



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

農銀國際中國/香港證券研究

2022

經濟展望及
投資策略
報告

中國製造 2025：
“專精特新”小巨人
引領經濟轉型



目錄

| | | |
|---|----|---|
| 2022 年全球經濟展望 | 4 | 姚少華 (經濟師) 經濟展望 |
| 2022 年中國經濟展望 | 7 | yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863 |
| 2022 年投資策略 | 14 | 陳宋恩 (研究部主管) 投資策略 |
| 香港 IPO 市場 | 23 | philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805 |
| 中國銀行業 - 正面 | 26 | 歐宇恒 (分析員) 中國銀行業 |
| 中國房地產業 - 正面 | 30 | johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802 |
| 中國替代能源業 - 正面 | 34 | 周秀成 (分析員) 互聯網媒體與消費商務業 |
| 中國機場業 - 中性 | 37 | stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809 |
| 中國互聯網媒體與消費商務業 - 正面 | 39 | 董耀基 (分析員) 中國房地產業 |
| 中國消費業 - 正面 | 41 | kennethtung@abci.com.hk |
| 中國教育業 - 中性 | 43 | 吳景荃 (分析員) 中國替代能源業 / 機場業 |
| 中國電信業 - 正面 | 47 | kelvinn@abci.com.hk 852-2147 8869 |
| 于 2021 年 12 月 1 日發布 另有指明外,數據截至 2021 年 11 月 19 日 | | 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 |



全球及中國經濟展望



2022 年全球經濟展望

經濟師：姚少華

- 儘管新冠疫情仍持續，但全球經濟自 2021 年初以來仍顯著回升，主要因為强有力的宏觀政策支持，疫苗接種有序展開，以及經濟逐步重啓，特別是服務業
- 自 2021 年初以來，由于石油和其它大宗商品的價格回升、某些行業的供應鏈中斷以及運輸成本飆升，全球通貨膨脹率顯著上升。雖然全球總體工資壓力仍然溫和，但由于勞動力市場供不應求，有迹象表明美國工資增長或加快
- 展望 2022 年，我們預計隨著疫苗覆蓋範圍的擴大和治療方法的改進，新冠疫情將逐漸消退。然而，由于疫苗接種的速度因國家而异，全球的復蘇或許會不平衡。隨著刺激政策的逐步退出和全球供應鏈的緩慢復蘇，我們預計 2022 年全球經濟增長將在高基數效應下放緩
- 我們預期 2021 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 6.0%、8.5%、5.2%、3.0%及 7.0%，2022 年則分別增長 4.0%、5.5%、4.0%、2.5%及 5.0%，相比而言，上述國家在 2020 年經濟分別增長-3.4%、2.3%、-6.3%、-4.6%及-9.8%

全球經濟增長在新冠疫情衝擊下仍回升

儘管新冠疫情仍持續，但全球經濟自 2021 年初以來仍顯著回升，主要因為强有力的宏觀政策支持，疫苗接種有序展開，以及經濟逐步重啓，特別是服務業。如圖表 1 所示，2021 年前 3 季美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 5.9%¹、9.8%、5.6%、2.6%及 8.1%，均較 2020 年-3.4%、2.3%、-6.3%、-4.6%及-9.8%的經濟增速明顯反彈。自 2021 年初以來，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數持續回升以及高于 50 榮枯綫，顯示全球經濟增長明顯反彈(圖表 2)。

圖表 1: 全球主要經濟體 GDP 增長 (%)

| 實質 GDP 按年增長 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前 3 季 |
|-------------|--------|--------|-------------|
| 美國 | 2.3 | (3.4) | 5.9 |
| 中國 | 6.0 | 2.3 | 9.8 |
| 歐元區 | 1.5 | (6.3) | 5.6 |
| 日本 | 0.0 | (4.6) | 2.6 |
| 英國 | 1.4 | (9.8) | 8.1 |

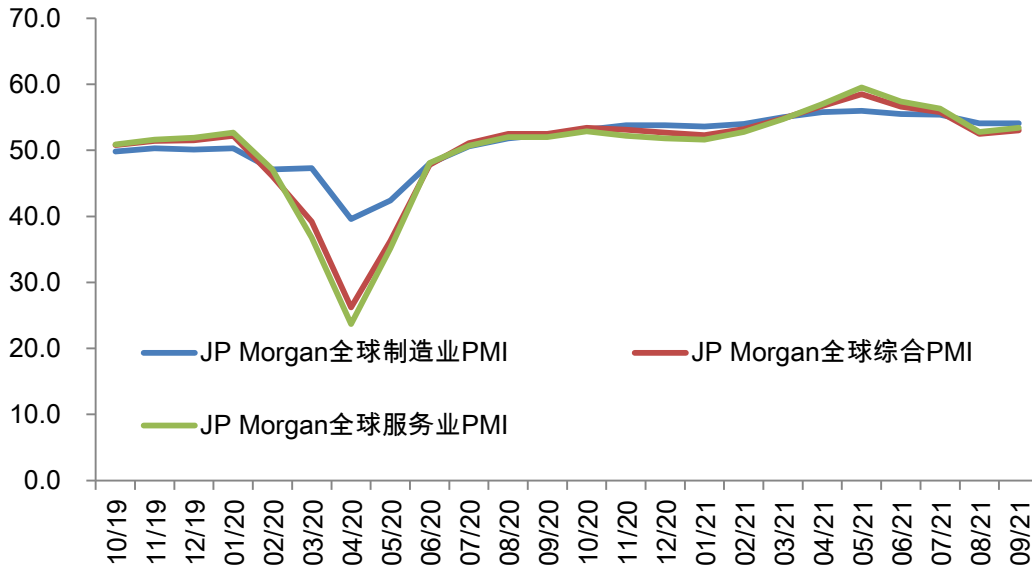
來源: 彭博、農銀國際證券

自 2021 年初以來，由于經濟反彈，企業和家庭對商品的需求旺盛，帶動全球貿易急劇上升。根據 WTO 公布的最新全球季度貿易額統計數據，全球商品貿易額繼 2021 年第 1 季增長 16.6%後，2021 年第 2 季再增長 46.3%。目前 WTO 預期 2021 年全球商品貿易量將增長 10.8%，相比之下 2020 年全球商品貿易量下跌 5.3%。WTO 公布的 8 月世界貨物貿易晴雨錶指標為 110.4，是該指標自 2016 年 4 月首次發布以來的紀錄高位，同比上漲超過 20 個百分點。

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: JP Morgan 全球 PMI 指數(%)



來源: 彭博, 農銀國際證券

自 2021 年初以來，由于石油和其它大宗商品的價格回升、某些行業的供應鏈中斷以及運輸成本飆升，全球通貨膨脹率顯著上升。根據 IMF 的估計，預計 2021 年油價將上漲約 60%，而非石油大宗商品價格預計將上漲約 30%。部分生產商無法快速提高供應能力。例如相對於需求，芯片供應仍然不足。2021 年全球運輸成本亦飆升，9 月初的現貨價格是 2020 年同期的兩倍或三倍。雖然全球總體工資壓力仍然溫和，但由于勞動力市場供不應求，有迹象表明美國工資增長或加快。

全球主要央行維持寬鬆的貨幣政策來支持居民、企業和金融市場。發達國家的中央銀行繼續其債券購買計劃，同時保持政策利率不變。而年初至今中國人民銀行維持穩健偏寬鬆貨幣政策措施以穩定經濟增長，包括 7 月全面降准一次。然而，由于通脹上升推高了全球主要政府債券的長期收益率，全球金融狀況略有收緊。在 2021 年 11 月 2 日至 3 日舉行的 FOMC 會議上，美聯儲決定每月減少購買 100 億美元的國債和 50 億美元的機構抵押貸款支持證券。一些新興和發展中國家因貨幣貶值和通脹高于目標而啟動加息進程。

2022 年全球經濟增速將放慢

展望 2022 年，我們預計隨著疫苗覆蓋範圍的擴大和治療方法的改進，新冠疫情將逐漸消退。然而，由于疫苗接種的速度因國家而異，全球的復蘇或許會不平衡。隨著刺激政策的逐步退出和全球供應鏈的緩慢復蘇，我們預計 2022 年全球經濟增長將在高基數效應下放緩。在 10 月發布的最新預測中，世貿組織預計 2022 年貨物貿易額將增長 4.7%，而 2021 年預計將增長 10.8%。根據 IMF 于 2021 年 10 月發布的最新《世界經濟展望》，2022 年全球經濟增長預計為 4.9%，而 2022 年的預計增長 5.9%（圖表 3）。OECD 在 9 月發表的最新《經濟展望》裏亦預計 2022 年全球經濟增長將由 2021 年的 5.7%放緩至 4.5%。債務負擔的加重、全球供應鏈或持續中斷以及潛在的新冠肺炎病毒大幅變異將是 2022 年的主要挑戰。



我們預計 2022 年美國經濟增長將從 2021 年估計的 6.0% 回落至 4.0%，主要因為財政刺激政策減弱以及貨幣政策逐步收緊。較低的失業率和不斷上升的工資水平將支持 2022 年的家庭支出。然而，疲弱的消費者信心和高通脹可能會阻礙家庭消費。建築活動和住房開工量的激增料會促進住宅投資。在拜登政府的領導下，經濟增長將受益于基礎設施投資的增加。美國的通脹將在 2022 年上半年保持高位，在下半年隨著供應能力的改善而緩解。在貨幣政策方面，我們預計美聯儲將在 2022 年繼續收緊貨幣政策，每月淨資產購買減少 150 億美元，並在 2022 年 6 月結束量化寬鬆。我們認為美聯儲基準利率只會溫和上升，因為通脹應該會隨著供應鏈的復蘇而放緩，同時收緊貨幣政策無助于增加供應。雖然當前市場預計美聯儲在 2022 年或加息兩次，但我們預計加息一次。

由于內需疲弱，特別是房地產行業，以及高基數效應，我們預計中國經濟增長在 2022 年將放緩。我們預計中國經濟在 2022 年將增長 5.5%，低于 2021 年 8.5% 的預估增速。強勁的外需以及積極的財政政策將是經濟增長的主要推動力。貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏松的貨幣政策。人民銀行預計將保持流動性充裕以支持對民營企業及中小企業的信貸供給。我們預期人民銀行或在 2022 年繼續宣布下調 RRR，但維持基準利率不變。我們預期中央政府將采用常規的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、加速基建投資以及出臺鼓勵消費的政策。

我們預計 2022 年歐元區的經濟增速或由 2021 年估計的 5.2% 放緩至 4.0%，主要因為供應鏈的限制、能源價格高企以及公共債務水平上升。然而，不斷上升的公共債務水平亦為歐元區帶來了下行風險。歐盟復蘇基金的支持、寬鬆的貨幣和財政政策以及外需增強將成為歐元區主要的增長動力。貨幣政策方面，根據歐洲央行的 10 月份貨幣政策會議，我們預計歐洲央行將在 2022 年維持主要目標利率不變。歐洲央行料會把規模達 1.85 萬億歐元的抗疫緊急購債計劃延長至 2022 年 3 月。歐洲央行亦會維持至少每月 200 億歐元的資產購買計劃。有見于歐元區疲弱的經濟增長前景，我們預計歐洲央行將再為商業銀行提供大量的低成本資金來支持經濟增長。此外，由于財政刺激政策退出、勞動力短缺以及高基數效應，我們預計 2022 年英國經濟將增長 5.0%，低于 2021 年的 7.0% 的估計值。

我們預計 2022 年日本的經濟增長將從 2021 年估計的 2.6% 略微回落至 2.5%，主要因為疲弱的工資增長以及就業或拖累消費。然而，外需復蘇或帶動日本的出口增長。有見于通脹前景仍疲弱及當前通脹水平遠低于日本央行 2.0% 的目標，我們預期 2022 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 | 2020 年 | 2021 年預測 | 2022 年預測 |
|--------------|--------|----------|----------|
| 美國 | (3.4) | 6.0 | 4.0 |
| 中國 | 2.3) | 8.5 | 5.5 |
| 歐元區 | (6.3) | 5.2 | 4.0 |
| 日本 | (4.6) | 2.6 | 2.5 |
| 英國 | (9.8) | 7.0 | 5.0 |
| 世界(國際貨幣基金組織) | (3.1*) | 5.9* | 4.9* |

來源: 國際貨幣基金組織, 經濟合作與發展組織, 彭博, 農銀國際證券預測

注釋: *代表國際貨幣基金組織的估計及預測

2022 年中國經濟展望

經濟師：姚少華

- 由于復工復產的持續推進以及去年同期較低的基數效應，2021 年初至今中國經濟增長明顯反彈。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 2021 年前 3 季經濟增長 9.8%，而 2020 年同期僅增長 0.7%
- 展望未來，有見于低基數效應消退，我們相信 2022 年中國經濟增長將回歸常態。整體上我們預期 2022 年中國 GDP 增長 5.5%，低于 2021 年 8.5% 的預估增速。強勁的外需和積極的財政政策將是主要的增長動力。相反，疲弱的房地產行業、沉重的債務負擔和潛在的新冠肺炎病毒大幅變異將是主要挑戰
- 我們預計 CPI 與 PPI 通脹剪刀差將在 2022 年縮小。由于食品價格上漲，尤其是豬肉價格可能會隨著供應趨緊在明年下半年上漲，我們預計 2022 年 CPI 通脹將從 2021 年的 0.9% 上升至 2.0%。由于大宗商品價格放緩、國內需求疲軟和高基數效應，我們預計 2022 年 PPI 通脹將從 2021 年的 8.0% 放緩至 3.0%
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2022 年將繼續維持中性偏松的貨幣政策以平衡經濟增長與通脹。我們預期人民銀行在 2022 年將維持基準利率不變。我們預計 2022 年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別維持在 3.85% 及 4.65%。有見于經濟放緩壓力仍存在，我們預期 2022 年人民銀行將繼續下調 RRR 一次。我們預計 2022 年底大型存款類金融機構的 RRR 為 10.0%，而中小型金融機構為 8.0%
- 我們預期 2021 年中央政府將采用積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及支持碳中和以及可再生能源的基建投資的政策。由于財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2022 年政府的預算財政赤字約占國內生產總值 3.0%，較 2021 年的 3.2% 為低
- 2022 年是中國“十四五”規劃的第二年。以美國為首的西方國家技術封鎖力度加大將是中國經濟社會發展面臨的主要外部挑戰，因此中國將繼續加強前沿基礎科學研究、加快關鍵技術自主攻關。擁有強大創新能力和核心技術的專精特新“小巨人”企業將獲得更多的財政及金融支持來實現技術突破、創新及升級。同時，中國計劃在 2030 年實現碳達峰及 2060 年實行碳中和，因此我們預計綠色產業在 2022 年將較其它大多數行業獲得更快的增長和更好的盈利能力。此外，以 5G 和自動駕駛為代表的利用互聯網技術創造新產品和服務的新經濟領域將在 2022 年繼續蓬勃發展

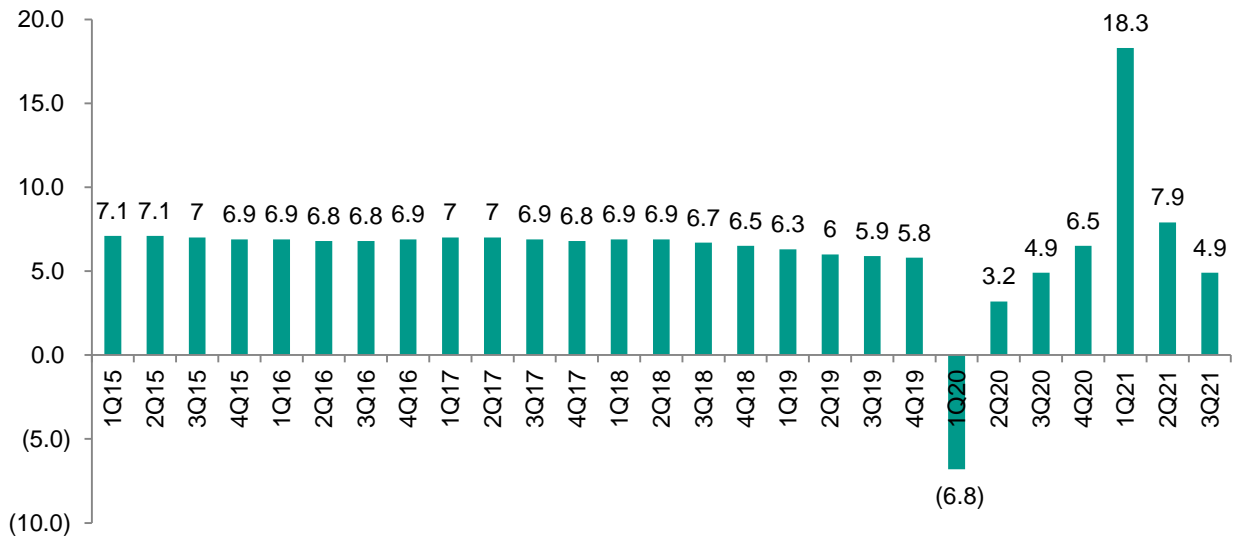
中國經濟增長 2021 年前 10 個月明顯反彈

由于復工復產的持續推進以及去年同期較低的基數效應，2021 年初至今中國經濟增長明顯反彈。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 2021 年前 3 季經濟增長 9.8%²，而 2020 年同期僅增長 0.7% (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 2021 年前 3 季經濟增長的主要推動力，貢獻整體經濟增長 6.4 個百分點。投資為整體經濟增長貢獻 1.5 個百分點，而貨物及服務淨出口亦貢獻 0.9 個百分點。

²除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



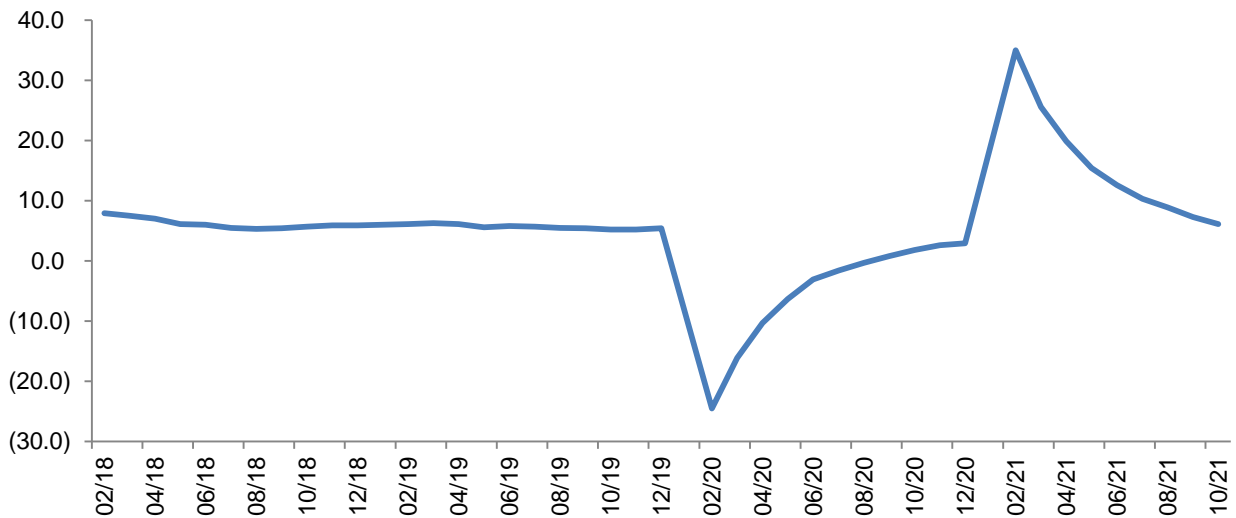
圖表 1：中國 GDP 增長(%)



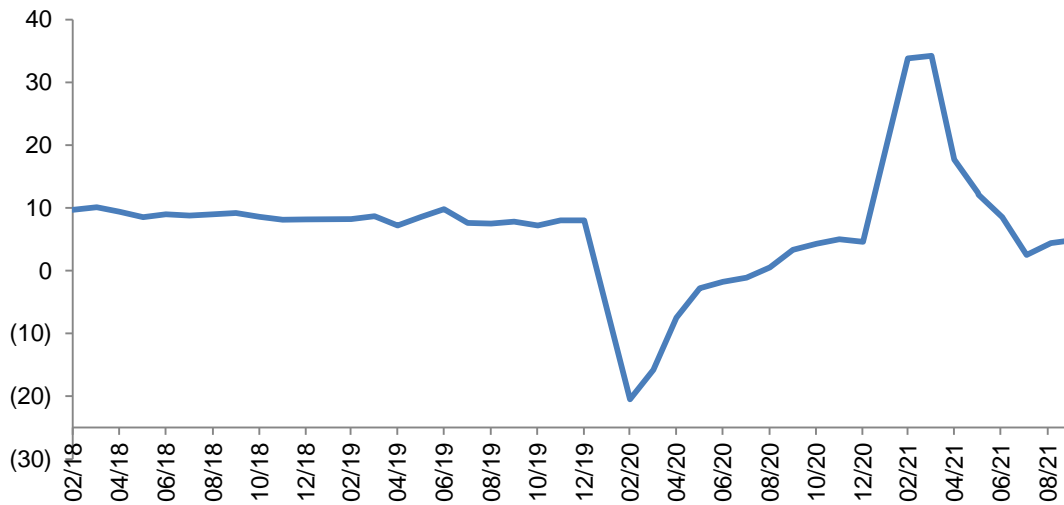
來源：國家統計局，農銀國際證券

進入第 4 季，中國經濟繼續全面復蘇。內需方面平穩增長，投資及消費在 10 月均回升。10 月單月的城鎮固定資產投資增長由 9 月份的-0.5%反彈至 0.5%，主要因為製造業和基建投資回升(圖表 2)。同期社會消費品零售銷售亦由 4.4%反彈至 4.9%，主要歸因于可選消費的強勁回升(圖表 3)。從供給側看，10 月內地實質工業產出在強勁出口支持下增長 3.5%，高于 9 月的 3.1%的增速(圖表 4)。

