



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2021

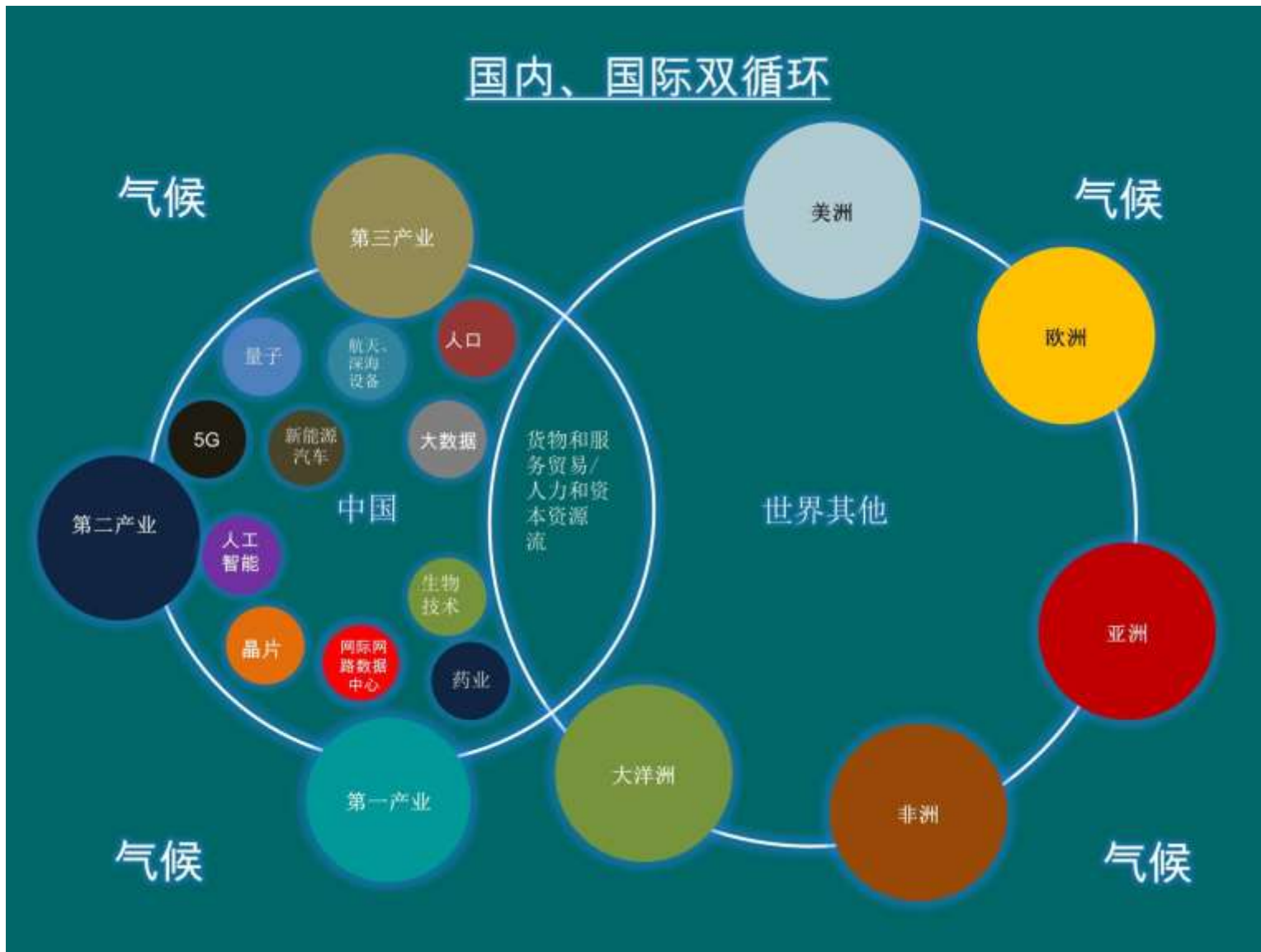
經濟展望及投資策略

農銀國際中國/香港股票研究

智能科技
重塑世界

2020年12月4日

国内、国际双循环



目錄

2021 年全球經濟展望	5	陳宋恩 (研究部主管) 投資策略 philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
2021 年中國經濟展望	10	
2021 年投資策略	17	
香港 IPO 市場	33	姚少華 (經濟師) 經濟展望 yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
中國銀行業 - 正面	36	
中國房地產業 - 正面	41	歐宇恒 (分析員) 中國銀行業 johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中國機場業 - 正面	46	
中國替代能源業 - 中性	49	周秀成 (分析員)
中國證券業 - 中性	52	中國證券業 / 中國互聯網媒體與消費商務業 stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
中國互聯網媒體與消費商務業 - 正面	54	
中國消費業 - 正面	56	董耀基 (分析員) 中國房地產業 kennethtung@abci.com.hk 852-2147 8311
中國教育業 - 正面	58	
中國電信業 - 正面	60	吳景荃 (分析員) 中國機場業 / 替代能源業 kelvinng@abci.com.hk 852-2147 8869
		潘泓興 (分析員) 中國消費業 / 中國教育業 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

于 2020 年 12 月 4 日發布
另有指明外,數據截至 2020 年 12 月 1 日



全球經濟展望

2021 年全球經濟展望

經濟師:姚少華

- 全球經濟在 2020 年上半年因新冠疫情受到重創，隨著限制措施的放鬆和商業活動的重啓，全球經濟增長在 2020 年第 3 季明顯反彈
- 然而，在 2020 年第 4 季新一波的新冠疫情衝擊再次浮現，特別在美國、歐洲、印度及巴西的情況更爲嚴重。不少國家的經濟再次受挫，其中服務業受到的打擊尤其大
- 2020 年年初至今全球通脹水平因經濟陷入衰退和能源價格回落保持溫和水平。由于總需求的疲弱似乎超過了全球供應鏈中斷的影響，撇除食品及能源價格外的核心通脹整體上亦維持溫和態勢
- 展望 2021 年，我們預計隨著疫苗覆蓋範圍的擴大和治療方法的改進，新冠疫情將在 2021 年第 2 季逐漸消退。由于較低的基數效應以及拜登當選爲第 46 任美國總統，全球貿易緊張局勢或會有所緩解，我們預計全球經濟增長將在 2021 年大幅反彈
- 我們預期 2020 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長-3.7%¹、-2.0%、-7.5%、-5.4%及-11.0%，2021 年則分別增長 4.0%、8.0%、5.0%、2.5%及 5.5%，相比而言，上述國家在 2019 年經濟分別增長 2.2%、6.1%、1.3%、0.7%及 1.5%

