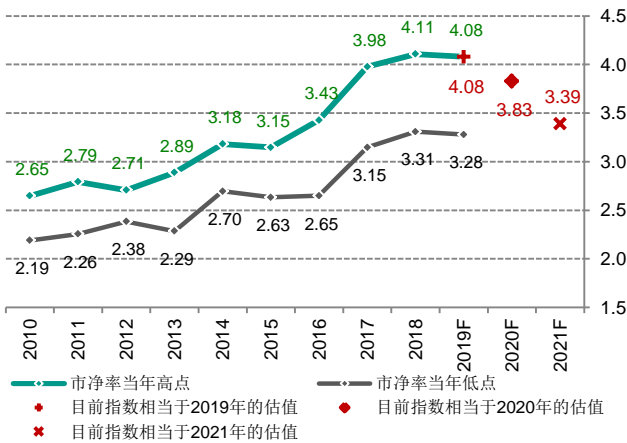
來源: 彭博、農銀國際證券

美國股票市場
圖表 52: 道指 ROAE 平均股東權益回報率


來源: 彭博、農銀國際證券

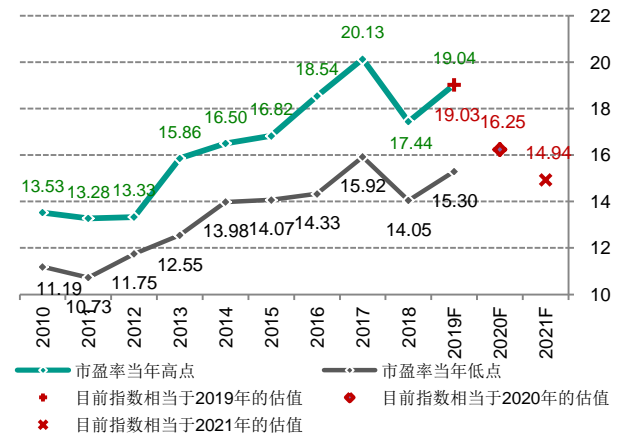
圖表 53: 道指 每股收益增長


來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 54: 道指 市淨率 區間 (倍)


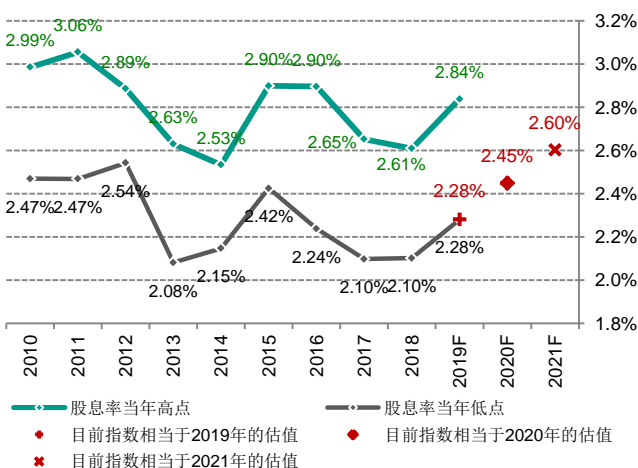
指數 28,164

來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 55: 道指 市盈率 區間 (倍)


指數 28,164

來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 56: 道指 股息率


指數 28,164

來源: 彭博、農銀國際證券



圖 57: 恒生指數成分股市場估值

代碼	股票名稱	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
2	中電控股	79.95	16.21	3.40	1.69	3.48	10.6	16.80	3.52	1.74	3.35	10.5	17.80	1.80	3.17	10.3
3	香港中華煤氣	14.88	27.35	4.72	3.56	2.12	13.2	28.78	4.96	3.69	2.01	13.0	30.62	3.81	1.89	12.8
6	電能實業	55.20	15.90	12.31	1.36	4.92	8.6	16.16	12.51	1.38	4.84	8.6	16.32	1.40	4.79	8.6
1038	長江基建集團	53.45	12.53	16.78	1.07	4.68	8.7	12.48	16.71	1.11	4.70	9.0	12.72	1.15	4.62	9.4
1113	長實集團	51.85	7.66	(0.91)	0.52	2.29	6.9	7.79	(0.92)	0.53	2.25	6.9	6.42	0.55	2.73	8.9
101	恒隆地產	16.14	13.70	2.33	0.50	3.04	3.7	14.37	2.45	0.51	2.90	3.6	15.36	0.52	2.71	3.4
12	恒基地產	37.65	10.83	6.33	0.55	2.35	5.1	10.65	6.22	0.56	2.39	5.3	11.20	0.57	2.27	5.1
16	新鴻基地產	113.00	8.77	2.36	0.52	3.08	6.0	8.91	2.40	0.54	3.03	6.2	9.43	0.56	2.86	6.0
17	新世界發展	10.20	9.86	1.03	0.42	2.08	4.4	10.96	1.14	0.44	1.87	4.1	11.83	0.45	1.73	3.9
1997	九龍倉置業	43.35	12.59	6.98	0.57	4.21	4.6	12.83	7.11	0.58	4.13	4.6	13.05	0.59	4.06	4.6
823	領展房產基金	79.25	23.83	3.18	0.87	0.48	3.6	25.66	3.43	0.86	0.45	3.4	27.54	0.87	0.42	3.2
83	信和置業	11.42	8.62	0.26	0.47	2.82	5.5	7.74	0.23	0.49	3.14	6.5	15.37	0.51	1.58	3.4
2007	碧桂園	11.14	4.07	0.29	0.95	7.45	25.6	4.63	0.33	1.15	6.55	27.5	5.29	1.42	5.73	29.9
688	中國海外發展	27.55	5.07	0.33	0.74	4.33	15.5	5.75	0.37	0.83	3.82	15.4	6.74	0.94	3.25	14.8
1398	工商銀行	5.53	5.11	0.84	0.60	5.98	12.2	5.45	0.89	0.65	5.61	12.5	5.75	0.71	5.31	13.0
939	建設銀行	6.20	4.69	0.78	0.56	6.52	12.4	4.98	0.83	0.61	6.14	12.8	5.27	0.67	5.80	13.3
3328	交通銀行	5.12	4.09	0.74	0.42	7.28	10.7	4.35	0.79	0.45	6.84	10.8	4.55	0.49	6.54	11.2
3988	中國銀行	3.11	4.07	0.77	0.43	7.65	10.9	4.31	0.82	0.46	7.23	11.1	4.51	0.50	6.91	11.5
11	恒生銀行	159.50	11.97	20.40	1.60	4.95	13.7	12.08	20.59	1.69	4.90	14.4	12.11	1.79	4.89	15.5
2388	中銀香港	26.50	8.08	2.62	0.86	6.00	10.9	8.37	2.72	0.91	5.80	11.2	8.58	0.97	5.65	11.5
5	滙豐控股	57.95	10.11	3.96	0.85	8.01	8.5	10.64	4.16	0.88	7.61	8.4	10.64	0.90	7.61	8.5
2318	中國平安	90.00	8.10	1.24	1.58	3.53	21.0	9.24	1.41	1.85	3.09	21.6	9.20	2.17	3.11	26.0
2628	中國人壽	19.88	10.25	(1.39)	1.12	4.00	11.4	11.35	(1.54)	1.22	3.62	11.2	8.80	1.33	4.66	16.4
1299	友邦保險	79.00	15.08	1.22	2.11	1.99	14.6	17.05	1.38	2.31	1.76	14.2	19.04	2.55	1.58	14.7
388	香港交易所	247.40	26.84	2.62	6.93	3.32	25.5	29.48	2.88	6.75	3.02	23.4	32.63	7.09	2.73	22.5

(下一頁繼續)



代碼	股票名稱	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
762	中國聯通	6.76	9.63	0.42	0.53	4.22	5.6	11.29	0.49	0.55	3.60	4.9	14.59	0.57	2.78	4.0
941	中國移動	59.40	9.84	12.58	0.90	5.78	9.4	10.01	12.81	0.95	5.68	9.7	9.99	0.99	5.70	10.2
700	騰訊控股	331.00	20.61	0.98	4.31	0.59	23.3	25.05	1.19	5.41	0.49	24.0	30.18	6.77	0.40	25.3
2018	瑞聲科技	55.30	16.70	0.68	2.49	2.81	15.7	19.16	0.78	2.77	2.45	15.1	25.98	3.04	1.81	12.0
2382	舜宇光學科技	129.10	21.20	0.67	6.24	1.18	33.1	26.68	0.84	8.00	0.93	34.2	36.78	10.60	0.68	32.6
386	中國石化	4.37	7.79	2.80	0.61	10.59	7.9	7.85	2.82	0.63	10.51	8.1	8.23	0.65	10.03	8.0
857	中國石油	3.58	9.71	0.93	0.44	2.37	4.7	10.71	1.02	0.46	2.15	4.4	11.85	0.48	1.94	4.1
883	中國海洋石油	11.34	7.41	1.69	0.91	9.50	12.6	7.89	1.81	0.96	8.91	12.6	8.07	1.03	8.72	13.1
1088	中國神華	15.24	6.67	(2.03)	0.66	5.95	10.3	6.53	(1.99)	0.71	6.08	11.2	6.24	0.76	6.36	12.7
1093	石藥集團	17.60	16.48	0.73	3.90	1.86	25.8	20.10	0.89	4.67	1.53	25.3	24.75	5.60	1.24	23.0
1177	中國生物製藥	10.18	25.04	1.31	2.71	0.37	11.5	30.44	1.59	3.07	0.31	10.6	35.51	3.42	0.26	9.7
151	中國旺旺	6.81	17.66	3.45	4.14	0.60	23.9	18.69	3.65	4.30	0.56	23.8	19.52	4.59	0.54	24.4
2319	蒙牛乳業	30.40	19.42	2.26	2.83	1.20	15.5	23.11	2.69	3.20	1.01	14.7	22.90	3.59	1.01	17.0
288	萬洲國際	7.97	10.39	0.91	1.44	3.80	14.5	11.07	0.97	1.59	3.57	14.9	12.89	1.72	3.07	14.1
1044	恒安國際	51.25	12.09	1.55	2.69	4.87	23.0	13.10	1.68	2.88	4.49	22.8	14.04	3.11	4.19	21.5
2313	申洲國際	105.40	19.17	1.03	4.36	2.71	24.2	22.83	1.22	4.97	2.28	23.2	27.00	5.67	1.93	20.9
669	創科實業	60.20	16.33	0.95	3.13	2.29	20.5	19.32	1.12	3.57	1.94	19.7	22.42	4.06	1.67	19.2
175	吉利汽車	14.90	10.25	0.65	1.72	2.54	18.0	10.80	0.68	2.00	2.42	19.9	13.77	2.33	1.90	18.1
1928	金沙中國	37.15	14.74	1.28	7.10	7.43	50.9	16.59	1.44	7.96	6.60	49.4	18.32	8.46	5.97	46.8
27	銀河娛樂	51.80	14.29	1.75	2.44	2.12	18.1	16.24	1.99	2.77	1.87	18.2	16.73	3.15	1.82	20.1
66	港鐵公司	43.40	18.52	1.73	1.35	2.45	7.4	20.48	1.91	1.39	2.22	6.9	22.70	1.43	2.00	6.4
1	長和	70.50	6.17	1.20	0.50	5.08	8.4	6.47	1.26	0.53	4.85	8.5	6.83	0.56	4.59	8.6
19	太古股份	69.65	10.55	1.04	0.36	1.81	3.4	10.98	1.08	0.37	1.74	3.4	12.79	0.37	1.49	3.0
267	中信股份	9.88	4.84	0.97	0.42	4.90	8.9	5.11	1.03	0.45	4.64	9.0	5.33	0.48	4.45	9.3

2019年12月3日股價

匯率 RMB 0.8998/HK\$1.00; HK\$ 7.8289/US\$ 1.00

PEG = 市盈率 / 2019-21 年期間每股收益的複合年均增長率

ROAE: 平均權益回報率

來源: 彭博、農銀國際證券

圖 58: 恒生中國企業指數成份股市場估值

代碼	股票名稱	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
1398	工商銀行	5.53	5.11	0.84	0.60	5.98	12.3	5.45	0.89	0.66	5.61	12.6	5.75	0.72	5.31	13.1
939	建設銀行	6.20	4.69	0.78	0.56	6.52	12.4	4.98	0.83	0.61	6.14	12.8	5.27	0.67	5.80	13.3
1288	農業銀行	3.19	4.23	0.66	0.49	6.97	12.0	4.53	0.71	0.53	6.51	12.2	4.79	0.58	6.16	12.6
3988	中國銀行	3.11	4.07	0.77	0.43	7.65	10.9	4.31	0.82	0.46	7.23	11.2	4.51	0.50	6.91	11.6
3328	交通銀行	5.12	4.09	0.74	0.42	7.28	10.8	4.35	0.79	0.46	6.84	10.9	4.55	0.49	6.54	11.3
1658	郵儲銀行	5.06	5.20	0.43	0.65	5.77	13.2	5.84	0.49	0.72	5.14	12.9	6.52	0.79	4.60	12.7
3968	招商銀行	37.55	7.34	0.55	1.16	4.01	16.8	8.39	0.63	1.32	3.51	16.7	9.42	1.49	3.12	16.8
998	中信銀行	4.32	3.57	0.51	0.37	7.09	10.8	3.90	0.55	0.40	6.48	10.7	4.09	0.44	6.18	11.1
1988	民生銀行	5.49	3.68	0.62	0.40	8.23	11.4	3.96	0.67	0.44	7.64	11.5	4.12	0.47	7.34	12.0
2628	中國人壽	19.88	10.25	(1.39)	1.19	4.00	12.1	11.35	(1.54)	1.29	3.62	11.7	8.80	1.36	4.66	16.7
2318	中國平安	90.00	8.10	1.24	1.58	3.53	21.0	9.24	1.41	1.85	3.09	21.6	9.20	2.16	3.11	25.9
1339	中國人保	3.13	6.15	(2.18)	0.60	2.48	10.3	6.36	(2.25)	0.66	2.40	10.8	5.81	0.72	2.62	13.2
2601	中國太保	27.85	7.39	2.84	1.14	6.80	16.1	8.10	3.11	1.24	6.20	15.9	7.78	1.34	6.46	18.3
1336	新華保險	30.05	5.92	2.36	0.85	3.46	15.3	6.69	2.67	0.97	3.06	15.3	6.22	1.09	3.29	19.0
2328	人民財產保險	9.17	6.86	2.52	0.95	5.70	14.6	7.54	2.77	1.05	5.18	14.5	7.24	1.14	5.40	16.8
966	中國太平	18.24	5.73	0.61	0.79	0.95	14.7	6.63	0.70	0.91	0.82	14.6	6.86	1.04	0.79	16.4
6030	中信證券	14.74	9.92	0.87	0.89	4.58	9.2	11.23	0.99	0.94	4.05	8.6	12.31	0.99	3.69	8.3
6837	海通證券	7.89	6.90	0.53	0.58	4.83	8.7	7.95	0.61	0.62	4.19	8.0	8.81	0.65	3.78	7.6
267	中信股份	9.88	4.84	0.97	0.46	4.90	9.9	5.11	1.03	0.50	4.64	10.1	5.33	0.54	4.45	10.5
1088	中國神華	15.24	6.67	(2.03)	0.67	5.95	10.4	6.53	(1.99)	0.71	6.08	11.3	6.24	0.76	6.36	12.7
857	中國石油	3.58	9.71	0.93	0.44	2.37	4.6	10.71	1.02	0.46	2.15	4.3	11.85	0.47	1.94	4.0
386	中國石化	4.37	7.79	2.80	0.64	10.59	8.2	7.85	2.82	0.65	10.51	8.3	8.23	0.66	10.03	8.0
883	中國海洋石油	11.34	7.41	1.69	0.92	8.01	12.8	7.89	1.81	0.98	7.51	12.7	8.07	1.03	7.35	13.1
1193	華潤燃氣	44.25	15.48	1.36	3.00	2.44	20.7	17.37	1.53	3.45	2.17	21.2	19.21	3.96	1.97	22.3
2688	新奧能源	84.85	12.25	0.78	2.60	3.79	22.6	14.28	0.91	2.97	3.25	22.2	16.42	3.40	2.83	22.4
384	中國燃氣	29.60	11.97	0.76	2.73	2.26	25.0	13.42	0.85	3.30	2.01	27.2	16.04	4.08	1.68	28.3
270	粵海投資	16.46	17.25	1.72	2.56	4.04	15.2	18.73	1.87	2.70	3.72	14.8	20.89	2.86	3.34	14.1

(下一頁繼續)



