



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

农银国际中国/香港证券研究

2023 年经济展望及 投资策略报告

穿越经济周期 聚焦中国向好



目录

2023 年全球经济展望	4	姚少华 (经济师) 经济展望
2023 年中国经济展望	7	yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
2023 年投资策略	14	
香港 IPO 市场	29	陈宋恩 (研究部主管) 投资策略
中国银行业 - 正面	32	philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
中国房地产业 - 正面	36	
中国互联网媒体与消费商业- 正面	42	欧宇恒 (分析员) 中国银行业
中国消费行业 - 正面	45	johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中国教育业 - 中性	49	
中国电信业 - 正面	52	周秀成 (分析员) 中国证券业 /中国互联网媒体与消费商业
		stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
		董耀基 (分析员) 中国房地产业
		kennethtung@abci.com.hk 852-2147 8311
		潘泓兴 (分析员) 中国教育业 /中国消费业
		paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏坚 (分析员) 中国电信业
		rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895

于 2022 年 12 月 6 日发布

另有指明外,数据截至 2022 年 11 月 25 日

全球/中国经济展望





2023 年全球经济展望

- 2022 年年初以来，受累于通胀高企、货币政策收紧以及俄乌冲突不断升温，全球经济增速有所放缓
- 自 2022 年年初以来，由于全球能源以及食品价格飙升以及劳动力成本上升，全球通胀显著上扬。尽管发展中国家的整体工资上升压力仍维持温和，但由于劳动力市场供小于求，部分发达国家面临工资上升压力明显增加
- 展望 2023 年，有见于全球不少经济体金融环境不断收紧、通胀仍高企以及俄乌冲突持续，我们预计 2023 年全球经济增长将放缓。通胀方面，由于全球需求放缓、大宗商品价格回落以及供应链改善，我们预计全球通胀或在 2022 年下半年见顶，在 2023 年将有所回落。然而，通胀虽有回落，但在工资上升以及 OPEC+原油减产计划下仍维持高位
- 我们预期 2022 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 1.8%、3.0%、3.1%、1.5% 及 4.0%，2023 年则分别增长 0.5%、5.0%、-0.5%、1.4%及-0.6%，相比而言，上述国家在 2021 年经济分别增长 5.7%、8.1%、5.2%、1.7%及 7.4%

年初以来全球经济增长动力较疲弱

2022 年年初以来，受累于通胀高企、货币政策收紧以及俄乌冲突不断升温，全球经济增速有所放缓。如图 1 所示，2022 年前 3 季美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 2.4%¹、3.0%、4.0%、1.4%及 5.9%，均较 2021 年 5.9%、8.1%、5.3%、1.8%及 8.5%的经济增速回落。自 2022 年年初以来，JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数持续回落，显示全球经济增长动力放缓(图 2)。自 2022 年 8 月以来，JP Morgan 全球综合 PMI 指数已低于 50 临界点水平。

图 1: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2020 年	2021 年	2022 年前 3 季
美国	(2.8)	5.9	2.4
中国	2.2	8.1	3.0
欧元区	(6.1)	5.3	4.0
日本	(4.7)	1.8	1.4
英国	(11.0)	8.5	5.9

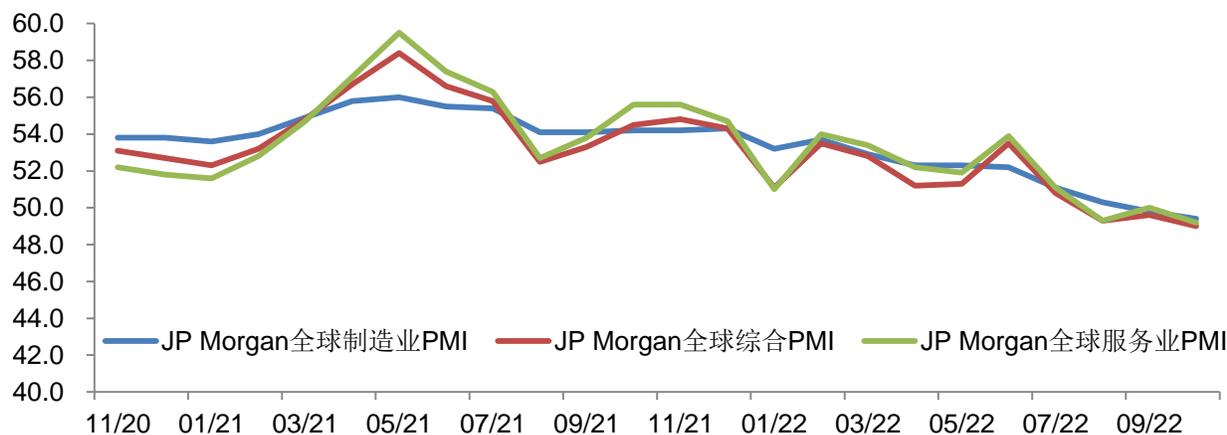
来源: 彭博、农银国际证券

自 2022 年初以来，由于全球经济放缓，美元显著升值以及俄乌冲突不断加剧，全球贸易增速有所回落。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 2022 年第 1 季增长 20.0%后，2022 年第 2 季再增长 17.0%，但都低于 2021 年 26.5%的增速。目前 WTO 预期 2022 年全球商品贸易量将增长 3.5%，相比之下 2021 年全球商品贸易量增长 9.7%。此外，2022 年第 1 季和第 2 季全球服务贸易金额分别增长 17.0%与 19.0%，均低于 2021 年第 3 季及第 4 季 26.0%及 21.0%的增速。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



图 2: JP Morgan 全球 PMI 指数(%)



来源: 彭博、农银国际证券

自 2022 年年初以来，由于全球能源以及食品价格飙升以及劳动力成本上升，全球通胀显著上扬。某些国家的通胀水平攀升至 40 多年的高位。根据 IMF 的估计，2022 年原油价格或上涨 41.4%，而非石油大宗商品价格预计将上涨约 7.3%。IMF 预计 2022 年全球整体 CPI 通胀上涨 8.8%，较 2021 年 4.7% 的通胀水平显著上升。虽然食品和能源的大幅攀升推高了整体 CPI，但撇除食品及能源价格外的全球核心通胀除中国和日本外在今年亦明显上升。房租、燃料、交通以及家具行业的通胀均显著升温。尽管发展中国家的整体工资上升压力仍维持温和，但由于劳动力市场供小于求，部分发达国家面临工资上升压力明显增加。

由于通胀大幅攀升，除中国人民银行和日本央行外，全球主要央行自 2022 年年初以来开始收紧货币政策，这亦导致了全球主要国债利率上升。美联储从 2022 年 3 月以来共上调联邦基金利率 375 个基点，并在 6 月开始缩减其资产负债表。欧洲央行在 2022 年 3 月结束其抗疫紧急购债计划，并从 7 月 1 日起终止其资产购买计划。欧洲央行自 7 月以来共加息 200 个基点。年初以来英伦银行、加拿大央行以及澳洲联储银行均开始新一轮加息周期。然而，由于通胀压力温和，中国人民银行和日本央行维持宽松的货币政策以支持经济增长。

2023 年全球经济增速将放慢

展望 2023 年，有见于全球不少经济体金融环境不断收紧、通胀仍高企以及俄乌冲突持续，我们预计 2023 年全球经济增长将放缓。通胀方面，由于全球需求放缓、大宗商品价格回落以及供应链改善，我们预计全球通胀或在 2022 年下半年见顶，在 2023 年将有所回落。然而，通胀虽有回落，但在工资上升以及 OPEC+ 原油减产计划下仍维持高位。在 10 月发布的最新预测中，世贸组织预计 2023 年货物贸易额将增长 1.0%，而 2022 年预计将增长 3.5%，货物贸易增速放缓主要因为全球经济增速将减慢。根据 IMF 于 2022 年 10 月发布的最新《世界经济展望》，2023 年全球经济增长预计为 2.7%，相比 2022 年的预计增速 3.2% 为慢（图 3）。IMF 预计 2023 年全球通胀或由 2022 年估计的 8.8% 放缓至 6.5%。OECD 在 11 月发表的《经济展望》里亦预计 2023 年全球经济增长将由 2022 年的 3.1% 放缓至 2.2%。



我们预计 2023 年美国经济增长将从 2022 年估计的 1.8% 回落至 0.5%，主要因为金融环境继续收紧、通胀仍高企以及财政刺激政策退出。较低的失业率和不断上升的工资水平将支持 2023 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。大规模的财政刺激退出将拖累经济增长。利率上升亦会拖累支出增长，特别是房地产投资。我们预计通胀可能在 2022 年下半年达到峰值，但在 2023 年仍将维持高位并远高于美联储 2% 的目标。在货币政策方面，由于通胀水平以及通胀预期仍高企，我们预计美联储将在 2023 年继续收紧货币政策，包括继续加息和缩表。我们预计到 2023 年年中联邦基金利率的目标区间将升到 4.75-5.00%，然后维持不变直到 2023 年年底。美联储将在 2023 年继续减持美国国债以及住宅和商业抵押贷款支持证券。由于香港金管局实行联系汇率制度，我们预期到 2023 年年底香港基本利率将升至 5.25%。

有见于防疫措施或放宽、宏观政策支持以及较低的基数效应，我们预计中国经济增速在 2023 年将反弹。我们预计中国经济在 2023 年将增长 5.0%，高于 2022 年 3.0% 的预估增速。消费的显著回暖以及房地产行业的温和复苏将是经济增长的主要推动力。通胀将在 2023 年维持温和态势，料不构成宏观政策的制约因素。货币政策方面，我们预期人民银行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制造业企业及中小企业的信贷供给。我们预期人民银行或在 2023 年继续宣布下调 RRR 和基准利率。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 2023 年欧元区的经济增速或由 2022 年估计的 3.1% 放缓至 -0.5%，主要因为俄乌冲突的溢出效应、金融环境的收紧、通胀仍高企以及公共债务水平上升。悲观的消费者情绪以及高企的通胀水平将打击家庭消费。有见于全球经济放缓，外需将趋于疲弱。由于金融环境收紧以及某些大宗商品价格回归常态，通胀在 2023 年料逐步放缓。然而，受累于工资水平上升以及俄罗斯或削减对欧元区天然气供应，整体通胀仍高企。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 2023 年将主要再融资利率、边际贷款利率以及存款机制利率分别调升至 3.00%、3.25% 及 2.50%。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，由于通胀高企削弱购买力和货币政策收紧拖累居民消费和企业投资，我们预计 2023 年英国经济将下跌 0.6%，大幅低于 2022 年 4.0% 的预估增速。由于通胀压力仍大，我们预计英伦央行的政策利率将在 2023 年底上升至 3.75%。

我们预计 2023 年日本的经济增长将从 2022 年估计的 1.5% 略微回落至 1.4%，主要因为疲弱的外需将拖累出口增长。然而，宽松的货币政策将继续支持投资增长。相比其它发达经济体，日本在 2023 年的通胀压力仍较温和，我们预计其核心通胀或放缓至 2% 以下。有见于通胀前景仍疲弱，我们预期 2023 年日本的超宽松货币政策或保持不变，其通过国债曲线控制令政策利率维持稳定，我们预期 2023 年底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 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2021 年	2022 年预测	2023 年预测
美国	5.7	1.8	0.5
中国	8.1	3.0	5.0
欧元区	5.2	3.1	(0.5)
日本	1.7	1.5	1.4
英国	7.4	4.0	(0.6)
世界(国际货币基金组织)	6.0*	3.2*	2.7*

来源: 国际货币基金组织、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



2023 年中国经济展望

- 由于新冠疫情再度爆发以及房地产行业持续放缓，2022 年初至今中国经济增长明显回落。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2022 年前 3 季经济仅增长 3.0%，而 2021 年同期增长 9.8%
- 展望未来，有见于防疫措施将放宽以及房地产行业或获得进一步的政策支持，我们相信 2023 年中国经济增速或明显反弹。整体上我们预期 2023 年中国 GDP 增长 5.0%，大幅高于 2022 年 3.0% 的预估增速。消费的强劲反弹和房地产行业的温和复苏将是主要的增长动力。相反，疲弱的外需和潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是主要挑战
- 我们预计通胀将在 2023 年维持温和态势。我们预计 2023 年 CPI 通胀或维持在 2.0%，与 2022 年的预估相同。由于 2023 年中国整体经济增速或加快，核心 CPI 通胀可能温和反弹。有见于大宗商品价格放缓、国内需求较疲软和高基数效应，我们预计 2023 年 PPI 通胀将从 2022 年的预估的 4.5% 放缓至 0.0%
- 货币政策方面，我们预期人民银行在 2023 年将继续维持偏宽松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对制造业企业、房地产企业以及中小企业的信贷。我们预计 2023 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至 23.0 万亿人民币及 35.5 万亿人民币。另外，为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在 2023 年将继续下调基准利率。我们预计 2023 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别下调在 3.55% 及 4.10%。为增加金融市场流动性，我们预期 2023 年人民银行将继续下调 RRR 一次。我们预计 2023 年年底大型存款类金融机构的 RRR 为 9.0%，中型存款类金融机构为 7.0%，而小型存款类金融机构的 RRR 则维持在 5.0% 不变。2023 年年底广义货币供给(M2)预计增长 11.0%。汇率方面，由于中国经济或反弹以及贸易顺差仍处于高位，我们预期 2023 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.6500 左右，而 2022 年年底预计为 7.0000
- 我们预期 2023 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部分支持基建投资的政策。对受疫情重创的企业提供更多支持。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 2023 年地方政府专项债发行规模将继续扩大至 4 万亿人民币的高位。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期 2023 年政府的预算财政赤字约占国内生产总值 3.0%，较 2022 年的 2.8% 为高

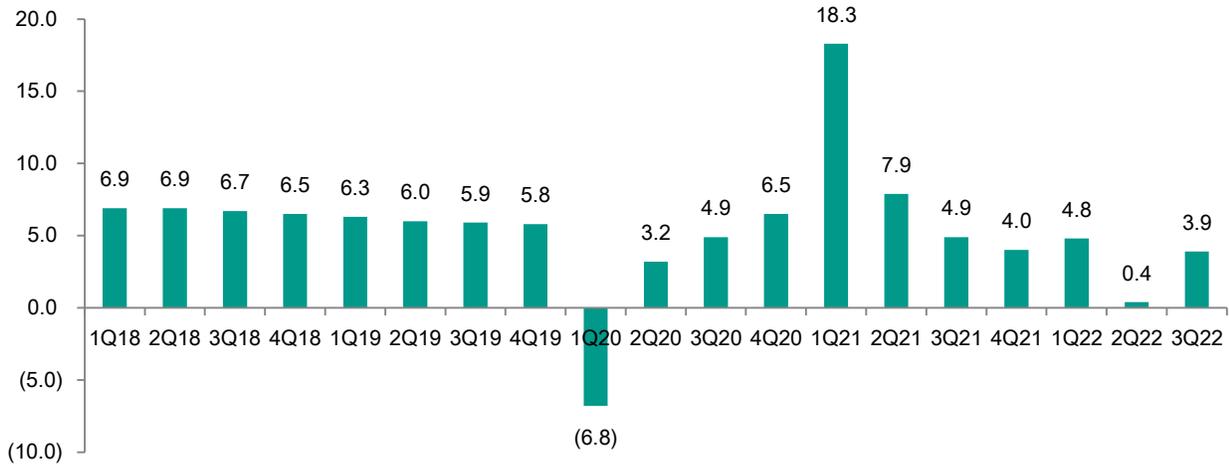
2022 年前 10 个月中国经济增速明显放缓

由于新冠疫情再度爆发以及房地产行业持续放缓，2022 年初至今中国经济增长明显回落。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2022 年前 3 季经济仅增长 3.0%²，而 2021 年同期增长 9.8% (图 1)。国内生产总值各个组成部分的分析显示，消费开支仍是 2022 年前 3 季经济增长的主要推动力，贡献整体经济增长 1.2 个百分点。投资为整体经济增长贡献 0.8 个百分点，而货物及服务净出口亦贡献 1.0 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



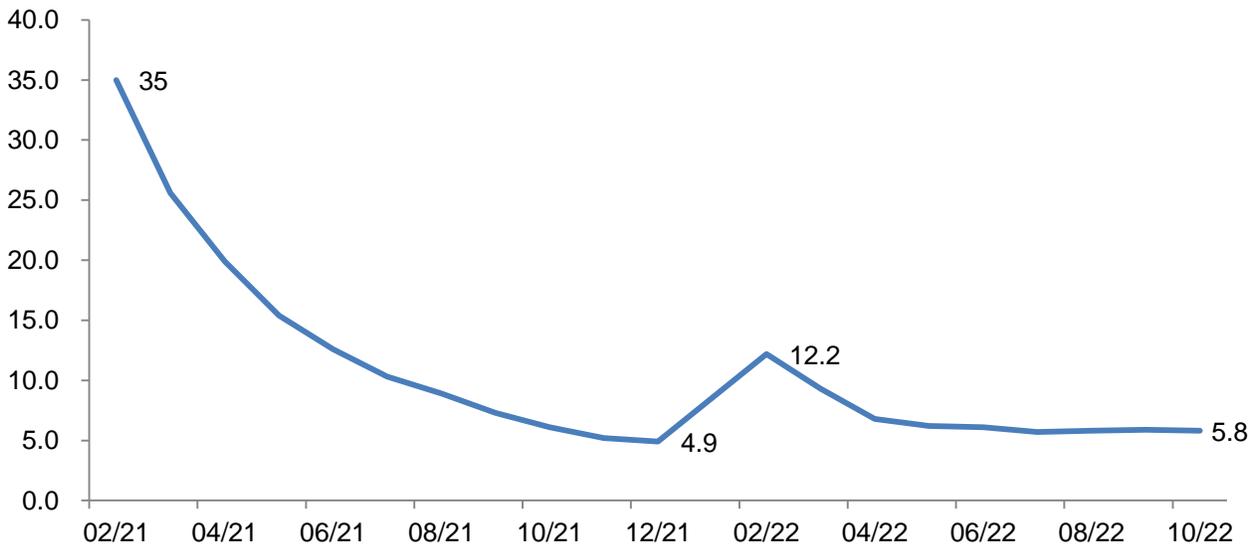
图 1: 中国 GDP 增长(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

进入第 4 季, 中国经济继续放缓, 主要因为疫情再度升温、房地产行业持续疲弱以及外需开始回落。内需表现低迷, 投资及消费在 10 月均放缓。由于房地产投资持续走低, 10 月单月的整体城镇固定资产投资增长由 9 月份的 6.6% 回落至 5.0% (图 2)。同期社会消费品零售销售亦由 9 月的 2.5% 下跌至 10 月的 -0.5%, 主要归因于疫情对服务业以及居民消费的冲击 (图 3)。从供给侧看, 由于出口增长放缓, 10 月内地实质工业产出仅增长 5.0%, 明显低于 9 月的 6.3% 的增速 (图 4)。涵盖 31 个行业大类的制造业 PMI 指数在 10 月与 11 月亦由 9 月的 50.1 回落至 49.2 与 48.0。

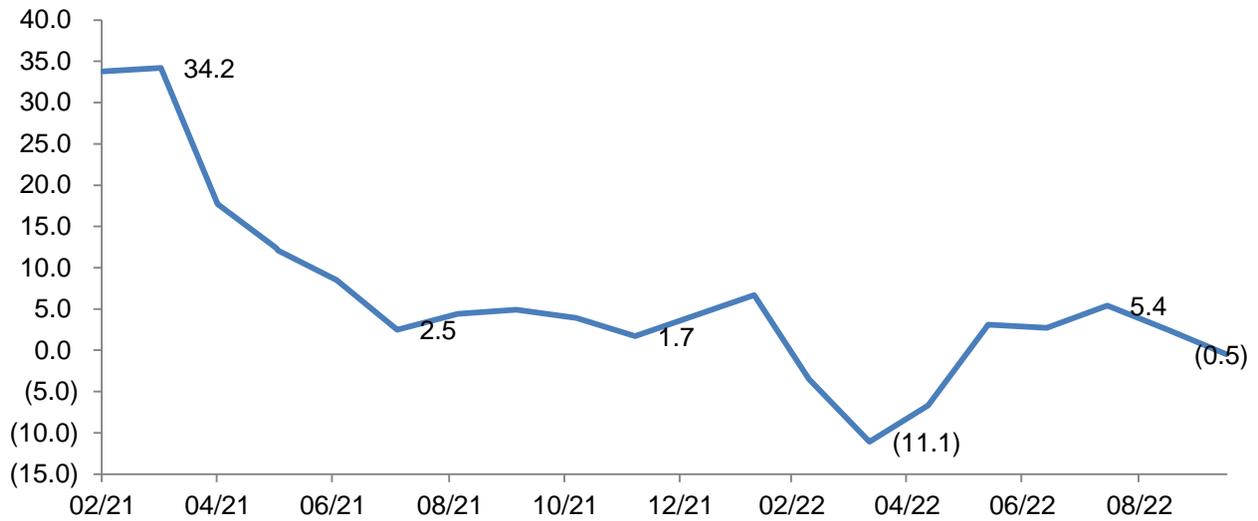
图 2: 中国城镇固定资产投资年初至今增长(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