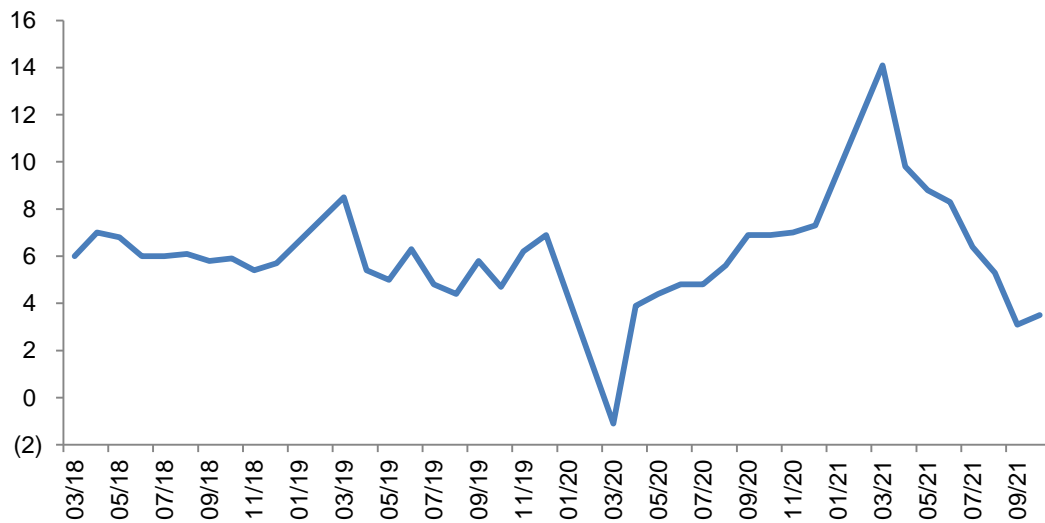
圖表 2：中國城鎮固定資產投資年初至今增長(%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

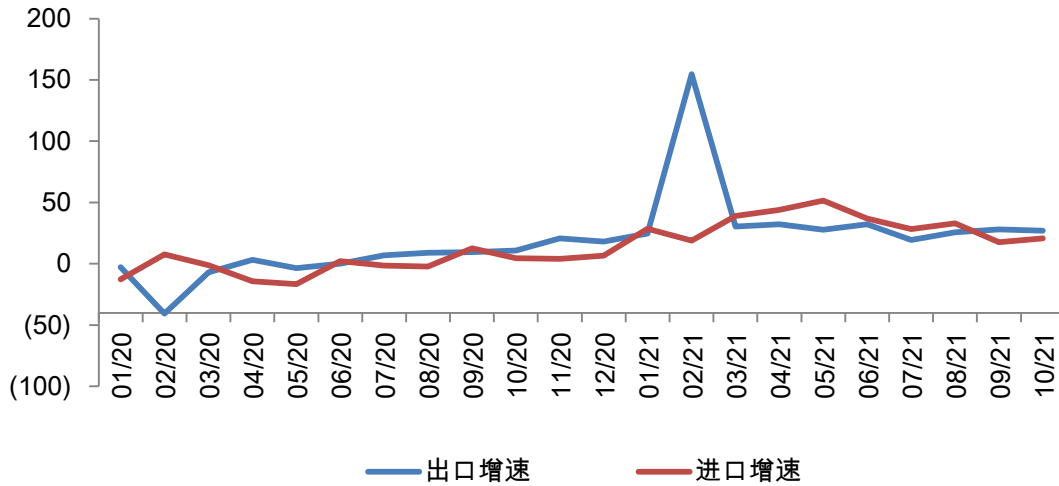
圖表 3: 中國零售銷售增長(%)


來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 4: 中國工業產出增長(%)


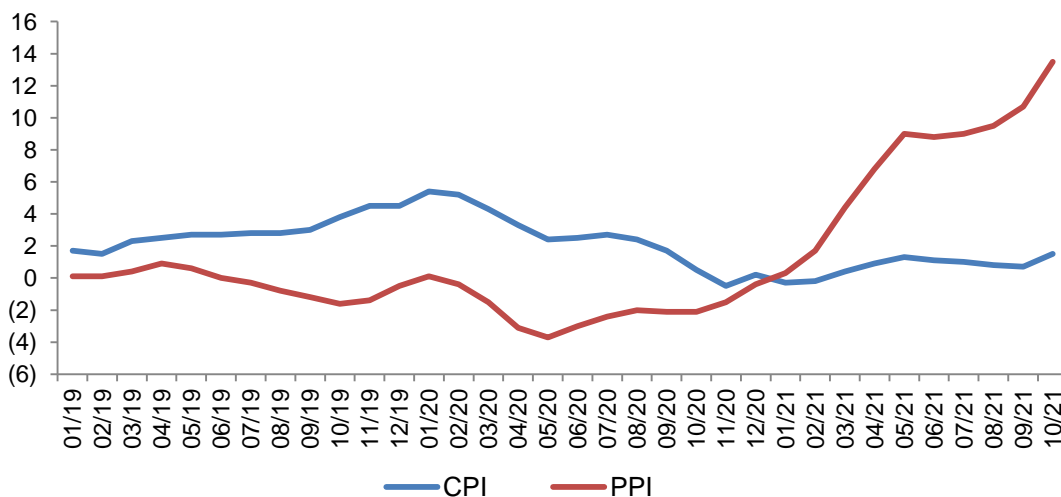
來源: 國家統計局、農銀國際證券

10月份出口增長繼續保持高位，而進口增長強勁回升(圖表5)。受益于世界主要經濟體逐步復蘇，外需走強，以美元計價10月份中國出口增速高達27.1%。10月份進口增速加快至20.6%，高于9月份的17.6%的增速。由于出口增速維持高位，10月份貿易順差由9月份的668億美元擴大至845億美元，創歷史新高。

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

CPI 和 PPI 通脹在 2021 年前 10 個月出現了明顯分化(圖表 6)。由於食品通脹放緩，尤其是豬肉價格回落，CPI 升幅從去年全年的 2.5%放緩至今年前 10 個月的 0.7%。排除食品與能源價格外的核心 CPI 在前 10 個月亦維持在 0.8%的低位。PPI 在今年前 10 個月反彈至 7.4%，而去年全年下降了 1.8%。PPI 大幅回升主要是由於低基數效應和石油、有色金屬、黑色金屬等大宗商品價格大幅上漲。

圖表 6：中國 CPI 與 PPI(%)


來源: 國家統計局、農銀國際證券

貨幣政策方面，2021年初至今人民銀行開始著手貨幣政策正常化。年初至今人民銀行維持基準利率不變，僅下調商業銀行 RRR 一次，相比之下 2020 年下調了三次。10 月份廣義貨幣供給(M2) 的增速由去年 12 月的 10.1% 回落至 8.7%，2021 年前 10 個月衡量實體經濟從金融體系獲得資金多寡的社會融資規模增量亦從去年同期的 31 萬億元人民幣跌至 26.2 萬億元人民幣。政府國債利率以及衡量短期融資成本的銀行間 7 天回購利率均保持穩定。

2022 年中國經濟增速或回歸常態

展望未來，有見于低基數效應消退，我們相信 2022 年中國經濟增長將回歸常態。整體上我們預期 2022 年中國 GDP 增長 5.5%，低于 2021 年 8.5% 的預估增速(圖表 7)。強勁的外需和積極的財政政策將是主要的增長動力。相反，疲弱的房地產行業、沉重的債務負擔和潛在的新冠肺炎病毒大幅變異將是主要挑戰。

圖表 7：經濟預測

| 經濟指標 | 2020 年 | 2021 年預測 | 2022 年預測 |
|-----------------|--------|----------|----------|
| 實質 GDP 增長，% | 2.3 | 8.5 | 5.5 |
| 固定資產投資增長，% | 2.9 | 5.5 | 4.0 |
| 零售銷售增長，% | (3.9) | 12.6 | 6.0 |
| 以美元計出口增長，% | 3.6 | 30.0 | 8.0 |
| 以美元計進口增長，% | (0.8) | 30.0 | 6.0 |
| 工業產出增長，% | 2.8 | 9.6 | 5.0 |
| 消費物價通脹，% | 2.5 | 0.9 | 2.0 |
| 生產物價通脹，% | (1.8) | 8.0 | 3.0 |
| M2 增長，% | 10.1 | 8.7 | 8.5 |
| 社會融資規模增量，十億人民幣 | 34,900 | 30,000 | 32,000 |
| 整體新增人民幣貸款，十億人民幣 | 19,600 | 20,500 | 22,000 |
| 年底每美元兌人民幣在岸現貨價 | 6.5273 | 6.4500 | 6.4000 |
| 1 年期 LPR，% | 3.85 | 3.85 | 3.85 |
| 5 年期 LPR，% | 4.65 | 4.65 | 4.65 |

來源：國家統計局，中國人民銀行，農銀國際證券預測

內需方面，由于財政支持或增加，基建投資有望在 2022 年低位回升。儘管對房地產開發商的貸款以及居民的按揭貸款的融資條件或邊際放鬆，但在房地產調控政策仍將從嚴以及房地產銷售大幅放緩下，我們預期房地產投資在 2022 年或收縮。製造業投資在企業盈利改善以及強勁的外需支持下料維持穩定增長。值得指出的是，高新技術製造業投資或在宏觀政策的支持下獲得快速增長。我們預計 2022 年整體固定資產投資增長 4.0%。

由于居民收入增長放緩，以及消費者通脹上升，2022 年社會消費品零售銷售的增長或較疲弱，增速料低于新冠疫情之前。我們預計 2022 年零售銷售增長 6.0%。外需方面，由于美國面臨高通脹的壓力，中美貿易摩擦或緩和。同時隨著新冠疫情或逐步受控以及海運成本回落，外需料維持強勁。我們預計 2022 年中國的出口及進口分別增長 8.0% 及 6.0%。



我們預計 CPI 與 PPI 通脹剪刀差將在 2022 年縮小。由于食品價格上漲，尤其是豬肉價格可能會隨著供應趨緊在明年下半年上漲，我們預計 2022 年 CPI 通脹將從 2021 年的 0.9% 上升至 2.0%。由于大宗商品價格放緩、國內需求疲軟和高基數效應，我們預計 2022 年 PPI 通脹將從 2021 年的 8.0% 放緩至 3.0%。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2022 年將繼續維持中性偏松的貨幣政策以平衡經濟增長與通脹。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 2022 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別達至 22 萬億人民幣及 32 萬億人民幣，分別高于 2021 年的 20.5 萬億人民幣及 30.0 萬億人民幣。另外，我們預期人民銀行在 2022 年將維持基準利率不變。我們預計 2022 年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別維持在 3.85% 及 4.65%。有見于經濟放緩壓力仍存在，我們預期 2022 年人民銀行將繼續下調 RRR 一次。我們預計 2022 年底大型存款類金融機構的 RRR 為 10.0%，而中小型金融機構為 8.0%。2022 年底廣義貨幣供給(M2)預計增長 8.5%。匯率方面，由于中國貿易順差仍將上升以及中美實際利差或進一步走闊，我們預期 2022 年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.4000 左右，而 2021 年底預計為 6.4500。

我們預期 2021 年中央政府將采用積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及支持碳中和以及可再生能源的基建投資的政策。土地市場的顯著降溫將為地方政府財政收入帶來壓力。因此，我們預期 2022 年地方政府專項債發行規模將繼續擴大。由于財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2022 年政府的預算財政赤字約占國內生產總值 3.0%，較 2021 年的 3.2% 為低。

2022 年是中國“十四五”規劃的第二年。以美國為首的西方國家技術封鎖力度加大將是中國經濟社會發展面臨的主要外部挑戰，因此中國將繼續加強前沿基礎科學研究、加快關鍵技術自主攻關。擁有強大創新能力和核心技術的專精特新“小巨人”企業將獲得更多的財政及金融支持來實現技術突破、創新及升級。同時，中國計劃在 2030 年實現碳達峰及 2060 年實行碳中和，因此我們預計綠色產業在 2022 年將較其它大多數行業獲得更快的增長和更好的盈利能力。此外，以 5G 和自動駕駛為代表的利用互聯網技術創造新產品和服務的新經濟領域將在 2022 年繼續蓬勃發展。

投資策略



投資策略

研究部主管：陳宋恩

我們對 2022-2025 年趨勢的判斷

資產價格泡沫將在 2022-25 利率上升周期中得到緩解或破裂

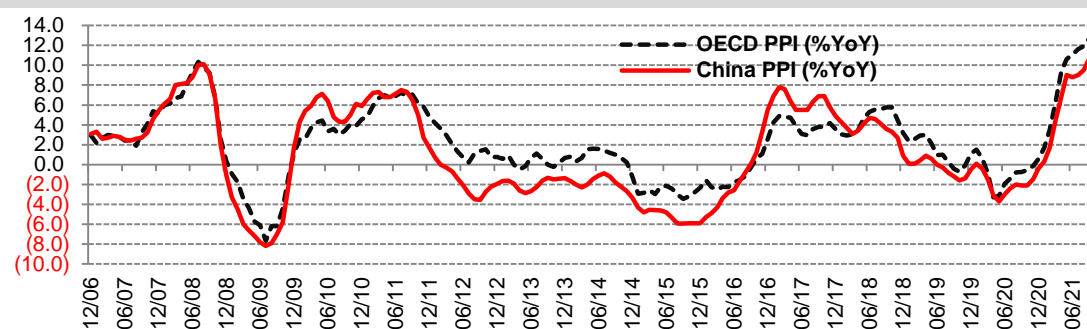
主要發達國家或地區在 2020-21 年實施的貨幣和財政政策擴張一方面有助于提振其經濟，另一方面也助長了房地產市場、商品市場和資本市場的資產價格泡沫。美國和歐洲以及經合組織日益增長的通脹壓力將促使它們的央行在 2022 年放慢量化寬鬆的步伐。我們有以下判斷。到 2022 年，各國央行將把重點從提振經濟轉向遏制通脹。如果央行的緊縮措施太弱或太强，可能會出現滯脹或泡沫破裂。2022-2025 年，房地產市場泡沫的破滅是主要發達國家實體經濟和金融體系面臨的主要威脅之一。

圖表 1: 自 2019 年底以來不斷膨脹的住宅價格泡沫

| | 2019 年底以來的住宅價格變化 |
|------|------------------|
| 美國 | 19.7% |
| 澳大利亞 | 19.6% |
| 法國 | 17.0% |
| 加拿大 | 14.8% |
| 德國 | 13.8% |
| 英國 | 13.8% |
| 日本 | 11.9% |

來源：國際清算銀行、彭博

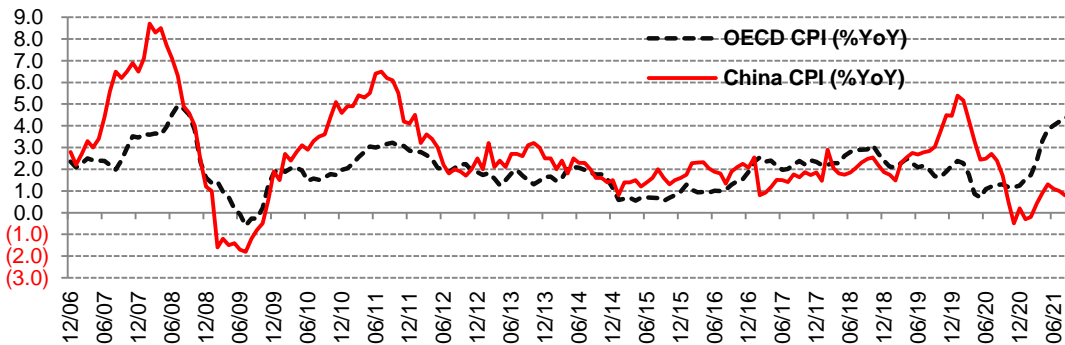
圖表 2: 經合組織和中國的生產通脹壓力正在升級



注：我們使用經合組織 (OECD) 的通貨膨脹數據來說明發達國家的通貨膨脹趨勢。

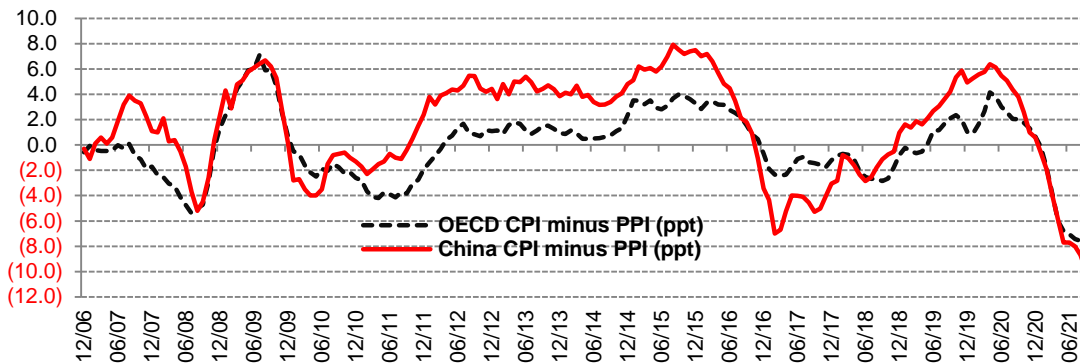
來源：經合組織、國家統計局

圖表 3: 經合組織國家的央行將在未來幾年把重點轉移到應對不斷升級的通貨膨脹上，中國阻止通貨膨脹從生產者向消費者的傳導



注：我們使用經合組織 (OECD) 的通貨膨脹數據來說明發達國家的通貨膨脹趨勢。
 來源：經合組織、國家統計局

圖表 4: CPI 和 PPI 之間的負差距不斷擴大，表明批發商/零售商遭受投入成本快速上升的困境

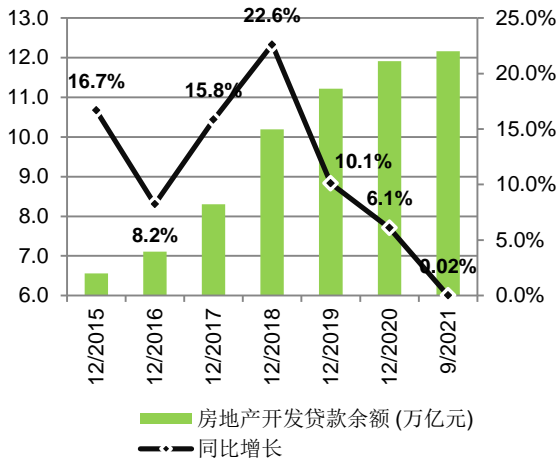


來源：經合組織、國家統計局

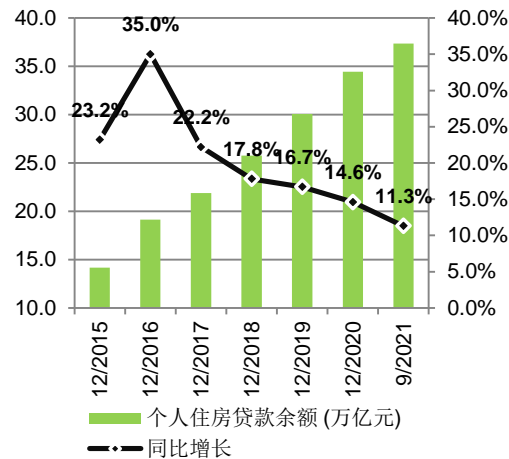
政府正在引導流動性從房地產業轉移到其它具有戰略意義的行業或企業，以加快經濟轉型

我們認為，2021 年房地產開發商的債務危機在中國經濟轉型中是不可避免的。房地產開發商被迫降低杠杆率。該行業去杠杆化釋放的流動性意味著銀行業或資本市場可以向其它具有戰略重要性的行業或企業分配更多的金融資源，如政府引導的如綠色經濟和專精特新“小巨人”——創新型中小企業。

雖然政府在過去幾年中建議發展許多行業，但其中一個障礙是有限的金融資源投入。根據人民銀行的數據，房地產貸款(包括房地產開發貸款和個人住房貸款等)占金融機構發放的人民幣貸款總額從 2015 年末的 22.4% 增加到 2020 年末的 28.7% 和 2021 年 9 月底的 27.1%。2021 年 6 月末，四大國有商業銀行發放的房地產貸款占其國內貸款總額的 36-40%。“十三五”期間(2016-2020 年)，大部分銀行信貸資源被房地產貸款占用，這限制了信貸資源流入其它行業用于發展。根據目前人民幣貸款餘額，如果房地產貸款占人民幣貸款總額的比例下降 1 個百分點，將釋放 1.89 萬億人民幣的信貸資源。因此，如果房地產貸款占國內貸款總額比例在 3 年內降至 25%，將釋放近 4 萬億元的信貸資源可用于其它行業。我們認為，政府和監管機構正在積極引導信貸資源從房地產行業轉移到政府確定的具有戰略重要性的行業。

圖表 5: 政府成功抑制房地產開發貸款增長


來源：人民銀行、農銀國際證券

圖表 6 政府將加大力度抑制抵押貸款增長


來源：人民銀行、農銀國際證券

戰略性重要產業中的專精特新“小巨人”

近年來，我們觀察到中美對抗已升級為中美聯盟對抗。這種對抗源于競爭——從產品競爭到供應鏈競爭，再到國家之間的競爭，特別是在核心部件或關鍵技術領域的競爭。在一個競爭激烈的商業世界裏，期望競爭對手善待你是不合邏輯的。為創新型企業提供充足的資源，促進戰略性重要產業的發展，是明智之舉。