2020 年第 4 季新冠疫情再次升溫

隨著限制措施的放鬆和商業活動的重啓，全球經濟增長在 2020 年第 3 季反彈。如圖表 1 所示，2020 年第 3 季美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長-2.9%、4.9%、-4.4%、-5.8%及-9.6%，均較第 2 季-9.0%、3.2%、-14.8%、-10.2%及-21.5%的經濟增速明顯反彈。特別值得指出的是，由于較好控制了新冠疫情的傳染，中國經濟在 2020 年首 3 個月在全球主要經濟體裏率先重返增長。自 2020 年 4 月以來，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數持續回升，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	2020 年第 1 季	2020 年第 2 季	2020 年第 3 季
美國	0.3	(9.0)	(2.9)
中國	(6.8)	3.2	4.9
歐元區	(3.3)	(14.8)	(4.4)
日本	(1.8)	(10.2)	(5.8)
英國	(2.1)	(21.5)	(9.6)

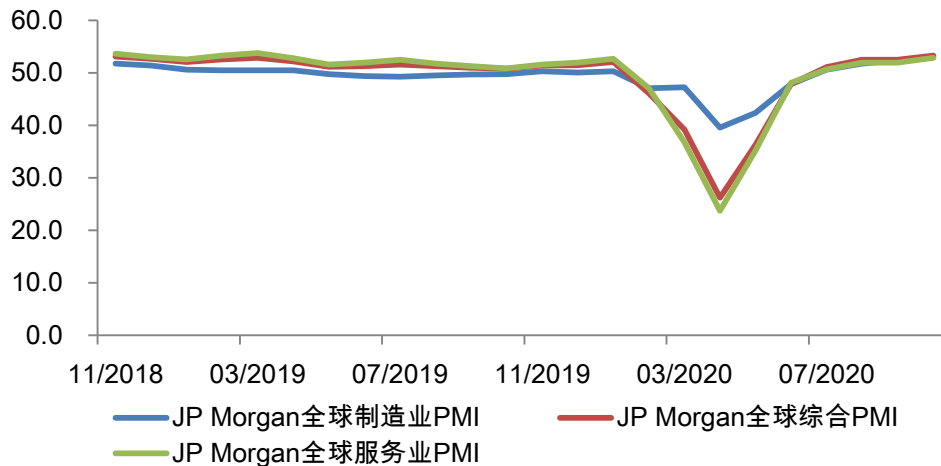
來源: 彭博、農銀國際證券

然而，在 2020 年第 4 季新一波的新冠疫情衝擊再次浮現，特別在美國、歐洲、印度及巴西的情況更爲嚴重。目前，全世界每天的新增病例和死亡人數不斷衝擊新高。許多國家推遲了經濟活動的重新開放，甚至實施了新的封鎖措施來遏制疫情蔓延。不少

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均爲按年變化

國家的經濟再次受挫，其中服務業受到的打擊尤其大。比如歐元區綜合 PMI 從 10 月的 50.0 降至 11 月的 45.3，服務業 PMI 從同期的 46.9 降至 41.7，表明歐元區經濟在第 4 季前 2 個月出現放緩。

圖表 2: JP Morgan 全球 PMI 指數(%)



來源: 彭博, 農銀國際證券

全球貿易自 2020 年初以來急劇下降，主要因為新冠疫情和大範圍的封鎖擾亂了全球工業生產和消費支出。根據世貿組織最新的季貿易量統計，貨物貿易在 2020 年第 1 季下降 6.0% 之後，第 2 季再下降 21.0%。商業服務貿易在第 1 季下降 6.0% 之後，在第 2 季再下降 30.0%。儘管世貿組織公布的貨物貿易晴雨錶從 8 月的 84.5 大幅反彈至 11 月的 100.7，但由於近期美國和歐洲的新冠肺炎感染人數再創新高，全球貿易增長可能在 2020 年第 4 季再次放緩。

2020 年年初至今全球通脹水平因經濟陷入衰退和能源價格回落保持溫和水平。由於總需求的疲弱似乎超過了全球供應鏈中斷的影響，撇除食品及能源價格外的核心通脹整體上亦維持溫和態勢。由於勞動力市場持續疲弱以及工資增長乏力，大多數發達經濟體的核心通脹未達到央行目標。在新興經濟體中，大多數因經濟增速大幅放緩導致核心通脹低於 2% 水平。然而，少數新興經濟體因貨幣貶值部分抵消了通脹下行壓力。由於豬肉價格大幅下跌，中國整體 CPI 通脹從 2020 年 1 月的 5.4% 大幅回落至 10 月的 0.5%，而同期核心通脹率亦從 1.5% 降至 0.5%。

全球主要央行為家庭、企業及金融市場提供了前所未有的金融支持。美聯儲將聯邦基金目標利率下調至 0.00% 至 0.25% 的近零區間，並宣布無上限購買美國國債及抵押支持證券來支持金融市場。美聯儲還宣布改變其貨幣政策框架，宣布引入平均通脹率為 2% 的新的通脹目標。歐洲央行進一步降低了定向長期再融資操作的利率，並將抗疫緊急購債規模增加至 1.35 萬億歐元。英倫銀行及日本央行均增加了國債購買規模，並保持利率水平不變。而年初至今中國人民銀行推出寬鬆貨幣政策措施以穩定經濟增長，包括數次的降息及降准。

2021 年全球經濟增速將顯著反彈

展望 2021 年，我們預計隨著疫苗覆蓋範圍的擴大和治療方法的改進，新冠疫情將在 2021 年第 2 季逐漸消退。疫苗試驗在 2020 年下半年以前所未有的速度推進，有些疫苗在獲得批准之前于 2020 年第 4 季進入了最後的測試階段。由于較低的基數效應以及拜登當選為第 46 任美國總統，全球貿易緊張局勢或會有所緩解，我們預計全球經濟增長將在 2021 年大幅反彈。在 10 月發布的最新預測中，世貿組織預計 2021 年貨物貿易額將增長 7.2%，而 2020 年預計將下跌 9.2%。根據 IMF 于 2020 年 10 月發布的最新《世界經濟展望》，2021 年全球經濟增長預計為 5.2%，而 2020 年的預計下跌 4.4%（圖表 3）。然而，債務負擔的上升和潛在的新冠肺炎病毒大幅變異將是 2021 年的主要挑戰。

我們預計 2021 年美國經濟增長將從 2020 年估計的-3.7%大幅上升至 4.0%，主要因為新冠疫情影響的減弱和寬鬆的貨幣政策。較低的失業率和不斷上升的消費者信心水平將支持 2021 年的家庭支出。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以及緩和的中美貿易衝突。然而，共和黨或在 2021 年繼續控制參議院，拜登政府提出的財政刺激方案可能會遇到挑戰。在貨幣政策方面，我們預計美聯儲將在 2021 年維持現有的政策。美聯儲料會將聯邦基金利率的目標區間維持在 0.00%-0.25% 的近乎零水平，並維持其對美國國債、機構住宅和商業抵押支持證券的購買速度。