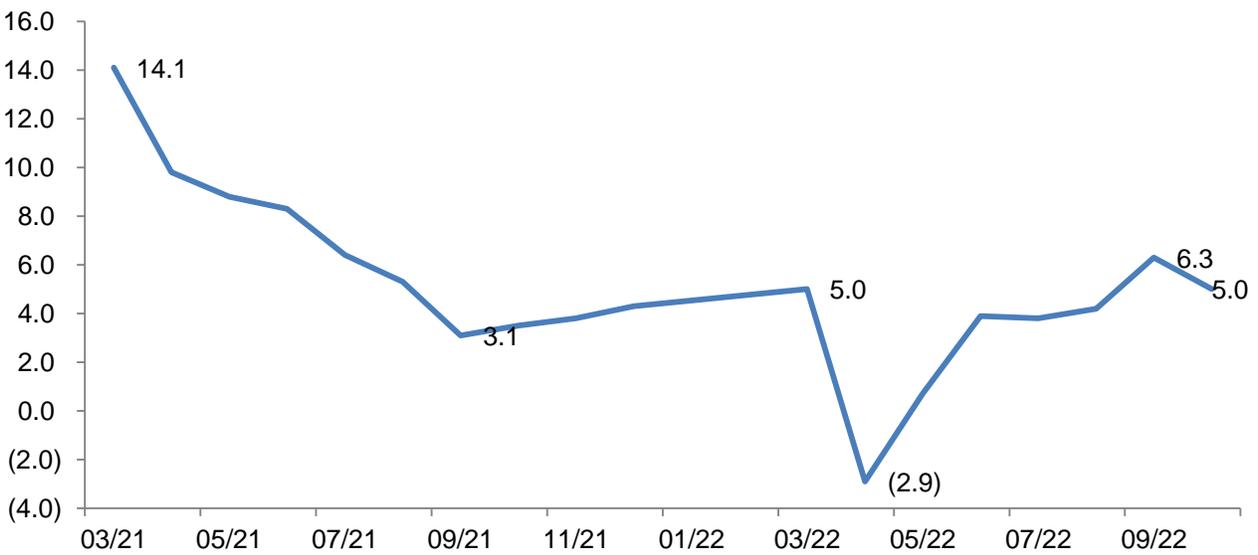


图 3: 中国零售销售增长(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图 4: 中国工业产出增长(%)

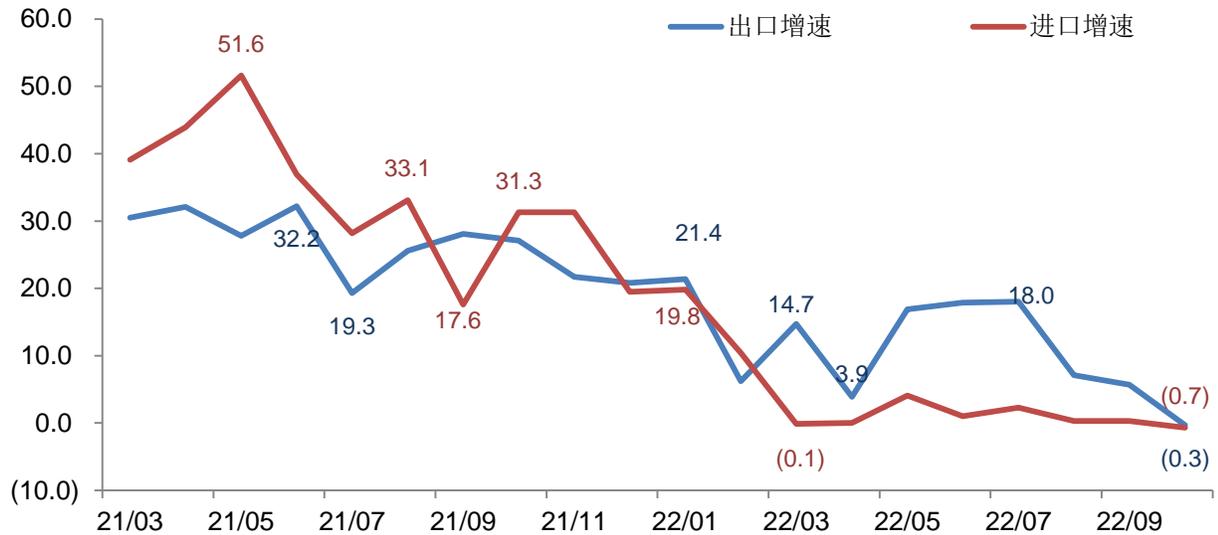


来源: 国家统计局、农银国际证券

外贸方面, 以美元计, 10 月份出口与进口均录得负增长 (图 5)。以美元计价 10 月份中国出口下跌 0.3%, 而 9 月份增长 5.7%。10 月出口明显回落主要因为全球主要经济体经济放缓以及去年同期较高的基数效应。由于内需疲弱, 10 月份进口下跌 0.7%, 跌幅较 9 月的 0.3% 进一步加深。尽管 10 月出口与进口增速均疲弱, 但 10 月份贸易顺差由 9 月份的 847 亿美元扩大至 852 亿美元, 仍是相当高的贸易顺差水平。



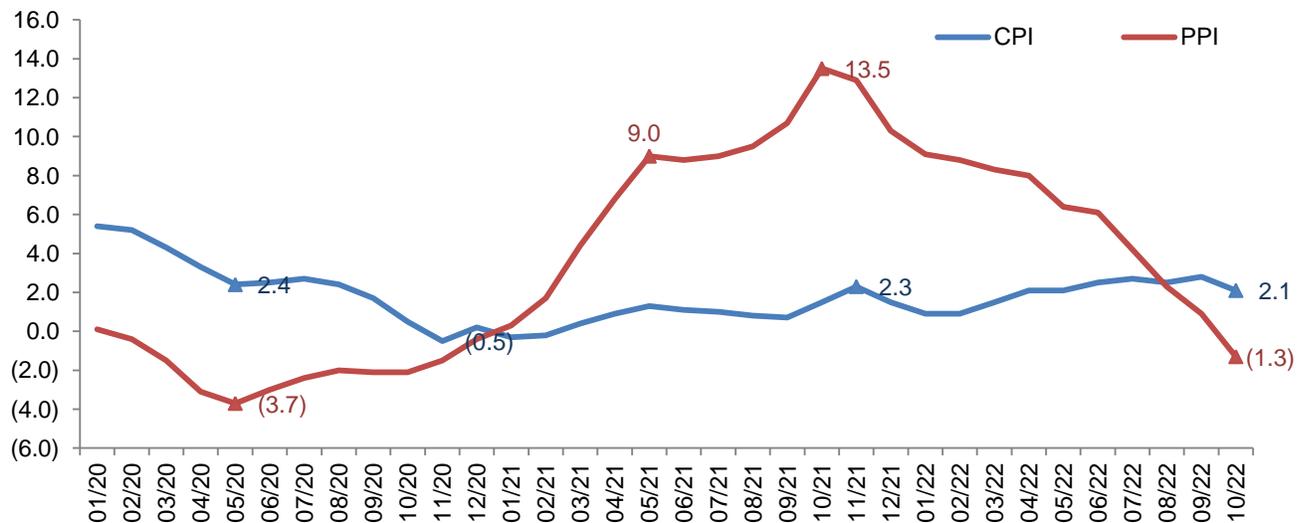
图 5：中国出口及进口增长 (%)



来源：国家海关、农银国际证券

CPI 和 PPI 通胀在 2022 年前 10 个月出现了明显分化 (图 6)。由于食品通胀反弹，尤其是猪肉价格回升，CPI 升幅从 1 月的 0.9% 上扬至 10 月的 2.1%。然而，排除食品与能源价格外的核心 CPI 维持低位，在 10 月仅上涨 0.6%。PPI 在 10 月下跌 1.3%，而今年 1 月上涨 9.1%。PPI 大幅回落主要是由于高基数效应以及石油、有色金属、黑色金属等大宗商品价格升幅放缓所致。

图 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，2022 年年初至今人民银行采用了偏松的货币政策来支持经济增长。年初至今人民银行实施降准及下调 LPR 利率来支持实体经济，特别针对中小企业及民营企业。10 月份广义货币供给(M2)的增速由 2021 年 12 月份的 9.0%反弹至 11.9%，2022 年首 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 26.4 万亿元人民币升至 28.7 万亿元人民币。

2023 年中国经济增速或明显反弹

展望未来，有见于防疫措施将放宽以及房地产行业或获得进一步的政策支持，我们相信 2023 年中国经济增速或明显反弹。整体上我们预期 2023 年中国 GDP 增长 5.0%，大幅高于 2022 年 3.0%的预估增速 (图 7)。消费的强劲反弹和房地产行业的温和复苏将是主要的增长动力。相反，疲弱的外需和潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是主要挑战。

图 7：经济预测

经济指标	2021 年	2022 年预测	2023 年预测
实质 GDP 增长, %	8.1	3.3	5.0
固定资产投资增长, %	4.9	5.9	8.0
零售销售增长, %	12.5	1.2	6.0
以美元计出口增长, %	29.9	9.0	1.5
以美元计进口增长, %	30.1	3.0	2.5
工业产出增长, %	9.6	4.2	6.0
消费物价通胀, %	0.9	2.0	2.0
生产物价通胀, %	8.1	4.5	0.0
M2 增长, %	9.0	11.5	11.0
社会融资规模增量, 十亿人民币	31,400	34,000	35,500
整体新增人民币贷款, 十亿人民币	19,900	22,000	23,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.3561	7.0000	6.6500
1 年期 LPR, %	3.80	3.65	3.55
5 年期 LPR, %	4.65	4.25	4.10

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，我们投资整体固定资产投资有望在 2023 年低位回升，主要因为对房地产开发商融资以及居民按揭贷款或进一步得到政策支持，房地产投资在 2023 年或温和反弹。在居民购房意愿上升下房地产销售料低位回暖。有见于外需放缓，2023 年制造业投资以及民间投资或略有放缓，然而，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。2023 年基建投资将在财政政策支持下维持快速增长。整体而言，我们预计 2023 年整体固定资产投资增长 8.0%，较 2022 年我们预估的 5.9%的增速为高。

由于防疫措施放松，消费者信心改善以及 2022 年较低的基数效应，我们预期 2023 年社会消费品零售销售的增长或显著反弹。我们预计 2023 年零售销售增长 6.0%，高于 2022 年我们预估的 1.2%的增速。截至 2022 年 3 季度末，中国居民净存款接近 100 万亿人民币规模，显示居民消费潜力仍不俗。然而，在中央和地方促进汽车消费的政策退坡下，占整体零售额 10%的汽车零售额或在 2023 年有所放缓。



外需方面，由于全球经济在大多数经济体收紧金融环境、通胀仍高企以及俄乌冲突持续下放缓，2023年中国出口增长特别是对发达经济体的出口预计将明显放缓。我们预计2022年中国的出口及进口分别增长8.0%及6.0%。在10月发布的最新预测中，世贸组织预计2023年货物贸易额将增长1.0%，而2022年预计将增长3.5%，货物贸易增速放缓主要因为全球经济增速将减慢。根据IMF于2022年10月发布的最新《世界经济展望》，2023年全球经济增长预计为2.7%，相比2022年的预计增速3.2%为慢。不过，RECP的生效将显著帮助中国在今年下半年与亚洲经济体的贸易，尤其是与日本的贸易。我们预计2023年进口增速将维持低位，主要因为全球大宗商品价格放缓或导致中国进口价格回落。整体而言，我们预计2023年中国出口与进口分别增长1.5%与2.5%，相比之下，2022年我们预估出口与进口分别增长9.0%与3.0%。

我们预计通胀将在2023年维持温和态势。我们预计2023年CPI通胀或维持在2.0%，与2022年的预估相同。尽管猪肉价格可能会在2023年上半年因供应趋紧和低基数效应上涨，但在下半年随着供应增加以及基数升高而放缓。由于2023年中国整体经济增速或加快，核心CPI通胀可能温和反弹。由于大宗商品价格放缓、国内需求较疲软和高基数效应，我们预计2023年PPI通胀将从2022年的预估的4.5%放缓至0.0%。

货币政策方面，我们预期人民银行在2023年将继续维持偏宽松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对制造业企业、房地产企业以及中小企业的信贷。我们预计2023年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至23.0万亿人民币及35.5万亿人民币。另外，为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在2023年将继续下调基准利率。我们预计2023年年底1年期与5年期LPR的利率水平分别下调在3.55%及4.10%。为增加金融市场流动性，我们预期2023年人民银行将继续下调RRR一次。我们预计2023年年底大型存款类金融机构的RRR为9.0%，中型存款类金融机构为7.0%，而小型存款类金融机构的RRR则维持在5.0%不变。2023年底广义货币供给(M2)预计增长11.0%。汇率方面，由于中国经济或反弹以及贸易顺差仍处于高位，我们预期2023年年底美元兑人民币在岸现货价或为6.6500左右，而2022年年底预计为7.0000。

我们预期2023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部分支持基建投资的政策。对受疫情重创的企业提供更多支持。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2023年地方政府专项债发行规模将继续扩大至4万亿人民币的高位。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期2023年政府的预算财政赤字约占国内生产总值3.0%，较2022年的2.8%为高。

2023年是中国“十四五”规划的第三年。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。我们预计中国将在芯片和半导体、软件、精密机械、新材料等高科技领域加大投放资源，做到关键核心技术自主可控。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。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2023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。我们预计2023年新增绿色贷款金额或超过1万亿人民币水平。

投资策略



投资策略

研究部主管：陈宋恩

投资策略

我们对 2023-24 年的看法

1. 中国的相对经济增长率将在 2023 年回升，影响全球基金经理的资产配置。2023 年，中国和发达经济体将处于经济周期的不同阶段，前者预计将上升，而后者则下降。根据国际货币基金组织（IMF）、经合组织（OECD）和我们的估计，2022 年中国相对于其他三个主要经济体（美国、欧元区和日本）的相对增长率有所下降，但 2023 年将大幅增长。因此，全球基金经理的资产配置将受到影响。尽管一些资本市场投资者担心发达经济体 2023 年可能出现衰退，但主要国际组织目前的预测预计发达经济体不会出现这种情况。目前他们的预测表明，2023 年美国和欧元区经济增长持平，但不排除未来可能会进一步下调。

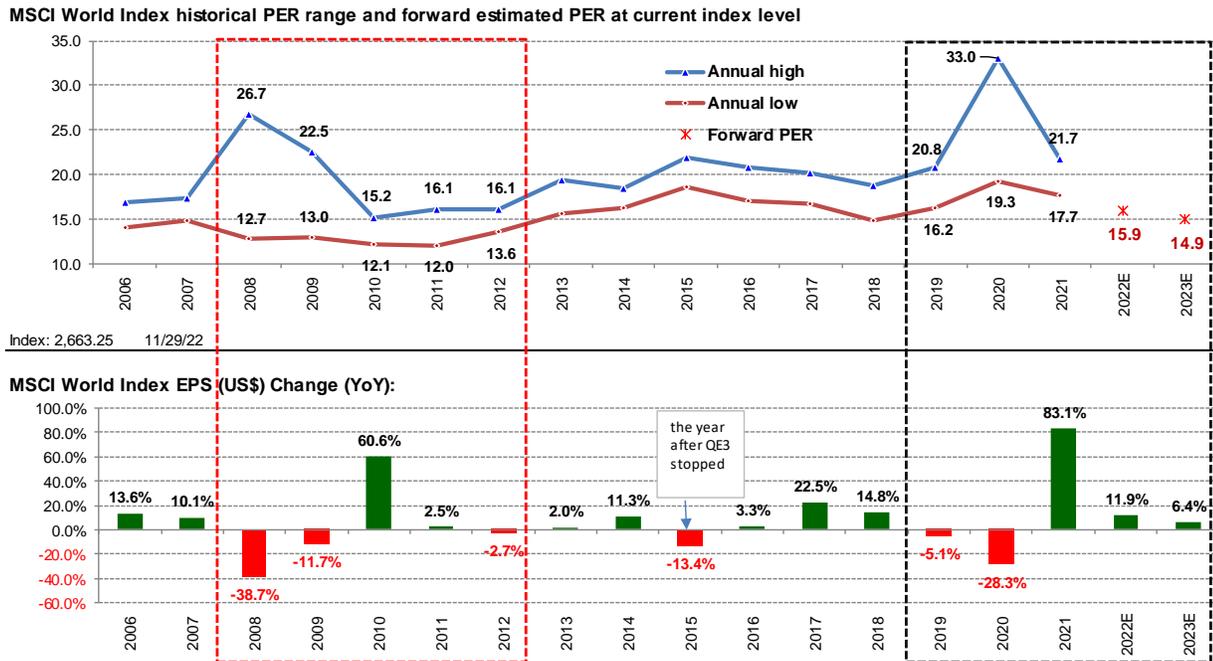
图 1：主要经济体的绝对和相对经济增长
中国的相对 GDP 增长在 2022 年有所收窄，但将在 2023 年反弹回升

预测机构	实际 GDP	2021	2022E	2023E	中国相对 GDP 增长	2021	2022E	2023E
IMF	中国	8.1%	3.2%	4.4%				
OECD	中国	8.1%	3.3%	4.6%				
ABCI	中国	8.1%	3.0%	5.0%				
IMF	美国	5.7%	1.6%	1.0%	中国增速减去美国增速	2.4%	1.6%	3.4%
OECD	美国	5.9%	1.8%	0.5%	中国增速减去美国增速	2.2%	1.5%	4.1%
ABCI	美国	5.7%	1.8%	0.5%	中国增速减去美国增速	2.4%	1.2%	4.5%
IMF	欧元区	5.2%	3.1%	0.5%	中国增速减去欧元区增速	2.9%	0.1%	3.9%
OECD	欧元区	5.3%	3.3%	0.5%	中国增速减去欧元区增速	2.8%	0.0%	4.1%
ABCI	欧元区	5.2%	3.1%	(0.5%)	中国增速减去欧元区增速	2.9%	(0.1%)	5.5%
IMF	日本	1.7%	1.7%	1.6%	中国增速减去日本增速	6.4%	1.5%	2.8%
OECD	日本	1.6%	1.6%	1.8%	中国增速减去日本增速	6.5%	1.7%	2.8%
ABCI	日本	1.7%	1.5%	1.4%	中国增速减去日本增速	6.4%	1.5%	3.6%
IMF	世界	6.0%	3.2%	2.7%	中国增速减去世界增速	2.1%	0.0%	1.7%
OECD	世界	5.9%	3.1%	2.2%	中国增速减去世界增速	2.2%	0.2%	2.4%

来源：2022 年 10 月国际货币基金组织 IMF《世界经济展望》、2022 年 11 月经合组织 OECD《经济展望》、2022 年 11 月份农银国际证券预测

2. 考虑到 2023 年全球蓝筹股的收益增长将明显低于 2021-22 年，我们预计价值股在 2023 年的表现将优于增长股。

MSCI 世界指数的每股收益增长将大幅放缓，预测同比增速从 2021 年 83% 的增长率降至 2022 年的 12%，至 2023 年的 6%。鉴于经济和利率周期，2023 年大型企业的收入不太可能强劲增长。许多大型企业可能会在 2023 年精简运营、收紧成本控制、去杠杆化资产负债表，并通过股息和股份回购奖励股东。成本效率的提高将支持盈利。随着增长势头减弱，成长股的估值将进一步下调。在这种情况下，价值股很可能在 2023 年跑赢大盘。

图 2: 上部图 MSCI 世界指数市盈率估值 (高/低/估计), 下部图每股收益增长


来源: 彭博、农银国际证券

3.全球 PPI 趋势不仅是通胀趋势, 更重要的是工业国之间成本竞争力发生重大变化。随着欧元区、英国和美国国内生产商在全球贸易市场上失去成本竞争力, 贸易保护主义将抬头。跨国企业将把 2021-22 年工业国 PPI 趋势作为未来几年成本竞争力的指标。2021-22 年间, 主要工业国家的货币对美元贬值。工业国家的成本竞争力因高 PPI 而减弱, 但因货币贬值而增强。我们结合这两个因素来说明对 PPI 的净影响。在 2020 年 10 月至 2022 年 10 月 PPI 大幅上涨后, 与中国、日本和韩国相比, 欧元区、英国和美国生产商的成本竞争力大幅减弱。