代碼	股票名稱	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
1800	中國交建	5.95	3.52	0.38	0.38	5.35	11.3	3.86	0.42	0.42	4.88	11.3	4.20	0.46	4.49	11.4
1766	中國中車	5.13	8.23	0.64	0.84	4.67	10.6	9.18	0.72	0.91	4.19	10.2	10.47	0.97	3.67	9.5
1211	比亞迪	37.25	28.80	1.24	1.59	0.76	5.6	34.32	1.47	1.66	0.64	4.9	43.77	1.73	0.50	4.0
175	吉利汽車	14.90	10.25	0.65	1.73	2.15	18.1	10.80	0.68	2.00	2.04	20.1	13.77	2.37	1.60	18.3
2202	萬科	29.70	5.49	0.36	1.16	6.37	22.8	6.28	0.42	1.36	5.57	23.4	7.27	1.60	4.81	23.9
2007	碧桂園	11.14	4.07	0.29	0.96	7.45	25.9	4.63	0.33	1.17	6.55	27.7	5.29	1.43	5.73	30.0
960	龍湖集團	32.65	7.24	0.35	1.41	4.92	21.0	8.71	0.42	1.64	4.09	20.2	10.52	1.89	3.38	19.1
1918	融創中國	41.15	4.16	0.18	1.18	5.24	32.0	4.98	0.22	1.54	4.38	35.3	6.27	2.06	3.48	38.2
914	海螺水泥	50.25	7.96	(2.25)	1.35	3.77	18.0	7.86	(2.22)	1.53	3.82	20.8	7.41	1.76	4.05	26.1
656	複星國際	10.72	4.70	0.50	0.56	4.39	12.5	5.08	0.54	0.62	4.07	12.8	5.63	0.68	3.67	12.8
1099	國藥控股	25.95	8.32	0.60	1.18	3.60	14.9	9.51	0.68	1.31	3.15	14.5	10.79	1.46	2.78	14.2
1177	中國生物製藥	10.18	25.04	1.31	2.94	0.37	12.4	30.44	1.59	3.29	0.31	11.4	35.51	3.65	0.26	10.7
1093	石藥集團	17.60	16.48	0.73	3.77	1.86	25.0	20.10	0.89	4.54	1.53	24.7	24.75	5.47	1.24	24.1
700	騰訊控股	331.00	20.61	0.98	4.44	0.50	23.9	25.05	1.19	5.53	0.41	24.6	30.18	6.93	0.34	25.7
941	中國移動	59.40	9.84	12.58	0.90	4.88	9.3	10.01	12.81	0.94	4.79	9.6	9.99	0.99	4.80	10.2
728	中國電信	2.99	9.15	1.93	0.57	5.25	6.4	9.51	2.01	0.59	5.06	6.3	10.04	0.61	4.79	6.2
788	中國鐵塔	1.61	24.56	0.61	1.26	0.52	5.3	31.50	0.78	1.32	0.41	4.3	48.30	1.38	0.27	2.9
291	華潤啤酒	42.00	29.70	0.85	4.74	1.35	16.9	37.92	1.09	5.32	1.05	14.8	53.93	5.92	0.74	11.5
151	中國旺旺	6.81	17.66	3.45	3.94	4.10	23.1	18.69	3.65	4.23	3.88	23.5	19.52	4.55	3.71	24.3
2020	安踏體育	74.45	20.87	0.90	6.29	2.45	33.0	25.13	1.08	7.62	2.03	33.3	31.70	9.29	1.61	32.3
2313	申洲國際	105.40	19.17	1.03	4.33	2.71	24.1	22.83	1.22	4.97	2.28	23.2	27.00	5.65	1.93	22.2
1044	恒安國際	51.25	12.09	1.55	2.63	5.78	22.6	13.10	1.68	2.85	5.33	22.6	14.04	3.08	4.97	22.8

2019年12月3日股價

匯率 RMB 0.8998/HK\$1.00; HK\$ 7.8289/US\$ 1.00

PEG = 市盈率 / 2019-21年期間每股收益的複合年均增長率

ROAE: 平均權益回報率

來源: 彭博、農銀國際證券

香港 IPO 市場展望

分析員:周秀成

保持強韌

- 儘管香港社會動盪不安，香港的 IPO 市場仍然保持強韌。在 2019 年首 11 個月，香港 IPO 市場籌集了 348 億美元，其中包括萊蒙國際(3688 HK)、百威亞洲(1876 HK)及中國最大電商平臺的大規模 IPO 項目
- 受到這些大規模 IPO 項目推動，2019 年首 11 個月，必需消費品和非必需消費品共同佔據了 IPO 總發行量的 61%。另一方面，科技/新經濟類股票僅佔 2019 年首 11 個月 IPO 發行量的 3%。

儘管近幾個月來香港發生了社會動盪，但香港的 IPO 市場仍然保持強韌。2019 年首 11 個月，香港 IPO 市場籌集了 348 億美元，而 2018 年則為 369 億美元。2019 年首 11 個月，共有 263 宗 IPO 發行，平均發行規模為 1.33 億美元。

總體而言，IPO 市場曾在 7 月至 8 月受到衝擊，但從 9 月開始已經恢復，並成功進行了幾次大規模的 IPO，包括萊蒙國際(3688 HK)、百威亞洲(1876 HK)及中國最大電商平臺。按彭博行業分類，這幾項大型 IPO 都歸類到消費相關行業。

受到這些消費行業的大規模 IPO 項目推動，非必需消費品和必需消費品成為了 IPO 市場的主要貢獻者，在 2019 年首 11 個月合計佔 IPO 總量的 61%，遠高於 2018 年的 21%。

在非必需消費品和必需消費品之後，金融地產股是第 3 大貢獻者，佔 2019 年首 11 個月 IPO 發行量的 17%，與 2018 年的 18%相近。

另一方面，科技/新經濟類股票僅佔 2019 年首 11 個月 IPO 發行量的 3%，遠低於 2018 年的 21%。特別是在小米和美團之後，2019 年不再有同股不同權的 IPO 發行。我們認為，這可能意味著與 2018 年相比，投資者現在已對新經濟股的態度已較理性。

圖表 1: 2019 年首 11 個月香港 IPO 市場

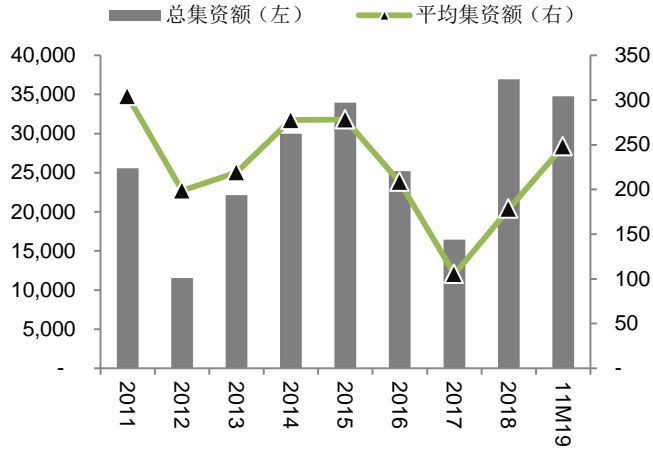
行業*	總集資額 (百萬美元)	平均集資額 (百萬美元)
非必需消費	14,628	357
必需消費	6,789	1,132
金融(包括地產)	5,875	267
醫療保健	4,353	272
工業	885	38
科技	660	5
其他	1,690	73

*按彭博行業分類

來源: 彭博, 農銀國際證券

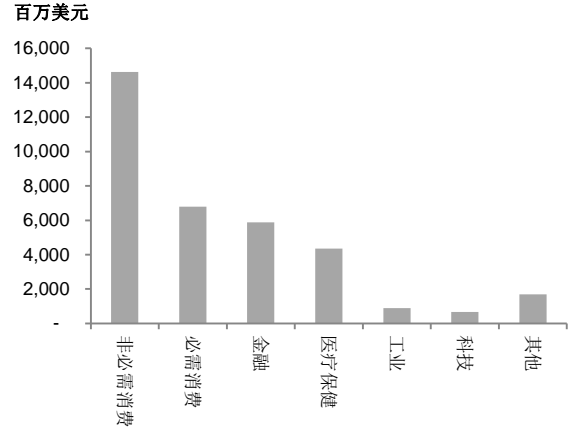


圖表 2: 香港 IPO 市場 (百萬美元)



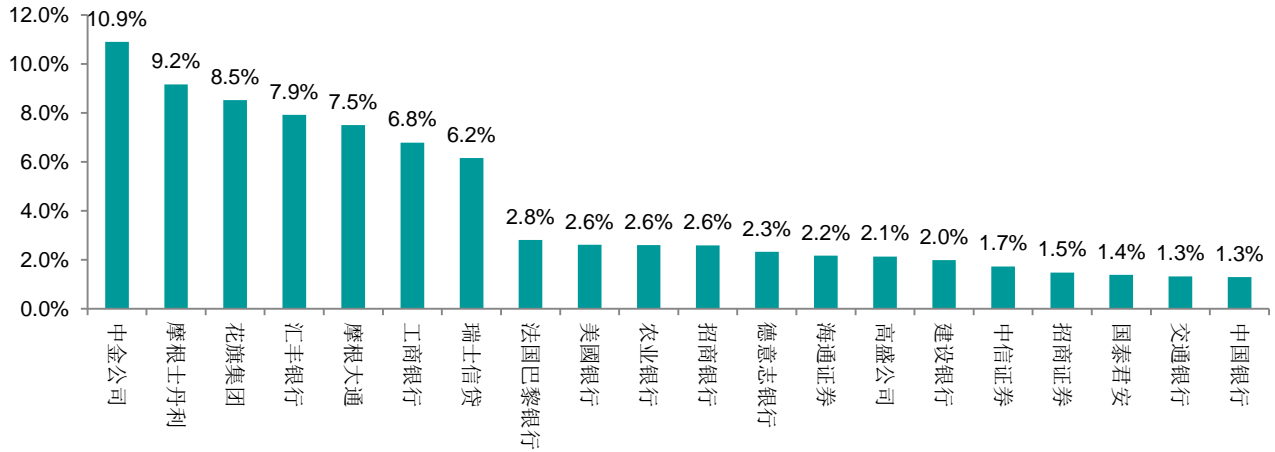
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 3: 香港 IPO 集資額行業*分佈 (2019 年首 11 個月)



*按彭博行業分類
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 4: 主要承銷商市場份額 (2019*)



*截至 12 月 5 日
來源: 彭博、農銀國際證券



行業展望

農銀國際分析員



正面
中國銀行業 – 面對息差溫和壓力及良好的資產質量，整體基本面保持穩定
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)		
2020 年市盈率均值(x)	4.5	1 個月	(2.2)	(3.8)
2020 年市淨率均值(x)	0.5	3 個月	7.1	0.8
2020 年股息率均值(%)	5.5	6 個月	(1.8)	(8.1)
A 股		A 股相對於 CSI300 指數		
2020 年市盈率均值(x)	6.0	1 個月	(1.6)	0.5
2020 年市淨率均值(x)	0.7	3 個月	4.1	3.1
2020 年股息率均值(%)	5.3	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"> ➢ 降低社會融資成本並支持實體經濟的政策方向令銀行淨息差面臨溫和壓力 ➢ 銀行提升收益率較高的小微企貸款佔比及積極管理資產負債表結構有助抵禦淨息差下行 ➢ 加大不良貸款處置力度有效保持資產質量在合理水平，撥備規模將保持穩定 ➢ 資產負債表快速增長刺激銀行資本需求 ➢ 重申 A / H 市場銀行業正面評級。偏好大型銀行較高的防禦性和穩定的股息收益率。我們的首選為農行-H(1288 HK)和建行-H(939 HK)，首選為農行-A(601288 CH)和工行-A(601398 CH) 				

淨息差溫和下行壓力持續至 2020 年。隨著政府支持小微企和民營企業以及降低社會融資成本的政策方向，銀行業淨息差在最近幾個季度顯示出溫和的下行壓力。當中政策為五大銀行(工行[1398 HK / 601398 CH]，建行[939 HK / 601939 CH]，農行[1288 HK / 601288 CH]，中行[3988 HK / 601988 CH]和交通銀行[3328 HK / 601328 CH])定下明確目標，包括 2019 年小微企貸款餘額需增加 30%，同時將小微企的平均貸款收益率同比降低 1 個百分點。根據不同銀行類別，大銀行的平均淨息差在 2019 年 3 季度環比保持在 2.11%不變，股份制銀行、城市商業銀行和農村商業銀行的平均淨息差則如我們預期環比上升 4 個基點、2 個基點和 2 個基點至 2.13%、2.11%和 2.74%。我們判斷，銀行提高收益率較高的小微企貸款佔比以及積極管理資產負債表結構將是抵消資產收益率下降對淨息差負面影響的關鍵。另一方面，貨幣政策通過降低存款準備金率等手段來保持銀行系統的流動性充裕，以減輕銀行資金成本上的壓力並支持銀行貸款增長。明顯地，SHIBOR 自 2019 年 1 月中以來一直處於較低水平，而 2019 年首 10 個月新增貸款勢頭維持強勁，達到我們的全年新增貸款目標(人民幣 17 萬億)的 84.1%。我們預計在 2020 年將再有兩次下調存款準備金率，以支持我們 2020 年人民幣 18 萬億的新增貸款目標。根據銀保監會數據，2019 年 3 季度行業平均淨息差較上季度微升 1 個基點至 2.19%，而行業淨利潤同比增長則受銀行的撥備影響從 2019 年 2 季度的 10.2%放緩至 2019 年 3 季度的 7.9%。我們預期行業平均淨息差在 2019-20 間將繼續保持穩定；分銀行類別看，大型銀行將繼續面臨溫和壓力，而股份制銀行和地區性銀行則有望憑藉其小微企和民營企業中的客戶優勢令淨息差略為回升。

資產質量成市場關注焦點。在中美貿易爭端持續的背景下，銀行業的資產質量風險備受市場關注。行業平均不良貸款率從 2019 年 2 季度的 1.81%進一步上升 5 個基點至 2019 年 3 季度的 1.86%。當中大型銀行、城市商業銀行和農村商業銀行的平均不良貸款率環比分別上升 6 個基點、18 個基點和 5 個基點至 2019 年 3 季度末的 1.32%、2.48%和 4.00%，只有股份制銀行錄得平均不良貸款率環比下降 4 個基點至 1.63%。數據反映銀行業資產質量風險在第 3 季度略有增加，而對於不良貸款處置力度則以股份制銀行最為積極。儘管如此，假設沒有不可預見的全球因素對中國宏觀經濟前景造成普遍損害的前提下，我們預期整體資產質量在 2020 年仍將保持良好，行業平均不良貸款率在 2019 年 4 季度至 2020 年 4 季度間將按季保持穩定或輕微上升。另一方面，在財政部有關過度撥備的財務新規下，我們相信未來幾個季度銀行的撥備規模將變得更加規範及穩定，而銀行整體的風險緩衝能力亦將保持在較強水平。對於風險緩衝能力較弱的地區銀行，撥備將繼續為其盈利增速帶來壓力。而對於風險緩衝能力較突出的郵儲銀行(1658 HK)和招行(3968 HK / 600036 CH)，則釋放超額撥備或令盈利增速加快。



資產負債表快速增長令資本需求加劇。資產負債表增長加快推動了銀行的資本需求。根據中國銀保監數據，商業銀行的總資產和總負債增長率在 2019 年 10 月末分別達到同比上升 8.7% 和 8.2%，對比 2018 年 12 月末分別為同比上升 8% 和 6.4%。截至 2019 年 9 月末，行業平均核心一級資本充足率和資本充足率分別為 10.85% 和 14.54%，數字反映 2019 年 3 季度集資活動正在增加。除了有越來越多銀行排隊在 A 股及 H 股兩個市場上市，在 2019 年 3 季度亦有較多 H 股銀行獲得了在 A 股市場雙重上市的批准；這些銀行包括郵儲銀行和浙商銀行(2016 HK)。截至 2019 年 10 月末，分銀行類別看，股份制銀行的資產負債表增長速度較快，總資產及總負債同比增長 8.9% 和 8.0%，預示未來或將面臨更大的資本需求。我們認為，鑒於現時在 A 股及 H 股兩個市場均已較多上市銀行股，以至近年銀行在股票市場上籌資變得越來越困難。未來銀行將利用更多替代性融資工具，例如優先股和永續債券，以改善資本狀況以支持業務增長。

長線展望

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

短線展望

雖然我們認為政策風險長遠能優化行業經營環境，但對於政策推出的時間表與細節的可預測性偏低必然會為行業帶來短期衝擊。這對於政策抵禦性較弱的小型銀行而言更為明顯。儘管如此，穩定的股息收益率有望成為追捧穩定收益投資者的短期買入原因。

股票推薦

考慮現時銀行板塊估值正處於較低水平及其穩定增速與逐步改善的基本面，我們重申對 A / H 股兩個市場中國銀行業的正面評級。其中，我們較偏好大型銀行的穩定股息收益率和高度多元化的業務組合，從其基本面可以充分體現出大型銀行對於政策風險及對宏觀變化的防禦能力和高度適應性。我們的 H 股行業首選為**農行(1288 HK)**，因其在同業中具有較強的風險緩衝能力，同時是普惠金融和三農相關政策的主要得益者。我們也喜歡**建行(939 HK)**一直以來較為審慎的風管態度。A 股中我們的首選是**農行(601288 CH)**和**工行(601398 CH)**；偏好後者的主要因為其估值較**建行 A 股(601939 CH)**為低。

而資產負債表相對較小的地區性銀行，其高度的運營靈活性亦往往放大了宏觀因素與政策風險的影響。然而，增長速度較快的地區性銀行或將面對較大的資本壓力，因而需要探索其他資本補充方案。此外，其較低的日均成交量仍然是這類股票的一個主要問題。

風險因素

1) 在強監管和政策主導的環境下發生政策方向出現急劇變化；2) 來自非銀行及外資金融機構的競爭加劇；3) 特定區域的資產質量快速嚴重惡化；4) 貸款需求急劇下降；5) 對新業務和個別快速增長業務的政策風險提高