重要戰略產業的缺陷需要小巨人的支持。根據工信部，專精特新“小巨人”公司是指專注于利基行業、占據高市場份額、擁有強大創新能力和核心技術的領先中小企業。為了保持競爭力，這些小巨人通常表現出對研發活動的高度投入，并擁有重要的知識產權。政府已經確定了 4700 多家小巨人企業，這個數字在未來幾年將進一步增加。對小巨人的投資給銀行家和投資者帶來了機遇和挑戰。機遇來自大量具有競爭優勢的中小企可供投資選擇。挑戰或風險來自企業規模較小。此外，投資大量中小企將給投資者帶來高昂投前和投後的管理成本。

專精特新“小巨人”重點專注于工業“四基” - 關鍵基礎材料、核心基礎零部件（元器件）、先進基礎工藝、產業技術基礎，為了提升工業核心競爭力的重要基礎。

小巨人誕生于以下具有戰略意義的重要行業包括：

- (1) 新一代信息技術
- (2) 高檔數控機床和機器人
- (3) 航空航天裝備
- (4) 海洋工程裝備及高技術船舶
- (5) 先進軌道交通裝備
- (6) 節能與新能源汽車
- (7) 電力裝備
- (8) 新材料
- (9) 生物醫藥及高性能醫療器械
- (10) 農業機械裝備

這是中國製造 2025 的目標產業。美國及其聯盟對中國市場實施的核心部件或技術出口限制，為小巨人提供了足夠大的市場發展空間，不用擔心進口競爭。

哪裏可以找到小巨人？小巨人主要分布在工業園區。這是政府鼓勵他們遷入工業園區（集聚區）的政策。工信部公布了 4700 多個小巨人企業的名單。目前，上海和深圳的 A 股市場有 4500 多家上市公司，他們主要是大巨人。未來幾年小巨人的成長將為商業銀行和投資銀行提供巨大的商機。

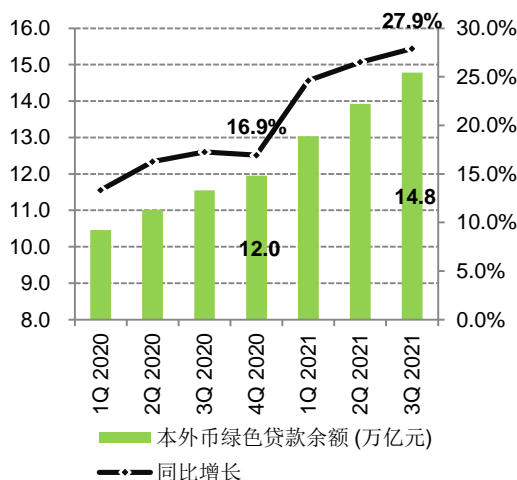
綠色經濟：非化石燃料能源開發與碳捕獲和儲存(CCS)技術

我們判斷，發展綠色經濟已成為未來幾年全球投資的主題。中國計劃到 2025 年非化石燃料能源占能源消費總量的 20%。2020 年，煤炭、石油和天然氣分別占能源消費總量的 56.8%、18.9%和 8.4%。2020 年，非化石燃料和其它形式的能源消費占能源消費總量的 15.9%。

“十三五”期間能源消費總量的複合年增長率為 2.78%。如果“十四五”期間能源消費複合年增長率保持在 2.0-2.5%範圍內，到 2025 年化石燃料能源消費占總能源消費的比例降至 80%，那麼“十四五”期間隱含的化石燃料能源消費量和非化石燃料能源消費量的複合年增長率將分別為 0.99%-1.48%和 6.79%-7.31%。

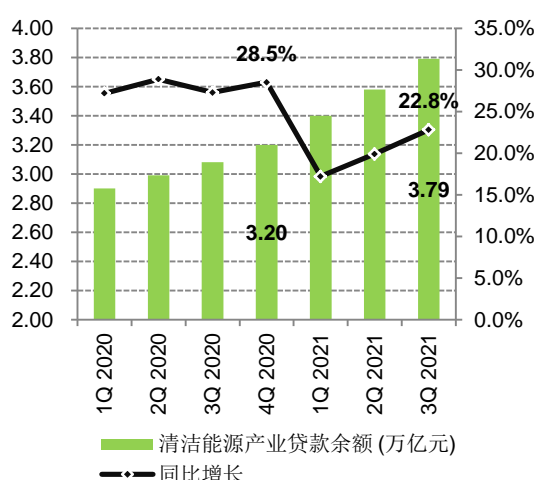
這一估計表明，化石燃料仍然是經濟的主要能源，但需求增長幾乎持平。增加非化石燃料能源消費量在經濟中的比重的前題條件是增加綠色能源的裝機容量（如水電、核能、風能和太陽能裝機容量）和擴大綠色能源供應基礎設施（如制氫設施、輸氣設施、儲能設施、充電設施等）。相應的設備供應商和基礎設施承包商將成為早期受益人。我們觀察到兩項有價值的技術將在未來幾年吸引投資行業的注意力 - 非化石燃料能源開發和碳捕獲技術。促進碳中和的恐懼或障礙源於對減少使用化石燃料能源將限制經濟發展的擔憂。碳中和意味著碳捕獲或吸收等於碳排放。因此，為了實現碳中和，碳捕獲技術的作用變得至關重要。市場傾向於認為減少化石燃料的使用將對經濟發展產生不利影響。假設化石燃料消耗產生的碳排放可以被捕獲和儲存。在這種情況下，化石燃料的使用可以繼續或以較慢的速度減少，而不會破壞碳中和的目標。

圖表 7: 綠色經濟已成為貸款增長的驅動力，綠色貸款近 5 年不良貸款率均保持在 0.7%以下

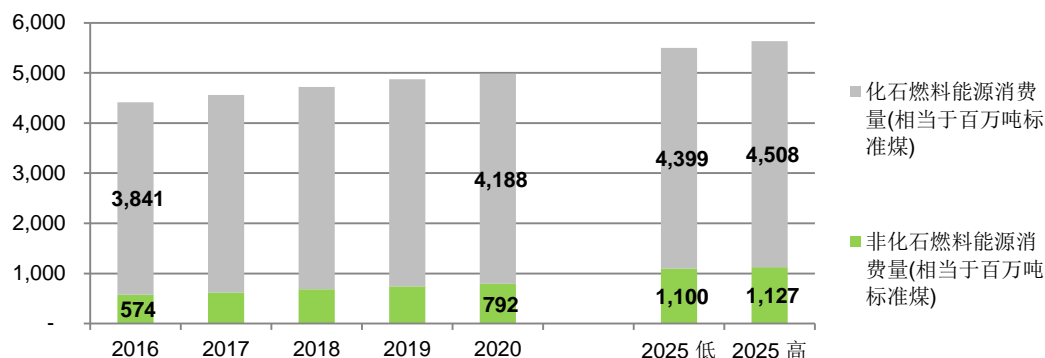


來源：人民銀行、銀保監會、農銀國際證券

圖表 8: 高貸款增長推動清潔能源行業資本支出增長



來源：人民銀行、農銀國際證券

圖表 9: 2025 年化石燃料能源消費仍然是經濟的主要能源來源


化石燃料能源消費量是指煤炭、原油和天然氣的能源消費量

2025 年低：假設能源消費量從 2020 年到 2025 年的複合年增長率為 2.0%

2025 年高：假設能源消費量從 2020 年到 2025 年的複合年增長率為 2.5%

來源：國家統計局、農銀國際證券預測

中國新能源汽車產業：5G 連通性和自動駕駛能力決定贏家

中國設定目標，到 2025 年，新能源汽車銷量將占汽車總銷量的 20%，預計到 2030 年和 2035 年，新能源汽車將分別占汽車總銷量的 40% 和 50%。美國拜登總統所領導的政府計劃，到 2030 年，新能源汽車的銷量將占汽車總銷量的 50%。我們的觀點是，消費者對車輛的需求更敏感於經濟發展，而不是車輛的能源類型。新能源汽車只是為消費者提供了更多的選擇。如果全球經濟在未來幾年處於低增長階段，消費耐用品的需求將受到影響。從汽車供應鏈的角度來看，這不是好消息。

新能源汽車的高速增長源于內燃機汽車市場份額的替代。2021 年前十個月，中國汽車產量同比增長 7.1%，其中非新能源汽車產量同比下降 1.6%，新能源汽車產量同比增長 164%。新能源汽車在汽車總產量中的滲透率從 2020 年的 5.9% 上升到 2021 年的 18.2%。新能源汽車在新車銷售市場的滲透率從 2020 年的 5.4% 上升到 2021 年的 12.1%。汽車芯片行業和汽車電池行業將受益於新能源汽車在本地和全球的快速增長。

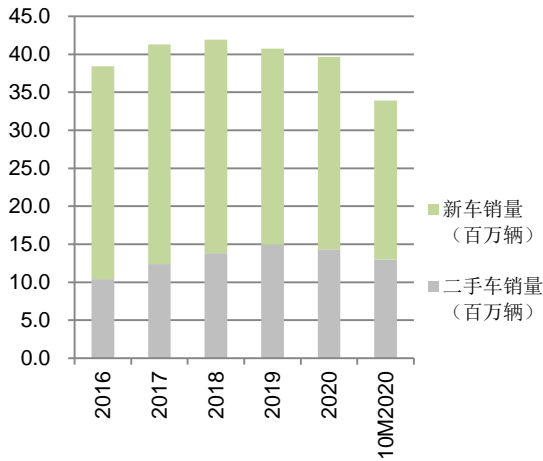
然而，即使到 2025 年，新能源汽車在減少碳排放方面的作用仍然有限，因為我們估計新能源汽車占現有車輛總數的普及率將從 2020 年的 1.75% 增加到 2025 年的 9.3%。換言之，從中期來看，內燃機汽車仍將主宰道路。為了將新能源汽車的銷量提高到比我們預計的更高的水平，政府需要為新能源汽車製造商在資本市場尋求股權或債務融資創造有利條件，以擴大其生產設施。

我們預計，2021 年的新汽車總銷量和新乘用車總銷量將分別達到 2650 萬輛和 2150 萬輛，同比分別增長 4.9% 和 6.7%。2021 年的增長是由于 2018-2020 年銷售額連續三年下降後的低基數效應。新車銷售的複合年增長率從第十二個五年計劃期（2011-15 年）的 6.4% 降至第十三個五年計劃期（2016-20 年）的 0.5%。新車銷售增長減速是由二手車銷售造成的。隨著新車銷售增長迅速放緩，新車市場競爭將加劇。

生產智能汽車是汽車製造商區別於競爭對手的策略。據工信部，到 2025 年，C-V2X 5G 將覆蓋主要高速公路。我們判斷，隨著新能源汽車滲透率的不斷提高和 C-V2X 5G 的廣泛覆蓋，到 2025 年，5G 連通性和自動駕駛能力將成爲區分贏家和輸家的競爭因素。汽車芯片和軟件操作系統是開發智能汽車的核心。考慮到汽車行業 3-4 年的產品開發周期，如果目前的新能源汽車生產商無法展示他們在汽車芯片設計和汽車軟件操作系統開發方面的能力，那麼它們很難在 2025 年獲勝。

電池供應將是新能源汽車製造商擴大生產能力後的下一個瓶頸。大多數投資者預計電池生產商（如寧德時代 [300750CH]）或電池材料供應商將成爲長期的主要受益者。我們同意這一點。然而，我們認爲電池生產綫供應商（如先導智能[300450 CH]）是中短期內的主要受益者之一，因爲電池生產商的資本支出將在未來幾年增加，以提高產能。

圖表 10: 競爭格局 - 汽車總體新需求穩定，但二手車供應增加稀釋了新車需求



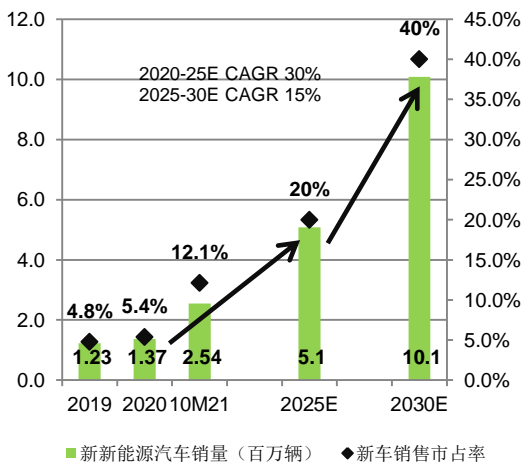
來源：汽車工業協會，汽車經銷商協會

圖表 11: 汽車存量增加，從而增加二手車的潛在供應



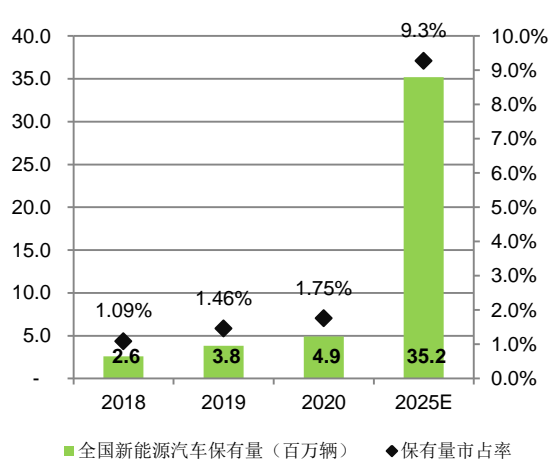
來源：公安部、農銀國際證券估算

圖表 12: 到 2025 年，新能源汽車在新車市場的滲透率爲 20%，即 2020-25 年新能源汽車的年複合增長率爲 30%



來源：汽車工業協會、農銀國際證券估算

圖表 13: 到 2025 年，存量新能源汽車在汽車存量市場的滲透率仍較低，很難顯著降低碳排放



來源：公安部、農銀國際證券估算

恒生指數 (HSI)

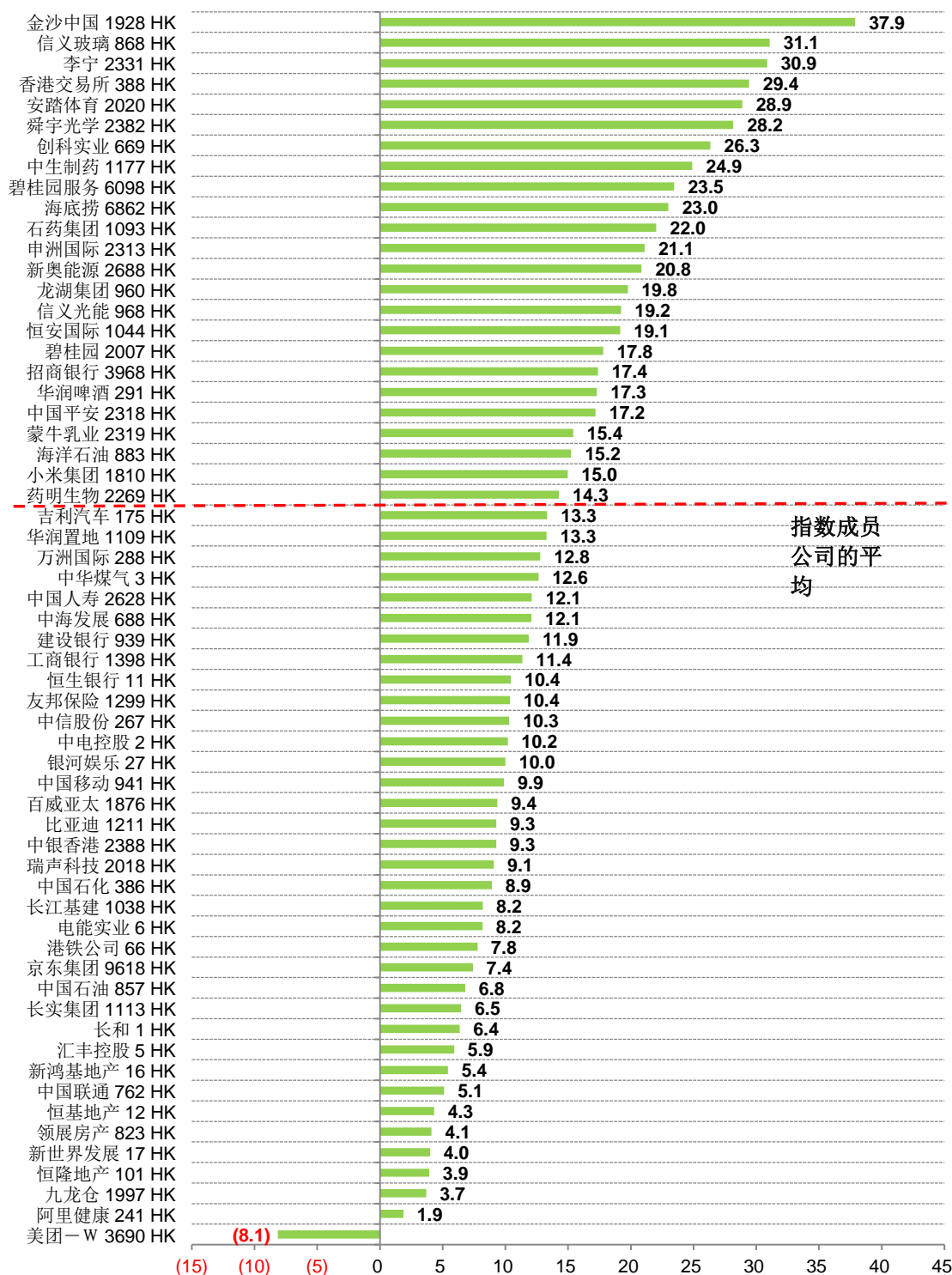
根據恒生指數的現有的成份股結構，市場預計該指數的每股收益在 2021 年同比增長 2.5%，2022 年同比增長 10.8%。基于市場預期的盈利預測，我們預測 2022 年恒生指數的交易範圍為 24,721-30,541，代表 11.10-13.50 倍 2022 年預測市盈率、1.15-1.40 倍 2022 年預測市淨率或 3.2%-2.6% 2022 年預測股息收益率。我們對指數交易範圍的預測是基于指數中現有的成份股。

我們認為，該指數預期收益的下行或上行風險將因 2022 年未來幾個季度將新成份股納入恒生指數而產生。該指數正在經歷結構性變化，指數成份股數量從 2021 年 9 月的 60 只增加到 2021 年 12 月的 64 只，2022 年第 2 季度增加到 80 只。指數中的成員股名單最終將擴大到 100 只。因此，現有成份股的權重將在 2022 年上半年顯著稀釋。

圖表 14: 恒生指數 2022E 預測

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

來源：農銀國際證券估算

圖表 15: 恒生指數成員股票 2022 年 ROAE 預測 (%)


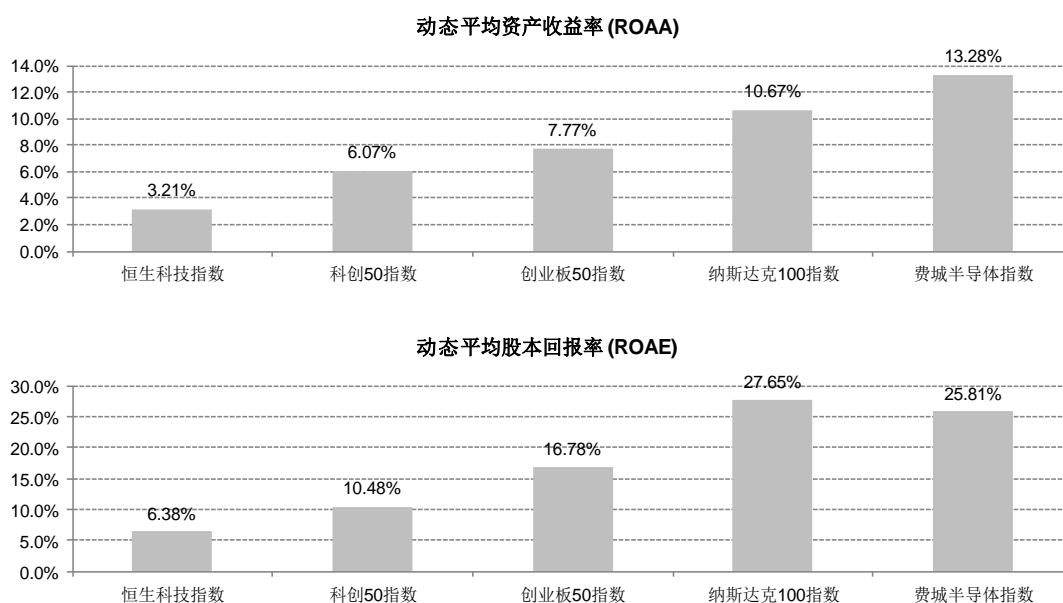
備注：列表并未涵蓋所有恒生指數成份股

來源：彭博

中國和香港股市的科技股

2021年，中國和香港股市的科技指數表現差異很大。截至2021年11月22日，恒生科技指數已下跌24%。在A股市場，科創50指數 (STAR 50) 和 創業板50指數 (ChiNext 50) 分別上漲了6%和25%。在美國，納斯達克100指數 (Nasdaq 100)和半導體指數 (SOX Index) 分別上漲了29%和40%。我們認為，科技股的短期表現可能由流動性流驅動，但盈利能力將始終決定長期股價表現。事實上，與中國大陸和美國的同業指數相比，恒生科技指數的盈利能力比率（以ROAA和ROAE衡量）是最低的，這可能解釋了恒生科技指數相對表現不佳的原因。

圖表 16: 中國、香港、美國股市基準科技指標收益率的比較



來源：彭博

圖表 17: 基準科技指數的市場估值

| | 22/11/2021 指數 | 變化 (YTD) | 2021E P/E | 2022E P/E |
|------------------------|------------------|-------------|--------------|--------------|
| 恒生科技指數 | 6,410.89 | -23.9% | 46.18 | 31.63 |
| 科創50指數 | 1,479.99 | 6.2% | 71.56 | 48.93 |
| 創業板50 | 3,573.11 | 25.2% | 56.28 | 43.50 |
| 納斯達克100指數 (Nasdaq 100) | 16,573.34 | 28.6% | 30.74 | 28.18 |
| 半導體指數 (SOX Index) | 3,912.02 | 39.9% | 22.11 | 20.95 |