隨著對新冠疫情的有效控制、國內需求的改善以及潛在的中美衝突緩和，中國經濟增長有望在 2021 年大幅反彈。我們維持中國經濟 2020 年及 2021 年分別增長 2.0% 及 8.0% 的預測不變。貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏鬆的貨幣政策以穩定經濟增長。人民銀行預計將保持流動性充裕以支持對民營企業及中小企業的信貸供給。我們預期人民銀行或在 2021 年繼續宣布下調 RRR 及降低 OMO、MLF 及 LPR 利率。我們預期中央政府將采用常規的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、加速基建投資以及出臺鼓勵消費的政策。

我們預計 2021 年歐元區的經濟增速或由 2020 年估計的-7.5% 大幅反彈至 5.0%，主要因為歐盟復蘇基金的支持，超寬鬆的貨幣及財政政策，以及全球經濟重啟後帶來的強勁的外需。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。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 2021 年維持主要目標利率不變。歐洲央行料會把規模達 1.35 萬億歐元的抗疫緊急購債計劃延長至 2021 年 6 月或以後。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以及持續的低通脹水平，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，由于新冠疫情的消退以及財政和貨幣政策的支持，我們預計 2021 年英國經濟將增長 5.5%，大幅高于 2020 年的-11.0% 的估計值。

我們預計 2021 年日本的經濟增長將從 2020 年估計的-5.4% 反彈至 2.5%，主要因為政府的持續支出將提振國內需求。此外，我們預計外需將在 2021 年恢復，從而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 2021 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	2019 年	2020 年預測	2021 年預測
美國	2.2	(3.7)	4.0
中國	6.1	2.0	8.0
歐元區	1.3	(7.5)	5.0
日本	0.7	(5.4)	2.5
英國	1.5	(11.0)	5.5
世界(國際貨幣基金組織)	2.8*	(4.4)*	5.2*

來源: 國際貨幣基金組織, 經濟合作與發展組織, 彭博, 農銀國際證券估計

注釋: *代表國際貨幣基金組織的估計及預測



中國經濟展望

2021 年中國經濟展望

經濟師:姚少華

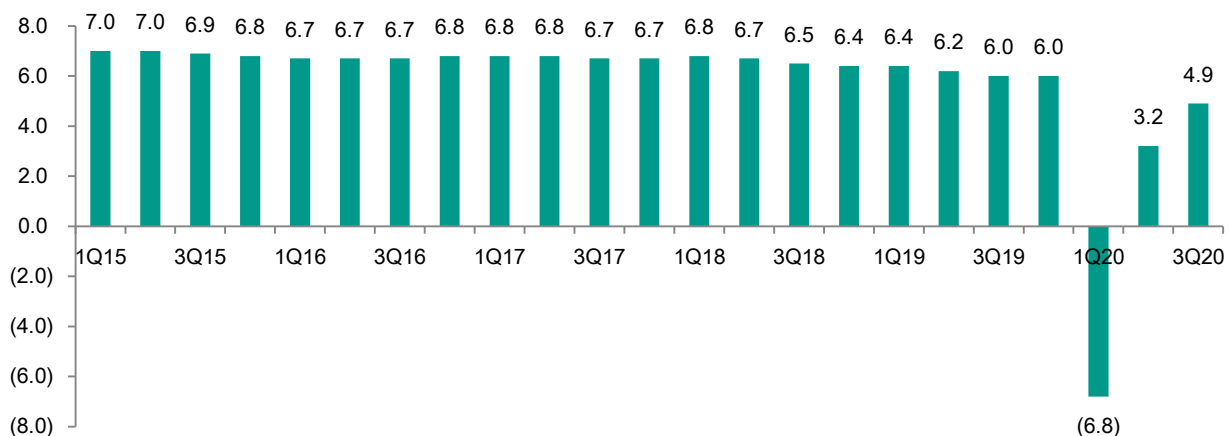
- 受累于新冠肺炎疫情的衝擊，中國 2020 年第 1 季 GDP 同比下降 6.8%¹。然而，隨著疫情逐步受控、復工復產的推進，中國經濟自第 2 季開始逐步反彈。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 2020 年前 3 季經濟增長 0.7%，為全球主要經濟體中唯一恢復增長的國家
- 展望未來，有見于內需改善和中美衝突或緩和，以及低基數效應，我們相信 2021 年中國經濟增長將顯著反彈。整體上我們預期 2021 年中國 GDP 增長 8.0%，大幅高于 2020 年 2.0%的預估增速
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2021 年將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。我們預計 2021 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.65%及 4.55%。2021 年底大型存款類金融機構的 RRR 料跌至 10.0%，而中小型金融機構的 RRR 料跌至 8.0%
- 隨著經濟復蘇，我們預計 2020 年超積極的財政政策將在 2021 年回歸常態。2020 年針對新冠疫情采取的臨時和分階段的特別措施或在 2021 年適度撤消。然而，常態的的財政政策料維持以支持經濟增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及部分支持基建投資的政策。我們預期 2021 年政府的預算財政赤字約占國內生產總值 3.3%，較 2020 年的 3.6%為低
- 2021 年是中國“十四五”規劃的開局之年。根據中國共產黨第 19 屆中央委員會第 5 次全體會議的精神，“十四五”時期以及到 2035 年中國經濟的發展將以高質量為主題。在中期以及長期中國經濟將由高速增長向高質量發展轉變
- 展望“十四五”時期，儘管以美國為首的西方國家技術封鎖力度加大是中國經濟社會發展面臨最為嚴峻的外部挑戰，但有賴于中國經濟超大規模性優勢和以 5G、互聯網+為代表的新興產業快速發展，中國有能力、有條件、有信心將經濟增長保持在合理區間內。我們預計“十四五”時期中國經濟年均增速在 5%-5.5%。在“十四五”期間，中國將加快產業轉型升級、培育壯大實體經濟、持續挖掘內需潛力，特別會加強前沿基礎科學研究、加快關鍵技術自主攻關

中國經濟在新冠疫情後重返增長

受累于新冠肺炎疫情的衝擊，中國 2020 年第 1 季 GDP 同比下降 6.8%。然而，隨著疫情逐步受控、復工復產的推進，中國經濟自第 2 季開始逐步反彈。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 2020 年前 3 季經濟增長 0.7%，為全球主要經濟體中唯一恢復增長的國家(圖表 1)。國內生產總值各個組成部分的分析顯示，消費開支成爲 2020 年前 3 季經濟增長的主要拖累，降低整體經濟增長 2.5 個百分點。反而投資爲整體經濟增長貢獻 3.1 個百分點，而貨物及服務淨出口亦貢獻 0.1 個百分點。