图 3: 2020 年 10 月至 2022 年 10 月主要工业国家的成本趋势比较
 过去两年, 西方工业国家的成本竞争力显著下降

生产者价格指数 (PPI)	欧元区	英国	美国	韩国	日本	中国
10/2022 (同比变化)	31.8%	14.8%	8.0%	7.3%	9.1%	-1.3%
10/2021 (同比变化)	21.9%	8.7%	8.9%	9.1%	8.2%	13.5%
10/2022 vs 10/2020 (以当地货币计算)	60.7%	24.8%	17.5%	17.1%	18.0%	12.0%
10/2022 vs 10/2020 (以美元计)	51.5%	22.0%	17.5%	13.6%	12.7%	11.0%
	失去成本竞争力					

来源: 彭博、政府、农银国际证券



4. 2023 年，中国政府将继续采取逆周期措施提振经济。因此，政府主导的投资或产业政策将成为投资重点。虽然发达经济体的经济显示下滑趋势，以下因素将使中国能够与众不同。

a) 由于中国人民银行在 2020-21 年限制资产负债表过度扩张的严格金融纪律，这让中国 2022-23 年正处于不同的货币政策周期。自 2019 年底以来，世界四大经济体采取了不同的货币政策来提振经济。从 2019 年末到 2022 年 10 月，中国人民银行、日本央行、美联储和欧洲央行的资产负债表分别扩大了 7.6%、22.7%、86.9%和 107.0%。因此，美国和欧洲正处于通胀上升周期和利率上升周期。中国的低通胀环境提供了宽松的货币政策环境。

b) 与家庭和非金融企业的宏观杠杆相比，中国政府的宏观杠杆率较低。2021 年末，政府、家庭和非金融企业的宏观杠杆率分别为 46.6%、72.2%和 153.7%。政府的低宏观杠杆率为支持经济提供了增长空间。我们相信，政府主导的投资将在 2023 年发挥重要作用。

c) 中国在 2021-22 年积极遏制了房地产价格泡沫，降低了银行业房地产相关贷款的集中度。金融困境的房地产开发商现在已被资本市场所识别；因此，房地产市场风险在很大程度上已被考虑在内。根据国际清算银行的数据，从 2019 年末到 2022 年 6 月末，中国和发达经济体的住宅价格名义增长 2.1%和 28.9%，实际增长-0.8%和 18.5%。在中国银行体系中，房地产开发贷款和个人住房贷款占人民币贷款总额的比例从 2019 年末的 7.3%和 19.6%降至 2022 年第 3 季度末的 6.0%和 18.5%。

d) 在贸易伙伴方面，2022 年，中国最大的贸易伙伴已从美国和欧盟转向东盟。2022 年前十个月以美元计，东盟、欧盟和美国分别占 2022 年中国贸易总值的 15.2%、13.5%和 12.2%。能源和食品的国内生产增加，一方面使中国能够抑制进口通胀，另一方面保持强劲的贸易顺差。2022 年 1-10 月，煤炭、原油、成品油、天然气、肉类和大豆的进口量分别下降 10.5%、2.7%、10.9%、10.4%、25.0%和 7.4%。1-10 月，贸易顺差达到 7277 亿美元，同比增长 42.5%。

e) 财富效应将是 2023 年的一个支撑因素。2022 年前十个月，家庭存款总额增加了 12.7 万亿元，至 2022 年 10 月末达到 115.2 万亿元。2022 年 10 月末，中国家庭存款总额略高于 2021 年的名义 GDP。消费者的累积购买力是经济的稳定器，以缓冲不利外部因素的影响。我们认为，当消费者信心在 2023 年恢复时，消费可能会大幅上升。

5.政府主导的投资和产业政策。在各种产业政策中，中国有关可再生能源发展策或绿色经济发展政策的积极溢出效应尤为突出。此外，鉴于中美持续对抗，核心技术自给自足是一项明智的长期国家战略。

储电池出口市场。2022 年全球化石燃料能源价格的飙升导致了对绿色能源和储能设施的需求。据中国海关统计，2021 和 2022 年，储电池出口额分别增长 56%和 78%，达到 2108 亿元和 2890 亿元。储电池出口市场领导者宁德时代(300750 CH)和厦门海辰储能科技(未上市)将成为出口增长上升的主要受益者。

绿色经济中的生产线供应商。太阳能晶片行业的生产商正在扩大产能，以满足对绿色能源的激增需求。电池生产商正在提高生产能力，以满足新能源汽车行业日益增长的需求，因为汽车生产商也在提高其生产能力。当他们扩大生产能力时，生产设备生产商的业务前景看好。市场领先者无锡先导智能装备(300450 CH)和深圳盈合科技(300457 CH)将成为主要受益者。2021 年和 2022 上半年，先导智能的出口销售额分别占其总销售额的 15%和 19%，显示出其在海外市场的竞争实力。



能源基础设施建设承包商。水电站和核电站基础设施建设的复杂性高于太阳能或风能。虽然大型水电项目已基本完工，但许多核电项目仍在建设进行中，这意味着中国核建（CNEC, 601611 CH）等主要基础设施建设承包商仍有充足的增长空间。对于长期投资者来说，我们认为核电建设承包商将是一个合理的选择，因为核电建设公司能够在未来几年内抵御起伏的经济周期。中国核建负责建造第一座第四代核电站。截至 2022 年 10 月底，共有 54 座核电站在运行，23 座新核电站在建或获准开工。未来五年，核电建设承包商和设备供应商将处于有利业务周期。

6. 我们预计未来 12-24 个月将出现以下系统性和非系统性风险。

系统性风险包括：

- a) 发达国家，特别是欧洲和美国，由于长期的高利率而出现经济显著放缓或衰退；
- b) 欧洲和亚洲能源进口国贸易和外汇储备恶化导致的区域金融或政治危机；
- c) 当美国、加拿大、欧元区、英国和澳大利亚的央行 2022 年不断上调利率时，发达国家的房地产价格泡沫 2023 年可能破裂；房地产价格风险或将扩散到全球金融市场；
- d) 中美地缘政治对抗和行业竞争升级导致的经济动荡；
- e) 金融市场的估值没有充分考虑这些风险因素。

非系统风险包括：

- f) 全球半导体行业的下行商业周期
- g) 2022 年降息后 2023 年中国商业银行的收入损失
- h) 中国房地产市场复苏的时间或更长且弱于预期
- i) 对一些主题行业（如新能源供应链）的估值过高

2023 年的系统性和非系统性风险

从投资的角度来看，风险管理对于优化回报至关重要。我们相信 2023 年资本市场投资者可能会遇到的几个系统性和非系统性风险。

2023 年系统性风险

美国和欧洲的衰退风险很大，衰退的代价可能由亚洲经济体承担。美国的软着陆意味着一些国家的硬着陆；美国的硬着陆意味着大多数国家的硬着陆。

在发达经济体大幅加息之后，我们预计 2023 年全球经济将进入后超级商品周期。2022 年加息的影响将在 2023 年完全显现。在全球大宗商品期货市场上，食品和能源的期货合约价格表明，超级大宗商品周期很可能在 2022 年下半年结束。超级大宗商品周期后的不确定性带来了风险。

2023 年上半年：对能源资源净出口国有利，但对净进口国不利。2023 年上半年的通胀压力将有所缓解，但通货紧缩的可能性很低。食品和能源等基础商品的价格将保持高位，但 2022 年的高基数效应意味着 2023 年上半年的通胀数字将缓解。在这种情况下，食品和能源净进口国将面临更高的经济和政治风险，因为它们的贸易赤字可能在 2023 年恶化。2022 年下半年，由于食品或能源的进口价值增加，欧元区、英国、日本、韩国、新加坡、泰国和菲律宾的贸易逆差迅速扩大。我们认为，他们的贸易逆差将在 2023 年进一步加深，这将导致货币贬值。这些地区的央行可能会维持高利率，

以抑制消费、进口需求，并捍卫其货币和生活水平。他们的外汇储备将迅速消耗，因此一些亚洲国家的主权债务危机将加剧。相比之下，加拿大、美国、澳大利亚、印度尼西亚、马来西亚和一些中东国家等能源净出口国将成为受益者。

多个经济体的房地产市场崩溃。鉴于发达经济体利率不断攀升，2023年出现的系统性风险之一是房地产市场崩溃。根据国际清算银行的统计，从2019年12月至2022年6月，发达和新兴经济体的住宅价格名义上分别上涨了28.9%和17.2%。在亚洲，韩国、日本和新加坡的住宅价格泡沫会引发担忧。与此同时，中国大陆和香港的价格泡沫在消退。投资者应对欧洲、美国、澳大利亚、新西兰、日本、韩国和新加坡的抵押贷款支持证券或相关金融产品持谨慎态度。

图 4：主要经济体住宅物业价格变化

地区	名义价格变化 6/2022 vs 12/2019	实际价格变化 6/2022 vs 12/2019	名义价格 同比变化 6/2022	实际价格 同比变化 6/2022
世界	22.3%	9.05	10.6%	2.2%
发达经济体	28.9%	18.5%	13.2%	5.3%
新兴市场经济体	17.2%	3.3%	8.6%	(0.2%)
亚洲：				
中国	2.1%	(0.8%)	(2.2%)	(4.2%)
香港	0.9%	(1.5%)	(2.2%)	(3.6%)
韩国	26.1%	17.0%	9.4%	3.8%
日本	16.0%	14.6%	9.1%	6.6%
新加坡	17.8%	9.7%	10.6%	4.5%
泰国	8.9%	2.3%	5.2%	(1.1%)
马来西亚	2.4%	(1.3%)	0.5%	(2.3%)
大洋洲：				
澳大利亚	33.0%	22.6%	14.2%	7.5%
新西兰	37.5%	23.6%	4.8%	(2.3%)
欧洲：				
欧元区	20.6%	9.5%	9.3%	1.1%
德国	26.0%	13.9%	10.2%	2.4%
法国	16.1%	8.7%	6.8%	1.4%
英国	22.2%	9.7%	11.0%	1.7%
北美洲：				
美国	39.8%	22.9%	18.2%	8.8%
加拿大	36.9%	23.3%	15.6%	7.5%

来源：国际清算银行、农银国际证券

中美经济和政治对抗构成 2023-24 年不可避免的风险。 对抗将引发业务不确定性并导致金融资产价格波动。对于对冲基金经理来说，高波动性提高了金融衍生品的价值；对于长期基金经理而言，其投资组合的地域多元化是必要的。

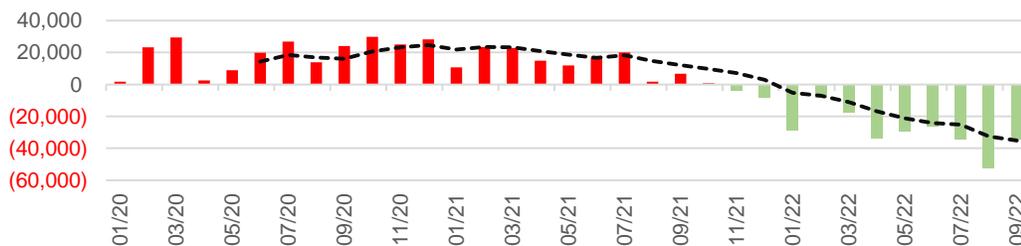
市场对上市公司 2023-24 年的盈利前景仍然非常乐观。 股市尚未充分考虑到美国和欧洲潜在的衰退风险。市场预测共识显示，香港、美国和欧元区主要股指在 2023 年将实现盈利正增长。我们认为未来 12 个月市场将继续下调主要股票市场指数的盈利前景。

图 5：主要股市指数每股收益预测

市场目前对 2023-24 年每股收益的预测暗示市场预期美国和欧洲将软着陆；因此，这些指数的估值并未充分考虑到 2023-24 年的衰退风险

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

来源：彭博、农银国际证券

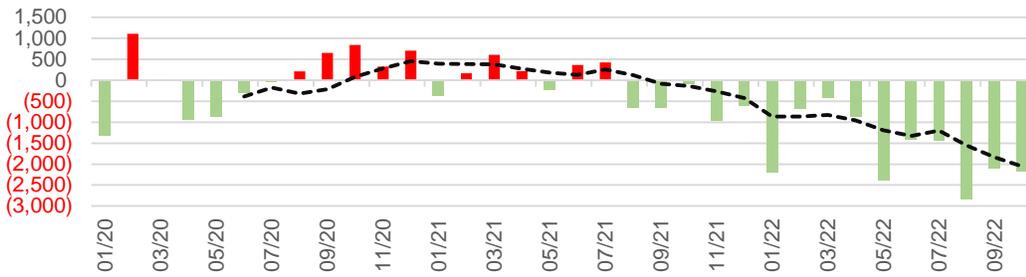
图 6：欧元区贸易赤字持续恶化（百万欧元）


点线：6 个月平均值

来源：欧统处、农银国际证券

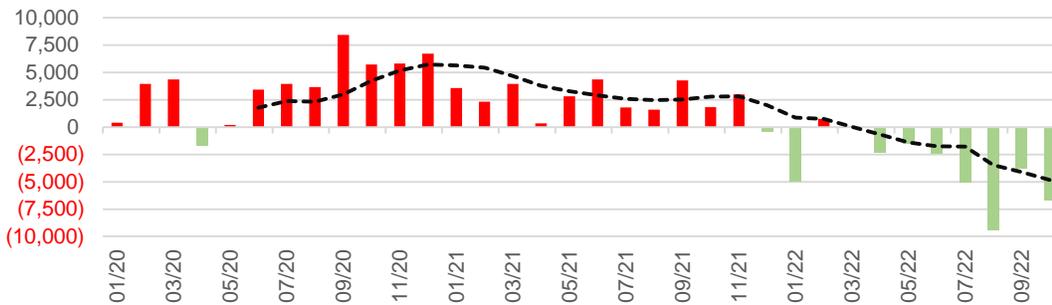


图 7：日本贸易赤字持续恶化（十亿日元）



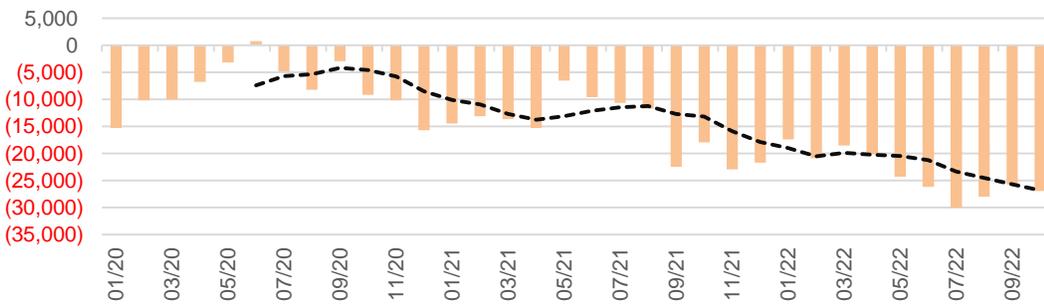
点线：6 个月平均值
来源：日本财务省、农银国际证券

图 8：韩国贸易赤字持续恶化（百万美元）

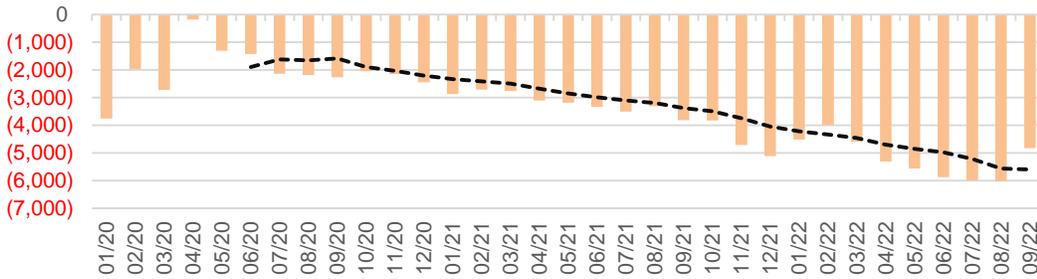


点线：6 个月平均值
来源：产业通商资源部、农银国际证券

图 9：印度贸易赤字持续恶化（百万美元）



点线：6 个月平均值
来源：商工部商业数据统计局、农银国际证券

图 10: 菲律宾贸易赤字持续恶化 (百万美元)


点线: 6 个月平均值

来源: 菲律宾统计局、农银国际证券

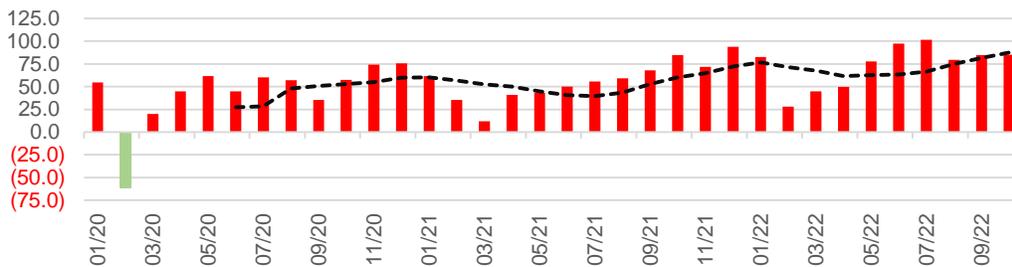
图 11: 亚洲经济体的外汇储备呈下降趋势

亚洲地区	日期	外汇储备 亿美元	2022 年初至今 的变化
中国大陆	2022/10/31	30,524	(6.1%)
日本	2022/10/31	10,825	(15.7%)
中国台湾	2022/10/31	5,428	(1.0%)
印度	2022/9/30	4,728	(17.0%)
中国香港	2022/9/30	4,191	(15.6%)
韩国	2022/9/30	3,936	(10.2%)
新加坡	2022/9/30	2,769	(32.2%)
泰国	2022/10/31	1,827	(18.7%)
印尼	2022/9/30	1,184	(9.9%)
马来西亚	2022/10/31	963	(10.1%)
越南	2022/8/31	921	(14.3%)
菲律宾	2022/9/30	803	(15.2%)

来源: 国际货币基金组织、各国政府、彭博、农银国际证券

图 12: 中国贸易顺差持续改善 (十亿美元)

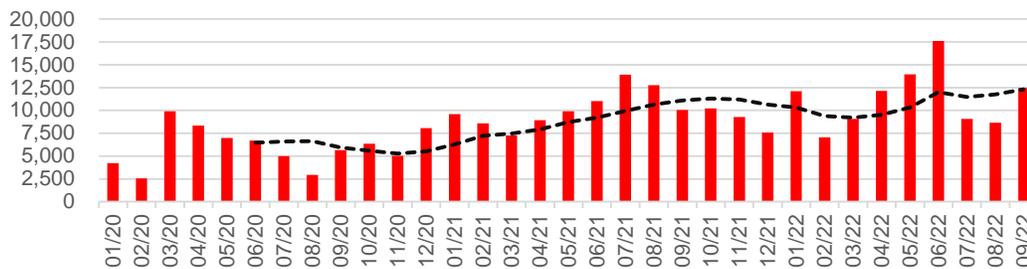
中国减少了能源资源进口, 以减轻能源资源进口价格高企的不利影响



点线: 6 个月平均值

来源: 中国海关、农银国际证券

图 13：澳大利亚贸易顺差持续改善（百万澳元）
能源和商品资源净出口国



点线：6 个月平均值

来源：澳洲统计局、农银国际证券

2023 非系统性风险

- 2023 年半导体行业将进入下行景气周期
- 2022 年降息的不利影响将在 2023 年我国商业银行财报中全面显现
- 中国房地产市场周期可能需要更长的时间才能恢复；复苏程度可能弱于预期