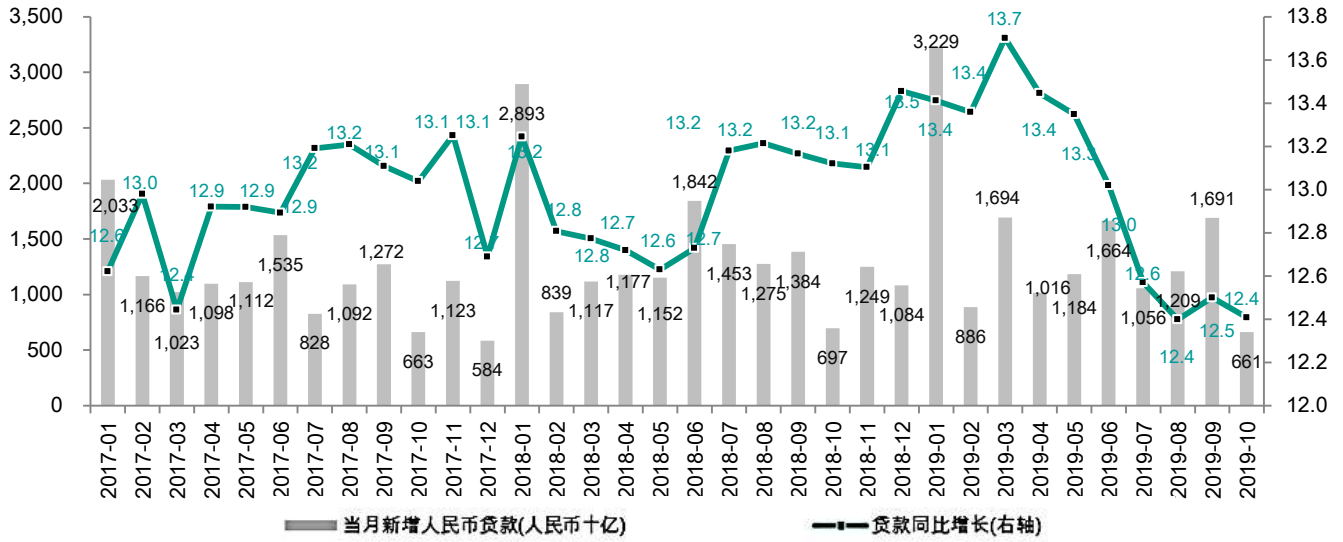


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

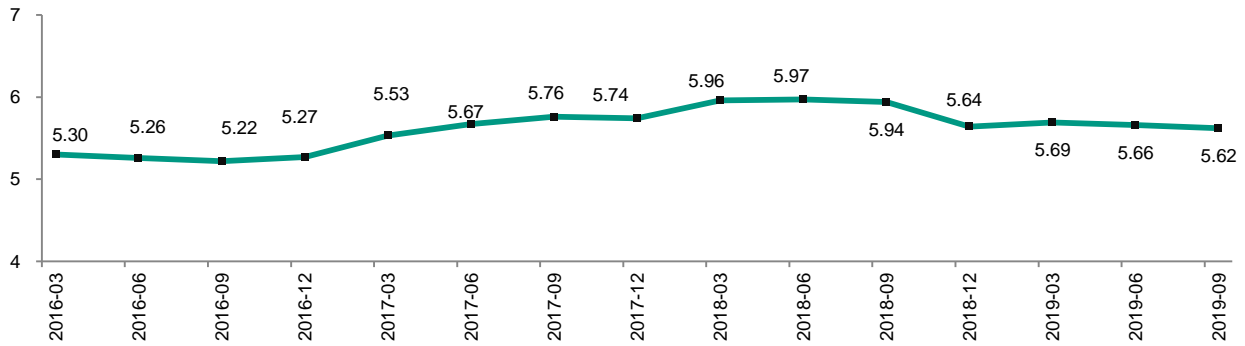
ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 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

圖表 2: 平均貸款收益率(%)



來源：中國人民銀行、農銀國際證券

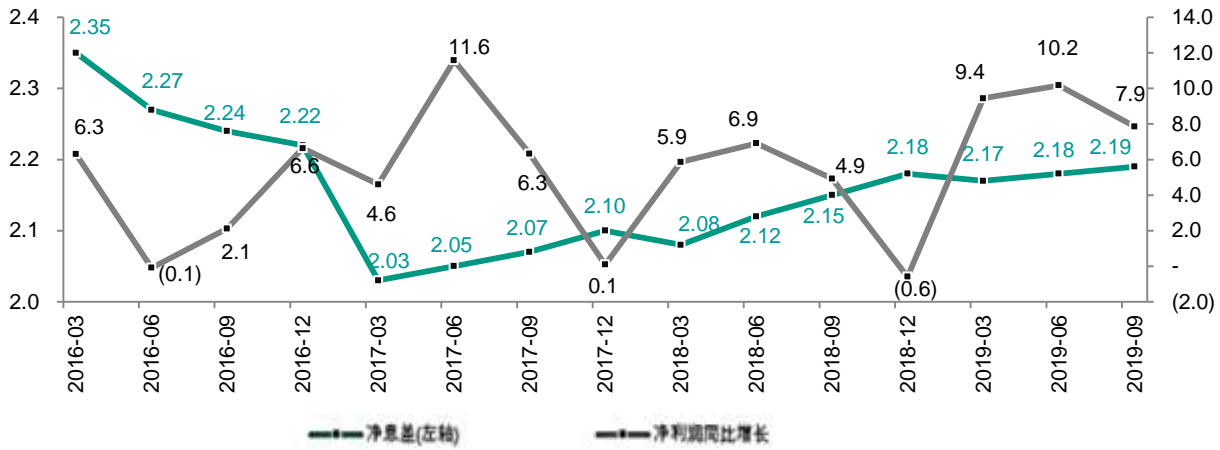


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

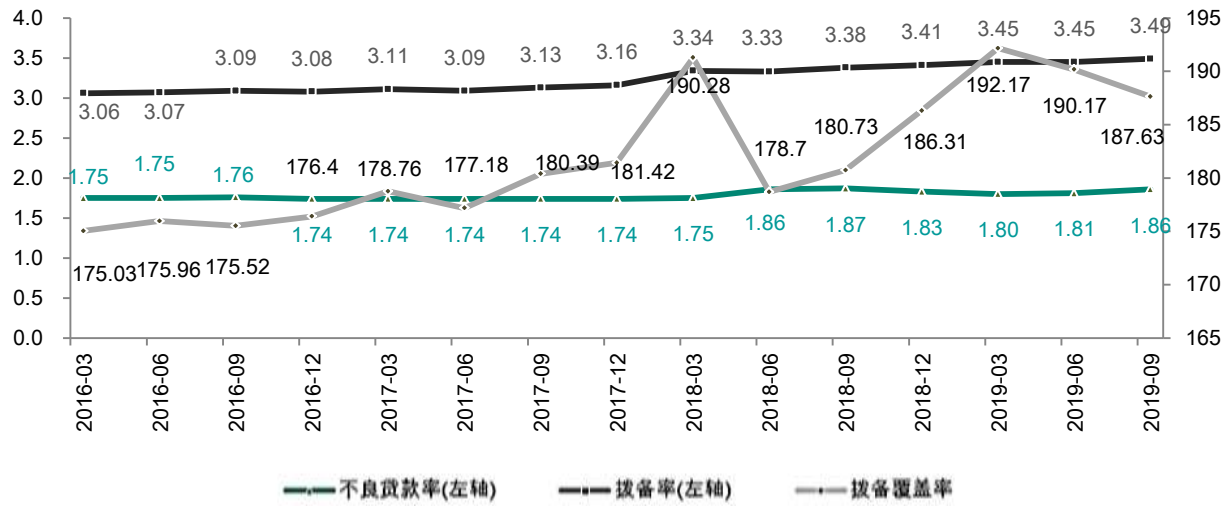
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 3: 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

圖表 4: 主要資產質量指標(%)



來源：中銀保監、農銀國際證券

**圖表 5: H 股 行業首選 (截至 2019 年 11 月 29 日)**

公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市淨率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
農業銀行	1288 HK	買入	5.41	70.13	4.45	4.13	0.58	0.53	6.57	7.26
建設銀行	939 HK	買入	9.60	54.09	5.29	4.97	0.68	0.62	5.83	6.18

彭博、農銀國際證券預測

圖表 6: A 股 行業首選 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司	代號	評級	目標價 (人民幣)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市淨率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
農業銀行	601288CH	買入	5.52	52.07	5.58	5.19	0.73	0.67	5.23	5.79
工商銀行	601398CH	買入	8.65	48.63	6.61	6.13	0.84	0.76	4.64	4.98

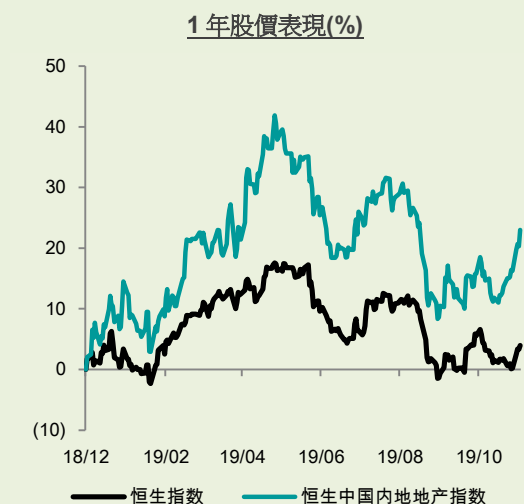
彭博、農銀國際證券預測



正面 中國房地產業 - 住房調控政策或有所放鬆；物管政策更為正面 董耀基

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	5.49	1 個月	5.71
2020E 市淨率均值(x)	1.15	3 個月	(2.98)
2020E 股息率均值(%)	8.44	6 個月	18.68
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

- 2019 年首 10 月，主要上市開發商的合同銷售額同比增長 34%。我們預計該數字在 2020 年將同比增長 8%。
- 物業管理行業正在轉變為創新服務行業，因為上市公司社區增值服務佔總收入的百分比，從 2018 年的 11.6% 增長到 2019 年上半年的 12%
- 5 月 1 日起僱主負擔的基本養老保險單位繳費比例從原定的 20% 降至 16%，因此市場對社保改革的擔憂有所緩解
- 相對全國佈局的開發商，我們較為偏愛專注大灣區的開發商。中國奧園(3883 HK)是我們在中國開發商中的首選，因為其合同銷售增長快於同業(2019 年首 10 月同比增長 35%)以及在大灣區舊城改造的能力。雅生活(3319 HK)是我們物業管理行業的首選，因為該集團在收購中民物業後，成為擁有最大的管理面積的上市物業公司



來源:彭博、農銀國際證券

行業前景

■ 內地開發商:

房地產銷售可能已經觸底。 最近幾個月，中國的住宅銷售恢復了較快的增長。根據國家統計局的數據，19 年第 3 季度新房銷售同比增長 14%，快於 19 年上半年的 8.4% 同比增長。根據對 23 家在香港上市的主要開發商數據顯示，開發商的合同銷售在 10 月份也顯著反彈，同比增長 34%(9 月: 同比+ 30%; 8 月: 同比+ 26%; 7 月: 同比+ 16%); 2019 首 10 個月的合約銷售平均亦獲得 18% 同比增長。自 6 月以來，開發商的平均售價連續四個月出現同比負增長，但所提供的折扣確實刺激了強勁的購買需求。特別是，在緊縮的信貸環境下，房貸利率一直在上升，我們認為合同銷售的改善算是非常顯著的。根據 Rong360 的數據，由於大多數銀行可能已經實現了全年貸款目標或達到了房地產貸款的佔比上限，因此首套房房貸利率從 2019 年 6 月的 5.42% 上升 10 個基點，至 2019 年 10 月的 5.52%，扭轉了 2019 年上半年下降趨勢。我們預計房貸利率將在 2020 年上半年下降，因為銀行在審批房貸時會較為積極，以達到 2020 年的貸款目標。總體而言，我們預計合同銷售將在 2020 年同比增長 8%，而平均價格將持平。

調控政策或稍微放鬆。 鑒於經濟增長放緩以及中美貿易爭端的不確定性，政府可能放鬆調控政策以刺激房地產需求。我們或會看到某些城市放寬住房限購。實際上，中國政府已經在一些區域有所放鬆，例如最近允許香港居民購在大灣區內地城市買房，提供生活便利。在粵港澳大灣區的內地城市購買物業時，香港居民將被視為當地居民。他們亦不再需要提供居住，學習或工作時間的證明；他們也不必滿足個人所得稅和社會保障的支付條件。我們認為，這可能是政策放鬆的早期跡象。

■ 物業管理公司:

投資者關注度在提升。 中國物管公司最近在香港發行的 IPO 反應熱烈，反映出投資者對該行業的興趣與日俱增。例如以最近上市的鑫苑服務(1895 HK)和銀城生活(1922 HK)為例，它們的股價在首個交易日分別上漲 42% 和 16%。另外，自 8 月以來的過去 3 個月中，整個物業管理板塊的股價上漲了 35%。物管公司的現金充裕性質和收益可見性吸引了不少投資者。而這個板塊在資本市場也出現了兩個重要變化：**1) 龍頭物管公司的市值已經變大，超過大部分基金的門檻：**碧桂園服務(6098 HK)為市值最高的香港上市物業管理公司，其市值為 725 億港幣(2018 年底僅為 310 億港幣); 雅生活(3319 HK)和綠城服務(2869 HK)的市值均超過 300 億港幣。**2) 物管板塊的股票選擇亦增多：**



截至 2019 年 11 月，已有 5 家物管公司成功上市。這些新上市公司無論在區域佈局或是業務結構都有所不同，增加股票選擇的多樣性。例如南京佔銀城生活總物業管理費收入的 87%，而河南和湖南則佔鑫苑服務總物業管理費收入的 49%。

蛻變成為創新服務業。 物業管理行業正從房地產板塊輔助開發商的其中一種副業，慢慢轉變成為中國的創新服務業。事實上，主要上市物業管理公司的社區增值服務的收入從 2018 年的 11.6% 增長至 2019 年上半年總收入的 12.0%。除傳統的物管服務外，管理公司還提供廣泛的社區增值服務，例如物業維護，家政和清潔，裝修，園區廣告和二手住房租售，以滿足居民的日常需求。我們還預期政府對服務業維持其支持政策，特別在降稅費方面。例如，在 2019 年 9 月，中國宣佈，從 2019 年 10 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，允許生活性服務業納稅人按照當期可抵扣進項稅額加計 15% (之前為 10%)，抵減應納稅額。此外，碧桂園服務也獲得了“高新技術企業”的稅收優惠，自 2018 年以來享受 15% 的優惠所得稅率(原為 25%)。其他物管公司未來或能享受同樣較低稅率。

股票推薦

■ 內地開發商:

大灣區開發商將受惠強勁的住房需求。 相對全國性佈局開發商，我們更我們更為偏愛大灣區開發商。在政府的政策支持下，我們認為大灣區內經濟增長將跑贏全國平均水平。在大灣區開發商中，奧園(3883 HK)是我們的首選，因其銷售表現優秀，2019 年首 10 月同比增長達 31%，明顯高於同業 18% 水平；此外舊改經驗豐富，擁有一定規模低地價成本的舊改項目，可以拉動未來利潤率。

■ 物業管理公司:

雅生活(3319 HK)因其在並購方面的良好往績而成為我們的首選。 自 2019 年 9 月 26 日宣佈收購中民物業以來，雅生活的股價上漲了 45%。雅生活的在管面積將在交易完成後，從的 2019 年六月的 2.1 億平方米大幅增加至約 5 億平方米。此交易不但使雅生活成為在管面積最大的在香港上市的物管公司，而且還提升其公共物業板塊的競爭優勢，因公共物業項目佔中民物業在管面積近 50%。

風險因素

■ 內地開發商:

1) 由於經濟增長放緩，合同銷售增速降低；2) 低線城市的房地產需求因棚改收緊減弱；3) 中美貿易爭端中貨幣波動導致的外匯風險

■ 物業管理公司:

1) 物業管理公司與母公司之間的關聯交易增大；2) 過於依賴母公司為獲取新項目的來源；3) 過度並購可能導致利潤率下降；4) 物業管理公司 IPO 數量的增加可能會降低行業估值。

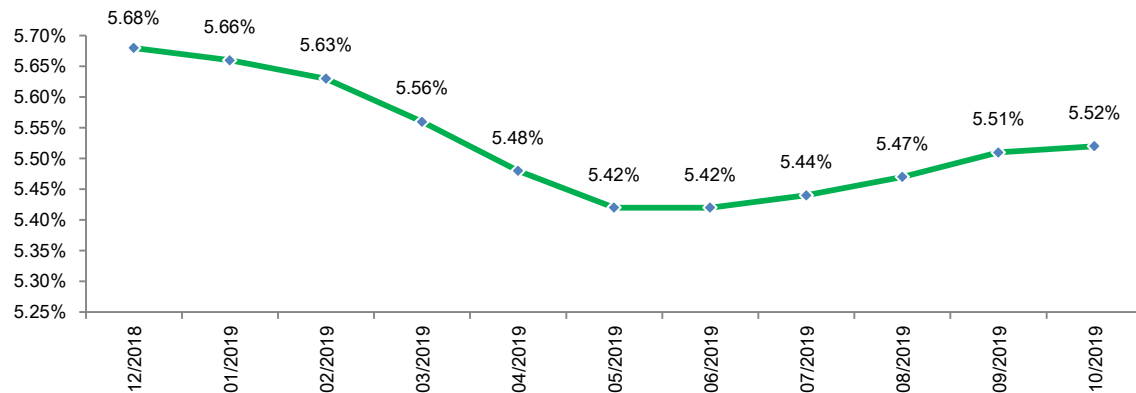
圖表 1: 2019 年首 10 個月主要上市開發商合同銷售表現 (按銷售金額增長排)

		2019 年首 10 個月						2019 年		
		金額 人民幣 10 億	年比 %	面積 000 平米	同比 %	均價 人民幣/平	同比 %	目標 人民幣	目標完成率 %	
1	世茂	813 HK	197.2	45%	10,995	33%	17,939	9%	210	93.9%
2	禹洲	1628 HK	58.2	45%	3,925	50%	14,821	-4%	67	86.8%
3	綠城	3900 HK	98.6	38%	3,800	30%	25,947	6%	139	70.7%
4	中國海外	817 HK	136.0	32%	6,166	73%	22,057	-23%	150	90.7%
5	金茂	884 HK	155.8	32%	9,309	25%	16,734	5%	190	82.0%
6	旭輝	3380 HK	78.8	32%	5,801	74%	13,575	-24%	85	92.6%
7	龍光	3883 HK	88.6	31%	8,797	37%	10,074	-4%	114	77.7%
8	中國奧園	1813 HK	68.3	29%	3,949	28%	17,290	1%	85	80.3%
9	合景泰富	3383 HK	99.7	27%	7,415	22%	13,442	4%	113	88.2%
10	雅居樂	688 HK	318.4	27%	15,261	12%	20,864	13%	350	91.0%
11	首創置業	2868 HK	60.7	26%	2,450	27%	24,771	-1%	80	75.9%
12	時代	1233 HK	59.4	25%	3,992	39%	14,880	-11%	75	79.2%
13	遠洋	3377 HK	101.3	23%	5,001	31%	20,247	-6%	140	72.3%
14	龍湖地產	960 HK	201.6	23%	11,917	18%	16,919	4%	220	91.6%
15	越秀	123 HK	52.5	20%	2,439	18%	21,518	1%	68	77.2%
16	融創	1918 HK	433.9	17%	29,707	23%	14,607	-5%	550	78.9%
17	富力	2777 HK	106.6	11%	9,931	35%	10,738	-18%	160	66.7%
18	恒大	3333 HK	543.5	8%	52,466	10%	10,359	-2%	600	90.6%
19	萬科	2202 HK	519.0	7%	33,330	3%	15,571	4%	na	na
20	碧桂園	2007 HK	632.3	3%	70,251	8%	9,000	-4%	na	na