¹ 除另有指明外，本報告列示的變動比率均爲按年變化

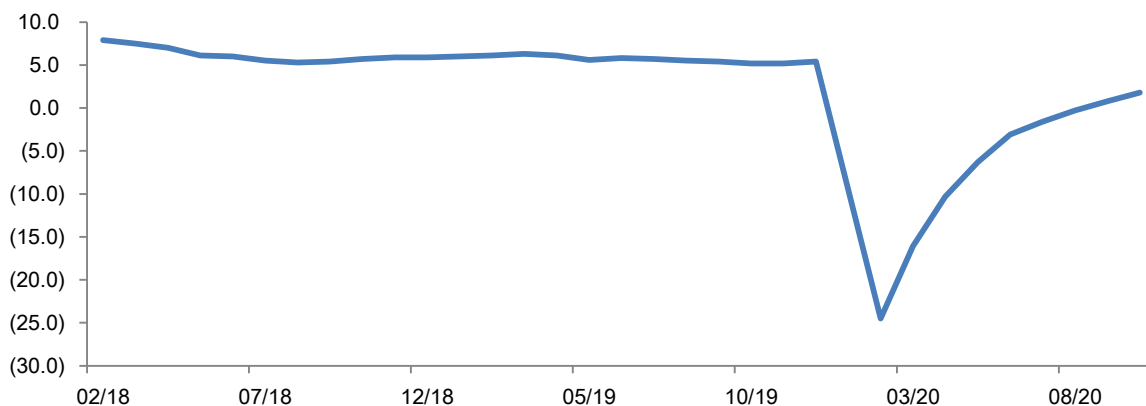
圖表 1: 中國 GDP 增長(%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

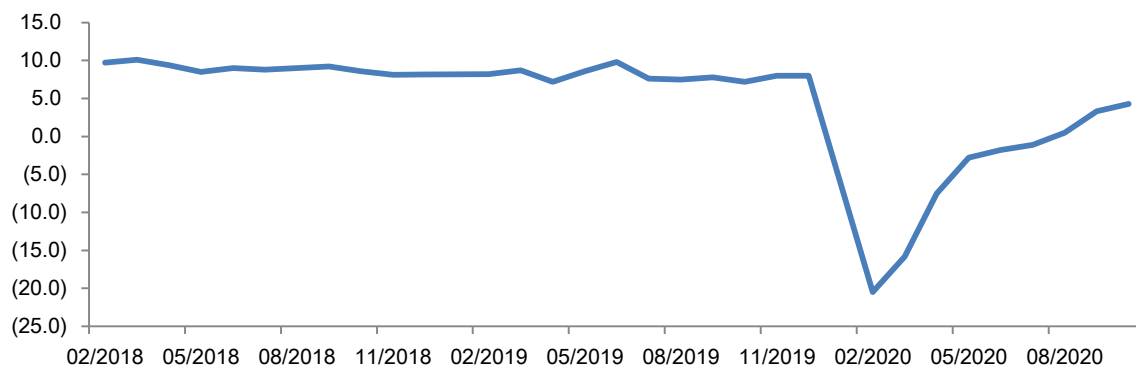
進入第 4 季，中國經濟繼續全面復蘇。內需方面持續走強，投資及消費在 10 月強勁回升。城鎮固定資產投資增長由 9 月份的 8.7% 反彈至 12.2%，主要因為製造業和房地產投資在較低的融資成本下回升，以及財政政策支持下基礎設施投資的改善(圖表 2)。同期社會消費品零售銷售亦由 3.3% 反彈至 4.3%，主要歸因于餐飲收入和可選消費的強勁回升(圖表 3)。從供給側看，10 月內地實質工業產出增長維持在 6.9% 的高位，高于市場所預期的 6.7% 的增長(圖表 4)。

圖表 2: 中國城鎮固定資產投資年初至今增長(%)



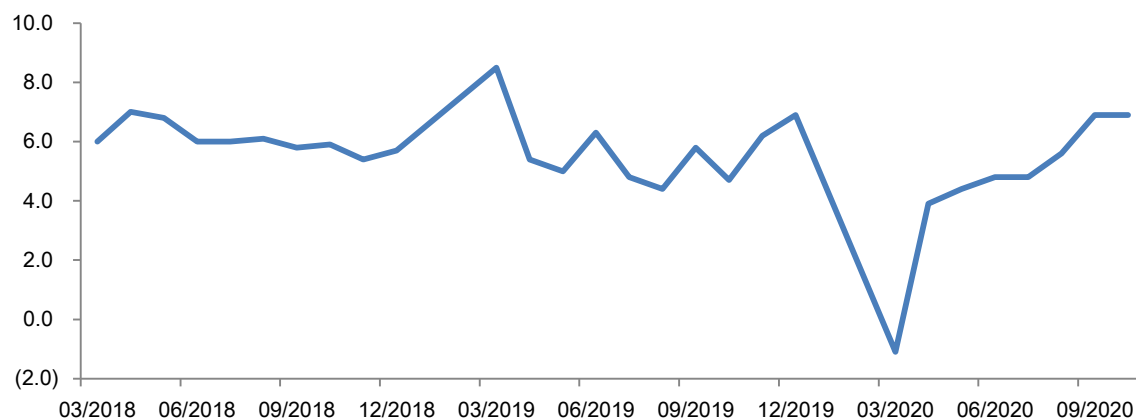
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 3: 中國零售銷售增長(%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

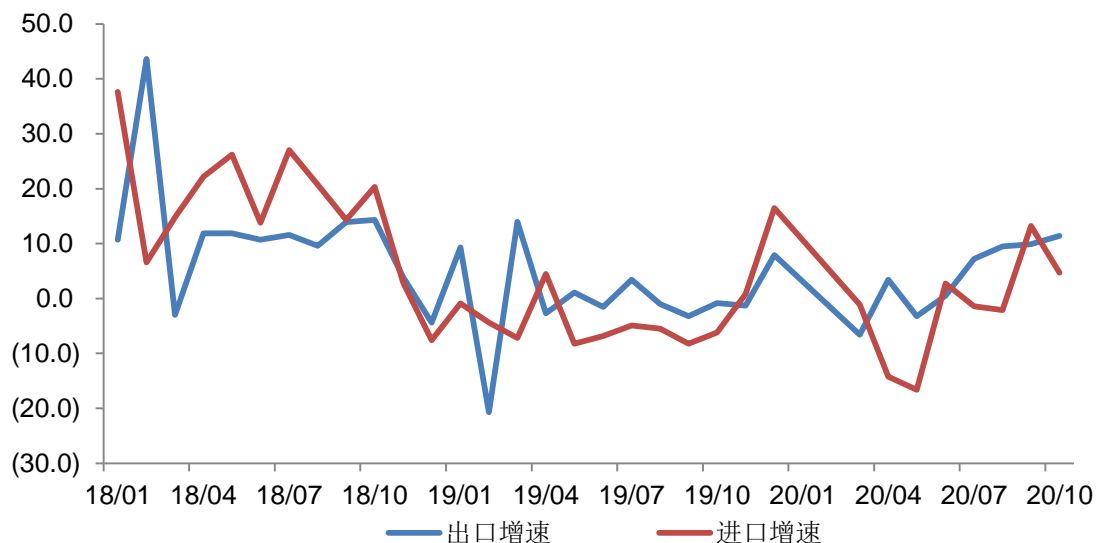
圖表 4: 中國工業產出增長(%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