來源：彭博



香港 IPO 市場展望

分析員：周秀成

- 在 2021 年首 11 個月，香港 IPO 市場共籌集了 370 億美元，2020 年的集資額為 516 億美元。
- 新股主要屬通訊行業，快手(1024 HK)獨占 2021 年上半年 IPO 總量的 16.16%
- 基于更嚴謹的監管要求，香港 IPO 市場最近幾個月有所放緩。但隨著公司加強內部監控以遵從新的監管要求，情況有望于 2022 年改善

在 2021 年首 11 個月(截至 2021 年 11 月 19 日)，香港 IPO 市場共籌集了 370 億美元，2020 年的集資額為 516 億美元。同期 IPO 數量為 82 宗，平均每宗發行規模為 4.73 億美元。

與 2020 年相比，IPO 市場的行業組合和交易集中度更高。就行業組合而言，通信行業占 2021 年首 11 個月 IPO 總量的 39%，其次是醫療保健(19%)、非必需消費品(12%)、工業(11%)和其他行業(19%)。特別是，快手(1024 HK)已成為 2021 年首 11 個月規模最大的 IPO(483 億港元)，占同期 IPO 總量的 16.1%。由于快手 IPO 發行規模龐大，2021 年首 11 個月的 IPO 平均發行規模為 4.73 億美元，比 2020 年的 3.56 億美元為高。

近幾個月來，由于對尋求海外上市的中國科技公司的監管要求日趨嚴謹，香港 IPO 市場有所放緩。我們預計隨著各公司加強內部監控以遵從新的監管要求，情況將在未來幾個月逐步改善。

展望未來，中國最大的免稅店運營商中國中免(601888 CH)計劃在香港進行兩地上市，這可能會成為另一項重大的 IPO 交易。我們預計將有更多于美國上市的互聯網/新經濟股在香港進行兩地上市。

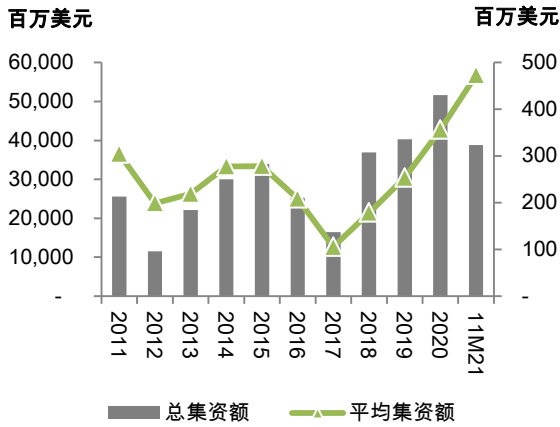
圖表 1:2021 年首 11 個月香港 IPO 市場

| 行業 | 集資總額(百萬美元) | 平均交易規模(百萬美元) |
|--------|------------|--------------|
| 通訊 | 15,256 | 1,695 |
| 醫療保健 | 7,390 | 296 |
| 非必需消費品 | 4,634 | 463 |
| 工業的 | 4,203 | 382 |
| 科技 | 2,449 | 408 |
| 房地產 | 1,794 | 128 |
| 其他 | 3,050 | 436 |

*2021 年首 11 個月-截至 2021 年 11 月 19 日
來源：彭博、農銀國際證券

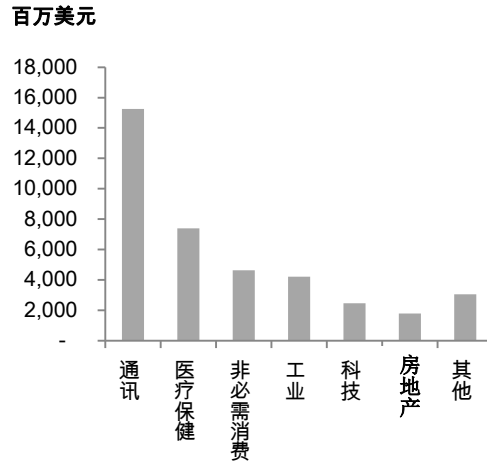


圖表 2：香港 IPO 數量和平均交易規模 (2021 年首 11 個月)*



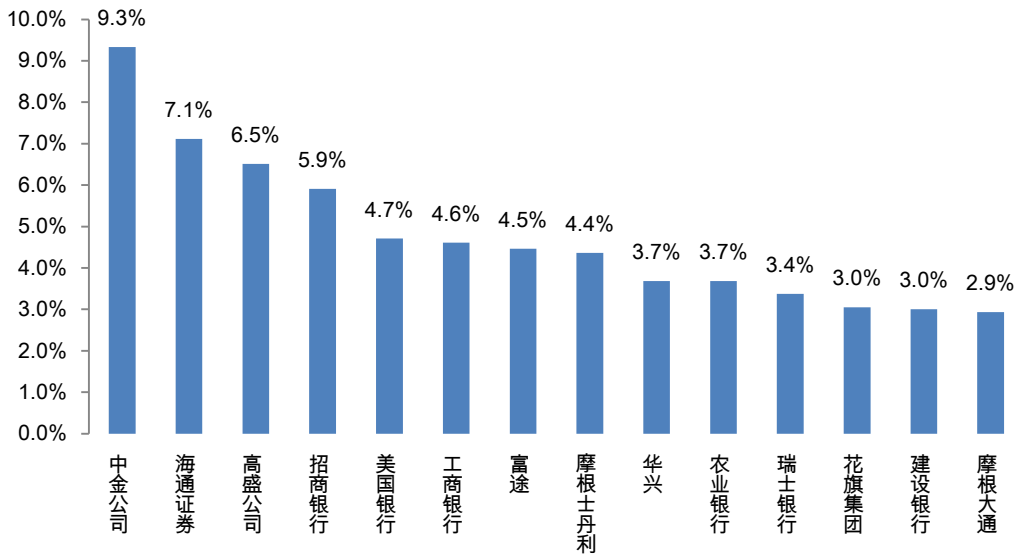
*2021 年首 11 個月-截至 2021 年 11 月 19 日
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 3：香港 IPO 集資額行業分布 (2021 年首 11 個月)*

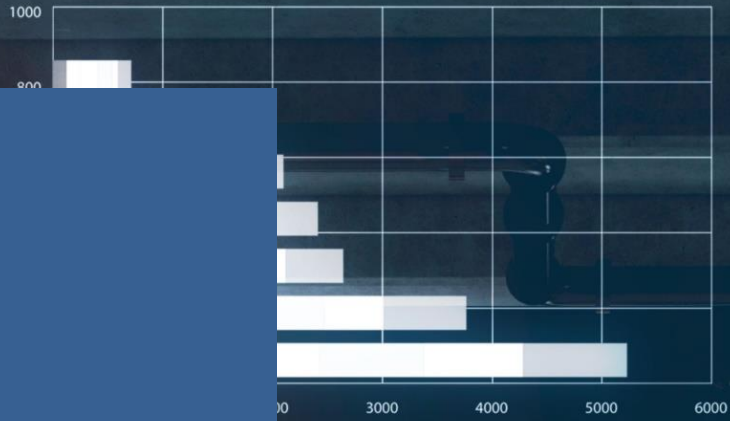


*2021 年首 11 個月-截至 2021 年 11 月 19 日
來源：彭博、農銀國際證券

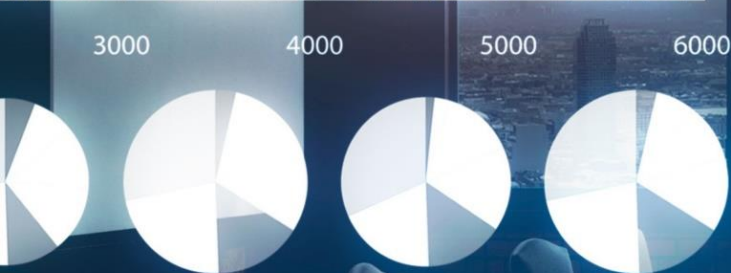
圖表 4：主要承銷商的市場份額 (2021 年首 11 個月)*



*2021 年首 11 個月-截至 2021 年 11 月 19 日
來源：彭博、農銀國際證券



行業展望



正面 中國銀行業- 時間逐步消化負面因素 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) | | |
| 2022E 年市盈率均值(x) | 3.89 | 1 個月 | 0.51 | 3.44 |
| 2022E 年市淨率均值(x) | 0.44 | 3 個月 | (0.91) | (4.93) |
| 2022E 年股息率均值(%) | 8.44 | 6 個月 | (10.28) | 3.44 |
| A 股 | | A 股相對於 CSI300 指數) | | |
| 2022E 年市盈率均值(x) | 5.20 | 1 個月 | (1.08) | 0.66 |
| 2022E 年市淨率均值(x) | 0.59 | 3 個月 | 0.77 | 1.28 |
| 2022E 年股息率均值(%) | 5.92 | 6 個月 | (5.24) | 1.31 |
| 來源:彭博、農銀國際證券預測 | | 來源:彭博、農銀國際證券 | | |

➤ 經歷 2021 年首 3 季銀行盈利能力回復後，銀行盈利增長將在 2022E-23E 正常化并轉趨穩定
 ➤ 儘管資產質量風險仍受市場關注，銀行風險緩衝能力將限制信貸成本
 ➤ 淨息差壓力逐步下降，資產負債表增長及組合管理將是維持穩定淨息差的關鍵
 ➤ 重申 A / H 市場銀行業正面評級。偏好大型銀行較高的防禦性和穩定的股息收益率。我們的首選為**農行(1288 HK/601288CH)**和**建行(939 HK/601939 CH)**

行業盈利增長回歸正常化。根據銀保監會數據，2021 年 3 季度行業平均淨利潤同比及環比分別增長 12.2%及 3.82%。2021 年首 3 季中國銀行業盈利出現較強勁的復蘇，主要是由於去年新冠疫情導致銀行盈利基數較低所致。其中大型銀行和股份制銀行在 2021 年首 3 季的平均淨利潤增長分別為 14.0% 和 12.7%。儘管如此，我們預計銀行的盈利增速將從 2021 年第 4 季度開始正常化。我們預期銀行在 2022E-23E 的盈利增長將在資產負債表穩定增長和可控的信貸成本下逐步正常化并維持穩定。具體而言，我們的經濟學家預期中國的 GDP 將在 2022 年和 2023 年分別增長 5.5% 和 5.3%，而 2022 年和 2023 年的新貸款目標分別為人民幣 22 萬億及 23.5 萬億。

市場對資產質量風險的憂慮再度升溫。儘管我們預計穩定的宏觀經濟增長將降低銀行資產質量上的風險，但在我們的基本情景假設中，我們仍然較為保守地假設行業平均不良貸款率在未來幾個季度環比每季微升數個基點。由於近月有關房地產行業的流動性風險、監管機構的風險預警及各項風險管控措施出臺，市場對銀行的資產質量風險再度出現關注。儘管這個情況令近期行業估值波動性增加，但從過去經驗，負面因素的心理作用將隨著時間及數據公布而逐漸消化。我們預計銀行將繼續通過審慎撥備來強化風險緩衝能力。在不良貸款處置力度偏強下，行業平均不良貸款率在 2021 年 3 季度環比下降 1 個基點至 1.75%。依銀行類別看，大型銀行、股份制銀行、城商行和農商行在 2021 年 3 季度平均不良率環比變化在-2 個基點至+1 個基點之間。值得注意的是，我們認為撥備規模仍將是銀行盈利能力的決定性因素。

2022 年淨息差觸底回穩。根據中國人民銀行數據，2021 年 9 月平均貸款利率同比上升 7 個基點或環比下降 12 個基點至 5.00%。我們認為 LPR 改革所帶來的重定價影響在 2021 年上半年已大部分反映，因此行業平均淨息差從 21 年 3 季度開始趨于穩定。其中根據保監會數據，行業平均淨息差在 21 年第 3 季度環比上升 1 個基點至 2.07%。這意味著 2022 年以後的淨息差壓力將逐步減輕，相信壓力主要來自於降低社會融資成本的政策方向及銀行之間的存款競爭。根據銀保監會統計，按銀行類別看，2021 年 3 季度所有銀行類別的平均淨息差環比變化在-1 個基點至+2 個基點之間。我們判斷銀行強勁的資產負債表增長仍將是抵禦淨息差壓力的關鍵因素，這主要是受惠於支持實體經濟政策所衍生的貸款需求。

長綫展望

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

短綫展望

假設新冠疫情不會在冬季大規模反彈，其經濟影響將在未來幾個季度逐漸消除。鑒於監管對金融穩定的目標及銀行的審慎態度，我們預計銀行的資產質量不會出現急劇惡化。儘管如此，投資者短期對中資銀行的資產質量前景仍將維持謹慎，尤其對於房地產行業所引致的連所效應。假設未來幾個季度資產質量保持穩定，行業估值有望得到修復。

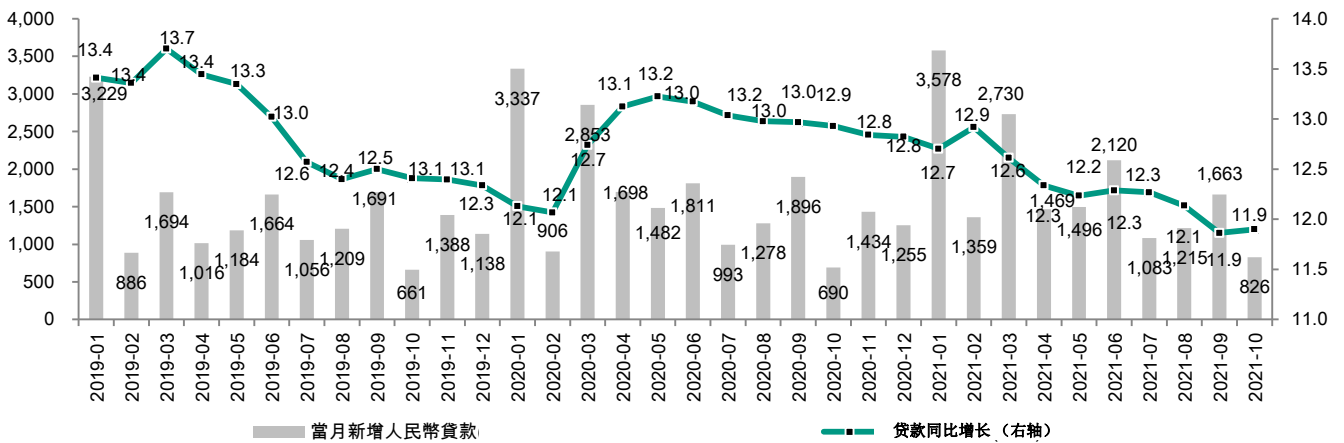
股票推薦

考慮當前估值，我們重申對 A/H 股市場中資銀行板塊的正面評級，我們認為當前的估值折讓已過份放大了銀行板塊的整體風險水平。我們預期未來銀行業將維持穩定的增長及基本面。其中我們偏好大型銀行，因其股息收益率較有保證、業務多元化程度較高，并一再表現出其對政策性風險的抵禦能力和對宏觀變化的高度適應能力。我們對 A 股和 H 股的行業首選是農行(1288 HK/601288 CH)，因其在大型銀行中具備較高的風險緩衝能力，同時受惠于國家對普惠金融的支持政策。此外，我們亦喜歡建行 (939 HK/601939 CH) 一貫審慎的做法和多元化的業務。

風險因素

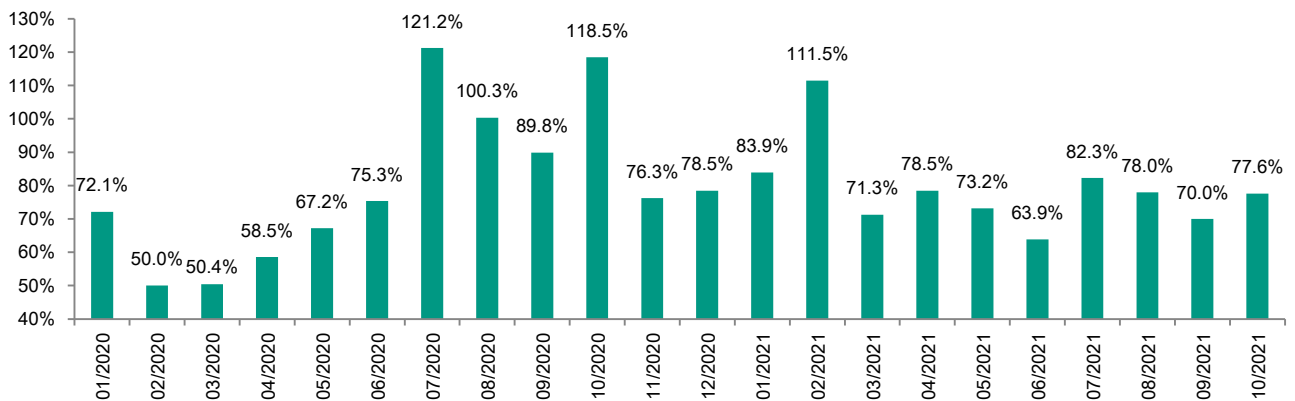
1) 在強監管和政策主導的環境下發生政策方向出現急劇變化；2) 來自非銀行及外資金融機構的競爭加劇；3) 特定區域的資產質量快速嚴重惡化；4) 對新業務和個別快速增長業務的政策風險提高；5) 受新冠肺炎疫情和中美爭端的長期影響。

圖表 1: 每月新增貸款(10 億元)與同比增長(%)

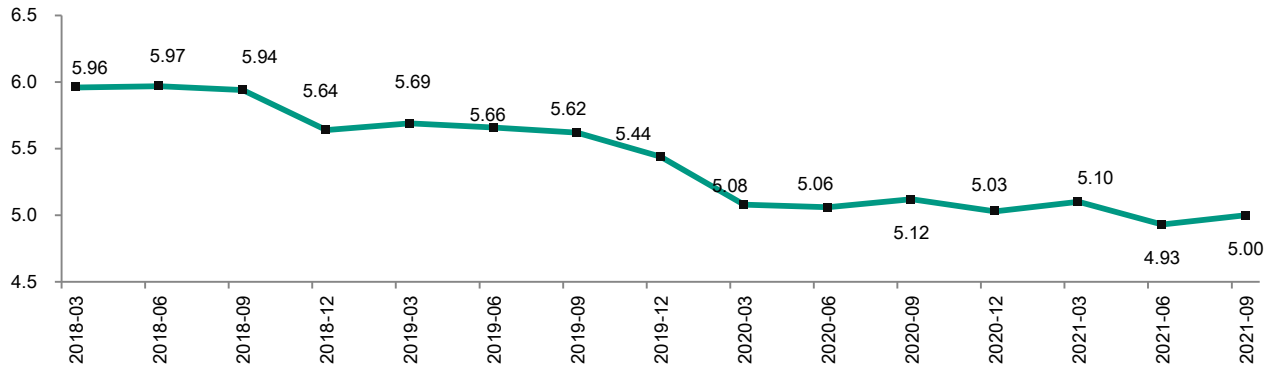


來源：中國人民銀行、農銀國際證券

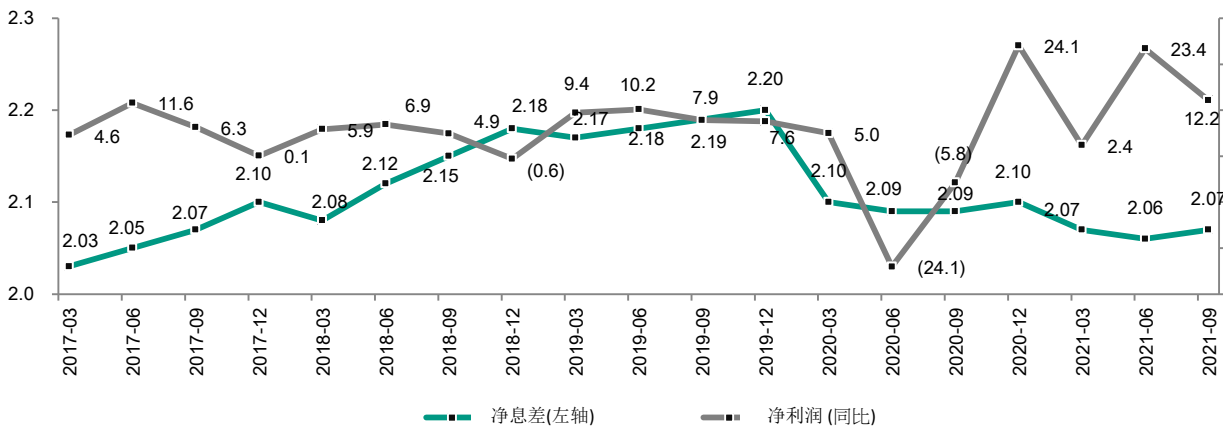
圖表 2: 中長期貸款占月度人民幣貸款比(%)



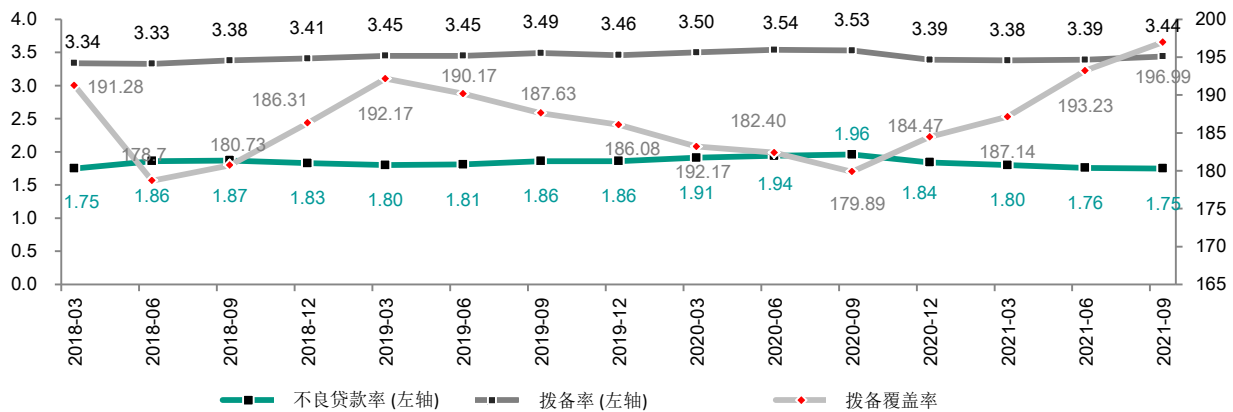
來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖表 3: 行業平均貸款收益率(%)