* 港元

來源: 公司數據, 港交所, 農銀國際證券

圖表 2: 中國首套房放貸利率



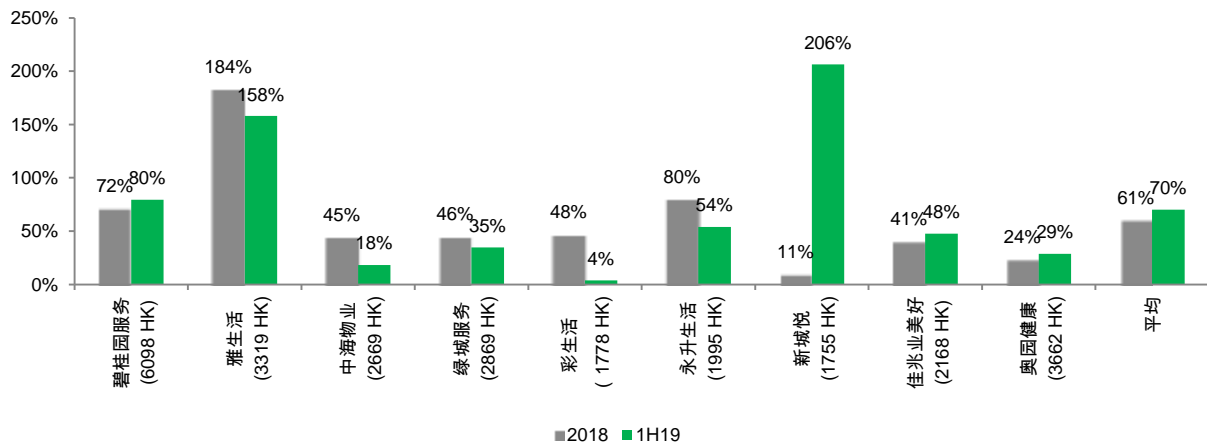
來源: Rong360, 農銀國際證券

圖表 3: 近期中國物管公司 IPO

上市日期	公司	股票代碼	集資額 港元百萬	招股價 HK\$	現價 HK\$	自上市 股價表現	第 1 天 股價表現
10 月 11 日	鑫苑服務	1895	145	2.08	1.71	-18%	42%
11 月 6 日	銀城生活	1922	260	2.18	2.09	-4%	16%

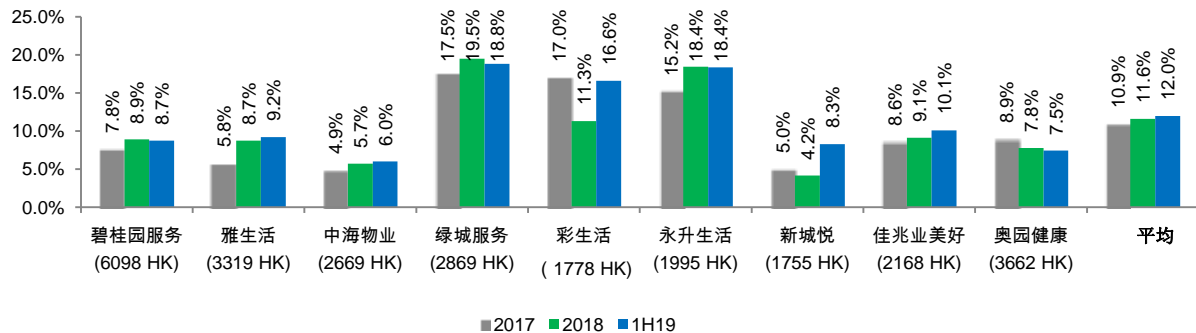
來源: 港交所, 農銀國際證券

圖表 4: 物業管理公司社區增值服務收入-同比增長



來源: 公司數據, 農銀國際證券

圖表 5: 物業管理公司社區增值服務佔總收入的百分比



來源: 公司數據, 農銀國際證券

圖表 11: 行業首選 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY20E 市賬率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
雅生活	3319	買入*	19.1	--	26.9	19.2	5.0	4.4	1.5	2.1
中國奧園	3883	買入	14.1	26%	7.7	4.8	2.0	1.5	3.9	6.2

*買入評級基於 2019 年 8 月 12 日發表的報告
彭博、農銀國際證券預測



中性 中國替代能源業—核電將進入快速發展期 吳景荃

主要數據		行業表現 (相對於恒生國 企指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值 (x)	6.5	1 個月	(2.7)	(1.1)
2020E 市淨率均值 (x)	0.7	3 個月	8.5	6.3
2020E 股息率均值 (%)	3.1	6 個月	4.9	5.7
來源：彭博、農銀國際證券預測		來源：彭博、農銀國際證券		

- 核電是中國燃煤發電的理想替代品
- 核電在全國總發電量中的佔比仍然很低；因此，我們預計核電發電量在 2018-20 年將以 14% 的年均複合增長率增長
- 平價上網政策將有利於風電行業內的低運營成本國有企業；新的招標標準則也將有利於規模較大的運營商
- 我們對中廣核電力(1816 HK, 003816 CH)持樂觀態度，因為其在中國核電市場的領先地位以及在廣東省的佔比較高。鑒於龍源電力(916 HK)是中國風電行業規模最大的運營商而且是國企背景，因是我們風電行業的首選

1 年行業表現 (%)

來源：彭博、農銀國際證券

核電：中國燃煤發電的理想替代能源。核電是燃煤發電的理想替代品，因為它具有以下特點：1) 利用率高；2) 生產成本低；3) 發電中不排放溫室氣體。在發達國家，2018 年核電約佔總發電量的 31%；對於法國等國家，這一數字接近 75%。在中國，核電的單位生產成本約為人民幣 0.307 元/千瓦時，低於燃煤發電的人民幣 0.32 元/千瓦時。與其他替代能源不同，核電的低成本意味著該行業不需要電價補貼。

核電：總體能源結構中的佔比仍然很低，有充足的發展空間。我們認為，中國的能源結構將繼續把重心轉向可再生能源(例如風能，太陽能 and 核能)。核電僅佔中國 2018 年總發電量的 4.2%，遠低於發達國家的平均水平(約 31%)。我們認為政府未來將建設更多核電站以推廣核能。

核電：2019 年首 10 個月全國的核電發電量仍然強勁。根據中國電力聯合會(CEC)的數據，2019 年 10 月核電發電量達到 288 億千瓦時，同比增長 5.4%。19 年首 10 個月，該數字為 2826 億千瓦時，同比增長 19.3%。核電發電量在 2008-18 年的年均複合增長率高達 15.6%。我們預計，由於能源結構將不斷將重心轉向清潔能源，這一數字將會繼續上升。

核電：2018-20 年的裝機容量和發電量的年均複合增長率將達到 14%。我們認為，由於核電裝機容量佔中國總體電力的裝機容量比例很低，這數字將會繼續快速增長。根據 2014 年 6 月發佈的《中國能源發展戰略行動計劃(2014-20 年)》(計劃)，政府的目標是到 2020 年實現核電裝機容量達到 58 吉瓦，較 2018 年的 45 吉瓦增長 30% 或 2 年年均複合增長率達到 14%。在裝機容量增長的推動下，核電發電量將繼續擴大。再加上高利用小時(通常為 7,000 小時；遠遠高於火力發電的 5,000 小時，風能的 2,000 小時和太陽能的 1,500 小時)以及優先分配上網的情況，我們認為核電發電量將在 2018-2020 年錄得 14% 的年均複合增長率。

風電：平價上網政策將有利於低成本國有企業的發展。正如我們的預期，中國將取消向風能和太陽能運營商的電價補貼。國家發改委於 2019 年 5 月宣佈，政府將不再補貼 2018 年底之前批准但在 2020 年底仍未完成的投運陸上風能和太陽能發電設施，在 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底之間批准但在 2021 年年底仍未完成的投運發電設施。從 2021 年 1 月 1 日開始，將不再為新批准的陸上風電設施提供補貼。我們認為，平價上網政策將促使風電運營商提高競爭力。

風電：新的招標要求有利於規模較大的運營商。國家能源局(NEA)在 2019 年 5 月 28 日宣佈，中國將來只會選擇合格的風電運營商進行項目招標。申請人的選擇要求包括：1) 企業能力；2) 設備先進性；3) 技術方案；4) 已開展前期工作；5) 接入消納條件；6) 申報電價。我們認為，新政策的出臺對風力發電行業中經驗豐富的大型企業較為有利；因此，我們建議投資者留意規模較大的國有企業。



風電：2019年首10個月的全國發電量仍然可觀。根據中國電力聯合會的數據，2019年10月中國的風力發電量為335億千瓦時，同比上升16.9%。2019年首10個月，風電發電量為3250億千瓦時，同比增長9.7%。2008-2018年，風電發電量以39.5%的年均複合增長率增長。上升趨勢有望延續。

風電：2018-2020年裝機容量將以12%的年均複合增長率增長。根據國家發改委2016年12月發佈的“可再生能源十三五計劃”，中國政府的目標是到2020年底實現不低於210吉瓦的風電裝機容量，相較2018年底的184吉瓦的水平，增長14%或者2018-2020年期間的年均複合增長率為7%。我們認為，這個數字應該是最底的目標，並且很可能在2020年底之前實現。鑒於國家發改委將取消2020年以後建成的發電設施的電價補貼，我們相信運營商將加快建設步伐，全國風電裝機容量將在2019年和2020年實現較快增長。我們估計，到2020年底，中國的風力裝機容量將達到231吉瓦(2018-2020年年均複合增長率為12%)。

風電：2018-2020年的發電量將以8%的年均複合增長率增長。我們認為，到2020年底，中國的風電發電量將為4290億千瓦時，相當於2018-2020年以8%的年均複合增長率增長，主要因為1)中美貿易糾紛有可能阻礙2019-2020年的工業活動並拖累整體電力需求。2)中國經濟結構正在從高耗能的第二產業轉型為低耗能的第三產業。經濟結構的這種變化將減緩電力需求的增長。

長線展望

核電：不需要電力補貼的低成本使核電成為中國燃煤發電的理想替代品。我們認為，未來十年核電的發展(無論是裝機容量還是發電量)將保持強勁增長。

風電：平價上網政策將減少風電運營商的數量，因為競爭力較低的運營商將被淘汰。我們認為，風電行業的快速增長期將很快結束。該行業現在正進入穩定階段，其特徵是增長速度和生產成本都將降低。低運營成本國有企業將逐步佔領市場。

短線展望

核電運營商：公眾對運營安全問題的關注將是主要風險。核輻射事件將導致公眾恐慌並影響發展速度。

風電運營商：我們認為高應收賬款將是主要風險。鑒於地方政府的高負債率，對風電運營商電價補貼的返款可能會延遲並影響現金流。

股份推薦

■ 核電運營商：

中廣核電力(1816 HK)是我們的首選。未來十年，中國核電行業將快速成長，而作為以裝機容量計算的市場領導者(2018年約佔全國核電總裝機容量的60%)，將會受益很多。此外，中廣核現有運營裝機容量的約65%位於廣東省，廣東省是中國經濟最活躍的地區之一。設施的位於優質地區可以保證更高的使用小時數和更好的現金流。

■ 風電運營商：

龍源電力(916 HK)是我們的首選。我們認為公司將在即將到來的平價上網時代跑贏其他同業，原因是1)公司的整體電價較同業為高(2018年：人民幣0.482元/千瓦時，而華能新能源(958 HK)和大唐可再生能源(1798 HK)為人民幣0.462元/千瓦時)；2)同業中的最低淨負債比率；3)同業中較高的利用小時數。

風險因素

■ 核電運營商：

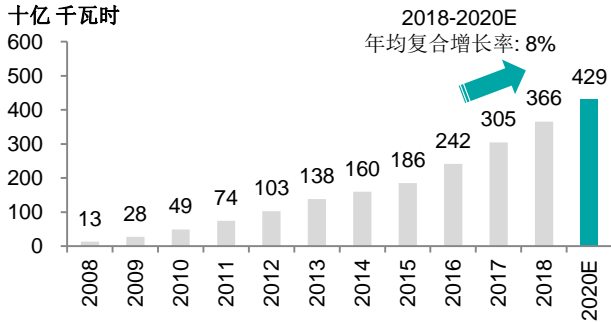
1)操作安全風險；2)施工風險；3)燃料成本風險；4)電價風險；5)貨幣兌換和利率風險；6)並購籌款活動導致的高負債。

■ 風電運營商：

1)棄風限電風險；2)風資源風險；3)電價風險；4)施工風險；5)籌集資金風險；6)政府去槓杆化政策可能會限制行業增長

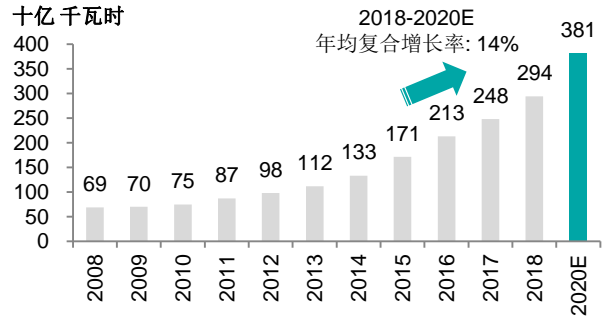


圖表 1: 中國風電發電量展望



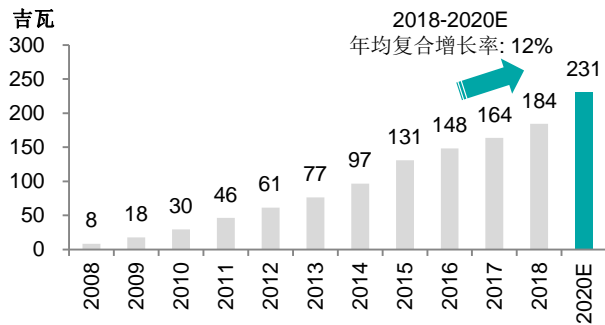
來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 2: 中國核電發電量展望



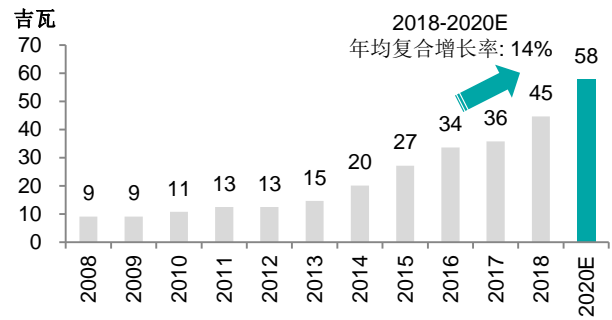
來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 3: 中國風電裝機容量展望



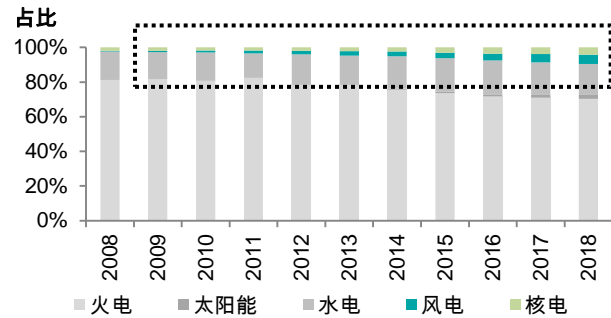
來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 4: 中國核電裝機容量展望：未來幾年將快速增長



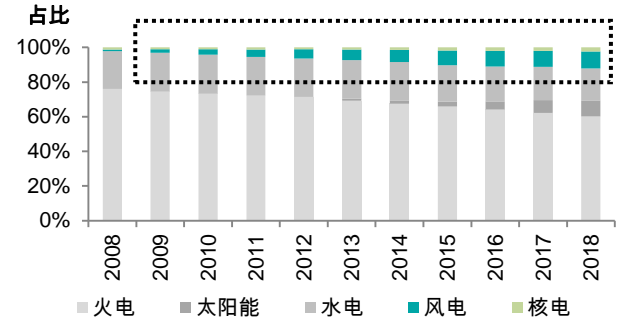
來源：能源局預測、中電聯、農銀國際證券

圖表 5: 中國風電和核電的貢獻將增加(按發電量)



來源：能源局、中電聯、農銀國際證券

圖表 6: 中國風電和核電的貢獻不斷上升(按裝機容量計算)



來源：能源局、中電聯、農銀國際證券

圖表 7: 行業估值及首選股評估(截至 2019 年 11 月 29 日的數據)

公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市淨率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中廣核電力 - H 股	1816	買入	2.45	25.0	9.3	8.5	1.0	0.9	3.8	4.1
龍源電力 - H 股	916	買入	5.30	25.0	6.8	6.4	0.6	0.6	2.9	3.1

來源：彭博、農銀國際證券預測



正面 中國環保業 – 焚燒運營商業務將進一步擴大 吳景荃

主要數據	行業表現 (相對於恒生國 企指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)	
2020E 市盈率均值 (x)	6.2	1 個月	(1.4)	0.3
2020E 市淨率均值 (x)	1.0	3 個月	(1.7)	(3.8)
2020E 股息率均值 (%)	4.9	6 個月	(8.9)	(8.1)

1 年行業表現 (%)