外需方面，10月出口繼續回升，但進口增速大幅回落(圖表 5)。儘管受到人民幣升值的不利影響，但以美元計價 10月出口增速由 9月的 9.9% 加快至 11.4%。同期進口增速由 9月的 13.2% 放緩至 4.7%。由于進口大幅下跌，10月貿易盈餘由 9月的 370 億美元擴大至 584 億美元。

圖表 5: 中國出口及進口增長 (%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

通脹在 10 月放緩。由於食品價格特別是豬肉價格回落，10 月 CPI 通脹由 9 月的 1.7% 放緩至 0.5%。其中豬肉價格在 10 月同比下跌 2.8%，而 9 月同比上漲 25.5%。撇除食品和能源價格以外的核心 CPI 在 10 月亦維持在 0.5% 的低位。由於國際能源及原材料價格低迷，10 月 PPI 通脹維持在 -2.1% 的低位。

貨幣政策方面，2020 年年初至今人民銀行採用了偏鬆的貨幣政策來支持經濟增長。年初至今人民銀行 3 次實施降準來支持實體經濟，特別是中小企業及民營企業。儘管人民銀行維持基準存款利率不變，但 2 次降低貸款市場報價利率 (LPR)。10 月份廣義貨幣供給 (M2) 的增速由 2019 年 12 月份的 8.7% 反彈至 10.5%，首 10 個月衡量實體經濟從金融體系獲得資金多寡的社會融資規模增量亦從去年同期的 21.5 萬億元人民幣升至 31 萬億元人民幣。

2021 年中國經濟增速將顯著反彈

展望未來，有見於內需改善和中美衝突或緩和，以及低基數效應，我們相信 2021 年中國經濟增長將顯著反彈。整體上我們預期 2021 年中國 GDP 增長 8.0%，大幅高於 2020 年 2.0% 的預估增速 (圖表 6)。強勁的外需和穩定的消費支出將是主要的增長動力。相反，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 6:經濟預測

經濟指標	2019 年	2020 年預測	2021 年預測
實質 GDP 增長, %	6.1	2.0	8.0
固定資產投資增長, %	5.4	2.5	6.0
零售銷售增長, %	8.0	(4.0)	14.0
以美元計出口增長, %	0.5	2.0	7.0
以美元計進口增長, %	(2.8)	(1.0)	9.0
工業產出增長, %	5.7	2.3	7.0
消費物價通脹, %	2.9	2.7	1.2
生產物價通脹, %	(0.3)	(2.0)	1.5
M2 增長, %	8.7	11.0	9.5
社會融資規模增量, 10 億人民幣	25,674	34,000	33,000
整體新增人民幣貸款, 10 億人民幣	16,816	20,000	20,500
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.9632	6.6000	6.4500
1 年期 LPR, %	4.31	3.85	3.65
5 年期 LPR, %	NA	4.65	4.55

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, 儘管基建投資的財政支持或減少, 但由于較低的基數效應, 基建投資有望在 2021 年低位回升。有見于房地產調控政策仍將從嚴, 以及針對房地產企業的“三條紅綫”融資政策料拖累房地產投資, 我們預期房地產投資在 2021 年或小幅回落。製造業投資在盈利改善以及強勁的外需支持下料大幅反彈。我們預計 2021 年整體固定資產投資或由 2020 年估計的 2.5% 回升至 6.0%。由于居民收入將上升和失業率將回落, 以及極低的基數效應, 2021 年社會消費品零售銷售的增長料顯著反彈。我們預計 2021 年零售銷售增速或由 2020 年估計的 -4.0% 大幅攀升至 14.0%。外需方面, 隨著拜登當選為美國第 46 任總統, 中美貿易摩擦或緩和。同時隨著新冠疫情或逐步受控, 外需料明顯改善。我們預計 2021 年中國的出口及進口的增速或由 2020 年估計的 2.0% 及 -1.0% 分別回升至 7.0% 及 9.0%。

有見于食品價格或回落, 特別是豬肉價格因供應改善或下跌, 2021 年 CPI 通脹或由 2020 年預計的 2.7% 放緩至 1.2%。由于大宗商品價格或反彈以及內需改善, 2021 年 PPI 通脹或由 2020 年預計的 -2.0% 回升至 1.5%。我們相信 2021 年的宏觀政策制定將不會受到通脹的制約。

貨幣政策方面, 我們預期人民銀行在 2020 年將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。人民銀行料保持流動性合理充裕來增加對民營企業以及中小企業的信貸。我們預計 2021 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別達至 20.5 萬億元人民幣及 33.0 萬億元人民幣。另外, 儘管我們預期人民銀行在 2021 年將維持基準利率不變, 但貨幣當局或下調 OMO、MLF 及 LPR 等政策利率水平。我們預計 2021 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.65% 及 4.55%。有見于通脹水平較疲弱和人民幣較強的升值壓力, 我們預期 2021 年人民銀行將繼續下調 RRR。我們預計 2021 年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%。2021 年年底廣義貨幣供給(M2)預計增長 9.5%。匯率方面, 由于中美實際利差或進一步走闊, 我

們預期 2021 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.4500 左右，而 2020 年年底預計為 6.6000。

隨著經濟復蘇，我們預計 2020 年超積極的財政政策將在 2021 年回歸常態。2020 年針對新冠疫情采取的臨時和分階段的特別措施或在 2021 年適度撤消，包括減少赤字率和不再發行特別國債等。然而，常態的的財政政策料維持以支持經濟增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及部分支持基建投資的政策。我們預期 2021 年政府的預算財政赤字約占國內生產總值 3.3%，較 2020 年的 3.6% 為低。

2021 年是中國“十四五”規劃的開局之年。根據中國共產黨第 19 屆中央委員會第五次全體會議的精神，“十四五”時期以及到 2035 年中國經濟的發展將以高質量為主題。在中期以及長期中國經濟將由高速增長向高質量發展轉變。

展望“十四五”時期，儘管以美國為首的西方國家技術封鎖力度加大是中國經濟社會發展面臨最為嚴峻的外部挑戰，但有賴于中國經濟超大規模性優勢和以 5G、互聯網+ 為代表的新興產業快速發展，中國有能力、有條件、有信心將經濟增長保持在合理區間內。我們預計“十四五”時期中國經濟年均增速在 5%-5.5%。在“十四五”期間，中國將加快產業轉型升級、培育壯大實體經濟、持續挖掘內需潛力，特別會加強前沿基礎科學研究、加快關鍵技術自主攻關。中國有望跨越中等收入陷阱并邁入高收入國家行列。