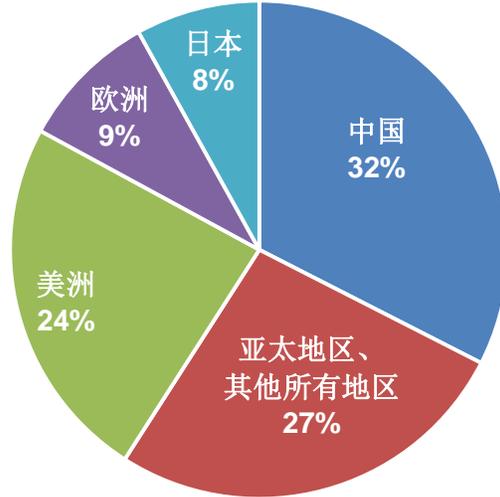
下行周期中的半导体行业

- 全球芯片行业的商业周期被视为全球经济周期的领先指标，因为它是由对消费电子产品和工业电子产品的需求驱动的，而它们是大多数工业产出的主要组成部分。2022 年上半年，中国市场占全球半导体设备销售额的 27.6%。2022 年前九个月，中国市场占全球芯片销售额的 32.5%。中国芯片供应链的动荡将波及全球半导体供应链。我们认为两大负面因素将引发行业下行周期。
- 首先，当全球出现衰退风险时，2023 年非必需消费品的需求将进一步减弱。其次，美国禁止向中国出口部分芯片设备将对行业产生不利影响。总体而言，我们认为行业周期对全球经济状况的敏感性高于出口禁令。
- 受消费电子需求疲软的拖累，但受到汽车电子等工业电子需求的支撑，全球芯片销售在 3Q22 进入负增长周期。鉴于全球经济低迷，我们预计 2023 年工业电子芯片的需求将减弱。
- 下游需求疲软的不利影响已经传导至上游芯片设备和硅材料行业。自 2022 年年中以来，全球芯片设备和硅材料的销售大幅放缓。2023 年逆风将加剧，因为美国对中国芯片设备出口限制的影响将在 2023 年全面显现。中国芯片产能增长放缓将限制芯片销售增长和半导体级硅材料的需求增长。
- 资本市场一直在不断下调费城证券交易所半导体指数的盈利前景，该指数是追踪全球芯片股的基准指数。市场普遍预计指数每股收益增速将从 2021 年的 67.5% 放缓至 2022 年的 12.0% 和 2023 年的 5.7%。我们认为，考虑到基础行业将处于负增长周期，目前对 2023 年的盈利预测仍然过于乐观。我们预计 2023 年资本市场将下调盈利前景。

图 14：芯片行业构成

供需动态失衡导致的供应链风险。市场需求在亚洲，技术在西方。供需之间的贸易阻力对双方来说都是一场失败的成本。我们预计当双方在 2023 年意识到贸易限制的实际成本时，紧张局势将在 2024-25 年或稍缓解

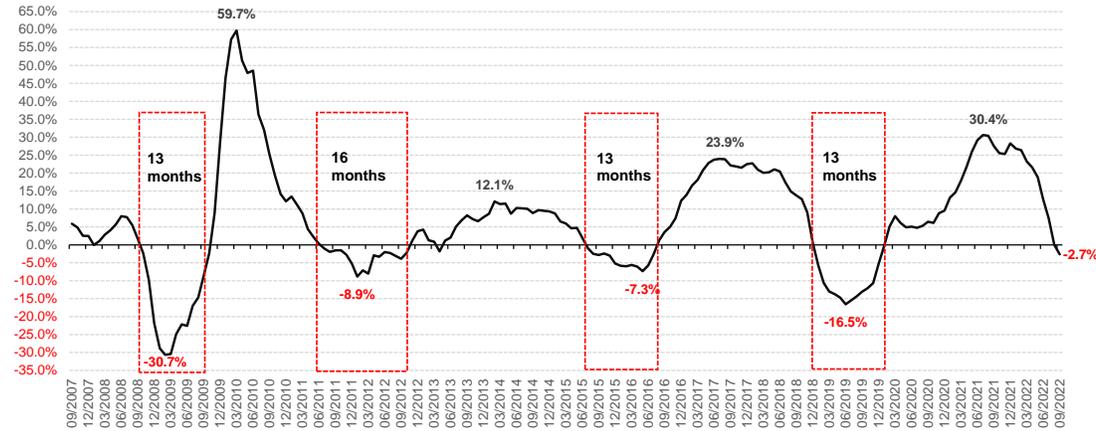
全球芯片销售构成 1-9/2022：US\$ 4480 亿



来源：SIA、农银国际证券

图 15：全球半导体销售额变化（同比）

全球芯片进入负增长周期，下行周期或持续至 2024 年



同比负增长周期：

2008-09（13 个月）：由美国金融危机引发

2011-12（16 个月）：由欧洲主权债务危机引发

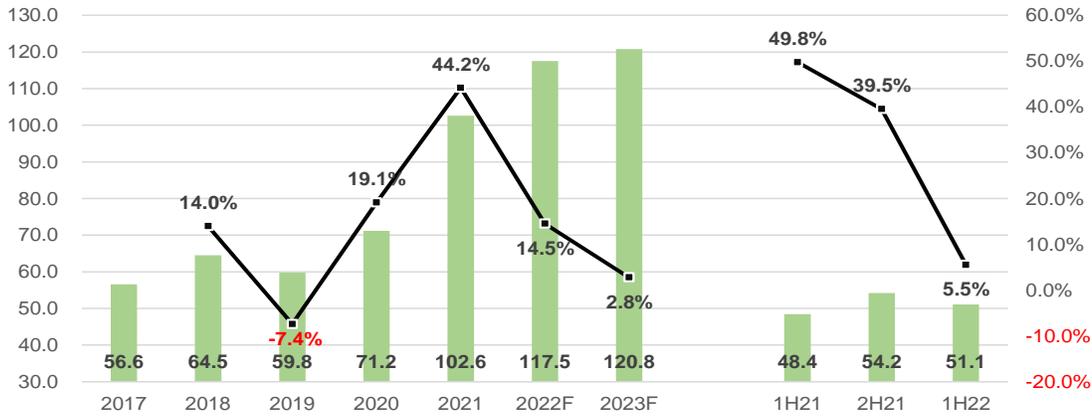
2015-16（13 个月）：受中国资本和金融市场波动影响

2018-19（13 个月）：科技行业中美贸易摩擦引发

2022-24E：我们预计负增长周期将持续到 2024 年初，原因是消费电子需求疲软，芯片行业中美贸易摩擦加剧

来源：SIA、农银国际证券预测

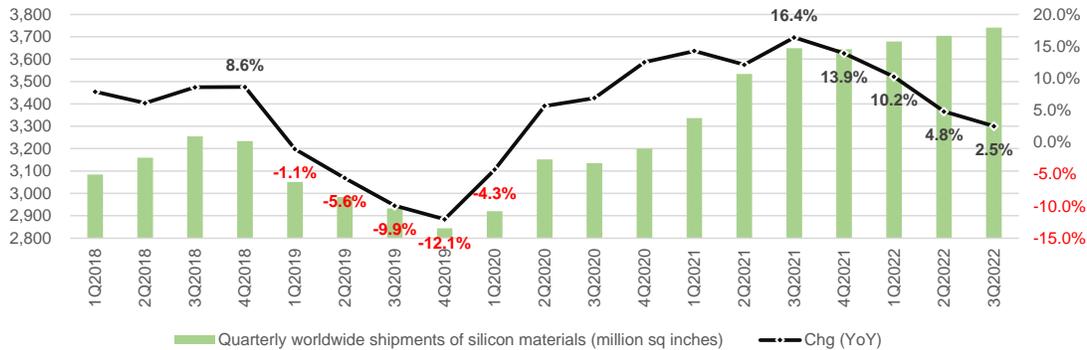
图 16: 全球半导体设备销售额 (左轴:十亿美元, 右轴:%同比变化)
 预计 2023 年芯片生产设备销售将大幅放缓



2023 年全球芯片设备销售额中, 预计组装封装设备、测试设备、晶圆厂设备预计分别占总销售额的 6.4%、7.3%和 86.3%。2023 年封装设备和测试设备销售增长持平; 而晶圆厂设备的销售增长将处于低个位数。

来源: SEMI、农银国际证券

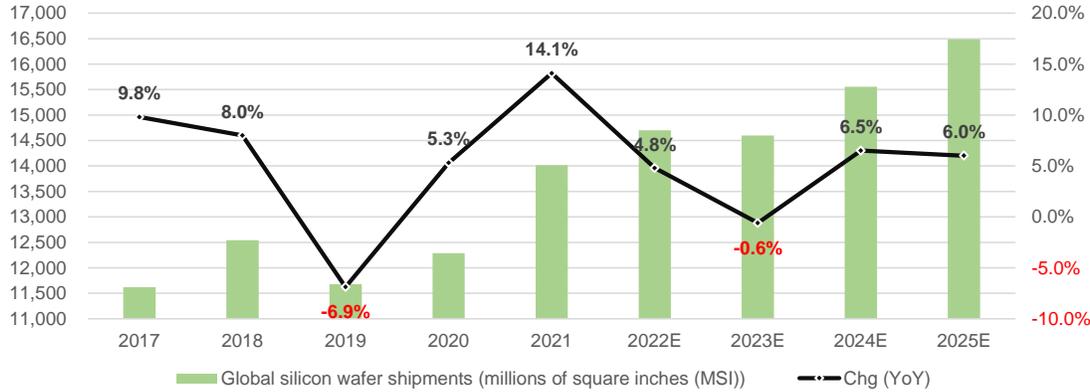
图 17: 全球硅材料季度出货量 (左轴:百万平方英寸, 右轴:%同比变化)
 自 2022 年年中以来, 出货量增长迅速放缓



出货量统计包括原始测试和外延硅片等抛光硅片, 以及出货给最终用户的非抛光硅片。出货量仅适用于半导体应用硅材料, 不包括太阳能应用硅材料。

来源: SEMI、农银国际证券

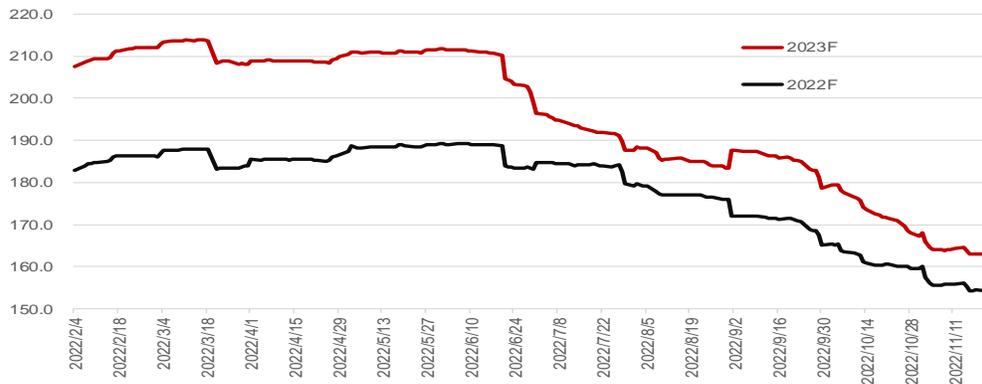
图 18: 全球硅晶圆出货量 (左轴:百万平方英寸, 右轴:%同比变化)
出货量预计将在 2023 年下降并在 2024 年反弹



注: 出货统计包括原始测试和外延硅片等抛光硅片, 以及出货给最终用户的非抛光硅片。出货量仅适用于半导体应用硅片, 不包括太阳能应用硅片。

来源: SEMI 预测、农银国际证券

图 19: 费城证券交易所半导体指数 (SOX 指数) EPS 展望 (美元)
2023 年盈利可能向下修正, 盈利下行风险依然高



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

来源: 彭博、农银国际证券

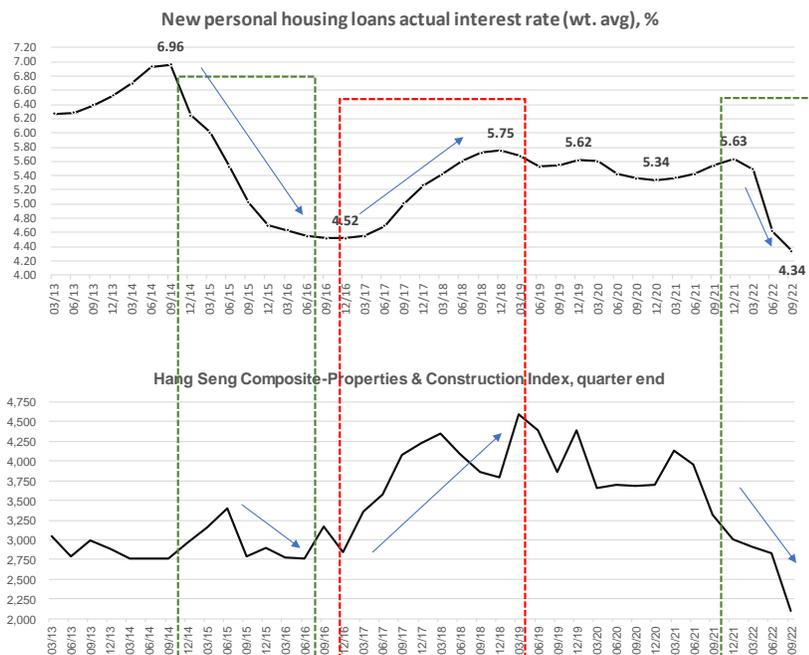
2022 年中国降息的不利影响将在 2023 年中国商业银行业绩中全面显现

2021 年末，住户中长期贷款余额为 53.78 万亿元人民币；非金融企业、政府部门和组织中长期贷款余额为 74.58 万亿元人民币。由于 2022 年降息，这些中长期贷款余额的贷款利率将在 2023 年初重新定价。5 年期 LPR 在 2022 年前十一个月下调了 35 个基点。如果银行在重新定价完成后将贷款利率降低 35 个基点，银行业在 2023 年可能会损失 4,492.8 亿元人民币的利息收入（2023 年第 1 季度损失 1,123.2 亿元人民币利息收入）。利息收入损失或将大于我们上述估计，因为 2022 年新发放的中长期贷款也将在 2023 年初下调利率。由于 5 年期 LPR 在 2022 年上半年下调 20 个基点和 2022 年 8 月下调 15 个基点，2022 年 8 月之前新发放的中长期贷款中的大部分将在 2023 年初下调贷款利率。我们认为不利影响将在商业银行 2023 年 4 月发布第 1 季度的财务业绩中全面显现，2023 年第 2 季度对资本市场的影响会更加明朗，此时过分悲观的观点会消散。

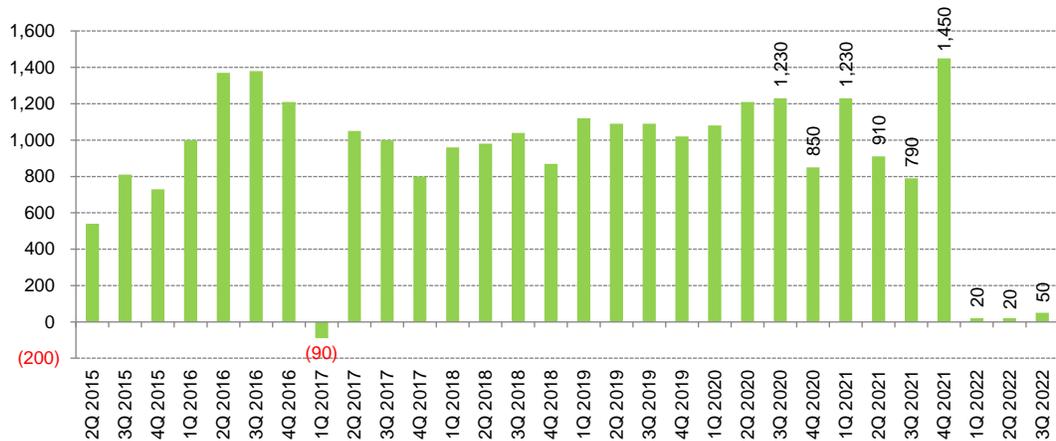
中国房地产市场的复苏可能需要更长的时间，而且弱于预期

尽管中国政府和央行在 2022 年采取了多种措施来支持房地产市场，但我们的分析表明，资本市场投资者倾向于将降息解读为经济状况的反向指标。2022 年连续降息被视为经济持续疲软的反映。过去十年，恒生综合地产指数的走势与个人房贷利率的走势不谋而合，相同的上升和下降周期。2022 年 9 月新增个人住房贷款实际加权平均贷款利率降至 4.34%，创 10 年新低，但购房者对新增贷款持谨慎态度。抑制私人住房需求的一个新因素是大城市公共住房项目（出售或租赁的低价公共住房）供应增加。这反过来会延长和削弱私人住房市场的复苏。“十四五”期间，城镇化大城市预计将建成约 900 万套公共住房。

图 20：个人房贷利率（上图）与房地产股票市场指数（下图）（3/2013-9/2022）
当利率处于下降（上升）趋势时，利率敏感的房地产股票市场指数处于下降（上升）趋势



来源：人民银行（上图）、彭博（下图）、农银国际证券

图 21：个人住房贷款季度净增幅（十亿元人民币）
尽管 2022 年降息，但潜在购房者对住房贷款需求仍持谨慎态度


备注：2020 年末、2021 年末和 2022 年 9 月末个人住房贷款余额分别为 34.44 万亿元、38.82 万亿元和 38.91 万亿元。

来源：人民银行、农银国际证券

香港股市

恒生指数

基于以下原因，我们对 2023 年港股前景持乐观态度。

- 2023 年中国经济相对增速将加快，因为中国经济正在复苏，而发达经济体经济正在放缓
- 2022 年降息的积极效应将在 2023 年全面显现。
- 2022 年楼市动荡和 COVID 措施引发的系统性风险得到妥善管理。2023 年的系统性风险将主要由外部因素引发，包括发达经济体衰退和房地产价格泡沫破灭的风险、亚洲的净能源进口国财政状况不佳、欧洲的地缘政治风险，以及美国及其联盟对华可能采取的不利外交政策。
- 2023 年的非系统性风险包括半导体行业下行周期、中国楼市复苏缓慢、2022 年降息后中国商业银行收入损失等。
- 恒生指数目前的市场估值已计入已识别的风险因素

鉴于中国处于早期复苏阶段，我们预计 2023 年上半年的合理交易区间约为 16,600-21,200，相当于 8.0-10.3 倍 2023 年预期市盈率。当明年下半年中国经济复苏巩固时，我们预计 2023 年下半年的合理交易区间约为 18,900-23,600，这相当于 9.0-11.5 倍 2023 年预期市盈率。



图 22: 2023-24 年恒生指数预测

过去 5 年 参数	预估 市净率	2023 年相应 预测恒生指数	2024 年相应 预测恒生指数	预估 市盈率	2023 年相应 预测恒生指数	2024 年相应 预测恒生指数
平均 + 2 sd.	1.39	25,889	27,991	13.71	28,224	31,090
平均 + 1 sd.	1.28	23,787	25,718	12.58	25,895	28,525
5 年平均值	1.16	21,683	23,444	11.45	23,566	25,960
平均 - 1 sd.	1.05	19,581	21,171	10.32	21,238	23,395
平均 - 2 sd.	0.94	17,477	18,896	9.19	18,909	20,830
平均 - 3 sd.	0.83	15,375	16,624	8.06	16,581	18,265

Sd=标准差

来源: 农银国际证券预测

香港 IPO 市場展望

分析员:周秀成

- 2022 年前 11 个月香港 IPO 市场筹资 111 亿美元，而 2021 年为 429 亿美元
- IPO 市场受到经济疲软、互联网行业监管、全球地缘政治风险等多种因素的冲击
- 需要关注的趋势：1) 疫情发展； 2) 互联网行业的监管环境； 3) 美上市中概股的监管发展

2022 年前 11 个月(截至 2022 年 11 月 23 日), 香港 IPO 市场筹资 111 亿美元, 而 2021 年为 429 亿美元。2022 年前 11 个月, 共有 61 宗 IPO 发行, 平均发行规模为 1.83 亿美元。

香港 IPO 市场受到经济环境疲软、互联网行业监管担忧、中国疫情、地缘政治局势等因素的影响。

在行业结构方面, 非必需消费品占 2022 年前 11 个月 IPO 数量的 33%, 其次是材料 (21%)、科技 (16%)、房地产 (9%)、医疗保健 (8%) 和其他 (13%)。特别是, 规模较大的 IPO 数量较少, 2022 年前 11 个月的平均集资规模较小, 为 1.83 亿美元, 而 2021 年为 4.48 亿美元。

我们认为, 香港 IPO 市场的近期前景将取决于 1) 疫情发展, 这可能对股市的经济环境和市场情绪产生重大影响; 2) 互联网行业的监管环境; 3) 美上市中概股监管发展。

图 1: 2022 年前 11 个月香港 IPO 市场

行业*	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
非必需消费品	3,669	367
材料	2,291	573
科技	1,775	197
房地产	1,019	170
医疗保健	927	66
其他	1,474	82

*按彭博行业分类

来源: 彭博、农银国际证券

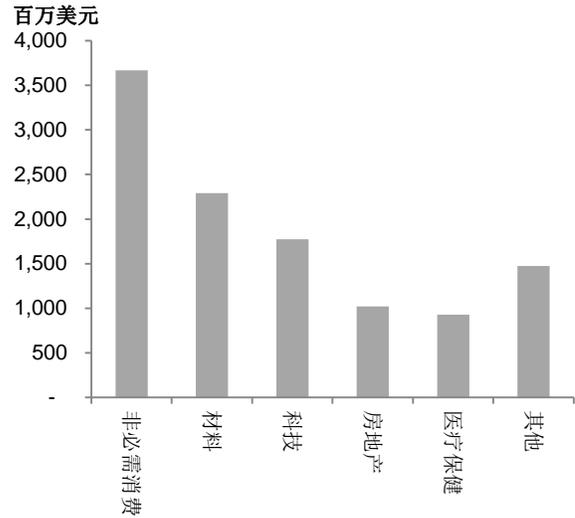


图 2: 香港 IPO 市場 (百万美元)