來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖表 4: 行業平均淨息差與行業淨利潤同比增長率(%)


來源：中銀保監、農銀國際證券

圖表 5: 主要資產質量指標(%)


來源：中銀保監、農銀國際證券

H 股 行業首選 (截至 2021 年 11 月 19 日)

| 公司 | 代號 | 評級 | 目標價 (港幣) | 上升空間 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市淨率 (x) | FY22E 市淨率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|---------|----|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 農業銀行 | 1288 HK | 買入 | 4.84 | 80.60 | 3.75 | 3.52 | 0.39 | 0.36 | 8.88 | 9.32 |
| 建設銀行 | 939 HK | 買入 | 9.83 | 88.68 | 3.98 | 3.85 | 0.45 | 0.41 | 8.03 | 8.29 |

彭博、農銀國際證券預測

A 股 行業首選 (截至 2021 年 11 月 19 日)

| 公司 | 代號 | 評級 | 目標價 (人民幣) | 上升空間 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市淨率 (x) | FY22E 市淨率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|----------|----|--------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 農業銀行 | 601288CH | 買入 | 4.96 | 68.14 | 4.92 | 4.61 | 0.51 | 0.48 | 6.78 | 7.12 |
| 建設銀行 | 601939CH | 買入 | 9.72 | 66.44 | 5.31 | 5.13 | 0.59 | 0.55 | 6.02 | 6.22 |

彭博、農銀國際證券預測

正面 中國房地產業- 政策寬鬆在即 董耀基

| 主要數據 | 行業表現 (相對於 恒生指數) | 絕對值 (%) | 相對值 (%) |
|-----------------|-----------------------|--------------|------------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 3.03 | 1 個月 | (3.38) |
| 2022E 市淨率均值 (x) | 0.46 | 3 個月 | (5.32) |
| 2022E 股息率均值 (%) | 13.64 | 6 個月 | (27.67) |
| 來源：彭博、農銀國際證券預測 | | 來源：彭博、農銀國際證券 | |

- 信貸危機將在 2022 年引發政策寬鬆。11 月以來，我們看到了各種形式的政策支持
- 我們預計 2022 年新建商品房銷售同比下降 5%
- 由于中小型開發商受信貸危機影響出售物業子公司，因此大型物業公司將受益於併購的增加
- 中國海外發展(688 HK)是我們的首選開發商。低融資成本將使中國海外發展能够在低迷的土地市場中積累低成本的土地儲備。在物業管理板塊方面，我們看好華潤萬象 (1209 HK)，因為其母公司是一家綠檔級國有企業開發商，再融資能力強，經常性租金收入增長強勁，可推動華潤萬象的購物中心業務



來源：彭博、農銀國際證券

行業展望

開發商:

信貸危機將在 2022 年引發政策寬鬆。離岸信貸市場因流動性擔憂而持續惡化。即使開發商在境內有足够的現金，跨境資金進出困難也可能導致離岸資金短缺。近期媒體報道稱，發改委或取消部分資本出境限制，以促進境外債務償還。儘管如此，近幾個月合同銷售額的下降帶來了新的挑戰。根據國家統計局的數據，7 月份新建商品房銷售額同比下降 -7%至人民幣 1.35 萬億元，8 月份同比下降 -19%至人民幣 1.26 萬億元，9 月份同比下降 -16%至人民幣 1.57 萬億元，10 月份同比下降 -23%至人民幣 1.24 萬億元。2021 年下半年均價增長也轉為負值，8 月份同比下降 -3.7%至人民幣 10,057 元/平方米，9 月份同比下降 -3.1%至人民幣 9,758 元/平方米，10 月份同比下降 -1.3%至人民幣 9,749 元/平方米。我們認為合約銷售額下降的主要原因是：1)購房者擔心一些高杠杆的開發商無法成功交付在建物業；2) 低綫城市的房地產需求疲軟。我們認為這些因素可能會繼續對樓市造成壓力，不利影響可能會波及其他行業(例如建築、電器、家具等)。我們認為，2022 年將出現重大政策寬鬆，其中可能包括取消購房限制和價格控制，以避免中國 GDP 急劇下降。事實上，我們已經看到了放鬆的跡象。根據 11 月的新聞報道，監管機構可能會放鬆對中國開發商在岸債券發行的控制。另外，10 月份新房貸款環比增加人民幣 1,013 億元至人民幣 3,481 億元，顯示貸款寬鬆的可能性。

預期新建商品房銷售在 2022 年下半年反彈。我們認為發展商合約銷售額只會在 2022 年下半年恢復增長，因為重建對房地產市場的信心需要時間。對於 2022 年，我們預計新建商品房銷售同比下降 5%。特別是，2022 年上半年的銷售額將同比下降 20%，而下半年的銷售額將錄得 10% 的同比增長。房產稅和其地理覆蓋範圍是我們預測中的主要不確定因素。我們預計 2022 年將在上海和重慶以外新增 10-15 個試點城市并開徵該稅。由于地域範圍有限，我們認為全國銷售不會受到實質性影響。

物業管理公司:

併購機會增多利好大型物管公司。房地產行業的挑戰將傳導至物管行業。隨著開發商合約銷售表現疲軟，物管行業面臨兩個風險：(1) 母公司建築面積增長放緩；(2)非業主增值服務收入減少。由于開發商面臨離岸現金短缺，出售物業子公司的股份成為增加流動性的最快方式之一。近幾個月在香港上市的物管公司的併購包括：(1) 融創服務(1516 HK)于 11 月以 6.9265 億元人民幣(或 2.6167 港元/股)收購第一服務(2107 HK)32.22%的股權；(2) 2021 年 9 月，碧桂園服務(6098 HK)以 100 億元人民幣收購富力地產(未上市)的全部股權，其中 70 億元人民幣用于按 14 倍 2021 年市盈率定價的現有業務，30 億元人民幣為 2021 年後交付的 6600 萬平方米建築面積的潛在金額；(3)碧桂園服務(6098 HK)以人民幣 33 億元收購彩生活(1778 HK)的主要營運附屬公司鄰里樂，相當于

10.6 倍 2020 年市盈率。隨著出售物業子公司趨勢持續，碧桂園服務和華潤萬象(1209 HK)等市場領先企業，其平均 2022 年市盈率超過 20 倍，將能夠通過以約 10 倍的市盈率收購規模較小的上市公司，以提高其市場份額和盈利。在 2022 年市盈率 5 倍或以下的較小上市公司中，我們認為時代鄰里 (9928 HK)、佳兆業美好 (2168 HK) 和奧園健康 (3662 HK) 將是三個大型物管公司潛在的併購目標，基於他們較大規模的在管面積。對於 2022 年，我們預計 2022 年中國在管建築面積將同比增長 5.0%，低於 2021 年的 5.8%，原因是 2021 年下半年以來銷售表現疲軟。前 100 名物管公司的市場份額將從 2021 年的 55.1% 增加到 2022 年的 57.0%。

股份推薦

■ 開發商：

中國海外發展(688 HK)融資成本低，能在低迷的土地市場把握機會逢低買入。隨著房地產行業信用危機的加劇，我們認為市場將對開發商的資產負債表健康狀況和債券市場的再融資能力更為看重。雖然中國房地產業的信用狀況不斷惡化，但中國海外發展的債券收益率在 2021 年的大部分時間裏基本保持不變。例如，中國海外最長期限債券(2043 年到期)的到期收益率為 3.93%，而 2020 年底為 3.79%。根據我們的估計，中國海外發展可以承受高達約 700 億元人民幣的收購，但同時保持其綠檔地位。國有企業有能力以折扣價收購優質土地儲備；一旦該行業復蘇，這些低價收購將會帶來豐厚的利潤。

■ 物管公司：

偏愛國企物管公司。華潤萬象(1209 HK)是我們的首選。我們看好母公司財務穩健的物管公司，因為穩健的母公司可以在新項目和非業主增值業務方面給與長期支持；相比之下，處於債務危機的中小開發商可能會把物管子公司剝離以償還債務。華潤萬象是我們在物管領域的首選。其母開發商華潤置地(1109 HK)是一家具有強大再融資能力的綠檔國企開發商；華潤置地也有強勁的經常性租金收入增長(2021 首十月同比增長 50.1%)，我們認為這將有利于華潤萬象的購物中心業務。

風險因素

■ 開發商：

1) 如果離岸債券市場進一步惡化，將無法再融資；2) 房地產需求低迷導致平均售價及利潤率下降；3) 新冠疫情的不確定發展；4) 房地產稅的落實。

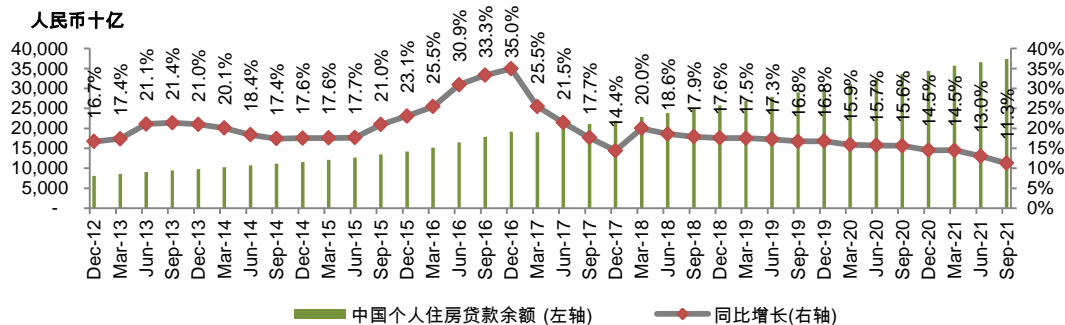
■ 物管公司：

1) 物業子公司與母開發商之間的重大關聯交易；2) 新項目嚴重依賴父母；3) 大量併購導致的利潤率下降；4) 上市物管公司數量增加可能會抑制行業估值；5) 母公配售子公司套現以償還債務

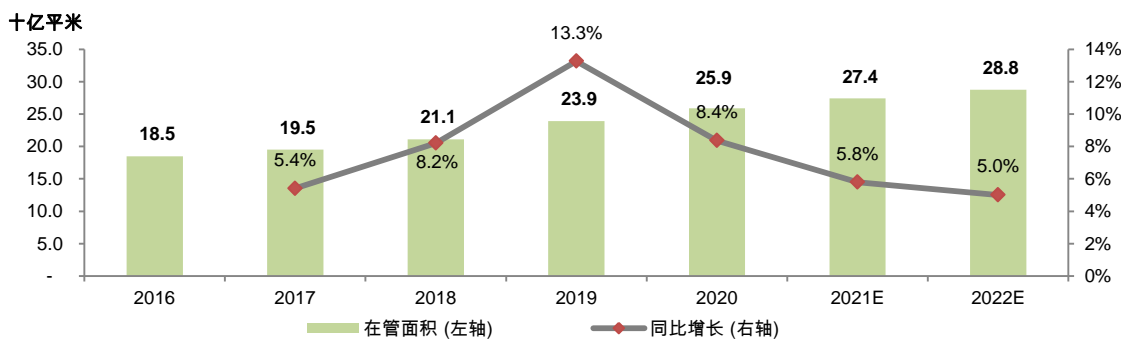
圖表 1: 2021 年首 10 月主要上市開發商合同銷售表現

| | | 金額 (10 億 人民幣) | 同比 % | 2021 年首 10 個月 | | 均價 (每平方米) | 同比 % | 2021 目標金額 (10 億 人民幣) | 同比 % |
|------|-----------|---------------------|---------|---------------|---------|--------------|---------|-------------------------------|---------|
| | | | | 面積 (千平方米) | 同比 % | | | | |
| 綠城 | 3900 HK | 289.4 | 48% | 12,670 | 30% | 22,841 | 13% | 310 | 93.4% |
| 寶龍 | 1238 HK | 84.8 | 36% | 5,335 | 31% | 15,897 | 4% | 105 | 80.8% |
| 富力 | 2777 HK | 124.3 | 21% | 9,601 | 10% | 12,944 | 10% | 150 | 82.9% |
| 旭輝 | 884 HK | 209.3 | 20% | 12,111 | 5% | 17,277 | 15% | 265 | 79.0% |
| 龍光 | 3380 HK | 116.1 | 20% | 6,742 | 12% | 17,216 | 7% | 145 | 80.1% |
| 華潤置地 | 1109 HK | 251.5 | 16% | 14,661 | 26% | 17,153 | (8%) | 315 | 79.8% |
| 遠洋 | 3377 HK | 105.7 | 15% | 5,872 | 24% | 17,996 | (7%) | 150 | 70.5% |
| 融創 | 1918 HK | 512.8 | 14% | 35,670 | 10% | 14,376 | 3% | 640 | 80.1% |
| 越秀 | 123 HK | 81.7 | 11% | 3,012 | 3% | 27,129 | 9% | 112 | 72.8% |
| 中國奧園 | 3883 HK | 108.7 | 10% | 9,808 | 3% | 11,078 | 7% | 150 | 72.4% |
| 合景泰富 | 1813 HK | 86.1 | 10% | 4,448 | (6%) | 19,361 | 16% | 126 | 68.3% |
| 保利 | 600048 CH | 460.2 | 9% | 28,617 | 0% | 16,082 | 9% | 不適用 | 不適用 |
| 金茂 | 817 HK | 195.9 | 9% | 10,931 | 16% | 17,922 | (7%) | 250 | 78.4% |
| 雅居樂 | 3383 HK | 113.2 | 8% | 7,542 | (3%) | 15,003 | 11% | 150 | 75.4% |
| 時代 | 1233 HK | 75.8 | 7% | 3,906 | (21%) | 19,408 | 37% | 110 | 68.9% |
| 龍湖地產 | 960 HK | 227.8 | 6% | 13,242 | 5% | 17,205 | 2% | 310 | 73.5% |
| 中國海外 | 688 HK | 302.5 | 6% | 15,235 | (1%) | 19,854 | 7% | 不適用 | 不適用 |
| 世茂 | 813 HK | 241.8 | 5% | 13,665 | 4% | 17,697 | 1% | 330 | 73.3% |
| 禹洲 | 1628 HK | 90.1 | 2% | 4,591 | (15%) | 19,617 | 20% | 110 | 81.9% |
| 新城 | 1030 HK | 192.9 | 1% | 18,830 | 6% | 10,245 | (5%) | 不適用 | 不適用 |
| 碧桂園 | 2007 HK | 494.1 | (1%) | 58,220 | (2%) | 8,486 | 0% | 628 | 78.7% |
| 萬科 | 2202 HK | 521.1 | (4%) | 32,044 | (12%) | 16,261 | 8% | 不適用 | 不適用 |

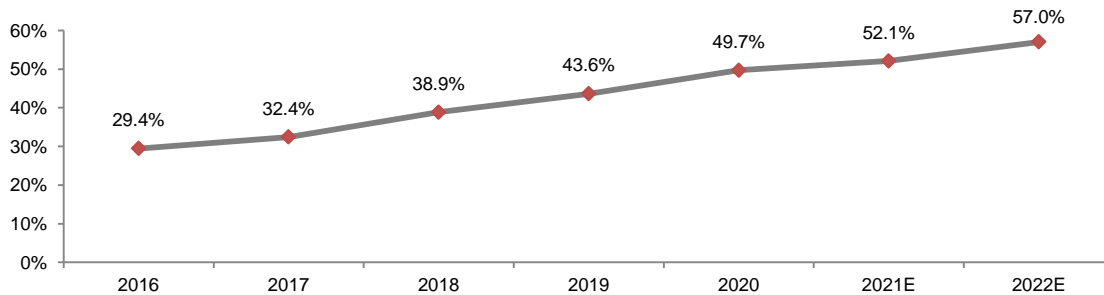
來源：公司數據，農銀國際證券預測

圖表 2: 中國個人住房貸款餘額


來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 3: 中國物業管理行業在管建築面積規模


來源：CIA、農銀國際證券預測

圖表 4: 前 100 物業管理公司市場份額


來源：CIA、農銀國際證券預測

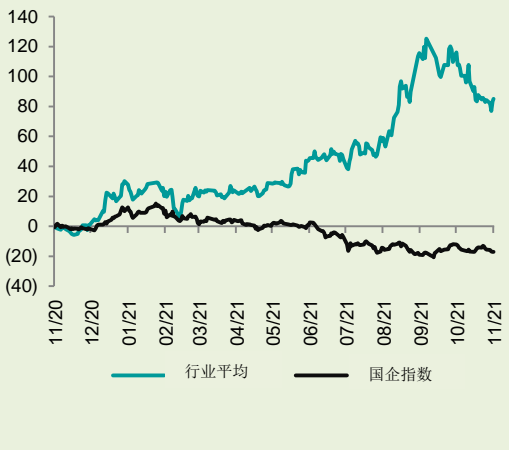
行業首選 (截至 2021 年 11 月 19 日的數據)

| 公司 | 代號 | 評級 | 目標價 (港幣) | 上升空間 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市淨率 (x) | FY22E 市淨率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|---------|----|----------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 中國海外 | 688 HK | 買入 | 33.30 | 81.6 | 3.43 | 2.81 | 0.47 | 0.42 | 7.18 | 8.75 |
| 華潤萬象 | 1209 HK | 買入 | 50.50 | 24.1 | 51.83 | 35.43 | 5.42 | 4.90 | 0.58 | 0.85 |

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國替代能源業- 風電將受惠于碳排放政策 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 (%) | 1 年行業表現 (%) |
|-----------------|-------------------------|------------|------------|-------------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 11.55 | 1 個月 | (12.0) | (6.3) |
| 2022E 市淨率均值 (x) | 1.50 | 3 個月 | 19.5 | 23.8 |
| 2022E 股息率均值 (%) | 3.26 | 6 個月 | 41.9 | 62.5 |
| 來源：彭博、農銀國際證券預測 | 來源：彭博、農銀國際證券 | | | |

| 1 年行業表現 (%) |
|--|
|  |
| 來源：彭博、農銀國際證券 |

| |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ➢ 到 2030 年實現碳達峰的目標和今年火電短缺將加速中國替代能源的發展 ➢ 到 2025 年底，為了將可再生能源(包括風電、太陽能、水電和生物質能)的裝機容量提高到全國總裝機容量的 50%，目前的可再生能源裝機容量需要在 2020-2025 年以 11.7% 的年均複合增長率增長 ➢ 風電和太陽能發電站通常只需要六個月的建設期因此是政府的首選，因為它們是實現碳達峰目標的更快速有效的方法 ➢ 龍源電力(916 HK)是我們的行業首選，基於其在中國風電行業的領先地位，而且其設施和資產位於優質地區，利用小時數較高 |
|---|

到 2030 年實現碳達峰的目標和今年火力發電的短缺將加速中國替代能源的發展。在 2020 年 9 月的聯合國大會上，習主席宣布了中國 1)到 2030 年要實現碳排放達峰和 2)到 2060 年要實現碳中和的目標。我們認為，這些目標將在“十四五”期間(2020-25 年) 加快替代能源行業的發展，尤其是風電和太陽能。這些發電設備的建設周期(一般需要六個月時間)比水電和核電(一般需要五到八年的時間)要短得多。加上近期火力發電緊缺也凸顯了多元化能源結構對保障能源安全的重要性。

國家能源局(NEA):到“十四五”時期末,可再生能源裝機容量將占全國總裝機容量的 50%。國家能源局在 2021 年 3 月底宣布,政府的目標是到 2025 年年底將可再生能源(包括風電、太陽能、水電和生物質能)的裝機容量提高到全國總裝機總量的 50%。該目標表明,目前的可再生能源裝機容量將增長 74%,或在 2020-2025 年年均複合增長率為 11.7%。我們相信大力推動清潔能源將為風電和太陽能行業帶來巨大機遇。

風電:建設周期短,風電將成為碳排放政策的主要受益者。風電和太陽能發電站通常只需要六個月的建設周期,因此被認為是可以加快可再生能源發電以實現 2030 年碳達峰和 2060 年碳中和目標的更快捷和有效的方法,所以更受政府青睞。我們認為風電裝機容量將在未來三年內有強勁增長。

風電:2021E/2022E/2023E 中國風電發電量將同比快速增長達 18%/29%/29%,主要是受裝機容量增長帶動。我們估計強勁的裝機容量增長將使 2021E/2022E/2023E 的風電發電量同比增長分別達到 18%/29%/29%。

水電:地理環境限制仍然是裝機容量增長的主要障礙。對可再生能源的強勁需求和水電的低單位生產成本使其成為非常理想的替代能源。然而,水電的發電量和裝機容量增長受到地理環境和水資源(例如降雨量)的限制,這并不完全受人為控制。此外,由於中國的主要河流已建成大型水壩,水電裝機容量擴張受到限制。因此,我們認為中國的水電發電量不太可能大幅增長以取代中國的火力發電。

水電:2021 年水電發電量增長將同比下降 1%; 2022E/2023E 同比增長將達到 7%/3%。我們認為中國水電裝機容量增長將受制於地理環境因素。我們預計 2021E/2022E/2023E 裝機容量增長將分別是 5%/2%/2%。由於 2021 年水資源較缺乏,我們預計水電發電量將同比下降 1%。未來兩年情況有望好轉,2022E/2023E 發電量將同比增長 7%/3%。