投资策略

2021 年投資策略

未來 10 年的投資主題

科技競賽：開發智能技術的能力

研究部主管：陳宋恩

2019-20 年的中美角力和 COVID-19 新冠病毒大流行推高了經濟風險，但也導致全球流動性供應急劇增加。由于許多發達國家 2020-21 年的貨幣和財政擴張，未來幾年全球經濟增長中的資本約束將顯著降低。隨著資本約束的降低，人才資源競爭將成爲焦點。決定經濟增長速度的主導因素將是全要素生產率（TFP）。在我們看來，國家之間的競爭將取決于哪一個國家可以實現更好的全要素生產率的能力。全要素生產率是人力和資本投入導致技術進步的結果。簡而言之，未來幾年國家間的競爭是一場科技競賽。我們確定了未來 10 年出現的幾個主要趨勢。

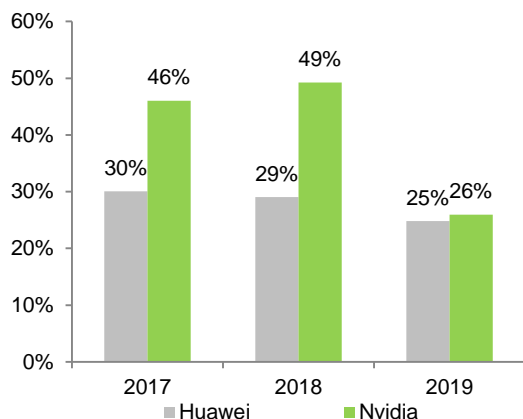
從人聯網到物聯網：人工智能芯片和人工智能服務器是新經濟基礎設施的大腦和頭顱

人聯網：在 2020-21 年 5G 基礎設施網絡建成後，未來五年互聯網數據中心（IDC）服務需求將激增。中國幾家 IDC 公司計劃籌集資金，爲其擴張計劃融資。AI、大數據和雲服務（“ABC”）的共同基礎是提供這些功能的計算機服務器，它們保存在 IDC 中心。從投資角度看，在中國計算服務器市場高度集中，主要由**浪潮科技（000977 CH）**和**華爲**主導。就收入而言，他們占據了中國計算服務器市場約 60% 的市場份額。人工智能服務器方面，浪潮在 2019 年占據了一半的市場份額。我們預計，未來幾年 IDC 的大量供應將導致機架租賃成本的下降，進而促使 ABC 供應商迅速擴張。這一發展趨勢將推動對高端計算服務器（如人工智能服務器）的需求。從概念上講，人工智能服務器類似于人類頭顱，而人工智能芯片則類似于人類頭顱內的大腦。人工智能芯片是人工智能服務器的核心部件，是幾乎所有 ABC 服務的核心設備。

物聯網：人工智能物聯網（AI-IoT）是一個朝陽產業。物聯網已經進入市場多年，但物聯網設備本身無法思考和判斷。因此，AI-IoT 是一個突破，它允許連接的設備進行學習、思考、判斷和做相應的反應行動。我們預計 AI-IoT 技術將在未來 20 年迅速發展。人聯網的目標是爲數十億人服務，但物聯網可以爲數以萬億計的設備和事物提供服務。IDC 的發展可以滿足日益增長的人聯網服務需求（如在綫遊戲、在綫教育、在綫購物、在綫醫療等）。邊緣計算和機器學習的發展可以滿足物聯網服務的需求。人工智能物聯網芯片使機器學習成爲可能。人工智能芯片是人工智能物聯網的核心。隨著 5G 基礎設施的建成，智能工廠、智能新能源汽車（NEV）和智能手機將引發對 AI-IoT 和 AI 芯片的強勁需求時代。

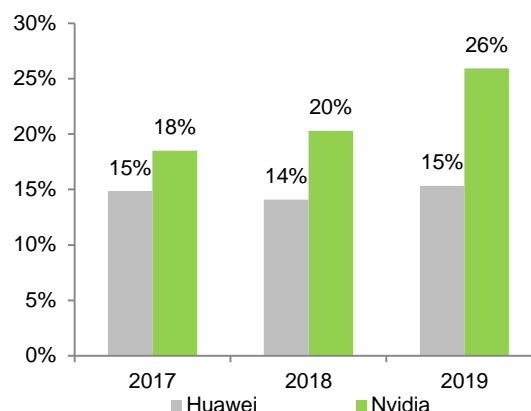
未來五年，專注于人工智能芯片設計和生產的科技公司將成爲焦點。在中國市場，雲服務中人工智能計算的核心是 NVIDIA Tesla GPU；邊緣計算的核心是華爲的芯片和 NVIDIA Jetson 系列芯片。目前的市場主要是雙寡頭壟斷 – NVIDIA (NVDA US) 和 華爲 (Huawei)，但我們相信市場規模的增長將爲在相關人工智能軟件或硬件領域具有專業實力的新公司提供空間。到目前爲止，**寒武紀（688256 CH）**、**商湯科技**、**依圖科技**（已提交 A 股 IPO 申請）、**曠視科技**和**雲從科技**等幾家小公司都是人工智能芯片設計和應用領域的獨角獸。

圖表 1: 華為與 NVIDIA 的平均股東權益回報率 (ROAE)



來源：公司、農銀國際證券

圖表 2: 華為與 NVIDIA 的研發費用(占收入的百分比)



來源：公司、農銀國際證券

壽險業前景看好

中國的目標是到 2035 年人均產出翻番，成為中等發達經濟體。對於壽險業而言，長期收入增長意味著生命經濟價值的持續提升，這是壽險行業長期業務增長的主要催化劑。發達國家的保險滲透率和保險密度高于發展中國家，這意味著從長期來看，以保費收入增長衡量，中國保險業的增長將快于人均收入的增長。2019 年，中國的保險密度（人均保費）和保險滲透率（保費占 GDP）分別為人均 440 美元和 4.3%。2018 年，經合組織 (OECD) 國家的平均保險密度和平均保險滲透率分別為人均 3630 美元和 8.9%。如果到 2035 年中國的保險滲透率達到經合組織國家的平均水平，我們預測 2020-2035 年期間中國保險總保費將以 10% 的複合年增長率增長。到 2035 年，中國保險業總保費將增至 2.85 萬億美元，相當于經合組織總保費的 32.5%。我們相信大型保險公司，尤其是中國人壽 (2628 HK) 和中華人壽 (1336 HK) 等人壽保險公司是長期受益人。