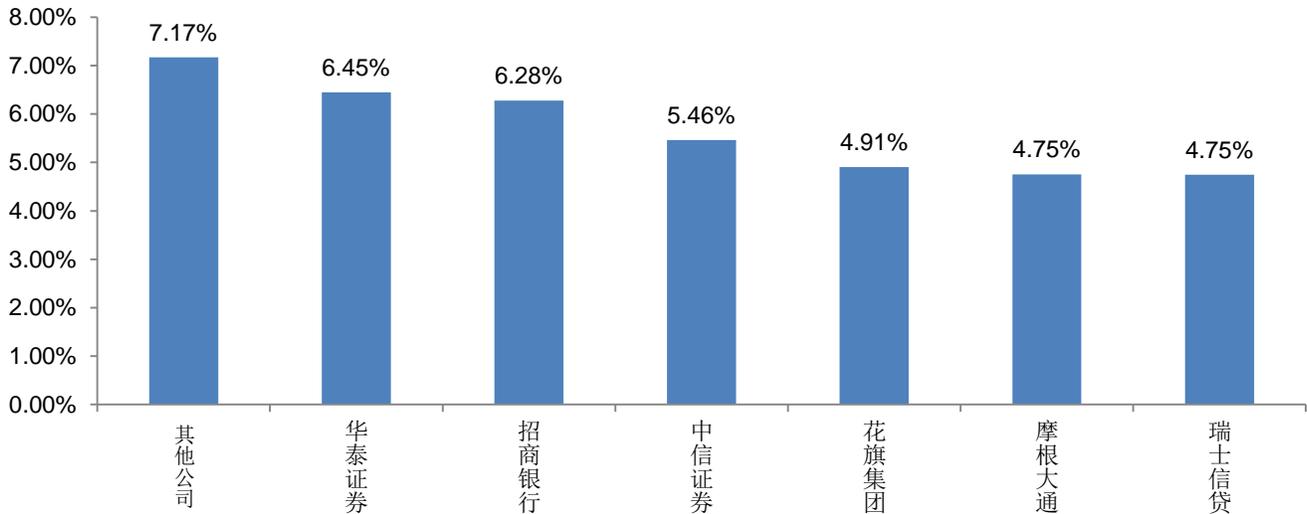
截至 2022 年 11 月 23 日
来源: 彭博、农银国际证券

图 3: 香港 IPO 集资额行业*分布 (2022 年首 11 个月)



*按彭博行业分类
来源: 彭博、农银国际证券

图 4: 主要承销商市场份额 (2022 年首 11 个月*)



*截至 11 月 23 日
来源: 彭博、农银国际证券

行业展望





正面
中国银行业-基本面仍然充满挑战
欧宇恒

主要数据		行业表现	绝对值 (%)	相对值 (%)
H 股		H 股 (相对于 MSCI 中国指数)		
2023E 市盈率均值(x)	3.27	1 个月	7.6	(9.2)
2023E 年市净率均值(x)	0.35	3 个月	(4.6)	6.6
2023E 股息率均值(%)	9.75	6 个月	(19.4)	(8.5)
A 股		A 股相对于 CSI 300 指数)		
2023E 市盈率均值(x)	4.28	1 个月	(1.6)	0.5
2023E 市净率均值(x)	0.46	3 个月	4.1	3.1
2023E 股息率均值(%)	7.46	6 个月	3.2	(1.3)
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"> 预期净息差下行压力在 2023 年第 1 季度后逐步降低 银行资产质量仍受中国宏观经济前景影响, 预计 2023 年行业不良贷款率见小幅上升, 风险主要来自房地产相关行业 营收增速放缓, 风险抵补能力决定银行净利润增速水平 重申 A / H 市场银行业正面评级。偏好大型银行较稳定的基本面和股息收益率。我们的行业首选为建行(939 HK/ 601939 CH); 股份制银行中, 招行(3968 HK/ 600036 CH)则是我们的首选 				

净息差压力在 2023 年下半年逐渐减轻。由于政策鼓励金融机构加大信贷支持力度及降低融资成本以支持实体经济, 中国银行业净息差自 2022 年第 1 季度起逐步收窄。根据全国银行间同业拆借中心的数据, 截至 11 月 22 日, 1 年和 5 年 LPR 自 12 月 21 日以来分别合计下降 20 个基点和 35 个基点至 3.65% 和 4.30%。同时, 中国人民银行数据显示, 2022 年 6 月平均贷款利率同比下降 52 个基点或环比下降 24 个基点至 4.41%。由于降息周期所带来的贷款重新定价需时反映, 我们预计净息差压力将持续至利率下行周期最后一次降息后的一年。而从结构上看, 由于较大部份贷款重新定价每年年初发生, 预期 2023 年第 1 季度净息差将受到较大影响。这意味着银行净息差的下降速度将在 2023 年第 2 季度后逐渐减轻。我们的经济师预计到 2023 年末 1 年和 5 年 LPR 将分别达到 3.55% 和 4.10%。根据银保监会的数据, 2022 年第 3 季度行业平均净息差环比持平, 或同比下降 13 个基点至 1.94%。按银行类别看, 仅大型银行 2022 年第 3 季度平均净息差环比收窄 2 个基点, 主要是因为大型银行承担较大的社会责任。我们认为银行的资产负债表增速及资产负债表构成的管理仍将是抵御净息差压力的核心因素。总体而言, 我们预计 2023 年行业平均净息差预测将同比下降 10-17 个基点。

银行资产质量受宏观复苏速度影响。延续 2022 年首 3 个季度的趋势, 我们认为房地产相关行业的资产质量风险在未来几个季度仍会滞后显露。另一方面, 加上应对新冠疫情的措施为宏观经济带来不确定性将为资产质量带来额外的风险。整体而言, 我们预计行业平均不良贷款率在 2023 年小幅可控地上升。我们认为银行的资产质量在很大程度上取决于中国宏观经济复苏的步伐, 而个别银行的风险态度及不良贷款处置力度则形成个别银行之间的差异化。根据银保监会的数据, 截至 9 月末, 行业平均不良贷款率环比下降 1 个基点至 1.66%。我们的经济师预计, 2023 年中国的 GDP 增长为 5%, 同期新贷款目标为 23 万亿元人



民币。我们认为，投资者对于资产质量的担忧将继续成为行业估值的主要阻力。投资者明显偏好风险抵补能力较强的银行。

释放风险抵补维持净利润增长。随着国务院今年 4 月鼓励大型银行通过降低拨备来提高盈利能力，从而为支持实体经济腾出更多资源，预期大型银行将继续有序释放拨备。然而，从第 3 季度情况看，银行营收增速正面临较大压力，未来银行拨备规模将成为银行盈利能力的决定性因素。大型银行的风险抵补能力相对充足，2023 年的净利润增长预测将更为稳定。根据银保监会的数据，2022 年第 3 季度行业平均拨备率和拨备覆盖率分别上升 1 个基点至 3.41% 及 1.76 个百分点至 205.54%。按银行类别看，9 月末大型银行的平均拨备覆盖率较高，为 246.62%；同期股份制银行、城商行和农商行的平均拨备覆盖率为 139.60%-213.13% 之间。根据银保监会的数据，2022 年首 3 季度行业净利润同比增长 1.2%。按银行类别看，城商行净利润环比跌 22.4%，而农商行第 3 季度更出现盈转亏的情况，意味着规模较小的地区银行面临的经营压力较大，其不良率及风险抵补能力保持稳定或以大拨备支持。

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，而大型银行被认为在支持政策上需要承担更大社会责任。虽然我们认为严格监管并自律的经营环境是行业基本面的长远正面因素，但是短期股价将因政策不确定性增加而波动。

短线展望

宏观经济从新冠疫情中复苏的步伐仍然是未来几个季度的行业基本面表现的关键因素，这或引发市场对政策及资产质量的忧虑。由于政策高度重视金融系统的稳定，我们预期银行资产质量不会急剧恶化，但预期投资者短期仍将对宏观因素及行业数据维持审慎。

股票推荐

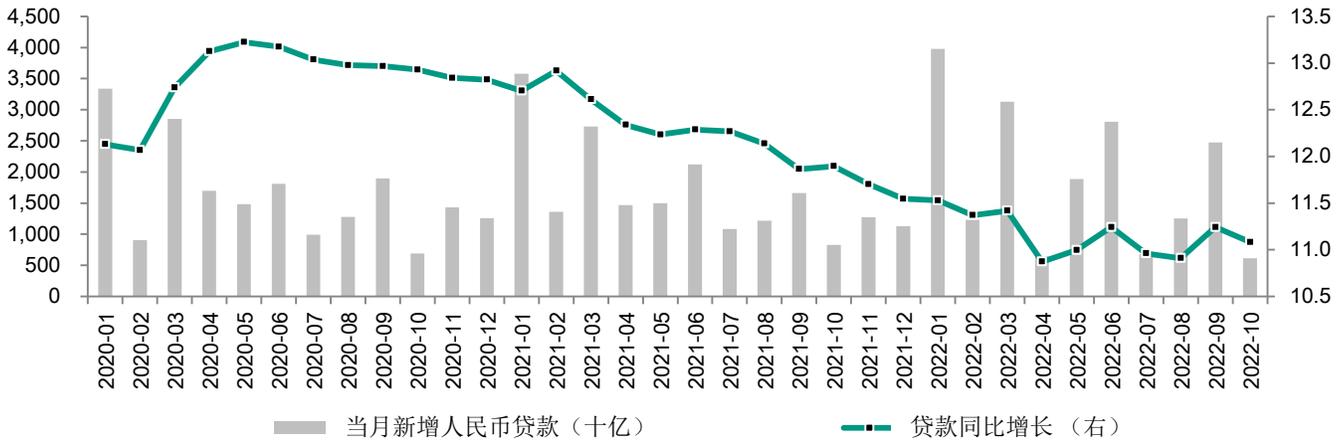
考虑当前估值，我们重申对 A/H 股中资银行板块的正面评级，我们认为当前的估值折让放大了银行板块的整体风险水平。然而，行业估值修复的时间点很大程度上取决于中国宏观经济及政策方向的发展。我们偏好大型银行，因其基本面及股息收益率均较稳定。其中，建行（939 HK/601939 CH）为我们的行业首选，因其盈利增速较为稳定并长久以来具有较审慎的风险态度。而在股份制银行当中，我们较偏好招行（3968 HK/600036CH），因其盈利能力和风险抵补能力均在行业中领先。

风险因素

1) 来自非银行及外资金金融机构的竞争加剧; 2) 特定区域的资产质量快速严重恶化; 3) 宏观不确定性令政策风险加大; 4) 受新冠肺炎疫情和中美争端的长期影响; 5) 行业正受利率下行周期影响。

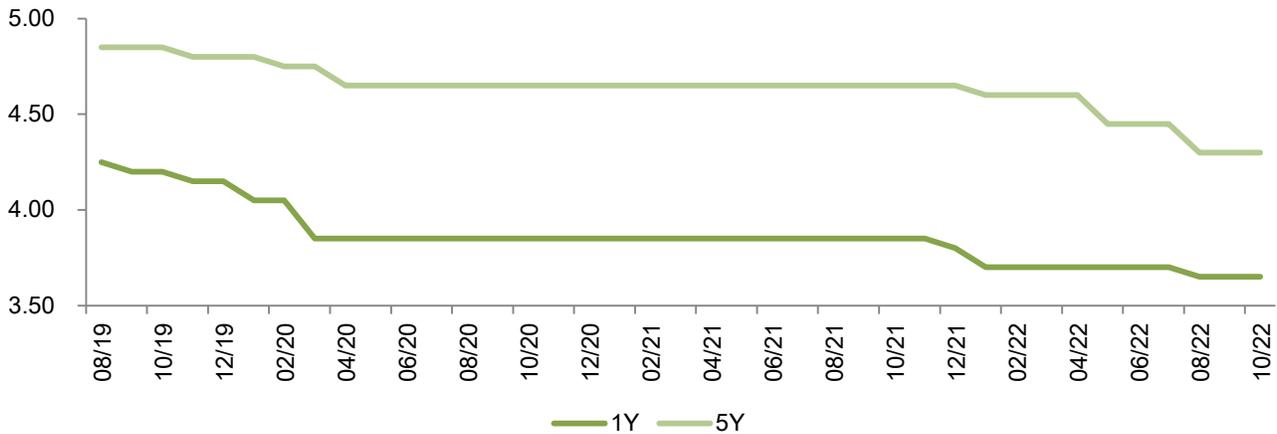


图 1: 每月新增贷款(亿元)与同比增长(%)



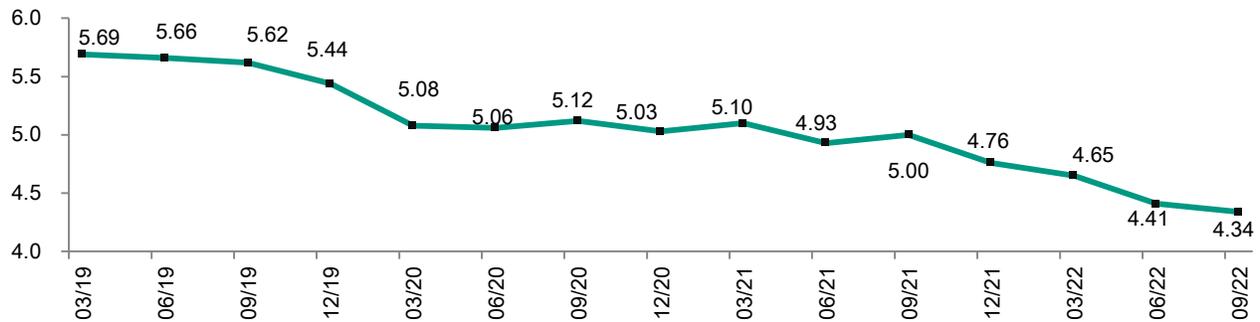
来源: 中国人民银行、农银国际证券

图 2: 中国 1 年及 5 年 LPR (%)



来源: 全国银行间同业拆借中心、农银国际证券

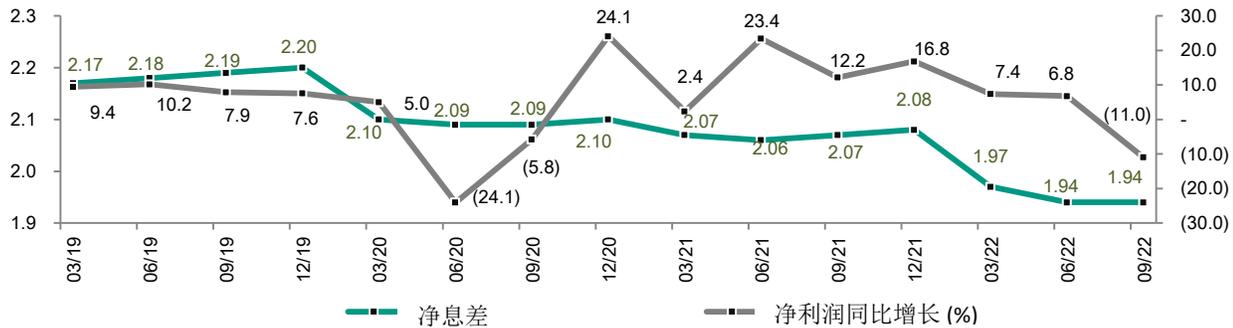
图 3: 平均贷款收益率(%)



来源: 中国人民银行、农银国际证券

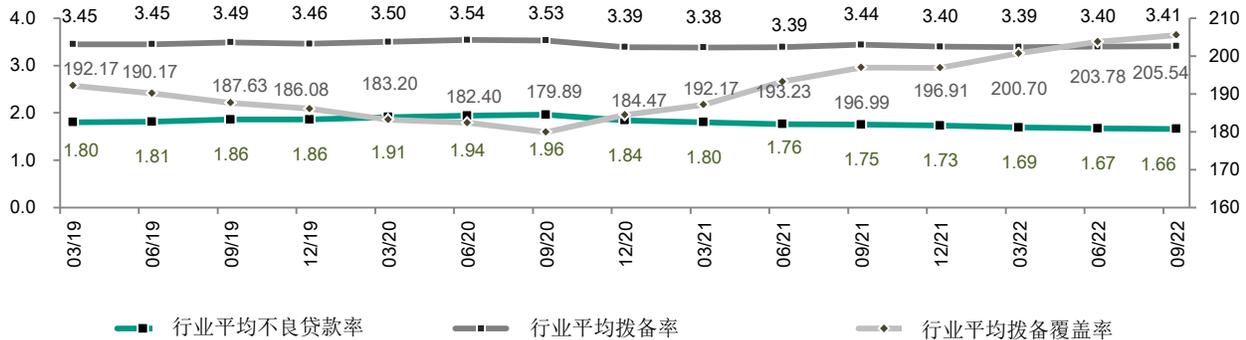


图 4: 行业平均净息差与行业净利润同比增长率(%)



来源: 中银保监、农银国际证券

图 5: 主要资产质量指标(%)



来源: 中银保监、农银国际证券

H 股 行业估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

公司	代号	评级	目标价 (HK\$)	现价 (HK\$)	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 (%)
建设银行	939 HK	买入	7.23	4.7	3.45	3.22	0.40	0.36	8.86	9.49
招商银行	3968 HK	买入	53.05	36.25	6.43	5.76	1.02	0.90	5.13	5.73
中信银行	998 HK	买入	5.52	3.41	2.90	2.63	0.28	0.26	10.04	11.44

来源: 彭博、农银国际证券预测

A 股 行业估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

公司	代号	评级	目标价 (RMB)	现价 (RMB)	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 (%)
建设银行	601939 CH	买入	7.54	5.56	4.45	4.15	0.51	0.47	6.87	7.36
招商银行	600036 CH	买入	46.73	33.02	6.39	5.72	1.01	0.90	5.16	5.77
中信银行	601998 CH	买入	5.44	5.05	4.68	4.24	0.45	0.42	6.22	7.09

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国房地产业— 国企将为最终胜利者 董耀基

主要数据		行业表现 (相对于 恒生指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2023E 市盈率均值 (x)	4.59	1 个月	34.6	18.8
2023E 市净率均值 (x)	0.36	3 个月	(4.9)	8.0
2023E 股息率均值 (%)	9.21	6 个月	(38.8)	(26.1)
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 (%)	
恒指	~70
恒生内地地产指数	~45

来源: 彭博、农银国际证券

- 政策扶持力度加大, 预计 2023 年新房销售额将同比增长 5%
- 虽然民营开发商比以前更容易获得境内借款, 但境外债务的偿还能力仍然存疑
- 预计物管行业非业主增值服务的收入将在 2023 年恢复
- 我们看好国有开发商和物管公司, 因为资产负债表更强劲, 公司治理更完善。中国海外(688 HK)/越秀地产(123 HK) 仍然是我们首选的大盘/小盘开发商, 而华润万象(1209 HK)/越秀服务(6626 HK) 是我们青睐的大盘/小盘物管公司

行业前景

■ 内地开发商:

预计 2023 年新房销售额将同比增长 5%。近期商品房销售出现温和复苏, 同比跌幅从 7 月的 28.2% 同比跌幅收窄至 9 月的 14.2%, 但由于新冠疫情卷土重来, 10 月同比跌幅加快至 23.7%。尽管中国多个城市采取了不同程度的封锁措施, 但我们相信在各种支持政策的推动下, 2023 年将稳步复苏: **1) 较低的房贷利率:** 由于 5 年期 LPR 今年以来下降 35 个基点, 加上首套房利率下限亦在部分房价下跌城市被取消, 平均住房贷款利率从 2021 年 12 月的 5.63% 下降 1.29 个百分点至 2022 年 9 月的 4.34%。 **2) 住房贷款多渠道供应:** 除了因降息而减少按揭供款外, 首次购房者和改善性需求买家在过去几个月的首套房和二套房贷款中亦享有较低的首付。例如, 早前广东湛江将首套房首付比例从 25% 下调至 20%; 苏州还将首套房贷款首付从 50% 下调至 30%, 前提是首套房贷款已全部还清。此外, 包括天津、珠海在内的多个城市近几个月也调整了购房政策, 允许购房者使用父母养老基金余额购房。 **3) 地方政府的各种补贴:** 地方政府为购房者提供各种补贴以刺激需求。例如, 最近哈尔滨市政府为二胎或三胎家庭购房提供 1.5 万元/2 万元的一次性补贴。事实上, 几家国企开发商已经在 9 月和 10 月实现了同比正增长。例如中国海外在 9 月和 10 月实现了 12%/15% 的同比增长, 越秀地产在 9 月和 10 月实现了 178%/9% 的同比增长。由于买家担心私人开发商不能成功交付物业, 我们预计购房者转向国有企业开发的项目这趋势将持续; 此外更积极的土地储备活动亦会带动国有开发商可售资源, 提升市场占有率。