核電:無法快速提升裝機容量意味著“十四五”期間核電將不會成為主要的替代能源。隨著中國政府的目標是到 2030 年實現碳達峰,增加非碳能源的供應變得至關重要。考慮到建設一座核電站需要五到八年的時間,由於政府需要迅速擴大非碳能源的發電量,核電將不會成為首選的替代能源。此外,由於國家電力需求短期內不太可能大幅增加,風電和太陽能發電量的快速增長意味著對核電的需求將被壓縮。

核電：2021E/2022E/2023E 中國核電發電量將同比增長 11%/4%/1%。 2021 年 9 月以來的火電短缺意味著核電發電量將在 2021 年第 4 季度出現更強勁的增長。我們預計 2021 年全年核電發電量將同比增長 11%。儘管如此，我們認為火電短缺是暫時性的，核電利用小時數最終會回歸正常化。因此，在缺乏裝機容量大幅增長的情況下，我們預計 2022E/2023E 核電發電量將同比增長 4%/1%。

長綫展望

風電：我們認為“十四五”期間風電發電量將繼續保持強勁增長，因為其裝機容量具有高度可擴展性。

水電：水電裝機容量受地理環境制約；儘管政府大力推動替代能源的發展，但未來水電裝機容量的增長將非常溫和。

核電：核電裝機容量將受到建設周期長的不利影響，發電量增長將相當有限，資源將被轉移到可快速提升裝機容量的可再生能源上；我們預計核電裝機容量和發電量增長將受到限制。

短綫展望

風電運營商：高應收賬款和淨負債率將是裝機容量擴張的主要風險，這可能會導致運營商現金流緊張。

核電運營商：利用小時數將提升，主要是受益於火電的短缺，短期核電需求將增加。

股份推薦

龍源電力(916 HK)是我們的首選。 我們認為，隨著政府加快發展可再生能源以實現碳排放目標，風電行業將在未來幾年繼續保持強勁增長。龍源電力(916 HK)是我們的行業首選，基於其在中國風電行業中的領先地位，而且其資產和設施位於優質地區，利用小時數較高。

風險因素

■ 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) 政府去杠杆化政策可能會限制行業增長

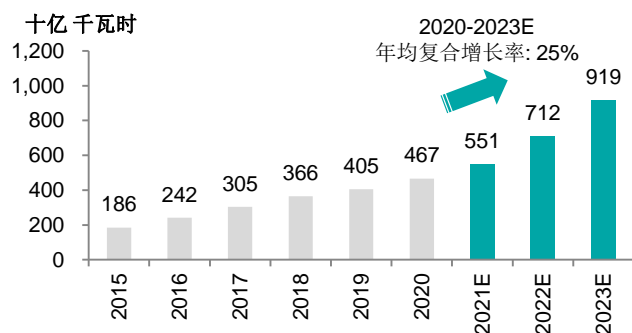
■ 水電運營商：

1) 大面積乾旱將影響發電量；2) 施工風險；3) 高淨負債率引發對籌款活動的擔憂；4) 操作風險；5) 政策風險。

■ 核電運營商：

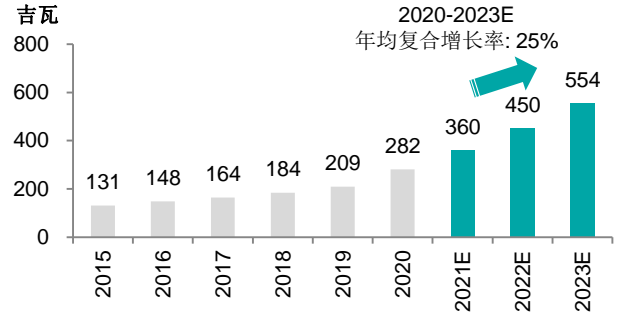
1) 操作安全風險；2) 施工風險；3) 燃料成本風險；4) 電價風險；5) 貨幣兌換和利率風險；6) 併購籌款活動導致的高負債

圖表 1：中國風電發電量展望

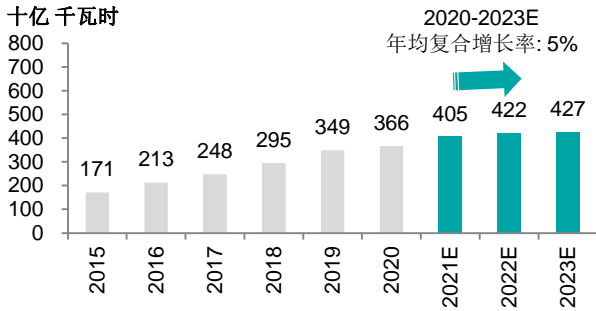


來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

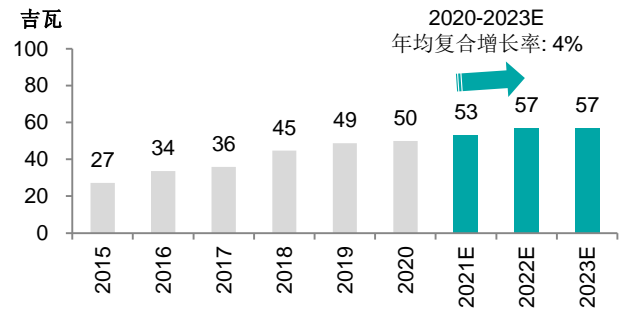
圖表 2：中國風電裝機容量展望



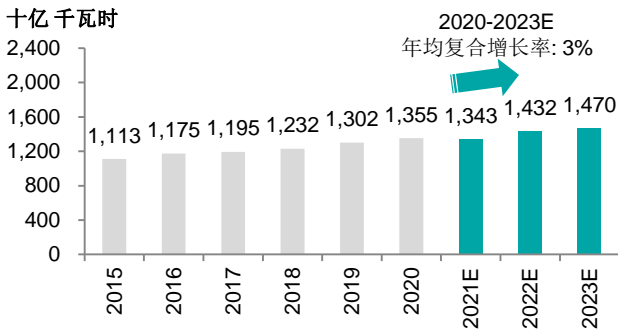
來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 3: 中國核電發電量展望


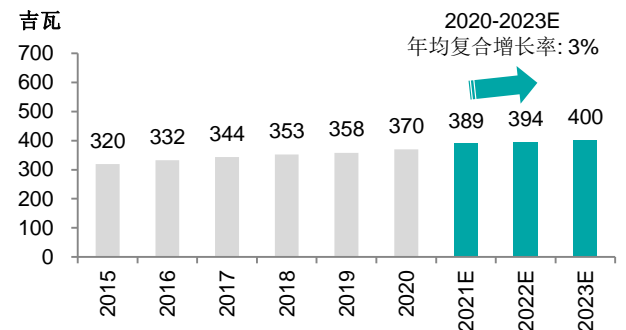
來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 4: 中國核電裝機容量展望


來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 5: 中國水電發電量展望


來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 6: 中國水電裝機容量展望


來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 7: 行業首選 (截至 2021 年 11 月 19 日的數據)

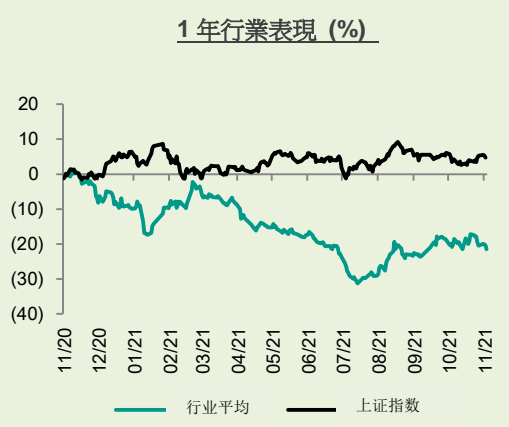
| 公司 | 代號 | 評級 | 目標價 (港幣) | 上升空間 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市淨率 (x) | FY22E 市淨率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------------|--------|----|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 龍源電力 - H 股 | 916 HK | 買入 | 11.40 | (27.4) | 14.9 | 13.2 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.5 |

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國機場業- 疫情反復仍是最關鍵因素 吳景荃

| 主要數據 | 行業表現 (相對於 上證指數) | 絕對值 (%) | 相對值 (%) | 1 年行業表現 (%) |
|-----------------|-----------------------|------------|------------|-------------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 25.78 | 1 個月 | (3.67) | (7.87) |
| 2022E 市淨率均值 (x) | 1.54 | 3 個月 | 5.00 | 2.43 |
| 2022E 股息率均值 (%) | 2.12 | 6 個月 | (6.33) | (10.60) |
| 來源：彭博、農銀國際證券預測 | 來源：彭博、農銀國際證券 | | | |

- 2021E/2022E 航空客運量將同比增長 18%/26%
- 全國貨郵運輸量同比增長 14%/4%
- 2015-2020 年深圳地區的人口年均複合增長率最高，意味著對航空旅行的需求強勁
- **深圳機場(000089 CH)**是我們在中國機場行業的首選，因為深圳地區人口增長強勁，國內旅客占比較高



來源：彭博、農銀國際證券

2021E/2022E 航空客運量將同比增長 18%/26%。根據中國民用航空局(CAAC)的數據，2021 年 8 月航空客運量為 2,240 萬人，同比下降 51%，主要是由於新冠疫情的死灰復燃。2021 年首 8 個月，航空客運總數為 3.17 億人，同比增長 36%，主要是由於今年 3-5 月份的強勁反彈。對於 2021 年全年，我們預計全國航空客運量將同比增長 18%，這得益於今年上半年的強勁表現。對於 2022 年，隨著新冠疫情的消退，我們預計航空客運量將同比反彈 26%。

2021E/2022E 全國貨郵運輸量同比增長 14%/4%。根據民航局數據顯示，今年 8 月份貨郵運輸量為 52 萬噸，同比下降 5%。國內貨郵運輸量是主要拖累因素，當月同比下降 11%。今年首 8 個月，貨郵運輸量總量為 486 萬噸，同比增長 18%；增長主要受國際貨郵運輸量推動(同比增長 28%)。對於 2021 年全年，由於國際貨郵運輸量同比增長 25%，我們預計全國航空貨郵運輸量將同比增長 14%。對於 2022 年，我們預計增長將回歸正常至同比 4%，因為新冠疫情的影響可能會逐漸消退，國際貨郵運輸量僅同比溫和增長 3%。

中國各地區人口增長情況。根據住房和城鄉建設部(MOHURD)的數據，深圳地區是中國沿海地區中人口增長最快的地區。

上海地區：2020 年上海地區(包括上海、無錫、蘇州、常州、常熟、南通和嘉興 7 個城市)總人口達到 4,650 萬人，比 2019 年增長 5.0%；2015-2020 年人口年均複合增長率為 2.4%；

深圳地區：2020 年深圳地區(包括深圳、江門、東莞和中山四個城市)總人口達到 2,930 萬人，同比增長 2.9%；2015-2020 年人口年均複合增長率為 6.0%；

廣州地區：2020 年廣州區(包括廣州、佛山、肇慶、四會、清遠和英德 6 個城市)的總人口達到 3,100 萬，比 2019 年增長 0.9%；2015-2020 年人口年均複合增長率為 2.3%；

首都地區：2020 年首都地區(包括北京、保定、涿州和廊坊 4 個城市)的總人口達到 2,680 萬人，同比增長 1.3%；2015-2020 年人口年均複合增長率為 0.2%；

廈門地區：2020 年廈門地區(包括廈門、漳州、龍海和龍岩 4 個城市)總人口達到 830 萬，比 2019 年下降 1.5%；2015-2020 年人口年均複合增長率為 2.0%。

強勁的人口增長通常有利於航空旅客基數的擴大。由於蘇州市人口同比增長達 10.6%，上海地區在 2020 年的人口增長率最高。然而，深圳的 2015-2020 年人口年均複合增長率最高，為 6.0%，主要是因為深圳市和東莞市有大量人口流入。

中國每年人均飛行次數較低，表明航空業潛力巨大。人均飛行次數代表每位居民每年出行的次數。世界銀行數據顯示，2019年中國人均每年飛行次數(航空客運量除以總人口數)為0.47次，遠低於美國的2.82次、英國的2.13次、韓國的1.79次和德國的1.32次。對於泰國和越南等亞洲發展中國家，這一數字分別為1.12和0.55。我們認為隨著可支配收入的增加，中國每年人均飛行次數會增加。

城鎮化進程的推進將使主要城市的機場受益。中國政府一直在推進城鎮化進程，以降低醫院、公園和學校等公共設施的單位成本。就業機會和生活水平提高吸引了主要城市的人口流入，為機場，尤其是一線城市的機場帶來了更多機會。根據國家統計局(NBS)的數據，城鎮人口從2005年的5.6億增加到2020年底的9.02億，15年間增長了61%或年均複合增長率3.2%。

長綫展望

我們認為，中國每年人均飛行次數較低，這將是一個長期利好的因素，因為人均可支配收入的增加將支持旅行需求。此外，主要城市的城鎮化進程將推動人口的增長，帶來更多的旅客前往機場。

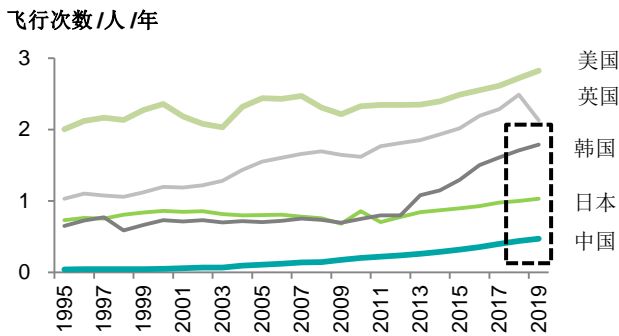
短綫展望

疫情復燃是影響航空客運量的關鍵因素，進而影響機場的收益。

風險因素

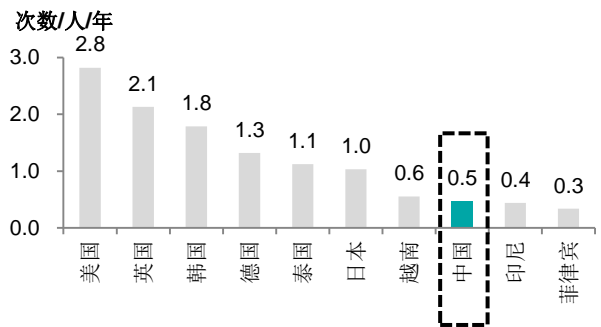
- 1) 疾病爆發減少出行需求；
- 2) 經濟放緩降低了可支配收入和出行需求；
- 3) 高鐵技術進步可能會降低短途航班的需求；
- 4) 對恐怖襲擊的恐懼可能會減少航空旅行；
- 5) 地震等自然災害減少了游客流量和出行需求

圖表 1: 每年人均飛行次數



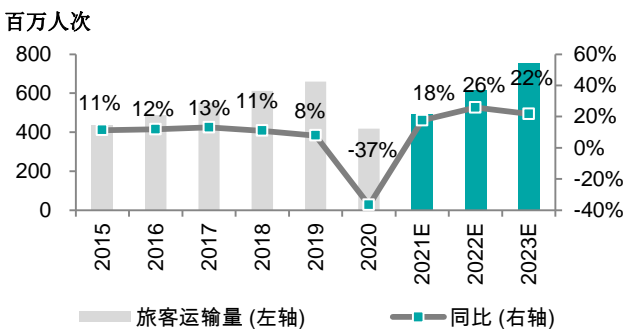
來源：世界銀行、農銀國際證券

圖表 2: 每年人均飛行次數(2019年)



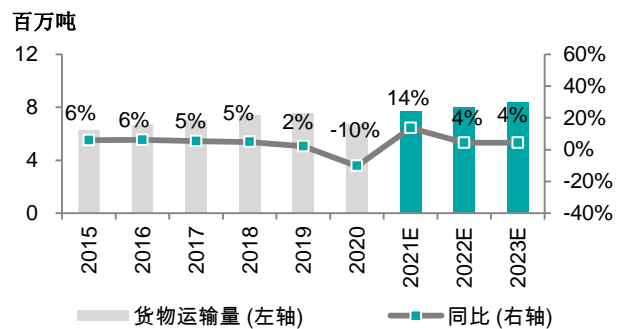
來源：世界銀行、農銀國際證券

圖表 3: 中國航空客運量增長強勁



來源：住房和城鄉建設部、民用航空局、農銀國際證券預測

圖表 4: 中國航空貨郵運量展望



來源：住房和城鄉建設部、民用航空局、農銀國際證券預測

圖表 7: 行業首選 (截至 2021 年 11 月 19 日的數據)

| 公司 | 代號 | 評級 | 目標價 (人民幣) | 上升空間 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市淨率 (x) | FY22E 市淨率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|-----------|----|-----------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 深圳機場 | 000089 CH | 買入 | 9.50 | 31.6 | 27.6 | 18.0 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 1.4 |

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國互聯網媒體與消費商務業- 投資未來 周秀成

| 主要數據 | 行業表現(相對於MXCN) | 絕對值 (%) | 相對值 (%) |
|----------------|---------------|-------------|---------|
| 21E 市盈率均值(x) | 30.7 | 1 個月 (4.1) | (5.0) |
| 21E 市淨率均值(x) | 5.7 | 3 個月 21.1 | 4.9 |
| 21E 股息率均值(%) | 0.3 | 6 個月 (15.2) | 13.8 |
| 來源:彭博、農銀國際證券預測 | 來源:彭博、農銀國際證券 | | |

| 1 年股價表現(%) | |
|------------|------|
| MXCN | 行業平均 |

來源:彭博、農銀國際證券

- 各大互聯網平臺加大對社區團購等重點戰略領域的投入
- 消費者對網上購物的需求維持強勁
- 我們看好京東(9618 HK)供應鏈方面的獨特優勢和低綫城市的發展潛力

投資未來。 各大互聯網平臺近期都在加大對各種新業務和重點戰略領域的投資。例如，主要電商平臺積極發展社區團購業務，主要互聯網平臺正在進行各種社會投資，包括食品和能源領域。儘管這對近期收益有潛在影響，但當企業更加重視社會責任和客戶關係時，也有潛在的長期利益，例如更好的客戶粘性和更高的企業形象。

不斷發展的商業模式。 隨著監管要求的不斷變化，主要互聯網平臺目前正在調整其業務模式。電子商務平臺正在為商家提供更多的增值技術服務，因為這些平臺不能再要求成為商家的獨家分銷渠道。此外，主要互聯網平臺正在相互開放其生態系統以增加連接性。

網上購物：中期前景仍穩健。 由于近幾個月基數正常化和經濟增長放緩，中國實物商品在綫銷售增長在 10M21 同比放緩至 14.6%，而 1H21 則為 18.7%。話雖如此，在綫滲透率在 21 年第 3 季度基本保持穩定，約為 23.6%，而 21 年第 1 季度為 21.9%，表明結構性前景穩健。此外，快遞行業在 2021 年 10 月出現反彈，這對電子商務行業來說是個好兆頭。根據國家郵政局的數據，10 月份快遞行業的運量同比增長 20.8%，而 9 月份同比增長 16.8%。

在綫游戲：監管環境收緊。 近幾個月監管環境收緊。例如，監管機構已將青少年的每周上綫時間限制在 3 小時以內。此外，近幾個月新網絡游戲的審批已暫停，這可能意味著對游戲內容、貨幣化模式等提出更嚴格的要求。我們認為這可能會影響用戶體驗以及在綫游戲平臺的收益。

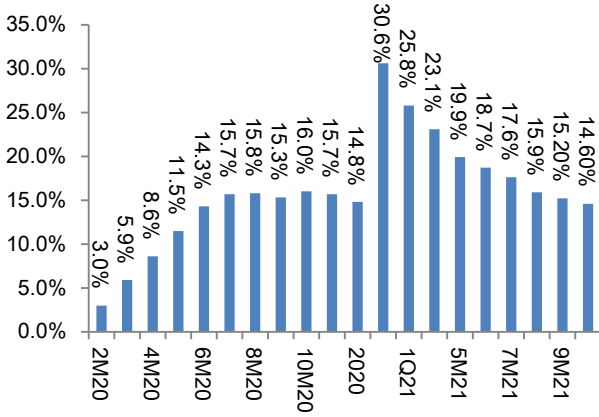
在綫廣告：正在放緩。 總體而言，鑒于最近幾個月經濟環境放緩，在綫廣告可能會在短期內放緩。特別是，由于特定行業的變化，某些行業(例如教育和汽車)的在綫廣告支出可能會大幅縮減。這將影響主要依賴在綫廣告收入的平臺，例如視頻平臺。

股票推薦

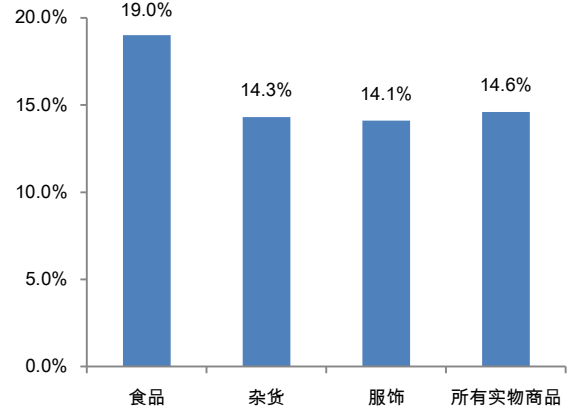
京東(9618 HK)已成功將消費電子產品和供應鏈方面的獨特優勢推廣到低綫城市，令其最近幾個季度其用戶持續增長。此外，其直銷業務模式還可以降低與平臺業務相關的潛在監管風險。在新業務方面，與美團、拼多多等一直在大力投資社區團購業務相比，京東采取了更為審慎的發展方式。這令京東可以減少高成本帶來的潛在財務影響。