來源：彭博、農銀國際證券預測

來源：彭博、農銀國際證券

來源：彭博、農銀國際證券

- 人均產生的固體廢物量將隨著線上線下活動的增加而保持上升趨勢；預計 2017-20 年年均複合增長率為 0.5%
- 垃圾焚燒在城市地區的平均滲透率仍然很低，2017-20 年的垃圾焚化量可望以 19% 的年均複合增長率增長
- 由於目前的滲透率已達到 94%，2017-20 年全國污水處理量將以 5% 的年均複合增長率增長
- 污水處理運營商的未來發展將通過收購合併
- 由於光大國際(257 HK)在快速成長的行業中處於領先地位，因此是我們在垃圾焚燒行業的首選。

垃圾焚燒：人均產生的固體廢物量將在 O2O 活動的增加上保持上升趨勢；預計 2017-2020 年年均複合增長率為 0.5%。 2003-2013 年，中國的人均固體廢物產生量從 1.44 千克/天下降到 1.11 千克/天，在此期間的年均複合增長率為 -2.6%。但到 2016 年底，這一數字反彈至 1.20 千克/天，相當於此期間的年均複合增長率為 1.9%。我們認為，人均固體廢物產生量的增加與全國範圍內線上線下(O2O)活動的增加有關。根據艾瑞諮詢的數據，中國的 O2O 銷售額從 2013 年的 1.9 兆人民幣增長到 2017 年的 6.3 兆人民幣，表明 2013-2017 的年均複合年增長率為 35%。我們認為 O2O 購物將增加包裝物料的使用，因此刺激城市人均產生的固體廢物量。我們預計 2017-2020 年人均產生的固體廢物量將以 0.5% 的年均複合增長率增長。

內陸省份的平均滲透率較低，僅為 28%，這表明其增長空間相當大。 根據住房和城鄉建設部的數據，中國的垃圾焚燒處理率很低，尤其是內陸省份。2017 年，江蘇省 70% 的生活垃圾通過焚燒處理；與此同時浙江，安徽，福建，山東，雲南和海南的六個省的焚燒率在 50%-70% 之間，而內陸 14 個省的焚燒率低於 30%。沿海省份的焚化設施平均滲透率高於內陸省份(49%比 28%)，這表明內陸省份增長空間相當大。

2017-2020 年展望：城市地區的垃圾焚化量將以 19% 的年均複合增長率增長。 我們認為，隨著城市化進程的加快，人均固體廢物產生量的增加以及政府在城市地區提升焚化使用率的決心，將在未來幾年推動固體廢物的焚燒量。我們估計，到 2020 年末，城市化將達到 60%，這意味著將有新增 5700 萬人居住在城市地區。由於中國 O2O 活動活躍，2017-20 年人均產生的固體廢物量將以 0.5% 的年均複合增長率增長。政府的目標是到 2020 年底在城市地區提升垃圾焚化使用率到 50%。我們預計城市地區通過焚化處理的廢物將從 2017 年的 9300 萬噸躍升至 2020 年的 1.59 億噸，這意味著增長 70% 或 3 年年均複合增長率為 19%。

污水：2017 年底中國城市污水處理率已達到 94%，到 2020 年底將達到 95%。 根據住房和城鄉建設部的數據，截至 2017 年底，城市地區的污水處理率達到 94%，接近中國設定的 2020 年底達到 95% 的目標。按照目前城市地區的發展趨勢，2020 年末很可能會達到這一目標。

在 2017-2020 年，城市人均污水產生量的年均複合增長率將達到 0.7%。 我們認為生活水平的提高將增加人均產生的污水量。根據住房和城鄉建設部的數據，中國城市地區的人均污水產生量從 2007 年的 85 立方米 / 人 / 年增加到 2017 年的 91 立方米 / 人 / 年，在此期間增長了 7% (或 0.7% 年均複合增長率)。我們認為，隨著衛生水平的提高，這種上升趨勢將持續下去：我們預計，2017-2020 年人均產生的污水量將以 0.7% 的年均複合增長率增長。



2017-2020 年城市污水處理量的年均複合增長率將為 5%。我們認為：1)日益城市化意味著更多的居民將居住在城市地區，從而增加了對污水處理服務的需求；2)生活水平的提高將增加人均產生的污水量。當前污水處理設施的滲透率超過 90%，表明未來的增長將主要來自城市的新移民(2017-2020 年年均複合增長率為 4%)和城市人均污水產生量(2017-2020 年年均複合增長率為 0.7%)。因此，我們預計 2017-2020 年中國的污水處理量將以 5%的年均複合增長率增長。

94%的高滲透率表明污水處理運營商將通過收購作進一步發展。根據住房和城鄉建設部的數據，中國的城市污水處理率很高。2017 年，全國平均處理率達到 94%；只有一個省(青海)的污水處理率低於 80%。在中國，有 19 個省的處理率達到 80%-95%，有 11 個省的處理率超過了 95%。與垃圾焚化不同，沿海和內陸省份的污水處理設施滲透率很高(分別為 94%和 93%)。我們認為，高滲透率將意味著污水處理運營商將通過收購或進入較少開發的農村市場來擴大市場。

大型且高利潤率的公司是首選。城市地區污水處理的高滲透率意味著新的增長動力將來自農村或內陸地區。然而，隨著城市化和生活水平的提高，沿海和發達城市地區的人口將繼續增加。對污水處理的需求將會增加，因此支持了消費者承擔的污水處理費的提高。大型企業，特別是那些在富裕地區(例如一線城市)設有污水處理設施的企業，將具有較高的盈利能力，部分原因是較容易在較富裕地區提高污水處理費。

長線展望

垃圾焚燒：中國目前的低滲透率(2017 年全國為 34%)將為該行業提供充足的增長空間，因為政府的長遠目標是達到 50%的垃圾焚化比率。內陸省的低滲透率更能給運營商帶來商機。

污水處理：城市地區的污水處理滲透率很高(2017 年為 94%)。由於未開發的項目較少，因此運營商會選擇通過收購擴大業務規模。我們認為，大型且有高利潤率的運營商將以其優質的資產主導市場，這也將為其提供收購優勢。

短線展望

在較低的滲透率背景下，垃圾焚燒運營商將在 2019/20 財年錄得穩定的兩位數盈利增長。由於中國現在的借貸成本相對高昂，因此需要較好的資本支出規劃。至於污水處理運營商，我們相信他們將更會更多地關注於 BOT(建造，運營，轉讓)項目，以獲取更大的現金流量。由於 PPP(公私合營)運營模式在國內放緩，EPC(工程，採購和建築)項目的大幅增長將不太可能。

風險因素

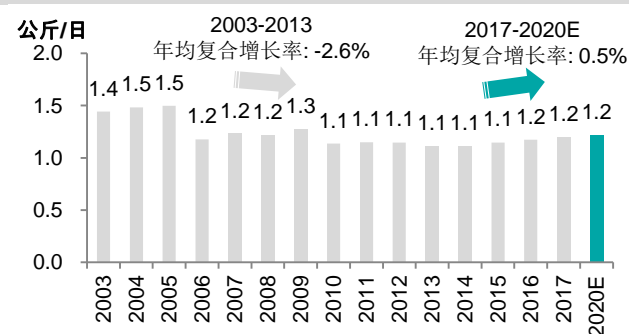
■ 垃圾焚燒運營商：

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

■ 污水處理運營商：

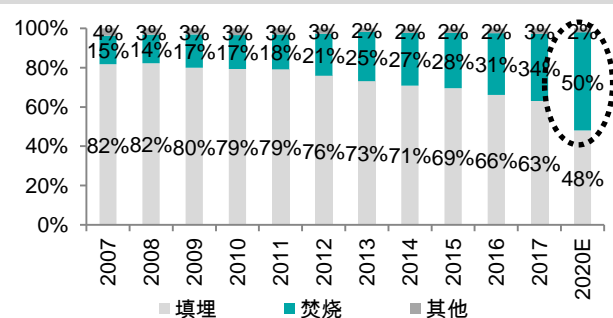
1)產能增長慢於預期；2)違約風險；3)政策風險；4)高淨負債比率；5)負現金流量。

圖表 1: 線上線下活動的增加將增加人均產生的固體廢物量



來源：住房和城鄉建設部、農銀國際證券預測

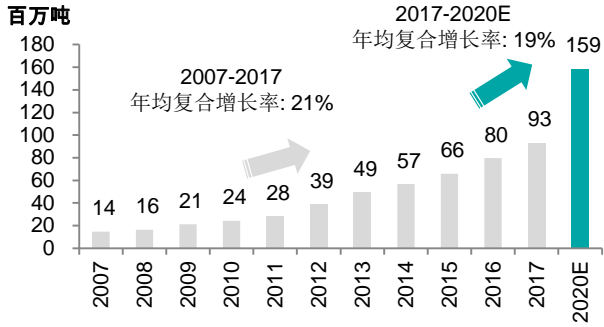
圖表 2: 中國將持續增加生活垃圾的焚化比例



來源：發改委預測、農銀國際證券

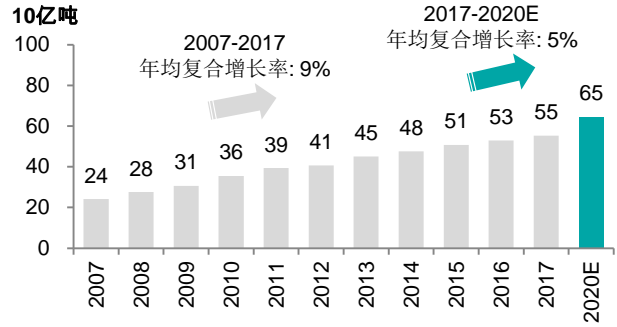


圖表 3: 2017-20 年城市地區焚化的垃圾量將有強勁增長



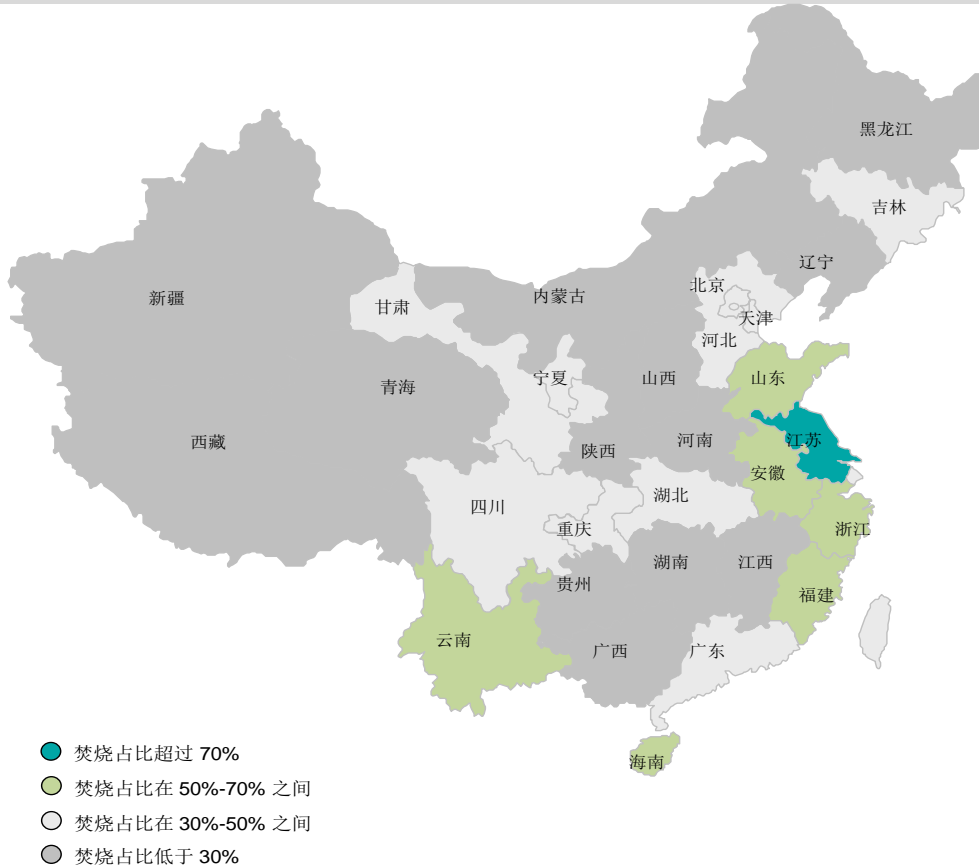
來源：住房和城鄉建設部、發改委、農銀國際證券預測

圖表 4: 2017-20 年全國污水處理量將以 5% 的年均複合率增長



來源：住房和城鄉建設部、發改委、農銀國際證券預測

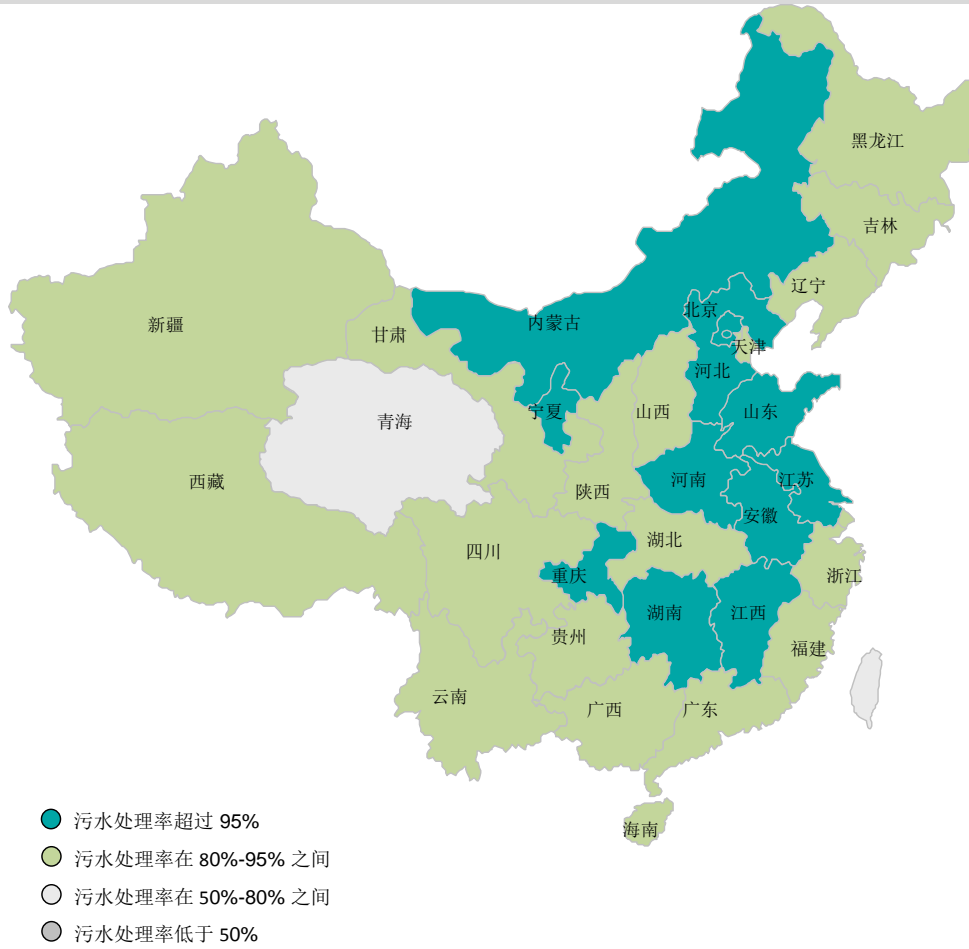
圖表 5: 中國的焚化普及率仍然較低(2017 年數據)



來源：住房和城鄉建設部、農銀國際證券



圖表 6: 中國廢水處理的滲透率較高(2017 年數據)



來源：住房和城鄉建設部、農銀國際證券

圖表 7: 行業估值及首選股評估(截至 2019 年 11 月 29 日的數據)

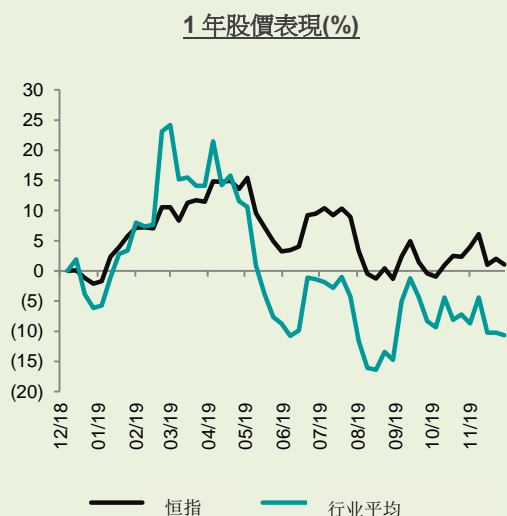
公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市淨率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
光大國際	257	買入	7.50	26.7	7.1	6.2	1.0	0.8	4.2	4.9

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國證券業 - 基本面穩健，估值合理 周秀成

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020年市盈率均值(x)	8.7	1個月	0.2
2020年市淨率均值(x)	0.6	3個月	1.5
2020年股息率均值(%)	4.2	6個月	(7.6)
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

- 證券行業經營環境可能會繼續改善
- 我們認為市場基本面總體健康，而政策環境則機會與挑戰並存
- 我們較喜歡**中信建投-H(6066 HK)**及**申萬宏源-H(6806 HK)**



來源:彭博、農銀國際證券

經營環境改善。根據中國證券業協會的數據，2019年首9個月行業收入和淨利潤分別同比增長38%和88%。行業淨資產回報率從2018年的3.6%升至2019年首9個月的6.4%(年度化)。這些數據反映行業經營環境持續改善。總體而言，A股日均成交量已從2018年首9個月的3,930億人民幣大幅增至2019年首9個月的5,620億人民幣，使行業的傭金收入增加。此外，上證指數在2019年首9個月上升了17.6%，而在2018年首9個月則下跌了14.7%，這增加了行業的投資收入。另一方面，融資融券餘額從2018年底的約0.76萬億人民幣增加至2019年9月的0.96萬億人民幣。我們認為短期內市場氣氛可能繼續改善。

市場基本面總體健康。我們認為目前的市場狀況總體健康。例如，目前A股市場總市值/M1比率为0.7倍，與歷史平均值0.8倍一致，亦遠低於2015年牛市期間1.3倍的峰值水平。此外，兩融餘額目前佔A股市場總額的2.4%，遠低於2015年5%的峰值水平，表明A股市場的杠杆水平十分健康。