圖表 3: 2020-35 年中國保險業市場總保費複合年增長 (CAGR) 率為 10%

	2015	2019	2020E	2035E	2015-20E CAGR	2020E-35E CAGR
中國經濟：						
GDP 總值 (RMB 萬億元)	68.9	99.1	100.1	209.8	7.8%	5.1%
人口 (億)	13.75	14.00	14.07	14.71	0.5%	0.3%
人均國內生產總值 (RMB 萬元)	50.2	70.9	71.3	142.6	7.3%	4.7%
匯率 RMB/US\$ (期末)	6.494	6.963	6.580	6.580*		
人均 GDP (US\$'000)	7.7	10.2	10.8	21.7		
中國保險業：						
中國的保費收入 (10 億美元)	374	612	686	2,850	12.9%	10.0%
OECD 的保費收入 (10 億美元)	4,843	5,458	5,621	8,758	3.0%	3.0%
中國 / OECD 比率	7.7%	11.2%	12.2%	32.5%		
中國保險密度 (人均保費 RMB)	1,766	3,046	3,208	12,747	12.7%	9.6%
中國保險密度 (人均保費 US\$)	272	437	487	1,937	12.4%	9.6%
中國保險滲透率 (% to GDP)	3.5%	4.3%	4.5%	8.9%		
人壽保險保費 (RMB 億元)	13,242	22,754	24,633	101,266	13.2%	9.9%
人壽保險市場份額	54.5%	53.4%	54.6%	54.0%		

注*：預測基于當前匯率

來源：經合組織，國家統計局，銀保監會，農銀國際證券估算

智能新能源汽車(Smart-NEV)取得進展

我們認為，未來 10 年，智能新能源汽車將推動國內和出口市場對新能源汽車的需求。在供應方面，中國計劃到 2025 年將新能源汽車產量占汽車總產量的比例從 2020 年的 5% 提高到 20%。根據這一日標比率，我們可以預期主要汽車生產商在未來幾年將增加新能源汽車生產設施的資源配置。2020 年，特斯拉已經開始從上海的生產工廠出口新能源汽車，這表明中國的新能源汽車供應鏈能夠滿足國際標準和出口需求。

在需求方面，我們認為，新能源汽車的需求激增將由提供給新能源汽車購買者的智能功能（自動駕駛、風險檢測、多媒體支持、移動辦公功能、與附近其他智能新能源汽車的連通性等）而非其電池供電性質所引發。電池技術的進步將使汽車製造商在其新能源汽車中融入更多的智能功能。智能新能源汽車的發展模式將類似於智能手機取代無繩電話的發展。智能手機在過去 10 年的繁榮是由其廣泛的智能功能引發的。在我們看來，電池是智能手機或智能新能源汽車發展的一個必要因素；然而，它本身還不足以引發智能設備的廣泛採用。智能新能源汽車的增長帶動了對電池的需求，同時也對車載光學攝像頭、天綫、邊緣計算 AI-IoT 芯片、多媒體系統、電源控制芯片 (IGBT)、操作系統等提出了新的需求，以傳統化石燃料能源或清潔化學能源為動力的智能汽車將對相關智能應用的硬件和軟件產生需求。

圖表 4: 中國智能新能源汽車需求推動 2020-35 年新能源汽車產量增長

	2016	2019	2020E	2025E	2035E	2016-20E CAGR	2020-25E CAGR	2025-35E CAGR
汽車產量 (百萬輛)	28.2	25.5	23.9	26.0	28.7	-4.0%	1.7%	1.0%
非 NEV 產量 (百萬輛)	27.7	24.3	23.0	20.8	12.9	-4.6%	-2.0%	-4.6%
非 NEV 市場份額	98.4%	95.3%	95.9%	80.0%	45.0%			
NEV 產量 (百萬輛)	0.46	1.19	0.97	5.20	15.80	20.5%	39.9%	11.8%
NEV 市場份額	1.6%	4.7%	4.1%	20.0%	55.0%			

注：2020E 年的產量受到 COVID-19 大流行的不利影響

來源：國家統計局，農銀國際證券估算

圖表 5：我們對國家智能駕駛技術路線圖的看法

目前主流	2021-2025 年	2025 年後
先進的駕駛輔助系統(ADAS)	自動駕駛 (AD)	
技術水平	技術水平	技術水平
L0: 無自動化操作	L3: 有條件的 自動化	L5: 完全自動化
L1: 輔助駕駛員	L4: 先進的 自動化	
L2: 部分自動化		
技術功能: 支持駕駛	技術功能: 自動駕駛	技術功能: 自動駕駛
司機: 人	司機: 人+AI (AI 扮演更多角色)	司機: AI
優勝者: 汽車及汽車零件生產商	優勝者: AD 系統集成提供商, 導航芯片生產商, AI 芯片生產商, 車輛光學生產商, 傳感器生產商, 射頻天綫生產商, 電源管理芯片生產商, 多媒體服務提供商, 石墨烯生產商, 電機製造商, 汽車零件生產商	

備注：從 2020 年 7 月開始，對外國汽車製造商在中國生產新能源汽車的所有權沒有限制。

到 2022 年，將取消對內燃機(ICE)乘用車的汽車製造商的外資所有權的限制。

智能駕駛并非 NEV 汽車製造商所獨有。ICE 汽車製造商還可以在其產品中嵌入智能駕駛。

來源：農銀國際證券估計

農村電子商務：電子商務產業的主要增長動力

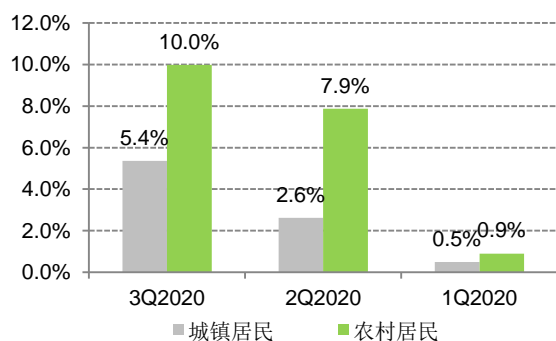
地方政府正投入更多的財力支持農村經濟。2020年9月，國務院發布關於調整完善土地出讓收入使用範圍優先支持鄉村振興的意見。《意見》提高了政府出讓土地收益用于振興農村經濟的最低比例。未來幾年，由于資金來源的調整，農村的生活和工作環境將得到改善。到2019年底，農村人口達到5.52億，占中國總人口的39%。中國農村人口相當于美國人口的1.7倍或歐元區人口的1.6倍。龐大的人口規模和不斷增強的農村居民購買力，為未來10-15年第二、第三產業提供了強大的動力。農村電子商務將是未來幾年電子商務行業的增長動力。在各個省份中，沿海地區富裕省份的農村地區將成為農村電子商務興起的先鋒，而拼多多（PDD US）在這一領域具有先發優勢。