民营开发商海外债务危机并未解决。中国银行间市场交易商协会 (NAFMII) 于 11 月宣布, 中国人民银行将支持包括房地产企业在内的民营企业发行债务融资, 预计资金规模为 2,500 亿元人民币。通过委托不同的金融机构, 通过第三方担保增信、发行信用风险缓释凭证 (CRMW) 以及直接购买债券等方式支持民营企业债券发行。事实上, 前两项措施早在数月前就已经出台, 近期债券发行也变得更加活跃。根据中指院数



据，2022 年 10 月以来来自房地产开发商的非银行融资同比增长 16% 至人民币 557 亿元，其中境内公司债券、信托和 ABS 分别增长 +155.7%、-72.1% 和 +22.2%，占总额的 57.4%、4.9% 和 37.7%。然而，离岸债券融资仍然面临挑战，10 月份没有通过该渠道筹集资金。由于离岸债券市场对该行业持悲观态度，私人开发商离岸债务的违约风险并未因在岸支持政策而得到缓解。事实上，旭辉是一个很好的例子来说明境内和离岸债券市场是如何分离的——该集团在 9 月份发行了 12 亿元人民币的 3 年期中期票据，利率为 3.22%，由中债增提供全额担保，但后来宣布暂停支付 11 月到期的 4.14 亿美元境外债本息。虽然近日银保监会、住建部、人行三部门提出指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金，而金额不得超过监管帐中、确保项目竣工交付所需的资金额度的 30%，但相信受惠的只有少数经营数据理想的较大民营开发商，大部份民企在保交楼下难以动用预售款还债。离岸债务危机仍将拖累民营开发商的 2023 年的股价表现。

■ 物业管理公司:

应收款出现减值风险正在加大。 从 2022 年上半年总收入规模超过 10 亿元的 18 家物管公司来看，有 12 家上市物管公司未能产生正经营性现金流。应收款增加是经营性现金流下降的主要原因。根据我们的 18 个样本，截至 2022 年 6 月，贸易应收款环比增长 33%。应收款的增长表明 2023 年的减值风险更高。长期以来，物管行业一直被认为是现金牛业务，但母公司开发商的信贷危机影响了这些现金丰富的子公司。在 2022 年上半年 12 家经营性现金流为负的物管公司中，只有 3 家是国有企业。在经营性现金流为正的 6 家物管公司中，有 3 家是国有企业，其中越秀服务在上半年的经营性现金流占核心利润率最高，为 181%，反映出卓越的营运资本管理。我们认为，经营性现金流的表现将继续在物管公司之间分化。展望明年，民营企业依然受母公司债务问题困扰，关联方非业主增值服务收缴率将继续下降，相反由于国企开发商在下半年的合同销售额已经恢复同比正增长，国企物管公司的现金回款将会继续改善。

优质国有物管公司的非业主增值服务收入将恢复。 根据按收入算 10 家最大的上市物管公司，非业主增值服务收入的同比增长从 2021 年的 42% 和 2020 年的 23% 放缓至 2022 年上半年的 4%。该板块的毛利率亦从 2020 年的 30.7% 和 2021 年的 30.6%，下滑至 2022 年上半年的 26.9%。这些数据正反映了母公司开发商不断恶化的负债状况以及低迷的预售表现，导致他们无法再通过高溢价支付物业服务来支持其物业子公司。但随着政策的放宽，2023 年房地产销售有望回暖，非业主增值服务收入将恢复较快增长。特别是，随着母公司开发商继续获得市场份额，国有物管公司应该会看到非业主增值业务更强劲的复苏。

市场整合加快。 根据 CIA 的预测，中国物管行业的总建筑面积预计将从 2022 年的 290 亿平方米增加到 2026 年的 355 亿平方米，复合年增长率为 5.2%。在行业整合和并购活动的推动下，前 100 家物管公司的市场份额从 2017 年的 32.4% 增加到 2021 年的 52.3%。我们预计国企物管公司将在未来 12 个月内加快收购，因为许多私人开发商正在出售其物管子公司以偿还债务。

股票推荐

■ 开发商:

优质国企将渡过难关。 中国海外（688 HK）仍然是我们的首选大盘股，因为其截至 2022 年 6 月的 41% 净负债率属较低水平，这使该集团能够在土地市场低迷的情况下加快收购步伐。越秀地产（123 HK）也因

其利润丰厚的 TOD 模式和其战略股东广州地铁的支持而成为我们中小盘股的首选。2022 年 1-10 月，越秀的合同同比增长 11% 至人民币 911 亿元，是为数不多今年迄今实现了同比正增长的开发商。

■ 物管公司：

国有物管公司仍然是我们的首选。 我们对该行业的大型/小型股首选分别为华润万象/越秀服务。华润万象以强大的并购执行能力区别于国企同业。公司年初至今完成了三项重大收购，使在管面积增加 9,600 万平方米。其母公司开发商华润置地近几个月的经营业绩也令人瞩目——2022 年 7 月至 10 月租金收入同比增长 6%-27%，截至 10 月，合同销售额连续五个月恢复同比正增长。我们还看好越秀服务独特的 TOD 商业模式和可观的现金余额。

风险因素

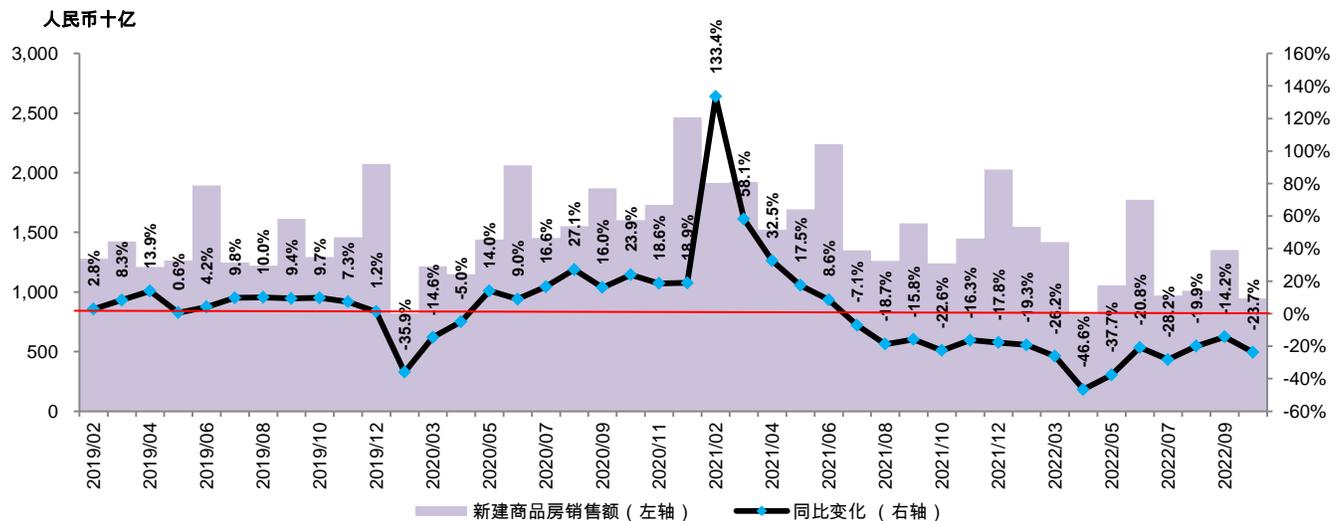
■ 内地开发商：

1) 疫情发展不确定； 2) 降价侵蚀利润率； 3) 因楼价暴跌而对未售出存货计提减值准备； 4) 债券再融资持续困难 5) 未能发布经审计财务报告。

■ 物业管理公司：

1) 重大关联交易的公司管治问题； 2) 新项目严重依赖母公司； 3) 并购带来的潜在利润率下降风险； 4) 母公司债务问题影响物业子公司表现； 5) 母开发商和物业子公司之间的股价存在高关联度。

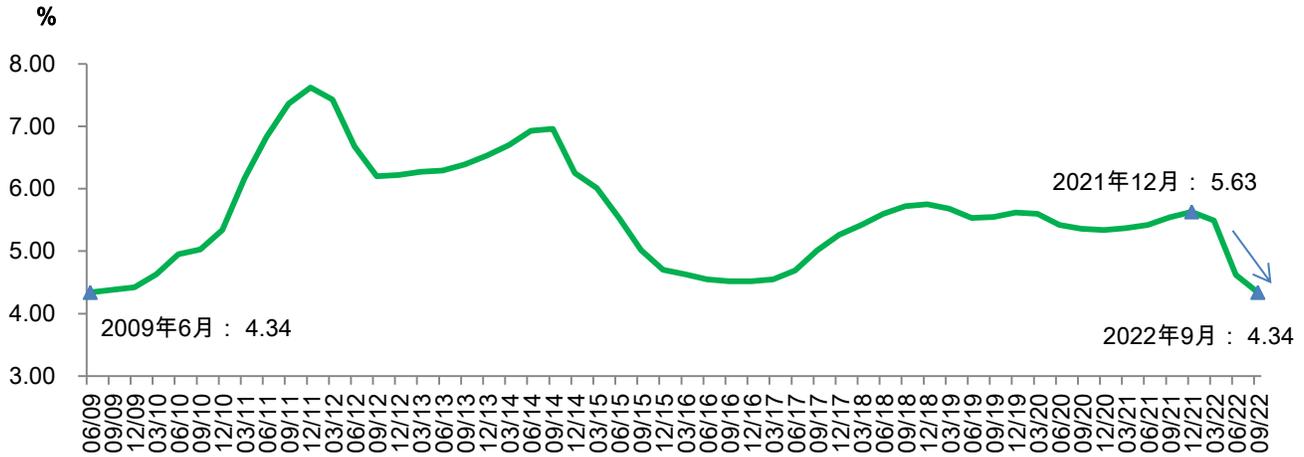
图 1：新建商品房销售



来源：国家统计局、农银国际证券

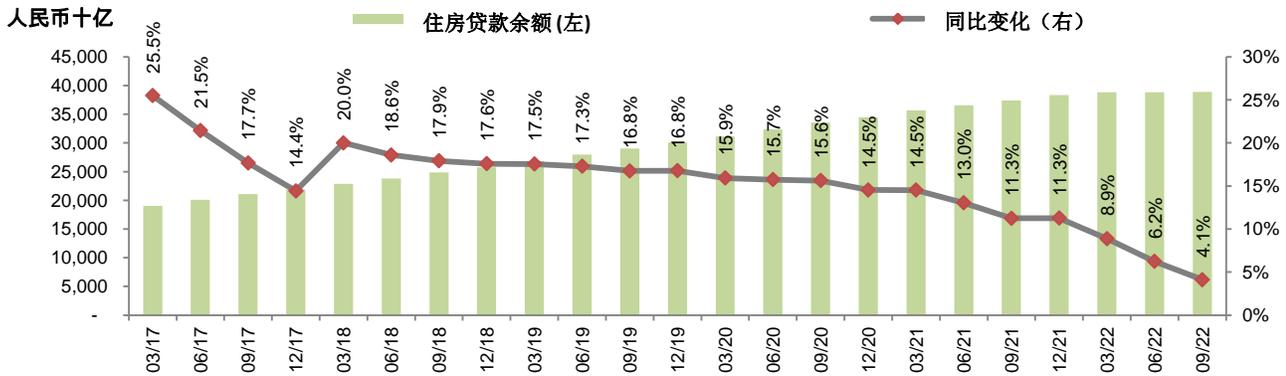


图 2: 全国个人按揭贷款平均利率



来源: 中国人民银行、农银国际证券

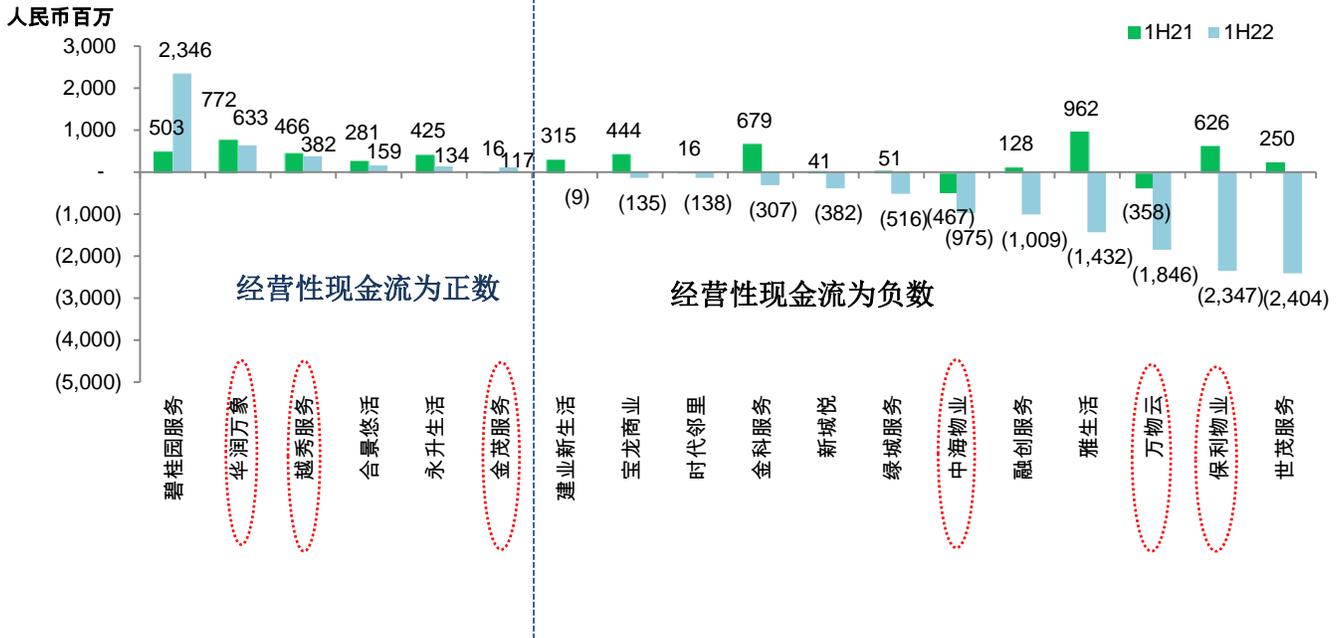
图 3: 中国个人住房贷款余额



来源: 中国人民银行、农银国际证券



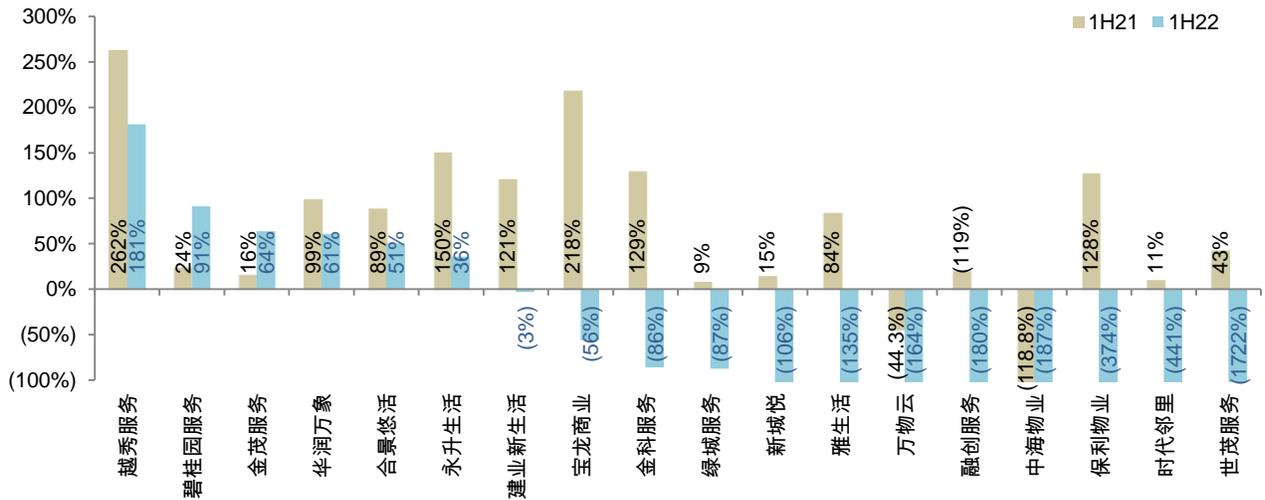
图 4: 2022 年上半年经营性现金流



* 红圈内为国企物管公司

来源: 公司数据, 农银国际证券

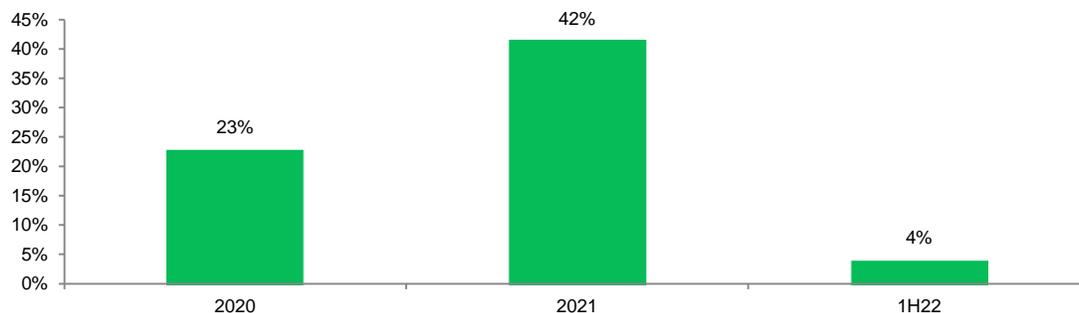
图 5: 2022 年上半年经营性现金流占核心净利润比例



来源: 公司数据, 农银国际证券



图 6: 总收入前 10 名物管公司的非业主增值业务收入同比增长



来源: 公司数据, 农银国际证券

股票估值 (截至 2022 年 11 月 25 日的数据)

公司	代号	评级	目标价 (HK\$)	现价 (HK\$)	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 (%)
中国海外	688 HK	买入	31.5	20.50	5.81	5.80	0.56	0.53	5.37	5.38
越秀地产	123 HK	买入	10.53	9.35	5.93	5.33	0.54	0.51	7.30	8.13
华润万象	1209 HK	买入	36.6	35.45	29.6	19.9	4.75	1.07	1.01	1.51
越秀服务	6626 Hk	买入	4.55	2.92	6.55	4.65	1.08	0.93	4.58	6.46
保利服务	6049 HK	买入	60.45	45.1	21.2	16.8	2.99	2.62	0.94	1.19
金茂服务	816 HK	买入	8.17	3.60	7.11	5.01	2.57	1.86	3.52	4.99

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 – 更好的一年 周秀成

主要数据		行业表现(相对于 MSCI 中国)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2023E 市盈率均值(x)	14.7	1 个月	32.9	15.9
2023E 市净率均值(x)	2.5	3 个月	(25.3)	(15.8)
2023E 股息率均值(%)	0.5	6 个月	(22.4)	(16.1)
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"> ➢ 成本优化推动利润率提升 ➢ 电子商务率先复苏，消费者对网上购物的需求维持强劲 ➢ 我们看好京东 (9618 HK) 和美团 (3690 HK)，因为复苏势头较强，以及阿里巴巴 (9988 HK/BABA US)，因估值吸引

1 年行业表现(%)



MXCN=MSCI 中国
来源:彭博、农银国际证券

更好的一年。在经历了低迷的 2022 年后，我们认为 2023 年的情况会更好，因为 1) 2022 年在疫情和经济放缓的情况导致 2023 年的基数较低； 2) 持续的成本优化以提高利润率； 3) 估值变得较有吸引力，风险回报状况更好。话虽如此，疫情的发展仍然是行业复苏的主要摇摆因素，增加了行业的波动性。

复苏步伐不一。主要互联网平台一直在实施成本优化措施，以缓解宏观不利因素。此外，主要互联网平台近期收入增长势头有所改善，但复苏步伐不一。在香港上市的互联网平台中，京东和美团目前的复苏势头较强。