政策環境 - 機會與挑戰。我們認為政府政策反映行業機會與挑戰並存。最近推出的科創版反映政府對新經濟領域的支持，並將在未來幾年為行業的投資銀行業務帶來機會。另一方面，外資券商在2020年12月起可獨資經營，或導致未來幾年競爭加劇。

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

對行業改革的承諾。儘管近期行業週期性低迷，我們仍然認為政府仍致力於進行行業改革。總體而言，政府將通過發展多元化、多層次的資本市場來增加直接融資對經濟的貢獻。它還旨在促進產品創新，如高收益債券、混合融資等。我們認為，這些發展將有利於投資銀行業務。總體而言，直接融資僅佔2019年首9個月經濟總融資的14%，大大低於美國的水平(2015年為50%)，這意味著增長空間充足。

行業前景。總體而言，我們預計2020年A股日均成交量將同比上升約15%至6,130億人民幣。我們還預計兩融餘額將在2020年上升至約15%。

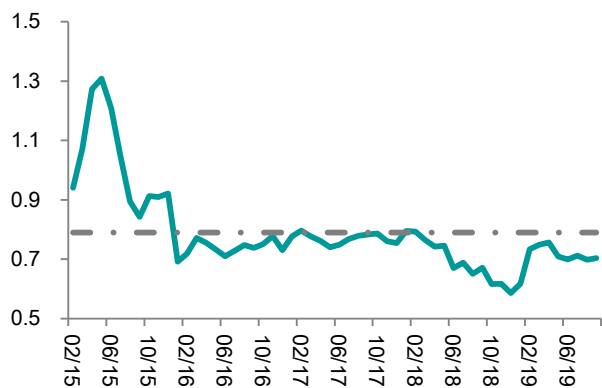
股票推薦

在各券商股中，我們較喜歡中信建投-H 和申萬宏源-H，因為它們近年來在整個市場週期中表現出強勁的淨資產收益率。

風險因素

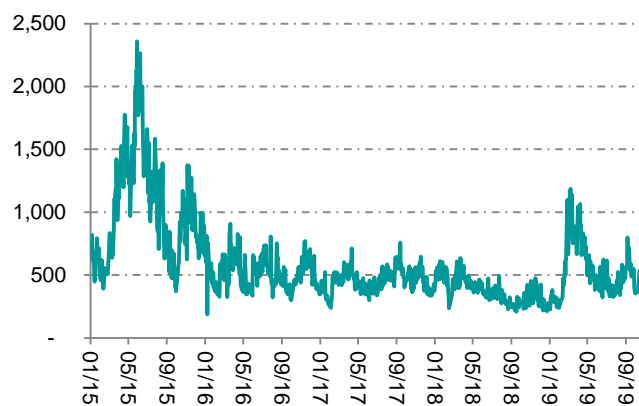
1)金融資產的市場風險；(2)與債券投資和貸款業務相關的信用風險；(3)市場成交量波動；(4)對證券公司的不當行為或員工瀆職行為的處罰；(5)直接融資的監管變化；(6)金融部門去杠杆化帶來的溢出效應；(7)放寬外資所有權後加劇競爭；(8)直接融資業務中銀行與證券公司之間的競爭。

圖表 1: A 股市場總市值/ M1 比率



來源：彭博、農銀國際證券

圖表 3: A 股日均成交量 (10 億人民幣)



來源：彭博、農銀國際證券

圖表 2: 兩融餘額/A 股市值比率



來源：彭博、農銀國際證券

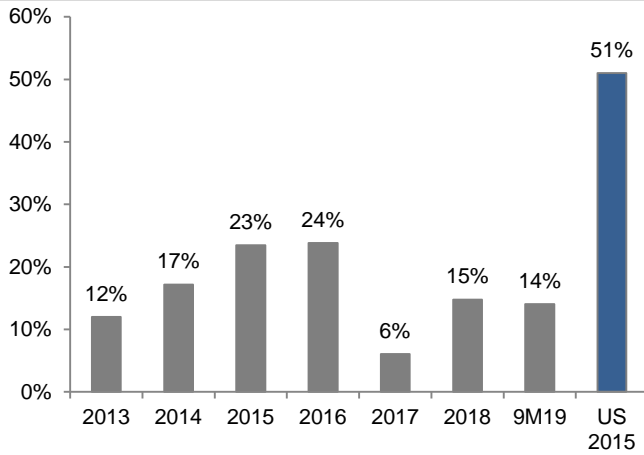
圖表 4: 兩融餘額(10 億人民幣)



來源：彭博、農銀國際證券

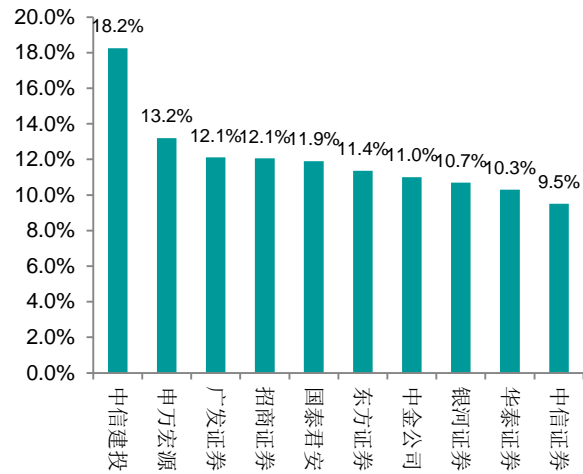


圖表 5: 中國直接融資/社會總融資比率



來源：人行、農銀國際證券

圖表 6: 淨資產收益率 (2014-18 平均值)



來源：公司、農銀國際證券

圖表 7: 行業首選 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市賬率 (x)	FY20E 市賬率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中信建投證券-H	6066 HK	買入	7.0	30.1	8.3	7.3	0.8	0.8	3.7	3.7
申萬宏源-H	6806 HK	買入	3.0	40.8	7.3	6.0	0.6	0.6	3.4	4.1

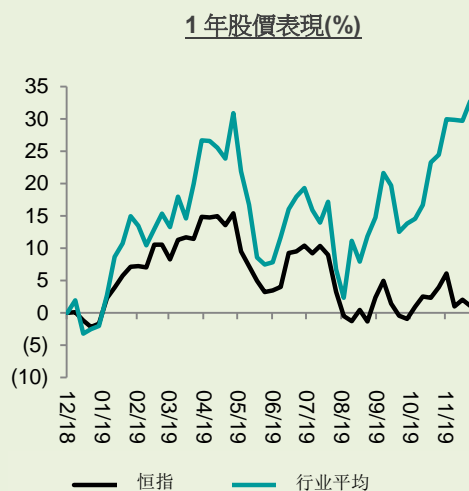
來源：彭博、農銀國際證券預測



中性 中國互聯網媒體與消費商務業—分歧趨勢 周秀成

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020年市盈率均值(x)	1個月	7.9	10.6
2020年市淨率均值(x)	3個月	16.8	13.5
2020年股息率均值(%)	6個月	27.4	29.3

來源:彭博、農銀國際證券預測



來源:彭博、農銀國際證券

- 我們看到細分市場之間存在分歧趨勢，例如在線廣告競爭加劇，而在線遊戲則趨於穩定
- 儘管宏觀環境轉弱，近幾個月在線銷售增長依然強勁。
- 我們認為騰訊(700 HK)短期內缺乏積極的催化劑

競爭用戶時間。根據極光數據，每個移動用戶在 2019 年第 3 季平均安裝 58 個移動應用，比 2017 年第 3 季度的 34 個大幅上升。另一方面，最近幾個季度，每位移動用戶在移動應用上花費的平均時間基本保持穩定在 4.5-5.0 小時之間。我們認為這意味著移動應用競爭用戶時間已經加劇。此外，用戶在移動應用上的時間可能變得更加分散，令到互聯網平臺更難維持用戶粘性。

短視頻的興起影響了其他形式在線娛樂。根據 QuestMobile 數據，移動用戶花在短視頻上的時間佔比從 2017 年 6 月的 2.0%增加到 2019 年 9 月的 13.3%。在我們看來，這會無可避免地減少用戶花在其他在線娛樂上的時間，例如即時消息，長視頻和在線遊戲等。

在線遊戲趨於穩定。根據 QuestMobile 數據，移動用戶花在在線遊戲的時間佔比從 2017 年 9 月的 9.3%下降到 2019 年 9 月的 7.9%。在監管方面，我們發現近幾個月來有更多新遊戲獲得了監管機構的批准，這對遊戲開發商來說是個好兆頭。但是，負面因素仍持續存在，其中包括政府最近採取的進一步限制青少年玩耍時間的措施，以及與包括短視頻內的其他在線娛樂形式的競爭日益加劇。

在線廣告 - 競爭加劇。騰訊的在線廣告收入同比增長從 2018 年第 4 季度的 38%放緩至 2019 年第 3 季度的 13%。我們認為，這反映在線廣告業務正面臨來自抖音的競爭加劇，因為抖音在最近幾個季度大力發展其在線廣告業務。此外，在線廣告市場也受到經濟環境疲軟的打擊。根據 QuestMobile 的數據，在線廣告市場的增長已從 2018 年第 4 季度的 29.8%降至 2019 年第 3 季度的 12.9%。

網上購物 - 依然強勁。雖然宏觀環境較弱，但中國實物商品的網上銷售在 2019 年首 10 個月仍同比增長 19.8%，佔同期零售總額的 19.5%。如按月計算，實物商品在線銷售在近月大致平穩。

股票推薦

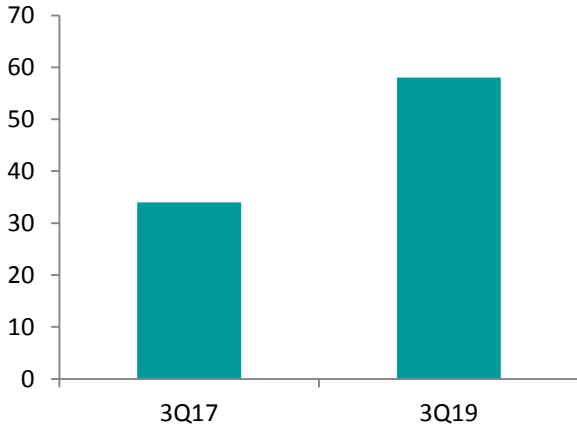
對於騰訊 (700 HK)，我們仍然認為該股在短期內缺乏積極的催化劑，因為該公司在其主要業務，包括在線遊戲，在線廣告和金融科技的增長都在放緩。

風險因素

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

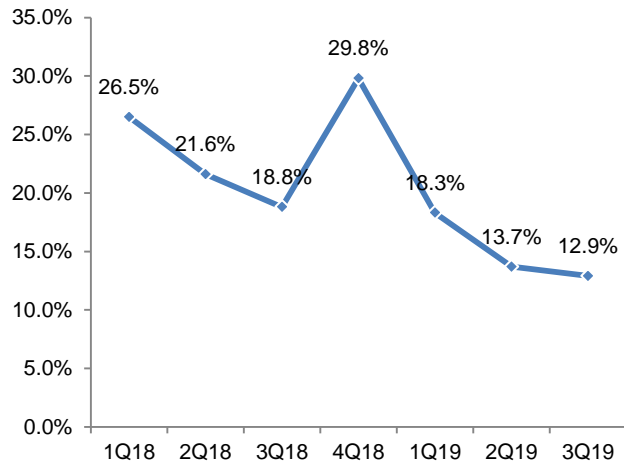


圖表 1: 移動用戶平均安裝移動應用數量



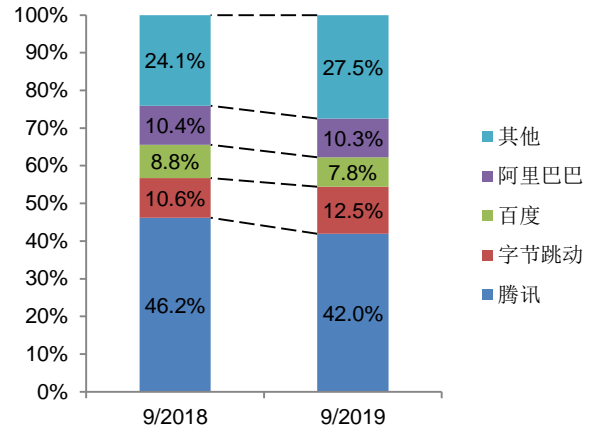
來源：極光、農銀國際證券

圖表 3: 在線廣告市場同比增長



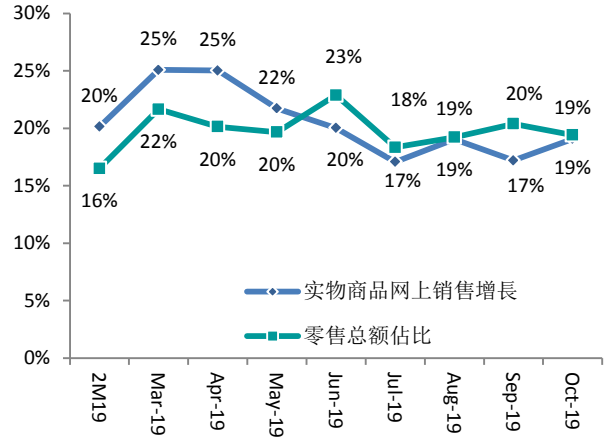
來源：QuesetMobile、農銀國際證券

圖表 2: 主要在線平臺用戶時間佔比



來源：QuesetMobile、農銀國際證券

圖表 4: 實物商品在線銷售



來源：統計局、農銀國際證券

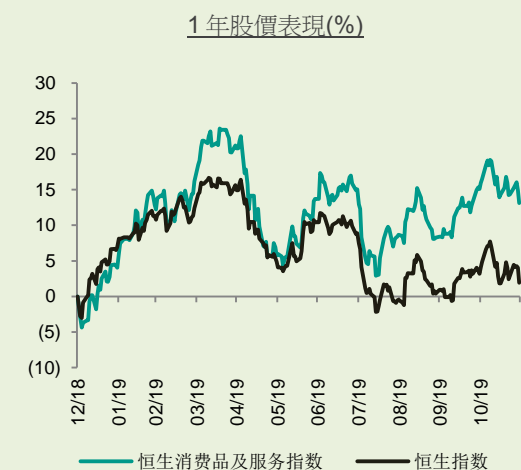
正面 中國消費品業 – 短期內仍充滿挑戰 潘泓興

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	14.9	1 個月	(2.5)	(0.4)
2020E 市淨率均值(x)	2.8	3 個月	4.1	1.7
2020E 股息率均值(%)	2.9	6 個月	6.8	8.8

來源:彭博、農銀國際證券預測

來源:彭博、農銀國際證券

- 零售銷售增長放緩反映經濟基本面疲弱以及高通脹率開始對消費市場產生負面作用
- CPI 通脹率上漲主要受到豬肉價格上漲的影響
- 經濟基本面疲弱，未能對消費增長帶來正面的推動作用；國內經濟增速放緩，對外貿易環境變得更具挑戰性
- 我們認為消費品行業的消費龍頭仍具有吸引力，包括萬洲國際(288 HK)、安踏(2020 HK)、蒙牛(2319 HK)、伊利(600887 CH)



零售銷售 10 月份名義同比增長率為 7.2%。在 10 月份，零售銷售的同比實際增長率(扣除價格因素)為 4.9%。網上零售銷售在 10 月的累計同比增長率下跌至 16.4%，低於上年同期的 25.5%。我們認為，零售銷售乃至消費行業的增長疲弱主要由於宏觀經濟增長放緩以及持續上漲的通脹率。我們認為以上兩個因素將會在未來持續影響消費行業。

通脹壓力傳導至消費行業。根據國家統計局，CPI 在 10 月份錄得 3.8% 的同比增長。豬肉價格的上漲是 CPI 上漲的主要原因。根據農業農村部；儘管過去幾周豬肉價格有稍為回落的跡象，11 月的豬肉平均批發價格同比上漲 133.5%，比 10 月 114.4% 的同比增速要快。豬肉價格的上漲也帶動了其他的肉類產品價格上漲，例如雞肉。我們認為，由於重新提升生豬存欄量需要的較長的時間，而針對非洲豬瘟仍未有有效預防措施，因此生豬存欄將會繼續面臨較大的下行壓力，並將使豬肉價格增速保持較高的水平。通脹水平持續保持在較高的水平，將會壓制人們的消費欲望以及購買能力。通脹率保持在較高的水平也將會限制政府實施刺激性政策的空間。

經濟基本面疲弱繼續削弱消費行業的增長動力。2019 年 3 季度 GDP 的同比增長率僅為 6%，延續前一季度的跌勢。其他經濟數據也顯示經濟基本面漸趨疲弱。我們認為，國內的經濟目前並沒有明顯的反彈跡象，而對外貿易形勢也不容樂觀，因此消費也會隨著經濟的疲弱而缺乏增長動力。我們認為，這樣的情況假如持續，將會導致國內的零售銷售增長逐漸下滑。