風險因素

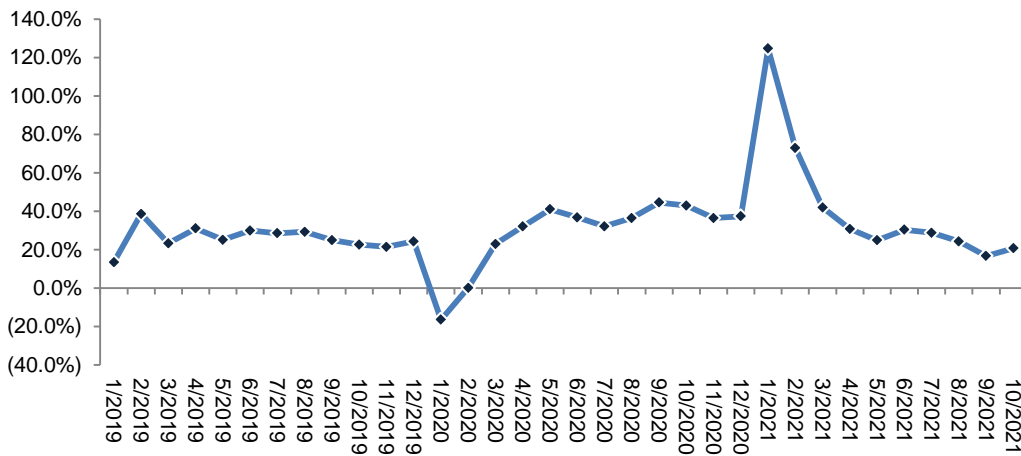
1) 反壟斷調查等監管風險; 2) 電子商務和互聯網金融業務放緩; 3) 非美國通用會計準則財務。

圖表 1: 中國實物商品網上銷售同比增長(%)


來源：國家統計局

圖表 2: 中國實物商品網上銷售同比增長 (2021 年首 10 個月) (%)


來源：國家統計局

圖表 3: 快遞行業的運量同比增長 (%)


來源：國家郵政局, 農銀國際證券

行業首選 (截至 2021 年 11 月 29 日)

| 公司名稱 | 代碼 | 評級 | 目標價 (港元) | 上升空間 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市淨率 (x) | FY22E 市淨率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|---------|----|----------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 京東 | 9988 HK | 買入 | 420.0 | 21.3 | 60.5 | 44.5 | 4.5 | 4.5 | 不適用 | 不適用 |

來源：公司、農銀國際證券預測

正面 中國消費品業- 縱有挑戰，前景仍樂觀 潘泓興

| 主要數據 | 行業表現 (相對於恒指) | 絕對值 (%) | 相對值 (%) | |
|-----------------|-----------------|------------|------------|------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 34.67 | 1 個月 | 2.8 | 5.7 |
| 2022E 市淨率均值 (x) | 3.66 | 3 個月 | 1.4 | 2.5 |
| 2022E 股息率均值 (%) | 2.85 | 6 個月 | (1.0) | 11.4 |
| 來源：彭博、農銀國際證券預測 | 來源：彭博、農銀國際證券 | | | |

- 新冠疫情最近在全國多地均出現反彈，影響了零售的表現
- 原材料成本上漲推動了 CPI 回升，也導致部分消費品企業開始提價；通脹壓力上升會對消費需求產生下行壓力
- 國家最近所推出的針對不同行業政策對消費行業也有一定的負面影響；儘管如此，我們認為消費行業所面臨的直接政策影響仍較少，對行業展望仍保持正面
- 受到最近多種負面因素影響，行業內的企業將面臨增長壓力；行業龍頭的防守性將更具吸引力，行業首選包括**安踏(2020 HK)**、**百勝中國(YUMC US/9987 HK)**、**伊利(600887 CH)**



來源：彭博、農銀國際證券

新冠疫情持續對消費市場產生負面影響。 新冠疫情所帶來的不確定性持續對經濟和零售增長施壓。零售銷售同比增長在 8 月探底後仍保持較低的增長，在 9 月和 10 月分別達到 4.4% 和 4.9%。按照產品分類，餐飲收入在 9 月和 10 月僅同比增長 3.1% 和 2.0%，而“服裝鞋帽、針紡織品類”和“汽車類”零售銷售繼續下跌。我們相信，最近新冠疫情最近在全國多地再次反彈，對宏觀經濟環境和消費市場產生下行壓力，是最近零售銷售增長放緩的直接誘因。然而，我們認為，一旦疫情重新受到控制，以上的壓力將會有所緩解。

原材料價格上漲帶動通脹上升。 CPI 從 9 月的 0.7% 上升到 10 月的 1.5%，主要由於蔬菜和能源產品的 CPI 增速加快。若原材料價格(特別是能源產品)的上升，以及其所帶來的消費產品價格上漲，將會持續推動 CPI 的上漲。此外，受到供求關係改善、中央儲備豬肉收儲工作的推進、豬農加快出欄的影響，豬肉價格最近也有所上漲，並對 CPI 的回升有一定的幫助。從長遠來看，全球在爭取達到碳中和的過程中，也會推動能源產品價格並影響通脹水平。然而，我們認為，消費行業增長速度放緩和其他宏觀挑戰，導致短期內消費行業內企業提價空間有限。

政策環境和宏觀經濟為消費市場的兩大挑戰。 最近針對經濟發展再平衡和“共同富裕”目標所公布的政策所產生的影響將會擴展到其他行業。其中一方面的影響是人均收入和支出的增長。根據統計局數據，全國人均可支配收入和支出的同比增速從 2 季度的 11.4% 和 18.5% 下降到 3 季度的 6.3% 和 11.5%。我們相信，這些行業政策的實施將會為收入和支出的增長帶來更多的波動性，並對消費市場帶來負面影響。然而，我們認為消費市場仍具有一定的吸引力，主要由於其中部分企業具有反周期屬性，而且消費市場整體來講所受到的直接政策影響較少。

長綫展望

國內的人口基數龐大，消費力逐漸增強，是國內消費市場中長期發展的堅實基礎。然而，出生人口下降或出生率較低，將會改變人口結構以及降低消費市場的整體需求，對消費市場的發展有一定影響。

短綫展望

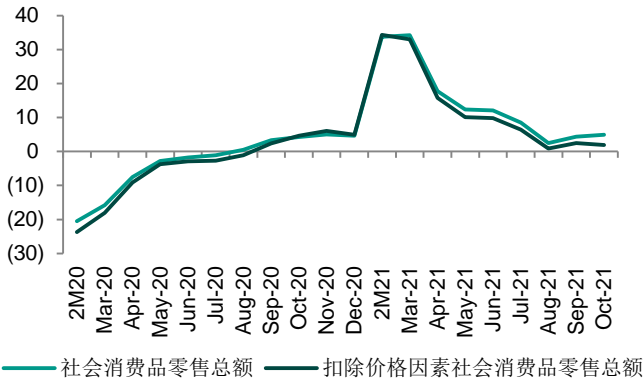
持續的新冠疫情影响，以及各種政策所帶來的變化，都將會對消費市場增長帶來負面影響。此外，通脹壓力上升，也會壓制消費市場的需求。

股份推薦

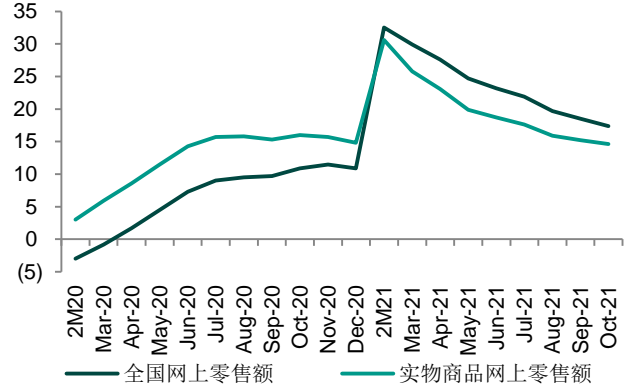
在目前的行業環境下，行業龍頭的防守性仍然具有吸引力。我們的行業首選包括**安踏 (2020 HK)**、**百盛中國 (YUMC US/9987 HK)**、**伊利 (600887 CH)**。

風險因素

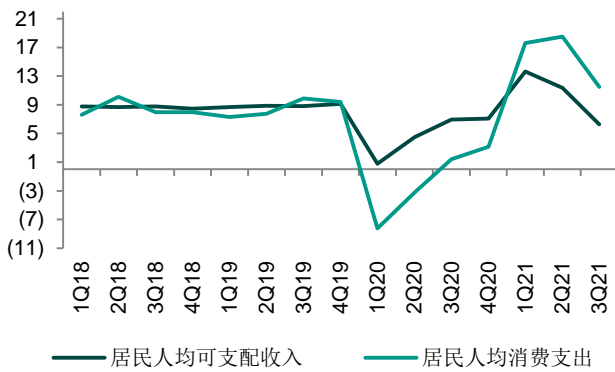
1) 宏觀經濟風險；2) 疫情風險；3) 政策/法規風險；4) 產品質量風險；5) 通脹風險；6) 消費者需求偏好變化。

圖表 1: 全國零售銷售增長 (同比 %)


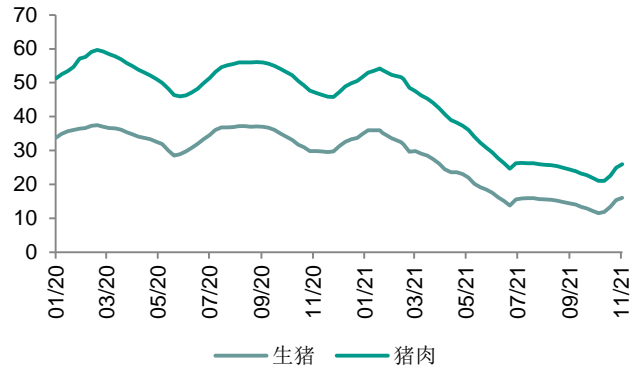
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 2: 網上零售銷售增長 (同比 %)


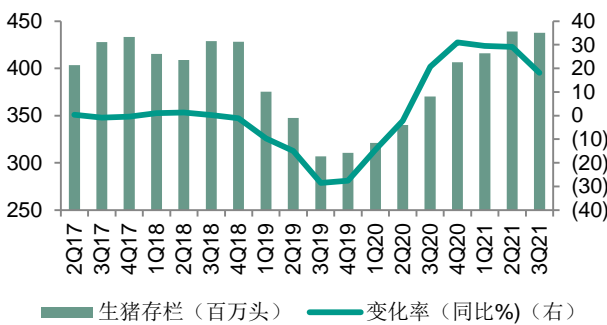
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 3: 居民人均可支配收入/消費支出 (同比 %)


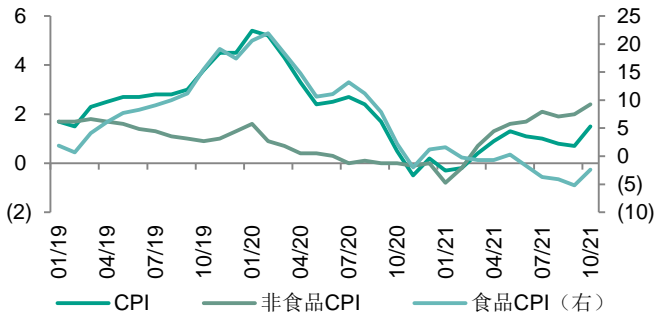
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 4: 周均生豬及豬肉批發價格(人民幣/公斤)


來源: 農業農村部、農銀國際證券

圖表 5: 國內生豬存欄量


來源: 農業農村部、農銀國際證券

圖表 6: CPI (同比 %)


來源: 統計局、農銀國際證券

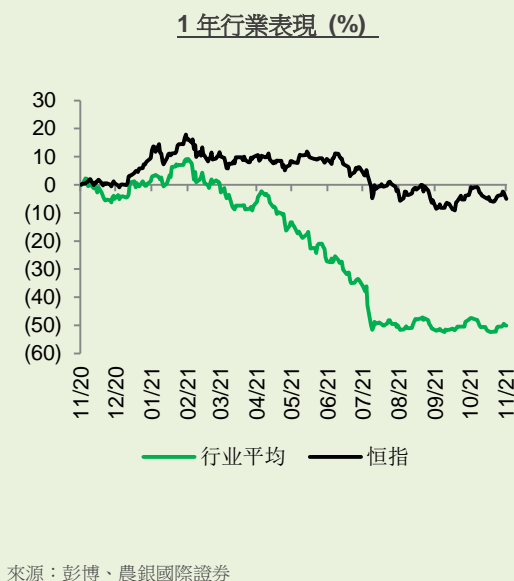
行業首選 (截至 2021 年 11 月 19 日的數據)

| 公司 | 代號 | 評級 | 目標價 | 上升空間 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市淨率 (x) | FY22E 市淨率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|-----------|----|------------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 安踏 | 2020 HK | 買入 | HK\$ 155.1 | 14.5 | 35.94 | 25.50 | 10.10 | 7.94 | 1.08 | 1.22 |
| 百勝中國 | YUMC US | 買入 | US\$ 74.2 | 38.8 | 25.65 | 20.38 | 3.38 | 2.88 | 0.90 | 0.90 |
| | 9987 HK | 買入 | HK\$ 577.4 | 37.7 | 25.86 | 20.55 | 3.41 | 2.90 | 0.89 | 0.89 |
| 伊利 | 600887 CH | 買入 | RMB 45.6 | 11.6 | 26.80 | 22.04 | 7.49 | 6.79 | 2.62 | 3.18 |

來源: 彭博、農銀國際證券預測

中性 中國教育業- 行業政策環境複雜，高等教育相對受惠 潘泓興

| 主要數據 | 行業表現 (相對於恒指) | 絕對值 (%) | 相對值 (%) | 1 年行業表現 (%) |
|--|-----------------|------------|------------|-------------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 10.77 | 1 個月 | (4.8) | (2.0) |
| 2022E 市淨率均值 (x) | 1.46 | 3 個月 | 1.7 | 2.8 |
| 2022E 股息率均值 (%) | 5.47 | 6 個月 | (42.4) | (30.0) |
| 來源：彭博、農銀國際證券預測 | 來源：彭博、農銀國際證券 | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> ➢ 針對降低義務教育階段學生的學習壓力，有關部門最近公布了《關於進一步減輕義務教育階段學生作業負擔和校外培訓負擔的意見》(“意見”)；“意見”對課外輔導行業進行整治，並對行業內的公司運營和融資方面進行規管 ➢ 《中華人民共和國國民辦教育促進法實施條例》的公布以及國家對推動職業教育方面的支持將會利好高等教育行業 ➢ 新生兒數量下降在長期將會對教育行業潛在招生人數增長帶來挑戰 ➢ 鑒於目前行業政策環境複雜，我們相信高等教育相對於其他教育行業吸引力較大；我們的行業首選是中教控股(839 HK) | | | | |



課外輔導行業政策壓力加大。在今年 7 月，有關部門針對 K-12 課外輔導行業的整頓公布了《關於進一步減輕義務教育階段學生作業負擔和校外培訓負擔的意見》(“意見”)，並對該行業內的公司運營和融資造成持續影響。我們認為，“意見”對課外輔導行業較為深遠的影響是禁止課外輔導機構在周末、公眾假期、寒暑假期間向學生提供學科類課外輔導。而在最近，新東方(EDU US/9901 HK)及好未來(TAL US)均宣布在今年年末前將會完成退出內地 K-9 階段學生的學科類課外培訓業務。我們相信，“意見”針對的并不只是教育行業，同時也是為了提高整體生育意願和降低育兒成本，從而實現改善人口結構的目標而制定的。因此，我們預期，有關部門在中長期內將會將持續落實“意見”內的相關措施。

高等教育行業獲得更多政策支持。最近公布的《中華人民共和國國民辦教育促進法實施條例》(“條例”)為高等教育板塊的發展提供了更多的政策支持。根據“條例”，高等教育集團在舉辦學校、關聯方交易等方面都有較多的靈活性。(詳見圖表 3)此外，在今年年初公布的政府工作報告提出高職教育的招生規模要增加 100 萬人次，意味著民辦高等教育機構將會有更多的增長機會。教育部持續推進獨立學院的轉設也意味著擁有此類學校的高等教育集團可以減少每年支付的管理費用從而提高利潤率。

人口結構變化對行業帶來長期挑戰。根據國家統計局，全國新生兒在 2020 年為 1200 萬，同比下跌 265 萬或 18.1%。新生兒數量持續下跌意味著潛在學生人數的下降。而根據教育部的數據，在 2020 年，全國小學和初中的招生人數分別同比下跌約 60 萬人和 10 萬人，部分反映最近幾年的出生人口下降趨勢。如果新生兒數量維持低位或持續下跌，教育行業將會在未來面臨招生人數增長的困難。

長綫展望

儘管人口基數目前仍然較大，但是新生兒數量持續下降將會降低潛在的招生數量。此外，我們相信，有關部門將會在中長期內持續有效落實針對義務教育階段學生減負的政策，以推動扭轉人口結構改變的趨勢。

短綫展望

在新政策環境下，課外輔導機構的增長將會面臨嚴峻挑戰。同時，如果最近在全國各地出現的新冠疫情未能得到有效控制，教育行業的運營將面臨更多短期的衝擊。

股份推薦

目前教育行業內不同的子行業所受到的政策監管程度有所不同。我們首選是高等教育行業，主要由於目前政策對該子行業的支持較多。行業首選是**中教控股(839 HK)**。

風險因素

1) 法規/政策風險；2) 疫情風險；3) 宏觀經濟風險；4) 人口結構變化風險；5) 教育質量風險；6) 運營風險。



圖表 1: 政策摘要 - 《關於進一步減輕義務教育階段學生作業負擔和校外培訓負擔的意見》

政策目標

學生過重作業負擔和校外培訓負擔、家庭教育支出和家長相應精力負擔 1 年內有效減輕、3 年內成效顯著，人民群眾教育滿意度明顯提升

針對課外輔導機構

➤ **針對面向義務教育階段學生的課程類課外輔導機構的重點監管規則：**

- 1) 各地不再審批新的面向義務教育階段學生的學科類校外培訓機構，現有學科類培訓機構統一登記為非營利性機構；
- 2) 對原備案的線上學科類培訓機構，改為審批制。各省(自治區、直轄市)要對已備案的線上學科類培訓機構全面排查，并按標準重新辦理審批手續；未通過審批的，取消原有備案登記和互聯網信息服務業務經營許可證(ICP)；
- 3) 學科類培訓機構一律不得上市融資，嚴禁資本化運作；上市公司不得通過股票市場融資投資學科類培訓機構，不得通過發行股份或支付現金等方式購買學科類培訓機構資產；外資不得通過兼併收購、受托經營、加盟連鎖、利用可變利益實體等方式控股或參股學科類培訓機構；已違規的，要進行清理整治；
- 4) 校外培訓機構不得占用國家法定節假日、休息日及寒暑假組織學科類培訓；
- 5) 從事學科類培訓的人員必須具備相應教師資格，並將教師資格信息在培訓機構場所及網站顯著位置公布；
- 6) 嚴禁超標超前培訓，嚴禁非學科類培訓機構從事學科類培訓，嚴禁提供境外教育課程；
- 7) 線上培訓機構不得提供和傳播“拍照搜題”等惰化學生思維能力、影響學生獨立思考、違背教育教學規律的不良學習方法。

➤ **其他針對課外輔導機構的重點監管規則：**

- 1) 對非學科類培訓機構，各地要區分體育、文化藝術、科技等類別，明確相應主管部門，分類制定標準、嚴格審批；依法依規嚴肅查處不具備相應資質條件、未經審批多址開展培訓的校外培訓機構；
- 2) 建立培訓內容備案與監督制度，制定出臺校外培訓機構培訓材料管理辦法；嚴禁超標超前培訓，嚴禁非學科類培訓機構從事學科類培訓，嚴禁提供境外教育課程；
- 3) 嚴格控制資本過度涌入培訓機構，培訓機構融資及收費應主要用于培訓業務經營，堅決禁止為推銷業務以虛構原價、虛假折扣、虛假宣傳等方式進行不正當競爭，依法依規堅決查處行業壟斷行為；
- 4) 線上培訓要注重保護學生視力，每課時不超過 30 分鐘，課程間隔不少於 10 分鐘，培訓結束時間不晚於 21 點；積極探索利用人工智能技術合理控制學生連續線上培訓時間；聘請在境內的外籍人員要符合國家有關規定，嚴禁聘請在境外的外籍人員開展培訓活動；
- 5) 中央有關部門、地方各級黨委和政府要加強校外培訓廣告管理，確保主流媒體、新媒體、公共場所、居民區各類廣告牌和網絡平臺等不刊登、不播發校外培訓廣告；不得在中小學校、幼兒園內開展商業廣告活動，不得利用中小學和幼兒園的教材、教輔材料、練習冊、文具、教具、校服、校車等發布或變相發布廣告；依法依規嚴肅查處各種誇大培訓效果、誤導公眾教育觀念、製造家長焦慮的校外培訓違法違規廣告行為。

➤ **針對面向 3-6 歲兒童及高中學生的課外輔導機構的重點監管規則：**

- 1) 不得開展面向學齡前兒童的線上培訓；
- 2) 嚴禁以學前班、幼小銜接班、思維訓練班等名義面向學齡前兒童開展線下學科類(含外語)培訓；
- 3) 不再審批新的面向學齡前兒童的校外培訓機構和面向普通高中學生的學科類校外培訓機構。