电子商务走出困境。2022 年首 10 月中国实物商品在线销售同比增长 7.2%，高于 2022 年上半年的 5.6%，反映消费支出正在从线下转向线上，在线渗透率从 2022 年上半年的 25.9% 上升至 2022 年首 10 月的 26.2%。食品的线上销售额在 2022 年首 10 月增长了 16.7%，高于行业平均水平。总体而言，食品和杂货等消费必需品在电子商务市场的表现近期一直优于非必需消费品。

网络游戏：逐步改善。我们认为 2023 年在线游戏市场的环境将逐渐改善，原因是 1) 2022 年增长疲软后可比基数较低； 2) 随着近几个月新游戏的监管审批恢复，将有更多新游戏发布。这可能会减轻监管措施的影响，包括对用户时间、游戏内容、货币化方法等的限制。

在线广告：依然疲软。总体而言，由于企业削减广告预算，在线广告行业仍处于低迷状态，没有明显的复苏迹象。然而，与电子商务相关的在线广告可能会随着电子商务领域的复苏而更快复苏。

股票推荐

京东 (9618 HK) 近几个季度在低线城市用户增长的推动下收入持续增长，缓解了宏观经济放缓的影响。其收入增长在 2022 年第 3 季度加速至 11%，而第 2 季度为 5%。此外，它还展示了运营改进方面的优势，从而提高了利润率。此外，在腾讯 (700 HK) 减持后，公司股票的供应风险低于其上市同业。

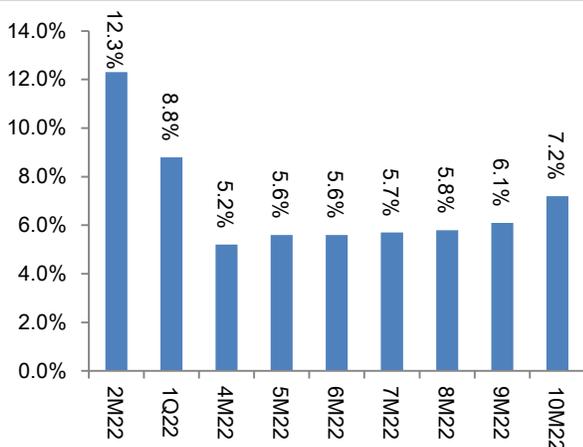
美团 (3690 HK)：美团的收入增长在从 2022 年第 2 季度的 16% 加速至第 3 季度的 28%。其外卖和美团闪购、美团优选等业务正受益于消费者对食品和杂货等消费必需品的持续需求。这应该可以减轻对疫情较敏感的到店、酒店和旅游业务的波动性。此外，成本优化措施提高了公司最近几个季度的盈利能力。

阿里巴巴 (9988 HK/BABA US)：作为中国最大的电子商务平台，我们认为其目前的估值为长线投资者提供了机会。此外，最近公司宣布 150 亿美元的股票回购，减轻了软银减持的担忧。此外，在成本优化措施下，阿里巴巴 22 年 3 季度核心净利润同比增长 12.6%，结束了核心净利润连续四个季度下滑的局面。

风险因素

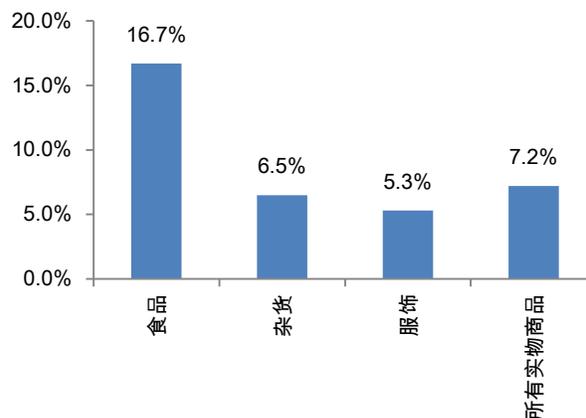
1) 反垄断调查等监管风险; 2) 电子商务和互联网金融业务放缓; 3) 非美国通用会计准则财务。

图 1: 中国实物商品网上销售同比增长(%)



来源：国家统计局、农银国际证券

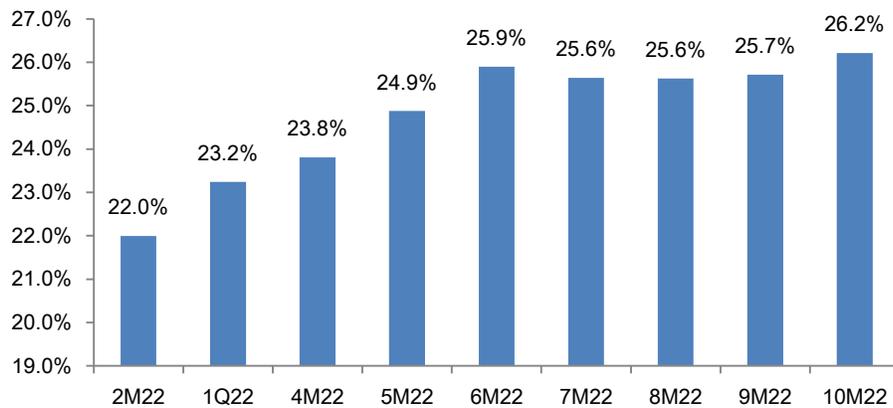
图 2: 中国实物商品网上销售同比增长 (2022 年首 10 个月) (%)



来源：国家统计局、农银国际证券



图 3: 在线购物渗透率



来源: 国家统计局、农银国际证券

股票估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价	现价	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 (%)
京东 -SW	9618 HK	买入	HK\$ 330	HK\$ 198.7	22.4	18.5	2.7	2.4	2.4	2.4
京东-ADR	JD US	买入	US\$ 84	US\$ 49.48	22.8	18.8	2.7	2.4	2.4	2.4
阿里巴巴-SW	9988 HK	买入	HK\$ 130	HK\$ 74.75	10.6	9.6	1.4	1.2	NA	NA
阿里巴巴-ADR	BABA US	买入	US\$ 132	US\$ 75.5	11.5	9.2	1.4	1.2	NA	NA
腾讯*	700 HK	买入	HK\$ 430	HK\$ 273.0	20.9	17.6	2.4	2.0	0.6	0.6
美团-W	3690 HK	买入	HK\$ 240	HK\$ 136.6	NA	71.9	6.4	6.0	NA	NA

*现金股息率

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国消费行业 – 疫情防控措施放宽，有助于推动行业复苏 潘泓兴

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2023E 市盈率均值(x)	18.63	1 个月	12.1 (3.6)
2023E 市净率均值(x)	2.94	3 个月	(12.9) (4.1)
2023E 股息率均值(%)	2.85	6 个月	(9.5) 3.2
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(%)	
11/21	0
12/21	-5
01/22	-10
02/22	-15
03/22	-35
04/22	-25
05/22	-20
06/22	-25
07/22	-30
08/22	-35
09/22	-40
10/22	-45
11/22	-35

- 全国多地在过去一年出现新冠疫情反弹的情况，对消费市场带来负面影响；全国零售销售在 10 月再次录得同比下跌
- 尽管通胀压力在最近几个月有所回升，我们预期在 2023 年通胀压力将会保持相对温和
- 消费行业内在最近出现不均衡的发展；多个非必需品产品类别的零售销售在 10 月出现下跌，然而必需品产品类别的零售销售在 10 月仍能保持较好的增长；行业内企业的 3 季度收入增长和利润表现也出现分歧
- 预期疫情防控措施在 2023 年将会进一步放宽，并将会推动行业的复苏
- 行业评级为**正面**；首选消费必需品行业内的龙头企业，其基本面和防守性在现阶段仍较为吸引

预期疫情防控措施在 2023 年将会进一步放宽。2022 年全国各地出现多轮的新冠疫情，不同程度的防控措施在多地展开，对消费市场及居民生活产生影响，并导致零售销售及居民人均收入的增速在今年出现较大的波动。零售销售在今年 4 月份曾经录得 11.1% 的同比跌幅，在经过几个月的逐步复苏后在今年 10 月份再次录得 0.5% 的同比跌幅。此外，在今年 2 季度，居民人均收入同比增长率曾经下降到 2.6%，而居民人均支出则出现同比下跌 2.4%。作为复常的第一步，有关部门在最近更新了疫情防控政策，降低了对海外入境人员和国内居民的防疫措施要求。我们预期，在 2023 年疫情防控措施将会进一步放宽，对消费需求有利，消费市场复苏在望。

通胀压力将保持温和。目前国内的通胀压力仍保持温和。在今年 10 月份，居民消费价格同比上涨 2.1%，1-10 月平均，全国居民消费价格同比上涨 2.0%。尽管国内整体的通胀压力仍较为温和，但全球的通胀压力依然存在，国内部分消费商品价格仍有上涨的空间。截至 11 月第三周，全国猪肉、鸡蛋、鸡肉的周均批发价格对比年初分别累计上涨 44.8%、19.1%、13.5%，而豆粕的周均批发价格则累计上涨 47.6%。我们认为，原材料价格的高涨将会继续在短期内推动食品价格上涨，但通胀压力在明年下半年将会有所缓和。

行业内表现参差。在今年 10 月份，多个非必需消费品类别的零售销售出现下跌，而必需消费品类别的零售销售则总体维持较为稳定的增长。其中，“家用电器和音响器材类”“通讯器材类”“建筑及装潢材料类”同比跌幅最大，分别为 14.1%、8.9%、8.7%，而“粮油、食品类”“饮料类”“中西药品类”的零售销售同比增速分别为 8.3%、4.1%、8.9%。在今年 3 季度，多个消费行业的龙头企业均出现收入增速低于预期及利润表现

参差的情况。宏观及企业的数据都反映出目前消费行业环境仍充满挑战。然而，随着疫情相关的防控措施持续放宽，行业整体表现在未来的几个季度内将会有所改善。

长线展望

中国消费市场的多样性及规模仍将会为市场带来多种机会。消费者行为因新冠疫情而出现深远变化，对消费市场产生长远影响。未能就市场所产生的变化作出调整的公司竞争力将会被逐步削弱。

短线展望

我们预期，新冠疫情防控措施在未来将会逐步放宽，而相关部门也将会推出政策来协助复常的过程。在短期内，通胀压力是市场上的另一个负面因素，将会为消费企业带来成本压力。我们预期，随着消费需求回暖，行业内企业表现将会有所改善。

行业评级

我们对行业的评级为**正面**。多个消费企业的数据显示在增长势头在今年 3 季度出现恢复，与我们之前预期的趋势基本相符。而新冠疫情防控措施的持续放宽将会推动行业的复苏，利好行业内企业。我们目前仍偏好大型消费必需品行业龙头，其基本面及防守性较强。

风险因素

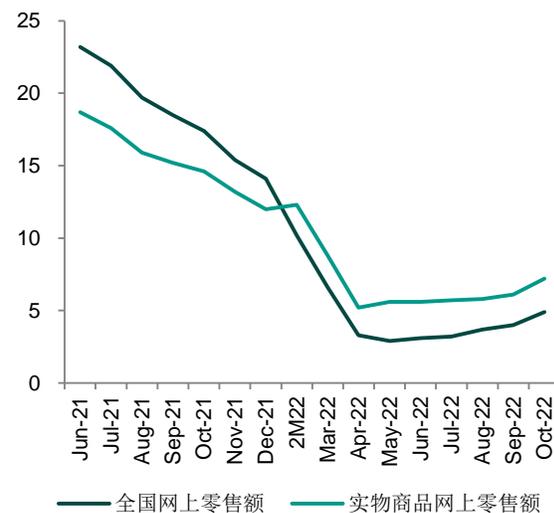
1) 宏观经济风险；2) 持续的新冠疫情风险；3) 原材料价格上升风险；4) 政策法规风险；5) 产品质量安全风险；6) 消费者偏好转变。

图 1: 零售销售变动 (同比 %)

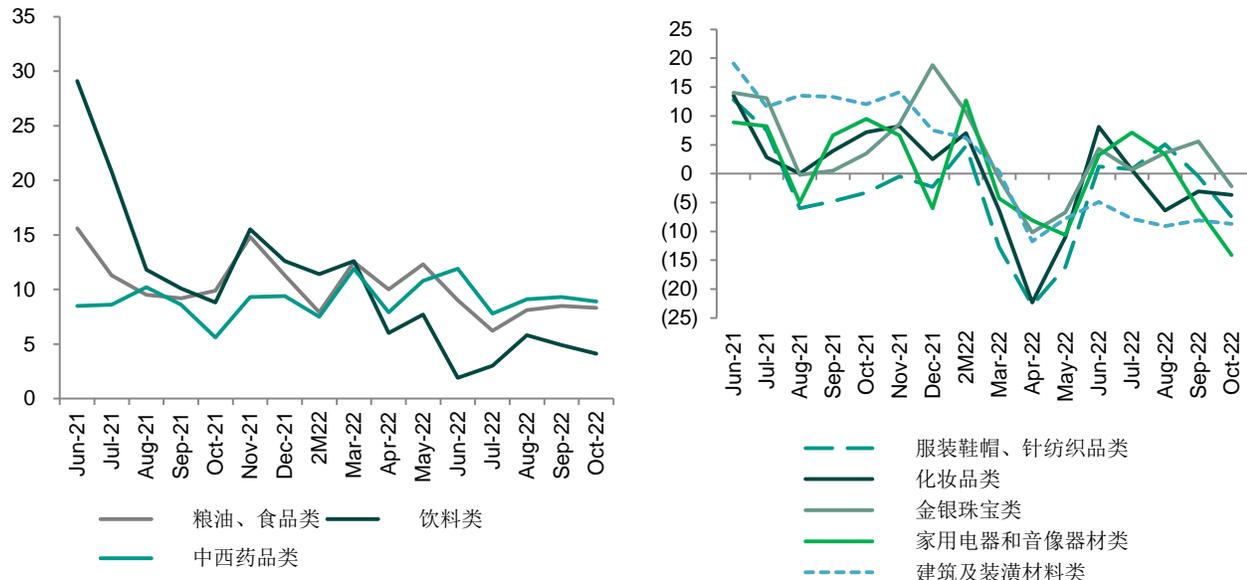


来源：国家统计局、农银国际证券

图 2: 网上零售销售变动 (累计同比 %)



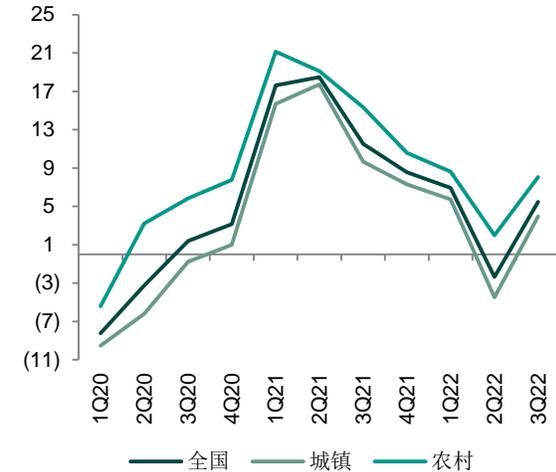
来源：国家统计局、农银国际证券

图 3: 部分产品类别零售销售变动 (同比 %)


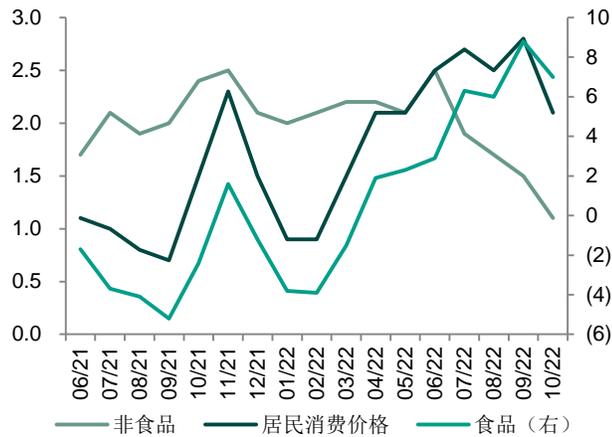
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 4: 平均居民收入变动 (同比 %)

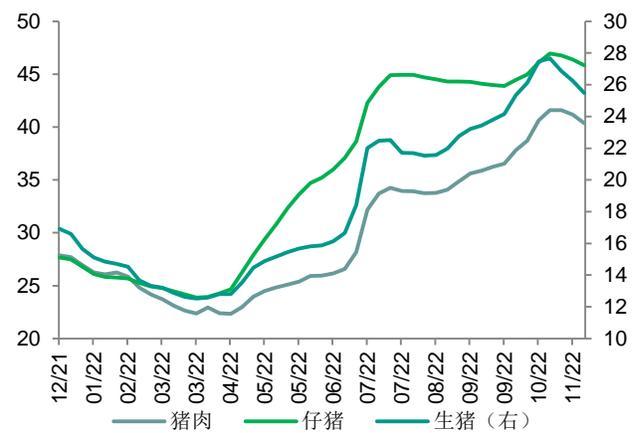

来源: 国家统计局、农银国际证券

图 5: 平均居民支出变动 (同比 %)


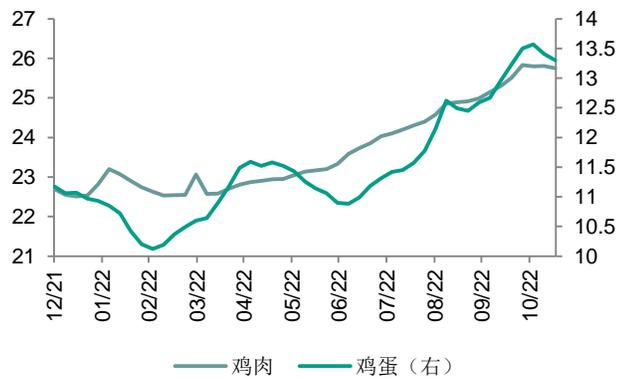
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 6: CPI (同比%)


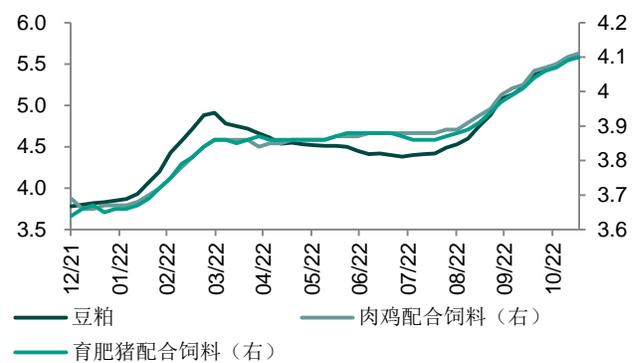
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 7: 周均批发价格 - 猪肉、生猪、仔猪(人民币/公斤)


来源: 农业农村部、农银国际证券

图 8: 周均批发价格 - 鸡肉、鸡蛋(人民币/公斤)


来源: 农业农村部、农银国际证券

图 9: 周均批发价格 - 豆粕、育肥猪配合饲料、肉鸡配合饲料(人民币/公斤)


来源: 农业农村部、农银国际证券

股票估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价	现价	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 (%)
百胜中国	YUMC US	买入	US\$61.1	US\$50.57	33.21	26.28	3.47	3.15	0.9	0.9
	9987 HK	买入	HK\$479.3	HK\$405.4	32.36	25.61	3.38	3.06	0.9	0.9
万洲国际	288 HK	买入	HK\$5.9	HK\$4.41	6.40	5.91	0.80	0.73	4.7	5.1
双汇	000895 CH	买入	RMB30.7	RMB25.46	16.23	14.47	4.30	4.06	4.9	5.5
农夫山泉	9633 HK	买入	HK\$51.3	HK\$41.8	58.31	48.15	21.63	17.04	0.7	0.8
蒙牛	2319 HK	买入	HK\$49.0	HK\$31.35	16.77	16.48	2.86	2.55	1.8	1.8
伊利	600887 CH	买入	RMB 35.8	RMB28.5	18.66	14.77	3.72	3.46	3.8	4.8
安踏	2020 HK	买入	HK\$113.2	HK\$81.6	23.62	19.67	5.82	4.86	1.4	1.7

来源: 彭博、农银国际证券预测

中性 中国教育行业 – 内生性增长支持行业发展 潘泓兴

主要数据		行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2023E 市盈率均值(x)	3.99	1 个月	28.1	12.3
2023E 市净率均值(x)	0.73	3 个月	24.7	33.5
2023E 股息率均值(%)	3.14	6 个月	92.7	105.4
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

- 行业政策环境目前仍对高职教育企业有利，而基础教育及课外学科类辅导企业则仍然面临较强的政策监管
- 受到政策环境收紧影响，部分教育企业尝试新业务并继续取得成功；我们预期将会有更多的同业进行类似的尝试
- 行业内并购活动量在过去一年内有所回落，企业增长策略重回内生性增长模式；行业内企业，尤其是高职类教育机构，将需要依靠未被利用的可容纳学生容量来促进学生人数增长
- 我们对行业的评级仍为**中性**，主要由于目前政策环境仍较为倾斜于高等教育板块，同时非高职教育类企业在转型上的成功仍有待考证；我们目前仍较为偏好高职教育类企业