長線展望

我們認為，消費行業將會長期持續受益於中國龐大的人口基礎，但是年齡構成的改變將會改變消費的趨勢，而出生率下降將會對整個消費行業的增長造成長遠的影響。

短線展望

短期內的挑戰包括持續上漲的通脹以及宏觀經濟增長持續受壓。我們預期國內的生豬存欄將不會在短期內有較大程度的恢復，因此 2020 年內通脹仍面臨較大的上漲壓力。

股票推薦

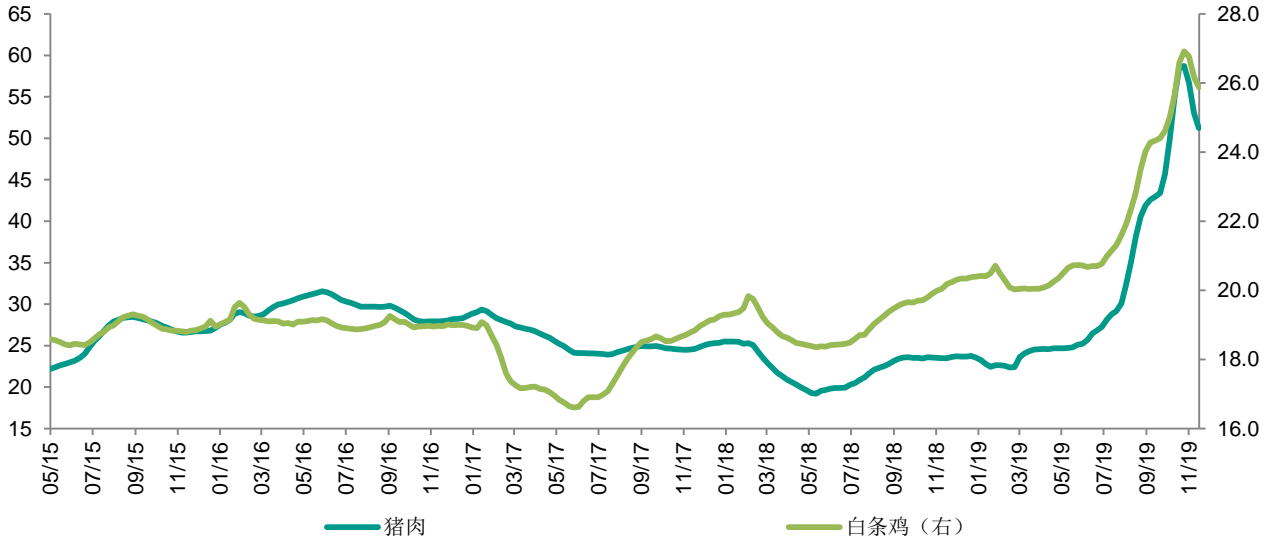
我們認為，消費品行業龍頭將會在未來充滿挑戰的市場環境中繼續具有一定的競爭優勢。我們的首選包括萬洲國際(288 HK)、安踏(2020 HK)、蒙牛(2319 HK)、伊利(600887 CH)。



風險因素

1)宏觀經濟風險、2)政策風險、3)產品質量風險 4)大宗商品價格風險

圖表 1: 每週豬肉(人民幣元/公斤)以及白條雞(人民幣元)的平均批發價格



來源：農業農村部、農銀國際證券

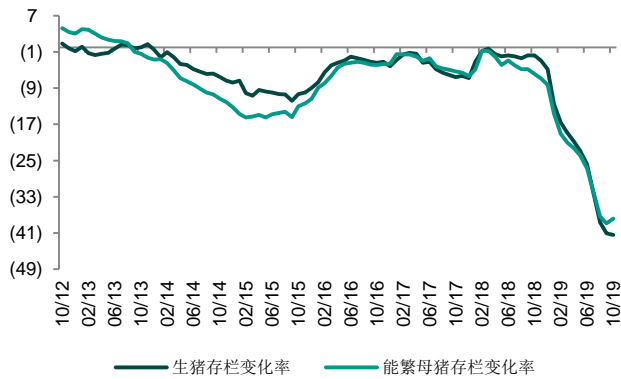
圖表 2: 每週白條雞及商品代肉雞的平均批發價格(人民幣元)



來源：農業農村部、農銀國際證券

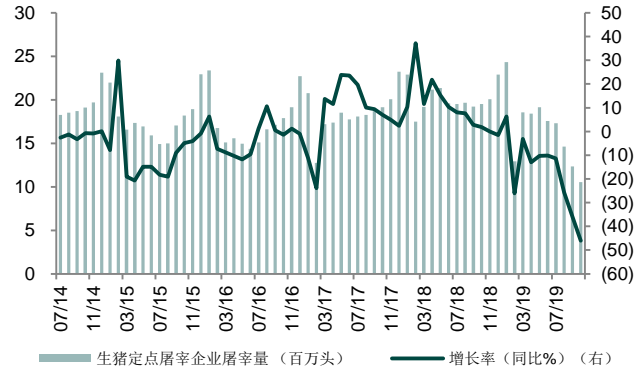


圖表 3:生豬與能繁母豬存欄量(同比%)



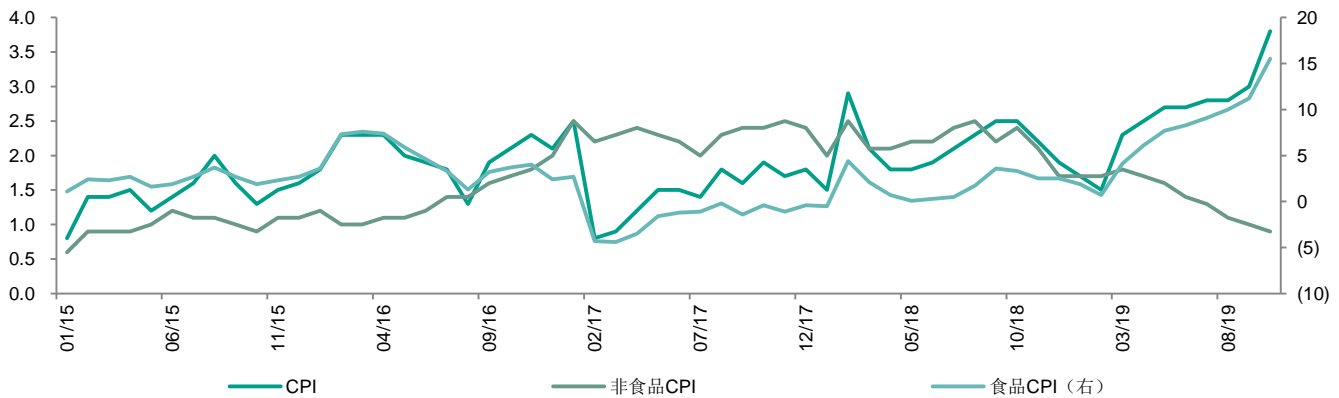
來源：農業農村部、農銀國際證券

圖表 4:全國規模以上生豬定點屠宰企業屠宰量(同比%)



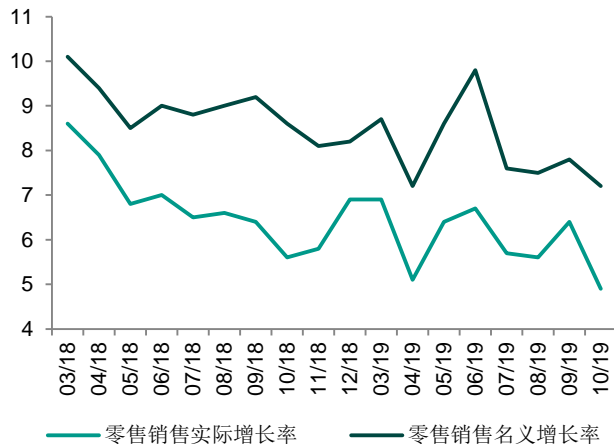
來源：農業農村部、農銀國際證券

圖表 5: CPI(同比%)



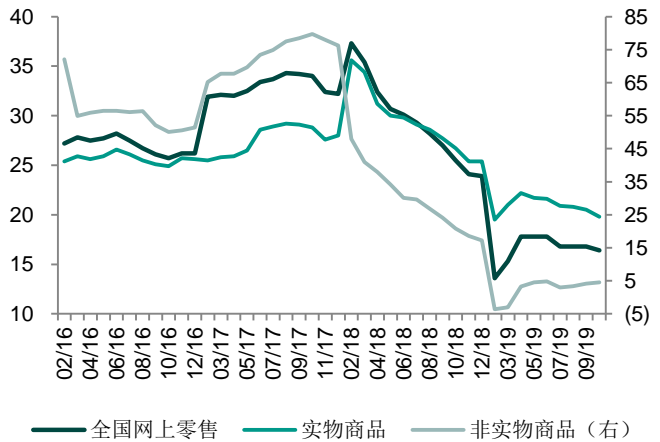
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 6:零售銷售增長率(同比%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

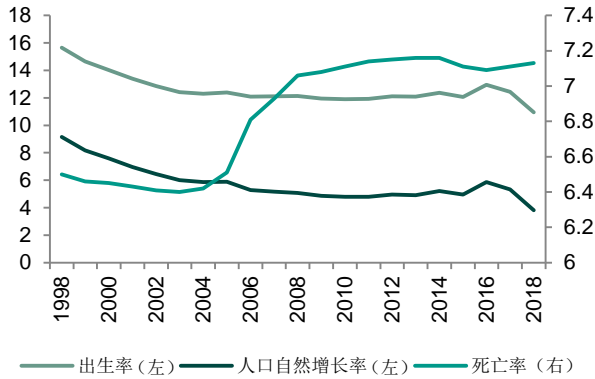
圖表 7:網上零售銷售增長率(累計同比%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

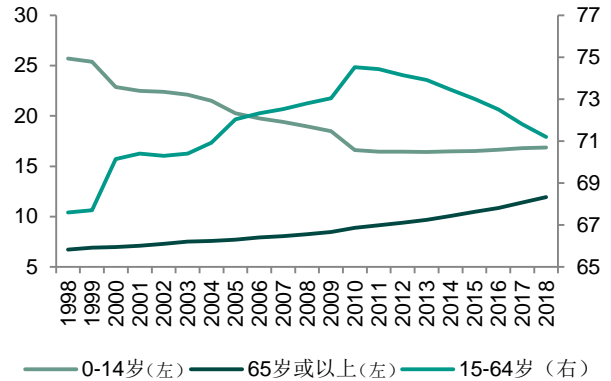


圖表 8: 人口出生率與增長率(‰)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 9: 人口年齡分佈(%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

行業首選 (截至 2019 年 11 月 29 日)

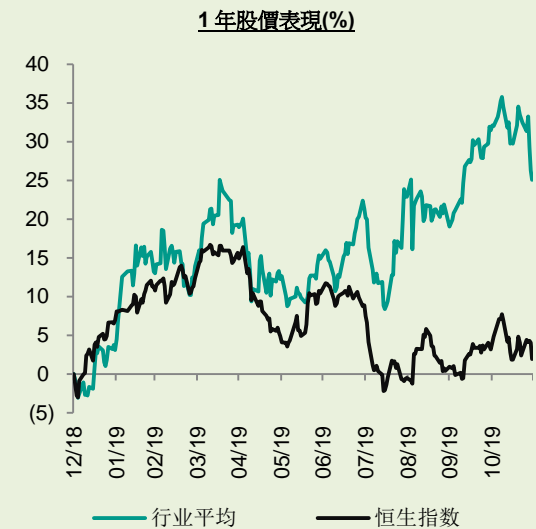
公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市賬率 (x)	FY20E 市賬率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
萬洲國際	288 HK	買入	8.8	9.45	17.32	13.51	1.93	1.72	2.12	2.75
安踏	2020 HK	買入	74.9	1.77	33.14	21.49	9.57	7.62	1.29	1.95
蒙牛	2319 HK	買入	34.6	15.53	33.41	25.47	4.43	3.97	0.84	1.16
伊利	600887 CH	買入	人民幣 34.9	19.97	31.16	29.58	7.26	6.20	2.06	3.96

來源：彭博、農銀國際證券預測

中性 中國教育業- 行業仍受政策條件影響 潘泓興

主要數據	行業表現(相對於恒生指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	11.3	1 個月 (5.3)	(3.2)
2020E 市淨率均值(x)	2.1	3 個月 1.8	(0.7)
2020E 股息率均值(%)	2.9	6 個月 11.0	13.1
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

- 國家最近推出了多項關於推動職業教育行業發展的政策；教育行業仍面臨民促法送審稿所帶來的政策不確定性
- 教育行業上市企業的業績表現開始出現分化
- 教育行業仍具有一定能夠的吸引力，主要由於其增長較為穩定；高等教育板塊相比其他教育板塊更具有吸引力，主要由於其所面臨的政策不確定風險較小而且是最近公佈的推動職業教育行業發展政策的直接受益者
- 我們認為行業領頭羊仍具有吸引力，推薦**中教控股(839 HK)**和**睿見教育(6068 HK)**



政策環境仍具有不確定性。教育行業目前仍面臨較大的政策不確定性，主要由於民促法送審稿的終稿仍未正式公佈；該送審稿規定，非營利性學校不可被收購。在 2019 年，國家持續推出促進部分教育細分行業的相關政策。3 月份的政府工作報告提出，2019 年的職業教育新增學生人數要達到 100 萬人，而政府也推出了促進職業教育畢業生就業的相關政策。此外，政府也推出了支持線上教育的措施。

政策環境導致投資者對教育細分板塊的情緒不同。目前高等教育和非正規教育板塊所要面對的限制相對 K-12 板塊要少。我們相信，政策環境的不同導致了部分教育細分板塊的估值和股價表現相對其他板塊要好。同時，政策的限制，以及業務模式的限制，導致非正規教育板塊的增長要比非正規教育板塊的增長要慢。

市場龍頭估值溢價仍較高。儘管部分教育細分行業受到投資者的青睞，但並不代表所有公司都具有。市場的龍頭具有一定的規模以及較長的運營歷史，使其更容易獲得高估值。此外，在地理位置上具有優勢的公司，在估值上也有一定的優勢。

長線展望

教育行業仍具有較好的增長前景；行業本身具有較多的整合機會，而且仍有增長機會未被開發。但是出生率的下降，將會對行業未來的增長前景產生負面影響。

短線展望

在短期內，我們認為政府將會繼續收緊對基礎教育板塊的政策，而對高等教育板塊的政策將繼續保持放開。此外，我們預期政府將會在 2020 年初公佈民促法終稿，並明確不同的教育細分行業的監管細則。

股票推薦

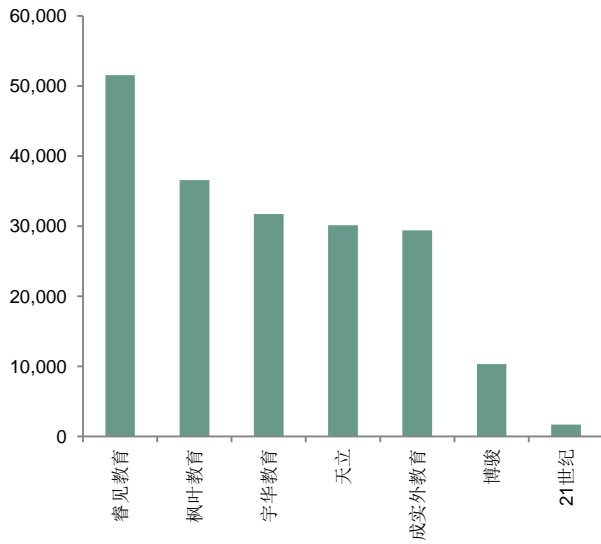
我們的首選包括**中教控股(839 HK)**，主要由於該公司保持持續擴張，所處的行業板塊的相關政策限制較少，而且其學生人數在同業中保持領先地位。我們的另一個首選是**睿見教育(6068 HK)**；儘管該公司所處的行業板塊或將會面臨更多的政策限制，但是我們認為公司以往的業績顯示其具有足夠的能力進行內生性擴張，而且目前已經有多個項目儲備支持未來的增長；同時該公司將發展的中心放到廣東以及粵港澳大灣區，將會為其未來的增長提供更多的支持。

風險因素

1)人口變化；2)政策風險；3)教育質量及學生退學風險；4)運營和聲譽風險；5)擴張瓶頸風險。

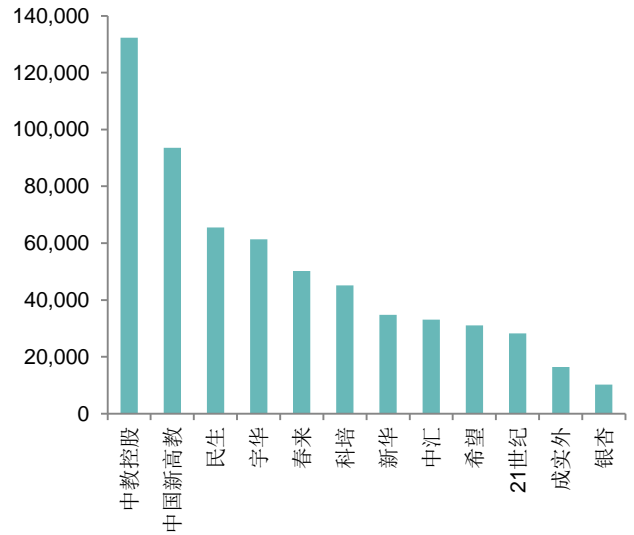


圖表 1: 基礎教育公司學生數量(2018/19 學年)

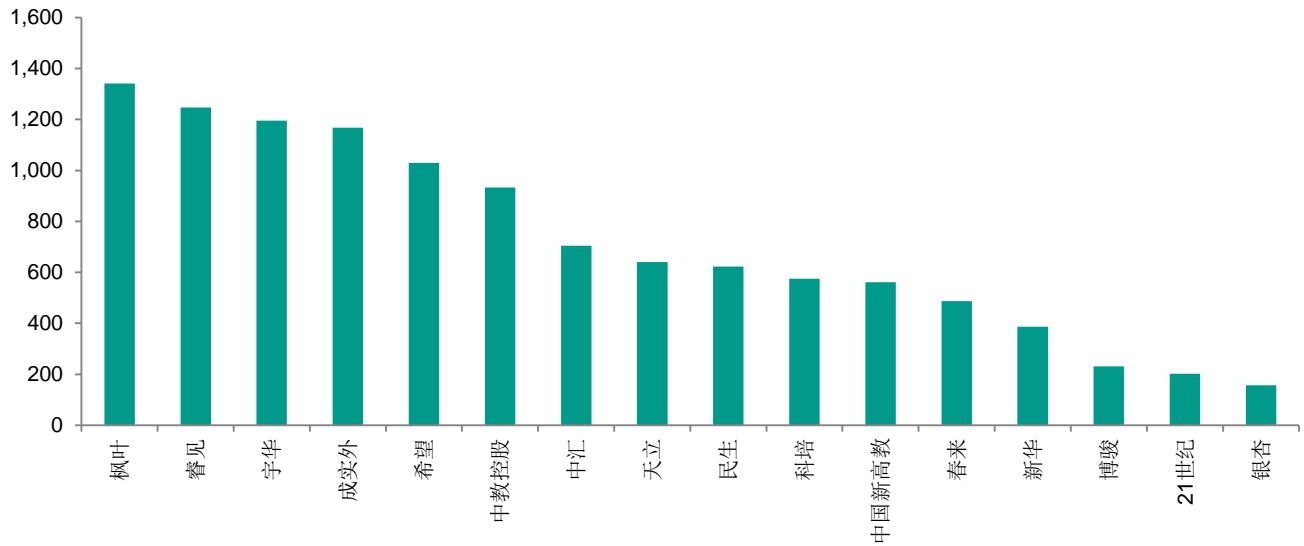


來源：公司、農銀國際證券

圖表 2: 高等教育公司學生數量 (2018/19 學年)