➤ **開展試點工作**

- 1) 在全面開展治理工作的同時，確定北京市、上海市、瀋陽市、廣州市、成都市、鄭州市、長治市、威海市、南通市為全國試點，其他省份至少選擇 1 個地市開展試點；
- 2) 對現有學科類培訓機構重新審核登記，逐步大大壓減，解決過多過濫問題；依法依規嚴肅查處存在不符合資質、管理混亂、借機斂財、虛假宣傳、與學校勾連牟利等嚴重問題的機構；
- 3) 鼓勵有條件的學校在課餘時間向學生提供興趣類課後服務活動，供學生自主選擇參加；課後服務不能滿足部分學生發展興趣特長等特殊需要的，可適當引進非學科類校外培訓機構參與課後服務，由教育部門負責組織遴選，供學校選擇使用，並建立評估退出機制，對出現服務水平低下、惡意在校招攬生源、不按規定提供服務、擾亂學校教育教學和招生秩序等問題的培訓機構，堅決取消培訓資質；
- 4) 堅持校外培訓公益屬性，充分考慮其涉及重大民生的特點，將義務教育階段學科類校外培訓收費納入政府指導價管理，科學合理確定計價辦法，明確收費標準，堅決遏制過高收費和過度逐利行為。通過第三方托管、風險儲備金等方式，對校外培訓機構預收費進行風險管控，加強對培訓領域貸款的監管，有效預防“退費難”、“卷錢跑路”等問題發生。

針對義務教育學校

- 學校要確保小學一、二年級不布置家庭書面作業，可在校內適當安排鞏固練習；小學三至六年級書面作業平均完成時間不超過 60 分鐘，初中書面作業平均完成時間不超過 90 分鐘；嚴禁給家長布置或變相布置作業，嚴禁要求家長檢查、批改作業；發揮作業診斷、鞏固、學情分析等功能，將作業設計納入教研體系，系統設計符合年齡特點和學習規律、體現素質教育導向的基礎性作業。鼓勵布置分層、彈性和個性化作業，堅決克服機械、無效作業，杜絕重複性、懲罰性作業；
- 學校要充分利用資源優勢，有效實施各種課後育人活動，在校內滿足學生多樣化學習需求；引導學生自願參加課後服務；學校要制定課後服務實施方案，增強課後服務的吸引力；充分用好課後服務時間，指導學生認真完成作業，對學習有困難的學生進行補習輔導與答疑，為學有餘力的學生拓展學習空間，開展豐富多彩的科普、文體、藝術、勞動、閱讀、興趣小組及社團活動；不得利用課後服務時間講新課；課後服務結束時間原則上不早於當地正常下班時間；對有特殊需要的學生，學校應提供延時托管服務；
- 教育部門要徵集、開發豐富優質的線上教育教學資源，利用國家和各地教育教學資源平臺以及優質學校網絡平臺，免費向學生提供高質量專題教育資源和覆蓋各年級各學科的學習資源，推動教育資源均衡發展，促進教育公平。

來源：教育部、農銀國際證券



圖表 2: 其他針對校外培訓行業的政策/法規

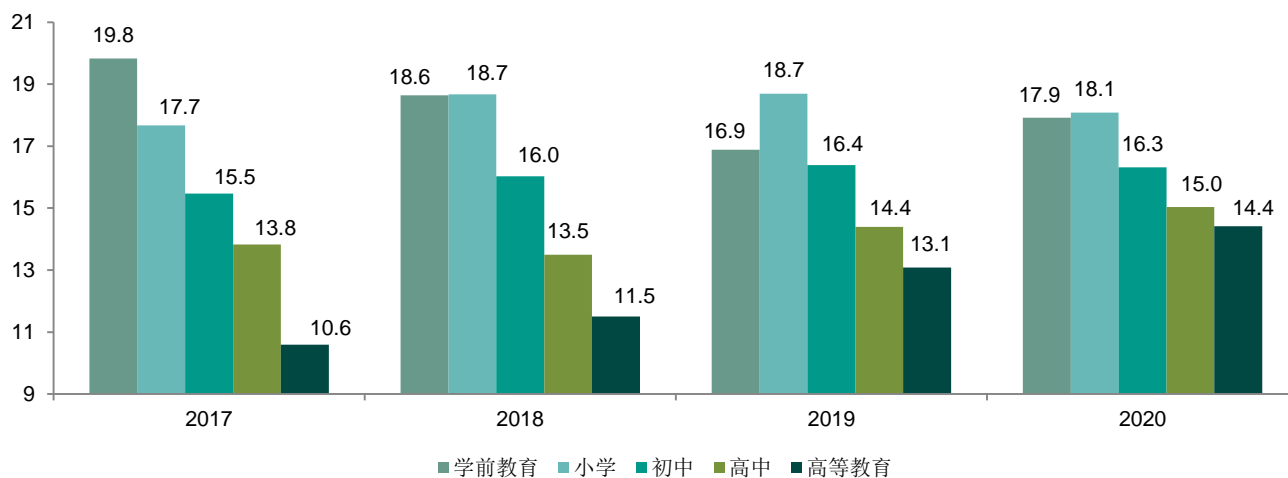
| 政策/法規 | 摘要 |
|------------------------------|--|
| 《未成年人學校保護規定》 | ➢ 學校不得與校外培訓機構合作向學生提供有償的課程或者課程輔導。 |
| 《教育部辦公廳關於加強義務教育學校作業管理的通知》 | ➢ 嚴禁校外培訓作業。各地要按國家有關規定，把禁止留作業作為校外培訓機構日常監管的重要內容，堅決防止校外培訓機構給中小學生留作業，切實避免校內減負、校外增負。 |
| 《教育部關於大力推進幼兒園與小學科學銜接的指導意見》 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 各級教育部門要會同有關部門持續加大對校外培訓機構、小學、幼兒園違反教育規律行為的治理力度，開展專項治理； ➢ 落實國家有關規定，校外培訓機構不得對學前兒童違規進行培訓； ➢ 小學嚴格執行免試就近入學，嚴禁以各類考試、競賽、培訓成績或證書等作為招生依據，堅持按課程標準零起點教學；幼兒園滿足需要的地方，小學不得舉辦學前班； ➢ 幼兒園不得提前教授小學課程內容，不得布置讀寫算家庭作業，不得設學前班，幼兒園出現大班幼兒流失的情況，應及時瞭解原因和去向，并向當地教育部門報告；幼兒園不得提前教授小學課程內容，不得布置讀寫算家庭作業，不得設學前班； ➢ 教育部門應根據有關線索，對接收學前兒童違規開展培訓的校外培訓機構進行嚴肅查處並列入黑名單，將黑名單信息納入全國信用信息共享平臺，按有關規定實施聯合懲戒；對辦學行為嚴重違規的幼兒園和小學，追究校長、園長和有關教師的責任。 |
| 《教育部辦公廳關於進一步加強中小學生睡眠管理工作的通知》 | ➢ 各地教育部門要會同相關部門切實加強對轄區內注冊登記或備案的線上培訓網課平臺、網絡遊戲的規範管理，採取技術手段進行監管，確保線上直播類培訓活動結束時間不得晚於 21:00，每日 22:00 到次日 8:00 不得為未成年人提供遊戲服務。 |

來源：教育部、農銀國際證券

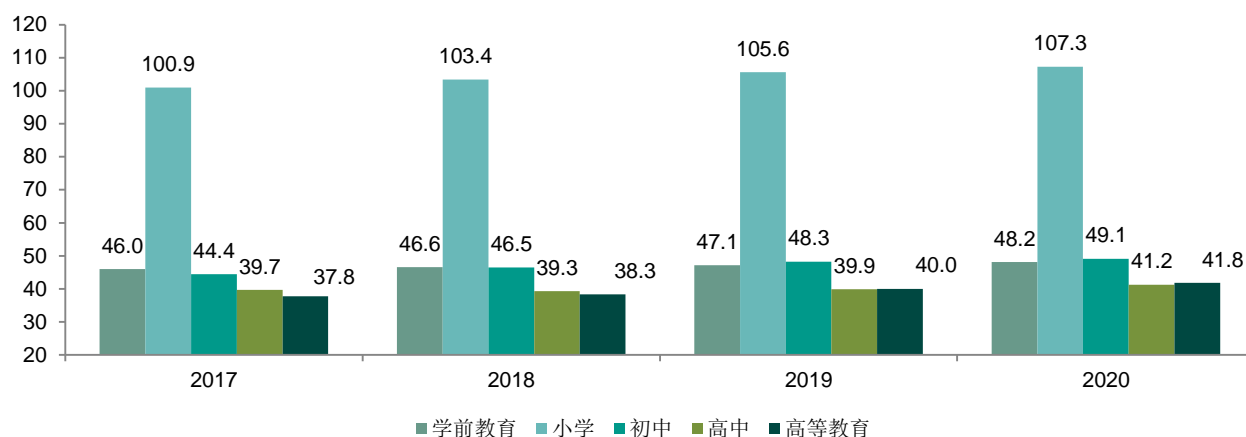
圖表 3: 政策摘要 - 《中華人民共和國國民辦教育促進法實施條例》

| 政策/法規 | 摘要 |
|-----------------------|--|
| 《中華人民共和國國民辦教育促進法實施條例》 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 在中國境內設立的外商投資企業以及外方為實際控制人的社會組織不得舉辦、參與舉辦或者實際控制實施義務教育的民辦學校；舉辦其他類型民辦學校的，應當符合國家有關外商投資的規定； ➢ 任何社會組織和個人不得通過兼併收購、協議控制等方式控制實施義務教育的民辦學校、實施學前教育的非營利性民辦學校； ➢ 同時舉辦或者實際控制多所民辦學校的，舉辦者或者實際控制人應當具備與其所開展辦學活動相適應的資金、人員、組織機構等條件與能力，並對所舉辦民辦學校承擔管理和監督職責； ➢ 實施義務教育的民辦學校不得與利益關聯方進行交易；其他民辦學校與利益關聯方進行交易的，應當遵循公開、公平、公允的原則，合理定價、規範決策，不得損害國家利益、學校利益和師生權益；民辦學校應當建立利益關聯方交易的信息披露制度；教育、人力資源社會保障以及財政等有關部門應當加強對非營利性民辦學校與利益關聯方簽訂協議的監管，並按年度對關聯交易進行審查； ➢ 實施學前教育、學歷教育的民辦學校享有與同級同類公辦學校同等的招生權，可以在審批機關核定的辦學規模內，自主確定招生的標準和方式，與公辦學校同期招生； ➢ 民辦學校享受國家規定的稅收優惠政策；其中，非營利性民辦學校享受與公辦學校同等的稅收優惠政策。 |

來源：教育部、農銀國際證券

圖表 4: 全國招生人數(百萬人)


來源：教育部、農銀國際證券

圖表 5: 全國在校學生人數(百萬人)


來源：教育部、農銀國際證券

行業首選 (截至 2021 年 11 月 19 日的數據)

| 公司 | 代號 | 評級 | 目標價 (港幣) | 上升空間 (%) | FY22E 市盈率 (x) | FY23E 市盈率 (x) | FY22E 市淨率 (x) | FY23E 市淨率 (x) | FY22E 股息率 (%) | FY23E 股息率 (%) |
|------|--------|----|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 中教控股 | 839 HK | 買入 | 22.6 | 67.2 | 16.47 | 14.20 | 2.01 | 1.85 | 2.71 | 3.15 |

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國電信業- 2022 年 5G 網絡貢獻增加 黎柏堅

| 主要數據 | 行業表現 (相對於 恒生指數) | 絕對值 (%) | 相對值 (%) |
|-----------------|-----------------------|------------|--------------|
| 2022E 市盈率均值 (x) | 12.8 | 1 個月 | 1.3 (2.0) |
| 2022E 市淨率均值 (x) | 1.9 | 3 個月 | (16.4) (4.4) |
| 2022E 股息率均值 (%) | 2.1 | 6 個月 | 1.1 14.5 |

來源：彭博、農銀國際證券預測

來源：彭博、農銀國際證券

1 年行業表現 (%)

來源：彭博、農銀國際證券

- 電信運營商的移動 ARPU 正在提升，因受到更高的移動數據使用量和更多不同類型的 5G 應用所推動
- 由于雲計算、IPTV、網絡遊戲等需求增加，有線寬帶業務的增長迅速
- 我們預測 2022 年 5G 用戶滲透率將達到 37.5%
- 中國移動(941 HK)為我們的行業首選，因其高股息率、健康的資產負債表以及在中國電信市場的主導地位

我們預測 2022 年中國 5G 用戶將超過 6 億。截至 2021 年 10 月，中國移動(941 HK)、中國聯通(762 HK)、中國電信(728 HK)的移動用戶市場份額分別為 58.2%/19.2%/ 22.6%。中國移動憑藉良好的網絡覆蓋和優質的服務，在移動用戶中保持最高的市場份額。電信運營商正在通過推出最新的 5G 智能手機型號來促進 5G 用戶增長。我們預計 2022 年電信運營商的資本支出將同比增長 2.0%。由于電信運營商需要建設獨立的 5G 網絡，預計 2022 年整體 5G 基站將達到 200 萬個。2021 年 10 月 5G 用戶已超過 4.45 億，我們預計 2022 年 5G 用戶將超過 6 億，這主要得益於更多 5G 服務計劃和新 5G 智能手機的推出。預計 2022 年 5G 用戶滲透率將達 37.5%。

更多新類型的有線服務和應用程序推動了有線業務的增長。截至 2021 年 10 月，中國移動、中國聯通、中國電信的有線寬帶用戶市場份額分別為 47.5%/18.7%/33.8%。有線寬帶網絡的增長得到雲計算、大數據、家庭辦公和家庭娛樂的支持。我們預計 2022 年中國有線寬帶市場將受到更好的網絡速度和 IPTV 使用率的推動。由于推出了高效的營銷計劃，中國移動在有線寬帶市場的市場份額最高。我們預計有線寬帶將得到智能家居、AR/VR、4K 電視等一系列新應用的支持。

我們預測 2022 年全球智能手機出貨量將同比增長 16.0%。根據 IDC 的數據，由于芯片短缺，2021 年第 3 季度全球智能手機出貨量為 3.3 億部，同比下降 6.7%。變種新冠肺炎影響了組件的出貨和智能手機製造商的生產。我們預計 2022 年全球智能手機出貨量將同比增長 16.0%，因受 2022 年第 3 季度智能手機出貨量將好轉及芯片供應復蘇的推動。隨著芯片供應的恢復，預計整體智能手機出貨量將在 2022 年第 3 季度出現較明顯的增長。

長綫展望

長期來看，電信運營商有望受益於 5G 網絡的貢獻，將有更高的 5G 用戶滲透率、人均移動數據使用量的增加和移動 ARPU 的上升。國內有許多支持提升 5G 電信服務使用率的政策，有望幫助電信運營商提升 5G 用戶。許多公司都正在推出物聯網、自動駕駛、智能家居、AR/VR 等 5G 相關的新應用。電信運營商可以通過推出創新服務產生更多增值服務收入。用戶可以通過更快的傳輸網絡使用視頻內容和在線遊戲，這將鼓勵用戶轉向 5G 網絡。由于 5G 網絡需要更密集的基站分布和更廣泛的光纖網絡覆蓋，電信運營商將加快中國 5G 網絡的發展並增加 5G 網絡發展的資本支出。

短綫展望

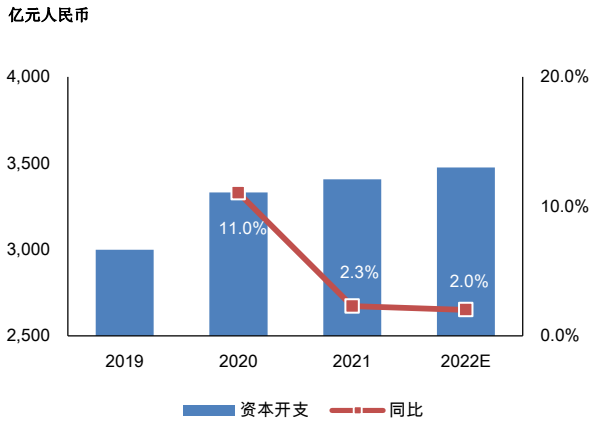
短期內，由于移動數據使用量增加和 5G 用戶數上升，我們預計電信運營商的移動服務收入增長將有所改善，這得益於更好的移動 ARPU。預計電信運營商將在 2022 年提升資本支出以改善 5G 網絡覆蓋，這將有利于上游電信設備供應鏈。由于大數據、雲計算和家庭娛樂需求，固網服務增長在 2022 年保持強勁增長。在 5G 智能手機需求的推動下，預計電子元件供應商將受益於平穩售價的改善和出貨量的增長。

股份推薦

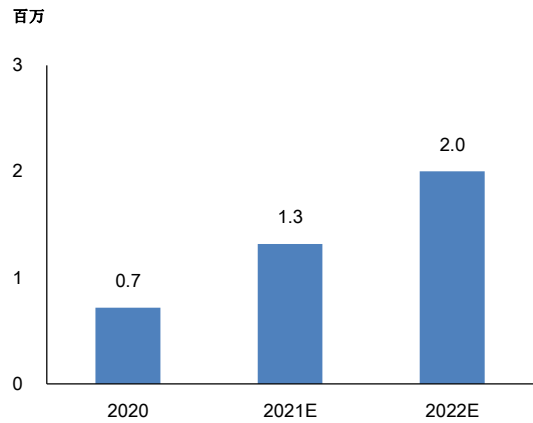
中國移動(941 HK)是我們的行業首選。由于 5G 用戶基數的增加，我們預計中國移動的移動 ARPU 將在 2022 年反彈。中國移動憑藉更好的網絡覆蓋和資源優勢，保持中國市場移動用戶最大的市場份額。中國移動的目標價為 82.0 港元，相當於 4.1 倍 2022 年 EV/EBITDA。

風險因素

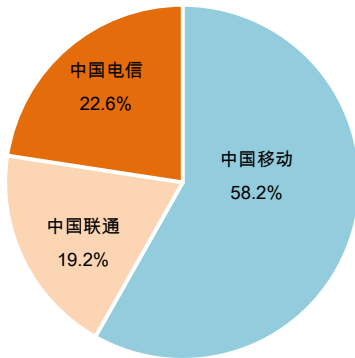
1) 工信部要求進一步降低服務資費；2) 用戶飽和；3) 市場競爭加劇；4) 智能手機出貨量增長放緩；5) 5G 網絡發展放緩。

圖表 1: 電信運營商的資本開支


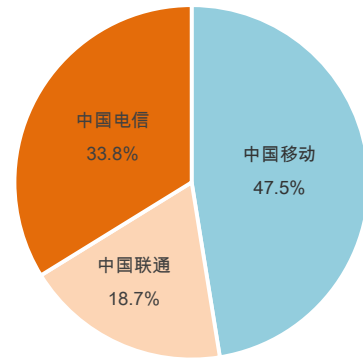
來源：工信部、農銀國際證券預測

圖表 2: 5G 基站


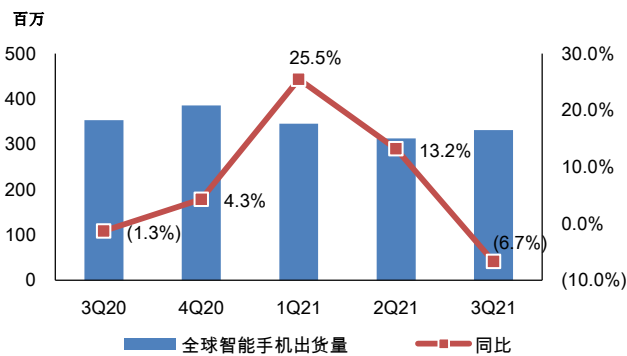
來源：工信部、農銀國際證券預測

圖表 3: 移動用戶市場份額


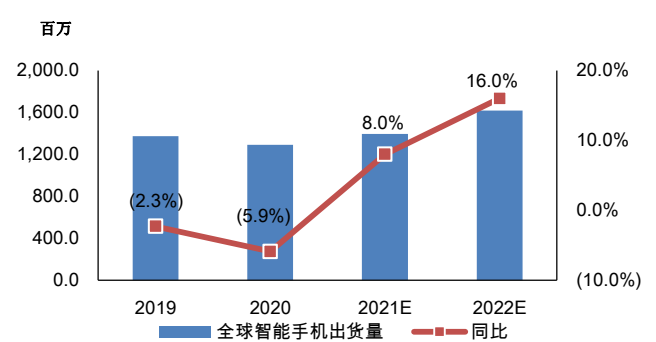
來源：各公司、農銀國際證券

圖表 4: 有線寬帶用戶市場份額


來源：各公司、農銀國際證券

圖表 5: 智能手機出貨量和增長


來源：IDC、農銀國際證券

圖表 6: 智能手機出貨量和增長


來源：IDC、農銀國際證券預測

行業首選 (截至 2021 年 11 月 19 日的數據)

| 公司 | 代號 | 評級 | 目標價 (港幣) | 上升空間 (%) | FY21E 市盈率 (x) | FY22E 市盈率 (x) | FY21E 市淨率 (x) | FY22E 市淨率 (x) | FY21E 股息率 (%) | FY22E 股息率 (%) |
|------|--------|----|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 中國移動 | 941 HK | 買入 | 82.0 | 73.2 | 9.6 | 9.5 | 0.81 | 0.78 | 5.6 | 5.7 |

來源：彭博、農銀國際證券預測

權益披露

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

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去12個月內，與本報告提及的農業銀行(1288 HK/601288 CH)、建設銀行(939 HK/601939 CH)、工商銀行(1398 HK/601398 CH)、華潤萬象生活(1209 HK)、華潤置地(1109 HK)、遠洋集團(3377 HK)、越秀地產(123 HK)、恒大集團(3333 HK)、JD.com(9618 HK)、中國平安(2318 HK)及中國人壽(2628 HK)有投資銀行業務關係。

陳宋恩持有農業銀行(1288 HK)H股股份

評級的定義

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

股票投資回報是未來12個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是5年市場平均回報率

市場回報率:自 2008 年以來的平均市場回報率(恒生指數總回報指數 2008-20 年的複合增長率為 9.2%)

目標價的時間範圍:12 個月

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

免責聲明

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

版權所有 2021 年農銀國際證券有限公司

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

辦公地址: 香港中環紅棉路 8 號東昌大廈 13 樓農銀國際證券有限公司

電話:(852)21478863