政策环境仍对高职教育板块有利。目前高职教育仍受到政策支持。在过去的一年里，我们依然看到更多的独立学院被陆续批准转设，以及民办高等教育机构确定其盈利学校的性质。同时，额外的政策法规颁布继续扎实教育行业的整体政策法规基础，例如在今年4月份通过的新修订的职业教育法。基于目前的政策方向，我们预期高职教育板块将持续受到政策的支持，而基础教育（K-9）以及课外学科类培训则将会持续面对较为严格的政策监管。

转型及寻找新的增长点。在新的政策环境下，基础教育（K-9）以及课外学科类培训板块内部分企业正在寻找新的业务或直接转向其他非教育领域以推动收入增长，并有企业在业务创新方面取得一定成绩。其中，新东方（EDU US/9901 HK）旗下主要供农产品及其他产品的东方甄选直播品牌以独特的直播方式迅速在行业内获得较高的人气。我们预期，其他教育行业的同业将会在业务创新方面做出更多的尝试。

内生性增长将会成为主要的增长模式。最近行业内部分企业均录得较好的学生人数增长。中教控股（839 HK）、希望教育（1765HK）、中汇集团（382 HK）的注册新生人数同比增幅分别为48%、15%、17%。同时，中教控股（839 HK）及中汇集团（382 HK）在22财年的收入同比增速分别为29.2%和34.7%。然而，在今年行业内的并购交投量有所下降。我们预期，随着今年并购活动减少，行业内企业在未来几年将会需要依靠内生性增长为主要的增长模式，依靠并购活动来获得快速增长的模式将会暂告一段落。手头上有较多未被利用的学生容量的教育企业将会在增长上更有优势。

长线展望

我们认为，教育行业在长期内仍将会受到较强的政策监管，且行业内不同子版块所受到的政策监管或支持将会有所不同。此外，整体人口数量潜在下跌的可能性将会在长期内削弱教育行业的增长潜力。

短线展望

并购活动交投量在今年有所下降，企业增长策略在短期内将重回内生性增长模式。手头上拥有较多未被利用的学生容量的教育企业将会在增长上有更多优势。此外，部分教育企业在新业务领域内取得成功，我们预期行业内更多的企业会在教育领域外寻找新业务增长点。

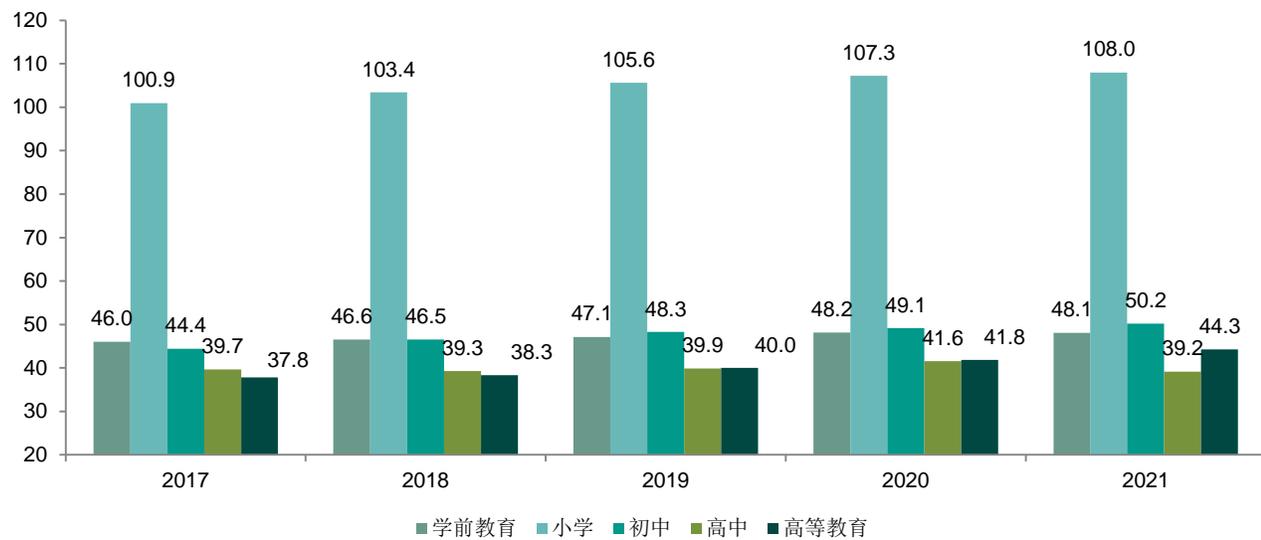
股票推荐

我们对于行业的评级仍为**中性**。基于目前的政策环境，高等教育，尤其是职类教育企业，相对其他类型的教育企业仍较有优势。其他子行业的教育企业在新业务尝试上取得成功，但我们认为此类成功仍需时间的考验。此外，今年以来行业整体的并购交投量有所下降，预示着中短期内高等教育企业将需要依靠其未被利用的学生容量来促进学生人数增长，手头上有更多学生容量的企业将会取得更好的增长表现。

风险因素

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

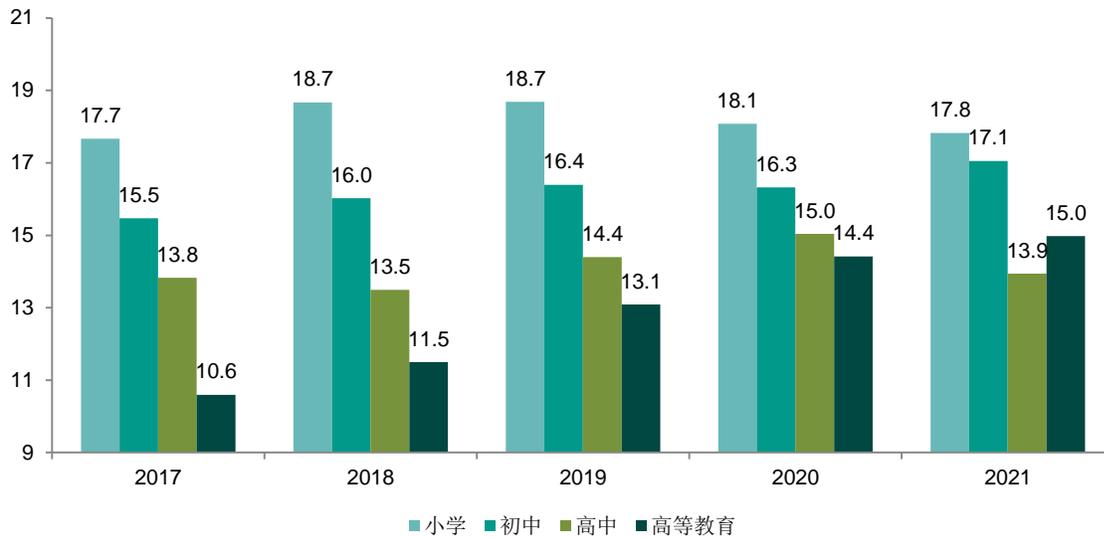
图 1: 全国各阶段在校学生人数 (百万人次)



来源：教育部、农银国际证券

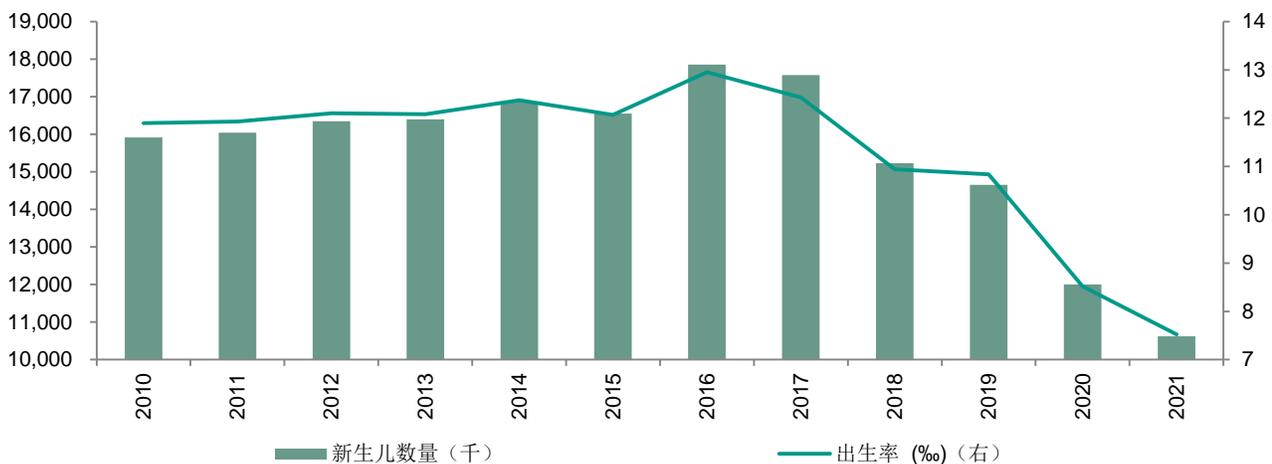


图 2: 全国各阶段新生人数 (百万人次)



来源: 教育部、农银国际证券

图 3: 全国新生儿数量及出生率



来源: 国家统计局、农银国际证券

股票估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价	现价	FY22A 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22A 市净率 (x)	FY23E 市净率 (x)	FY22A 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
中教控股	839 HK	买入	HK\$ 22.6	HK\$ 8.05	9.62	9.50	1.26	1.23	4.5	4.2
中汇集团	382 HK	买入	HK\$ 13.1	HK\$ 2.19	3.79	2.76	0.73	0.54	4.6	14.4

注: 股息率为现金股息率

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国电信业- 受益于新兴业务 黎柏坚

主要数据		行业表现 (相对于 恒生指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2023E 市盈率均值 (x)	7.51	1 个月	0.1	10.8
2023E 市净率均值 (x)	0.90	3 个月	(19.5)	(0.3)
2023E 股息率均值 (%)	6.80	6 个月	(24.4)	1.0
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"> ▶ 电信运营商受益于新兴业务（工业互联网、数据中心、云计算）的增长 ▶ 预计 2023 年中国 5G 基站总数将达到 280 万个，将进一步提升 5G 网络覆盖 ▶ 预计电信运营商 2023 年资本开支同比增长 2.5%，将用于数据中心建设 ▶ 中国移动因其高股息收益率、健康的资产负债表和在中国电信市场的主导地位而成为我们的行业首选 	 <p>来源: 彭博、农银国际证券</p>

电信运营商可受益于新兴业务。由于云平台应用的需求和政策支持，预计 2023 年新兴业务（工业互联网、数据中心、云计算）将保持强劲增长。电信运营商正与企业合作开发云平台解决方案，有助于提高运营效率和运营管理。此外，国家发改委推出了“东数西算”策略，在西部地区发展数据中心，以提高数据处理能力并促进云计算的采用。

预计到 2023 年末，5G 基站将达到 280 万个。我们预计 2023 年末，在 5G 网络覆盖的改善和进取定价策略的推动下，5G 用户渗透率将达 35.0%。受益于 5G 网络覆盖的提升、丰富的资源和高效的营销策略，中国移动在 5G 市场保持主导地位。到 2023 年，我们预计国内 5G 基站总数将达到 280 万个，可以支撑基站设备商的业务。预计 2023 年整体移动基站总数将达到 1350 万个。此外，电信运营商正在将其 5G 电信网络升级为独立标准，以提高网络质量，从而支持电信设备提供商的发展。

预计 2023 年电信运营商的资本开支将同比增长 2.5%，用于发展云计算、数据中心、5G 网络和固定网络。电信运营商正在将其 5G 电信网络升级为独立标准，以提高网络质量，这可以推高电信设备提供商的收入。我们预计 2023 年三大电信运营商（中国移动/中国联通/中国电信）的资本开支合计为 3,559 亿元人民币，同比增长 2.5%。预计资本开支的增加将使电信设备制造商和服务提供商受益。

预计 2023 年全球智能手机出货量将同比增长 2.0%。IDC 数据显示，2022 年第 3 季度全球智能手机出货量同比下降 9.7%，连续第五个季度同比下降。这是由于海外市场通胀及经济放缓所致。由于 2022 年的低基数效应，我们预计 2023 年全球智能手机出货量将同比增长 2.0%。

长线展望

从长远来看，我们预计电信运营商将受益于 5G 网络和新兴业务的发展。更高的 5G 用户渗透率、人均移动数据使用量和移动 ARPU 将有助于电信运营商改善商业模式。电信运营商正在引入更进取的定价策略，以

增加新的 5G 用户。由于有政策来提升 5G 电信服务和新兴业务的渗透率，有助电信运营商提高收入增长。国家发改委出台了“东数西算”策略，在西部地区发展数据中心，以提高数据处理能力，促进云计算的采用。

短线展望

我们预计新兴业务将成为电信运营商的增长动力。许多商业公司可以把他们的业务转移到云平台将有助于提高采用率。由于更高的移动数据使用量和 5G 用户群推动移动 ARPU 更好，我们预计电信运营商将在移动服务收入增长有所改善。预计电信运营商将在 2023 年提高资本开支用于数据中心开发。

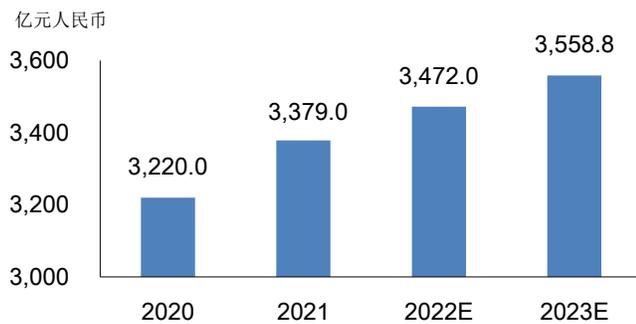
股份推荐

中国移动是我们的行业首选。由于 5G 用户基数增加，我们预计中国移动的移动 ARPU 将有所改善。中国移动凭借更好的覆盖和资源的网络优势，保持其最大的 5G 市场份额。港股(941 HK)的目标价为 81.00 港元，相当于 4.1 倍的 2023 年 EV/EBITDA, A 股(600941 CH)的目标价为人民币 97.00 元，相当于 5.4 倍的 2023 年 EV/EBITDA。

风险因素

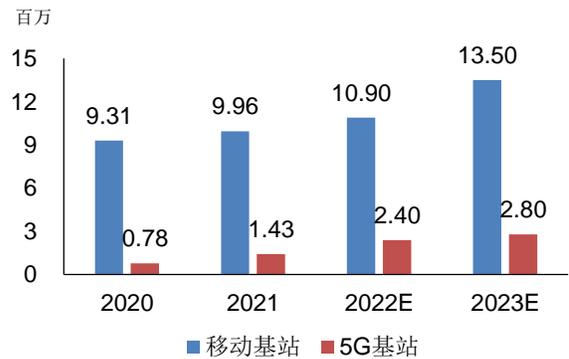
1) 工信部要求进一步降低服务资费；2) 用户饱和；3) 市场竞争加剧；4) 智能手机出货量增长放缓；5) 5G 网络发展放缓。

图 1: 电信运营商的资本开支



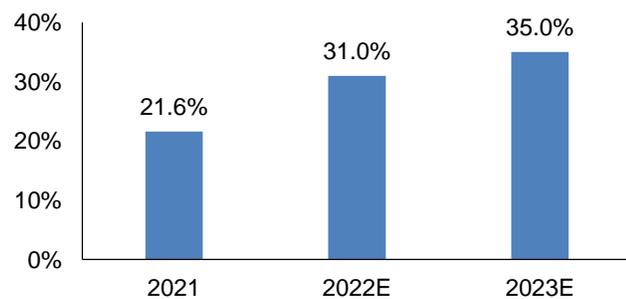
来源：工信部、农银国际证券预测

图 2: 整体移动及 5G 基站



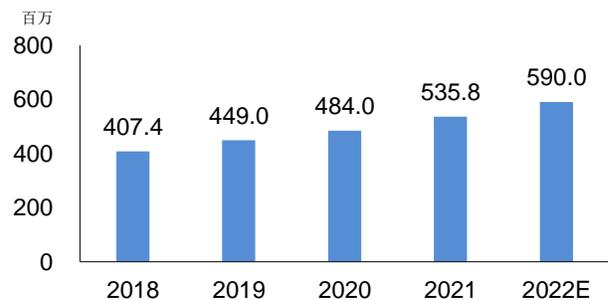
来源：工信部、农银国际证券预测

图 3: 中国 5G 用户普及率



来源：公司、农银国际证券预测

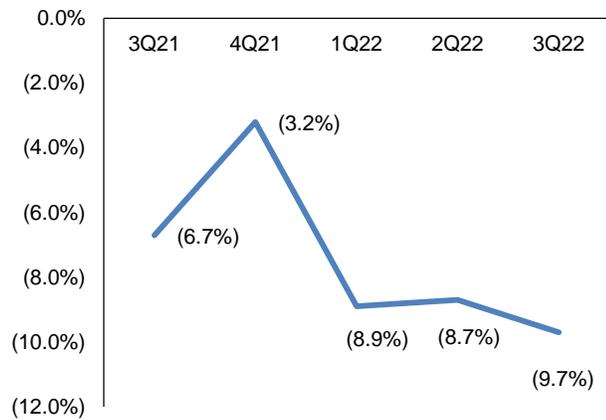
图 4: 固网用户数



来源：公司、农银国际证券预测

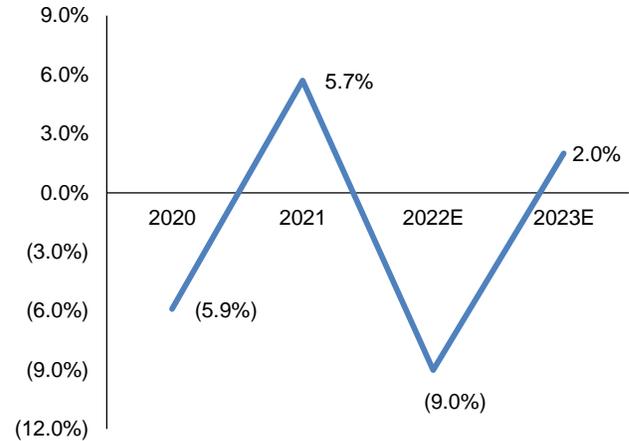


图 5: 季度智能手机出货量增长



来源: IDC、农银国际证券

图 6: 年度智能手机出货量增长



来源: IDC、农银国际证券预测

股票估值 (截至 2022 年 11 月 25 日的的数据)

公司	代号	评级	目标价	现价	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 (%)
中国移动	941 HK	买入	HK\$ 81.00	HK\$ 51.85	7.03	6.43	0.70	0.68	9.67	10.88
中国移动	600941 CH	买入	RMB 97.00	RMB 72.00	10.70	9.80	1.07	1.03	6.35	7.15
中国联通	762 HK	买入	HK\$ 5.60	HK\$ 4.13	5.90	5.60	0.28	0.27	7.73	8.15
中国电信	728 HK	买入	HK\$ 4.20	HK\$ 3.08	8.67	7.39	0.55	0.54	7.04	8.25
中国电信	601728 CH	买入	RMB 5.10	RMB 4.19	13.10	11.17	0.84	0.81	5.39	6.31
中国铁塔	788 HK	买入	HK\$ 1.10	HK\$ 0.84	14.50	11.80	0.65	0.63	3.79	4.65
中国通信服务	552 HK	买入	HK\$ 6.10	HK\$ 2.62	5.94	5.94	0.46	0.44	5.71	6.14
中兴通讯	763 HK	买入	HK\$ 31.00	HK\$ 16.06	7.75	6.83	1.09	0.96	2.63	2.94
中兴通讯	000063 CH	买入	RMB 42.00	RMB 24.40	13.11	11.30	1.85	1.62	1.29	1.91
瑞声科技	2018 HK	卖出	HK\$ 12.50	HK\$ 17.02	22.10	10.80	0.68	0.65	0.00	1.39
舜宇光学	2382 HK	持有	HK\$ 90.00	HK\$ 87.10	36.10	30.80	4.20	3.80	0.58	0.68

来源: 彭博、农银国际证券预测

权益披露

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

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去12个月内，与本报告提及的腾讯、金茂物业服务、万物云、建设银行、华泰证券、中信证券及阿里巴巴有投资银行业务关系。

评级的定义

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

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是5年市场平均回报率

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

目标价的时间范围:12 个月

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

免责声明

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

版权所有 2022 年农银国际证券有限公司

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

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183