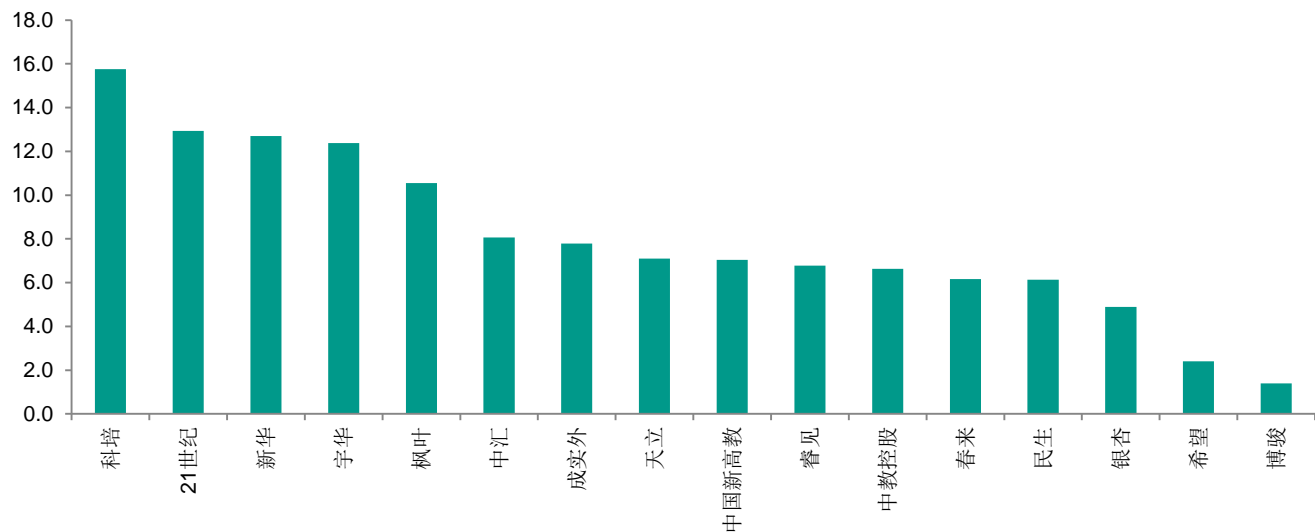


圖表 3: 2018 財年教育企業收入規模(人民幣 百萬)



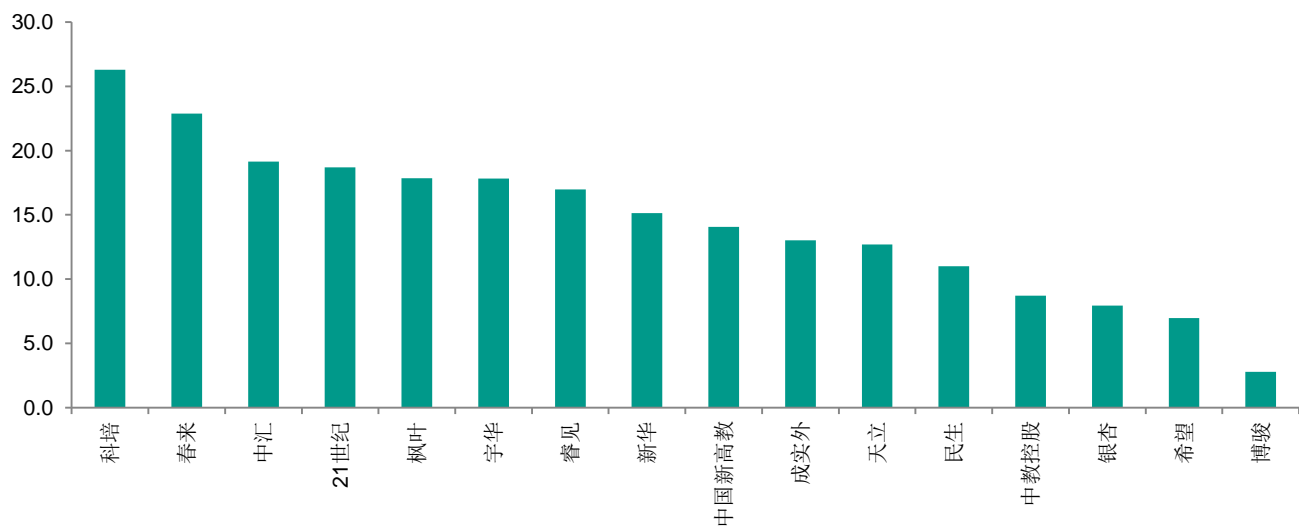
來源：公司、農銀國際證券

圖表 4: 2018 財年教育企業資產回報率 (%)



來源：公司、農銀國際證券

圖表 5: 2018 財年教育企業股本回報率 (%)



來源：公司、農銀國際證券

圖表 6: 行業首選 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市賬率 (x)	FY20E 市賬率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中教控股	839 HK	買入	14.0	32.1	35.01	23.23	3.66	3.30	1.01	1.31
睿見教育	6068 HK	買入	4.7	36.2	22.46	16.60	3.73	3.06	0.15	0.21

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國電信業 - 5G 網絡正式啟動 黎柏堅

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	10.9	1 個月	4.2%
2020E 市淨率均值(x)	0.9	3 個月	0.3%
2020E 股息率均值(%)	3.5	6 個月	10.5%
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

- 2019 年 11 月，電信運營商在中國正式啟動 5G 服務
- 截至 2019 年 9 月，中國 4G 用戶普及率達到 79.1%，與其他國家相比仍然較低。我們預計 2020 年仍有增長空間
- 我們的行業首選是**中國移動(941 HK)**。中國移動有較高的股息收益率，及良好的資產負債表狀況，並在中國的移動業務中佔據主導地位



來源:彭博、農銀國際證券

5G 電信服務於 2019 年正式啟動。電信運營商已於 2019 年下半年在中國正式啟動 5G 網絡服務。與 4G 網絡相比，5G 電信服務費相對保守，原因是需要遵循監管機構降低移動服務資費的指示。我們預計 5G 服務對電信運營商的移動 ARPU 的刺激作用有限。為了應對昂貴的 5G 資本開支，相對較小的電信運營商(中國聯通[762 HK]和中國電信[728 HK])已經聯手共同分享和共同建設 5G 網絡，試圖與中國移動抗衡。

中國移動在移動用戶市場上維持最大的市場份額。工信部宣佈 2019 年電信運營商下調 20% 移動服務費，下調 15% 中小企業的寬帶費，以提高互聯網滲透率並改善網絡覆蓋。我們預計移動 ARPU 將受到數據服務費降低的影響。降低移動數據資費刺激了用戶的數據使用。2019 年 9 月每位用戶的平均移動數據量超過 8.54GB，同比增長 62.9%。2019 年 9 月，中國的移動用戶達到 16 億，同比增長 3.3%。根據工信部的數據，截至 2019 年 9 月，4G 用戶達到 12.6 億，佔中國移動用戶總數的 79.1%。我們預計，由於低端用戶(從 2G / 3G 平臺到 4G)的遷移，雙 SIM 卡智能手機的廣泛使用以及較低的移動服務資費，4G 滲透率將進一步提高，並在 2020 年達到 85.0%。截至 2019 年 9 月，中國移動，中國聯通，中國電信 4G 市場份額分別為 53.2%，23.2% 和 23.6%。

電信運營商已推出捆綁服務，以提高用戶普及率。市場上有與家庭相關的各種電信產品，包括智能家居服務，IPTV，視頻內容，在線遊戲等。這些產品可以幫助電信運營商提高增值服務收入，從而增加收入增長。用戶正在尋求高質量的 IPTV，視頻內容和穩定的在線遊戲，這些要求高速有線寬帶傳輸。我們預計，隨著網絡速度和 IPTV 利用率的提高，2019 年中國有線寬帶市場將穩定增長。根據工信部的數據，到 2019 年 9 月，有線寬帶用戶達到 4.5 億，而光纖到戶(FTTH)用戶達到 4.11 億，佔有線用戶總數的 91%。我們預測，受 IPTV，在線遊戲和高質量視頻的需求推動，中國的 FTTH 用戶到 2020 年將達到 92% 以上。

全球智能手機出貨量在 2019 年第 3 季度反彈。根據 IDC 的數據，由於智能手機製造商推出旗艦智能手機，2019 年第 3 季度的全球智能手機出貨量為 3.583 億，同比增長 0.8%，好於 2019 年第 2 季度則下降 2.3%。由於品牌知名度的提高以及國內市場客戶的支持，華為在 19 年第 3 季度的智能手機出貨量增長最快。由於 5G 電信服務的正式推出，我們預計 2020 年全球智能手機出貨量將溫和增長。許多智能手機製造商已經為智能手機引入了高分辨率相機和新功能，以改善用戶體驗，從而獲得市場份額。

長線展望

我們預計 5G 用戶在電信領域將適度增長，這將增加移動數據的使用。電信運營商將加快中國 5G 網絡的發展速度，並在 2020 年提高 5G 網絡發展的資本支出，因為商業化推出將需要更多的基站和更廣闊的光纖網絡覆蓋範圍。電信運營商可能會推出更多激勵措施和補貼，以吸引用戶使用 5G 網絡平臺。與 4G 電信網絡相比，5G 網絡具有更高的傳輸速率和更低的延遲。降低移動數據服務的資費影響了收入增長，但是電信運營商已經推出了各種增值服務，IPTV 和視頻內容，以促進使用。

短線展望

在短期內，我們預計電信運營商的收入將受到提速降費的影響。預計將降低 20% 以上的移動服務資費將對電信運營商的 ARPU 造成壓力。電信運營商可能會有一些 5G 計劃或手機補貼，以吸引用戶使用 5G 網絡服務。與 4G 網絡相比，用戶正在為 5G 網絡使用更多的高速應用程序，包括視頻和在線遊戲，具有更好的用戶體驗。企業客戶對大數據和雲計算的需求在最近幾個季度不斷增長，這可能會進一步改善可持續電信運營商的收入增長。

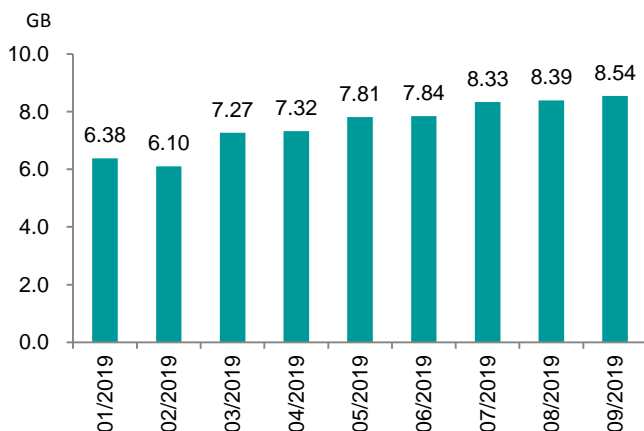
股票推薦

中國移動(941 HK) 是我們的行業首選。中國移動憑藉其網絡優勢，更好的覆蓋範圍和資源，在中國市場保持著最大的移動用戶市場份額。我們預計，由於數據服務資費降低，集團將受益於移動數據消費的增長。我們對公司的目標價為 80.0 港元，相當於 4.5 倍 / 4.2 倍 2019 年 / 2020 年市盈率。

風險因素

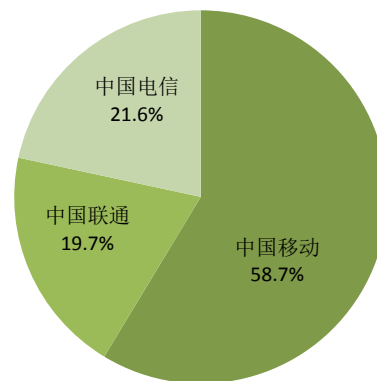
1) 行業進一步推行提速降費; 2) 用戶飽和; 3) 市場競爭加劇可能導致價格戰; 4) 智能手機出貨量增長放緩。

圖表 1: 中國每月平均數據使用量



來源：工信部、農銀國際證券

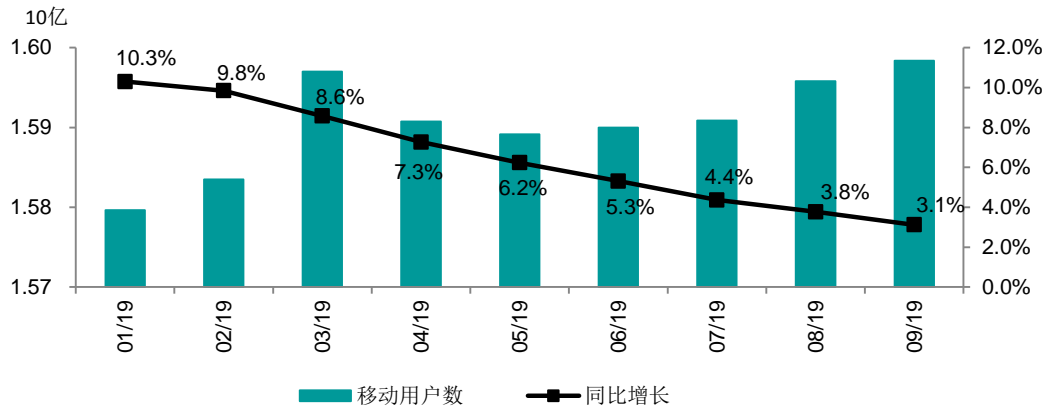
圖表 2: 中國的 4G 用戶市場份額



來源：工信部、農銀國際證券

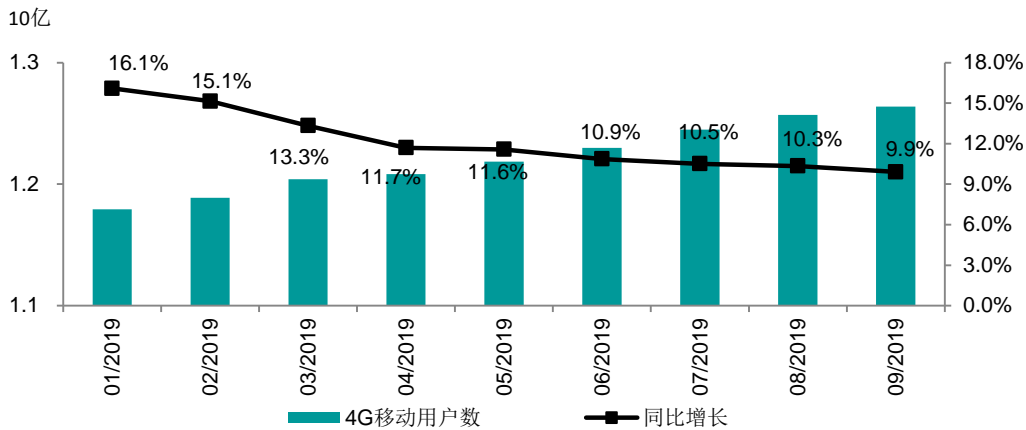


圖表 3: 中國移動用戶和同比增長



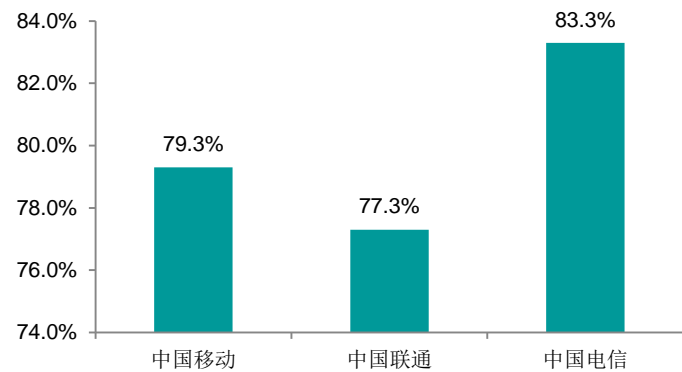
來源：工信部、農銀國際證券

圖表 4: 中國 4G 用戶和同比增長



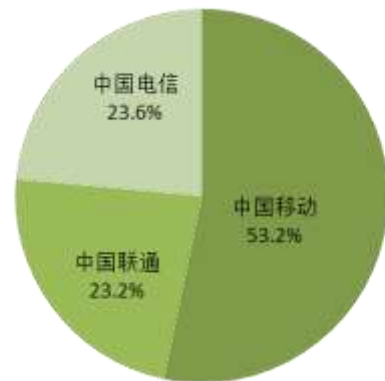
來源：工信部、農銀國際證券

圖表 5: 中國的 4G 用戶滲透率



來源：工信部、農銀國際證券

圖表 6 中國的移動用戶市場份額



來源：工信部、農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 7: 行業首選 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市賬率 (x)	FY20E 市賬率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中國移動	941 HK	買入	80.00	35.6	14.3	13.6	1.3	1.2	3.6	3.8

來源：彭博、農銀國際預測

權益披露

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

權益披露

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

評級的定義

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

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

市場回報率：自 2005 年以來的平均市場回報率(恒生指數總回報指數的複合增長率為 10%)

目標價的時間範圍：12 個月

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

免責聲明

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

版權所有 2019 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：香港中環幹諾道中 50 號中國農業銀行大廈 10 樓農銀國際證券有限公司
電話：(852)21478863