圖表 6: 評估消費支出增長趨勢

	收入增長	x	消費行爲	→	實際消費支出增長
城鎮人口	低	x	不太願意消費	→	低
農村人口	高	x	願意消費	→	高

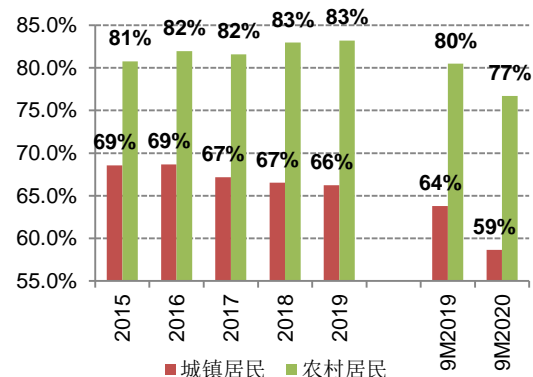
來源：農銀國際證券

圖表 7: 人均可支配收入(同比變化) - COVID-19 危機後農村地區人均可支配收入的快速恢復



來源：國家統計局，農銀國際證券

圖表 8: 人均消費支出/人均可支配收入比率表明，農村居民比城市居民更願意消費



來源：國家統計局，農銀國際證券

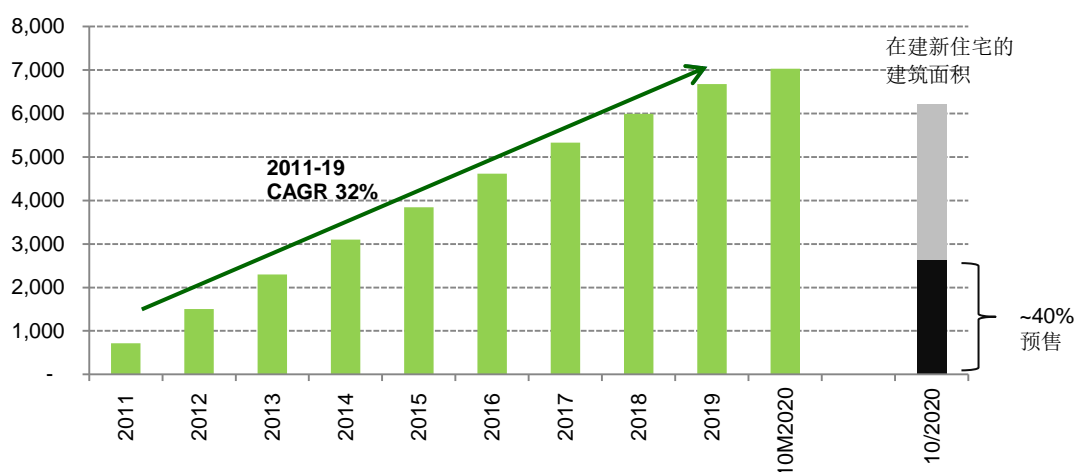
物業管理服務：朝陽產業

中國物業管理服務是朝陽產業:相反，房地產開發行業可能在未來幾年進入下降周期。在“十二五”期間(2011-15年)，住宅建築總竣工面積為38.4億平方米(或每年7.68億平方米)。在“十三五”規劃期間(2016-20年)，我們估計住宅總建築面積將達到34.5億平方米(或每年6.9億平方米)。2011-20年間，新住宅總竣工面積將達到72.9億平方米(或每年7.29億平方米)。截至2020年10月底，在建新住宅的建築面積為62.2億平方米，相當于2011-20年十年期間總新住宅竣工面積的85%。上述供應數據為私營部門數據，不包括公共住宅的供應。因此，中國住宅市場供過于求的風險極高。房地產市場供過于求的風險將通過陷入困境的房地產開發商的倒閉而轉化為金融市場的系統性風險。儘管政府收緊貸款增長和房地產開發商資產增長的措施引發市場擔憂，但投資者應該意識到採取措施的必要性和緊迫性，考慮減少在房地產開發行業的投資權重:如果保持投資權重，投資者應該將選擇範圍縮小到財務狀況良好的大型開發商。政府限制房地產開發商貸款增長的“三條紅綫”政策將反過來

幫助財務狀況良好的大型開發商捍衛其市場份額。由于貸款增長受限，中小型開發商將難以在短期內迅速擴張取代大型房地產開發商。

前幾年和未來幾年物業的高竣工將轉化為對物業管理服務的巨大需求。物業管理服務公司 (PMC) 為居住或在受管理建築物中工作的個人或公司提供服務:因此,PMC 的價值將取決于它們向客戶提供增值服務的能力,而不是僅受管理的建築面積的大小。提供增值服務的能力將取決于物業管理公司的管理人員業務發展和執行能力,行業對人才的需求將相應變化。如果物業管理服務公司能夠向客戶提供更多更高附加值的服務,我們預計其評級和價值將被上調。

圖表 9：自 2011 年以來累計的新住宅竣工面積(百萬平方米)



來源：國家統計局，農銀國際證券

前沿科學：尋找獨角獸

我們認為，新科技的經濟價值在于其滿足未滿足需求的能力。生命健康科學有助于降低家庭醫療支出，降低整個社會的經濟成本:腦科學有助于老年人高血壓和老年痴呆症的治療和管理:航空航天技術有助于增強中國的太空防禦能力:深入地下和深海勘探技術有助于發現新資源:生物育種技術有助于保障食品供應鏈的安全，以確保食品的保質保量供應:集成電路是人工智能和量子信息應用的核心硬件，在數據驅動的經濟體中提高效率。上述領域的前沿科學將在私募股權市場上廣泛討論探索。

通過新技術商業化發展的新興產業將成為經濟的新增長動力。這些新技術涵蓋了諸如 IT、生物技術、新能源、新材料、高端設備、新能源汽車、綠色環保、航空航天和船舶設備等領域。5G 互聯網、大數據和人工智能在先進製造業中的深度整合將增強新興產業的競爭力。

全球股票市場

2020 年的新冠肺炎危機暴露了全球經濟體的結構性弱點。我們認為，現在是工業國家或者發達國家重新考慮其經濟結構平衡的時候了。

自疫情爆發以來，主要發達國家由于社交隔離和地區或國家封鎖，第三產業或服務業遭受的打擊 超過了第二產業。過度依賴第三產業意味著一個經濟體存在高度集中的風險。

傳統的藥物研發和審批過程是漫長的，這就是為什麼儘管健康危機升級，在 2020 年的大部分時間裏都沒有疫苗可用。儘管如此，疫苗在一年內研發出來的事實表明我們在生物科學領域已經走了多遠。製藥公司通過在短時間內為全球醫療危機提供解決方案，展示了他們的實力。

世界各國政府和中央銀行在管理新冠肺炎大流行引發的經濟和社會風險方面吸取了寶貴的經驗教訓。2020 年貨幣和財政擴張政策的積極影響在很大程度上被城市封鎖和社交隔離措施的不利影響所抵消。

在新冠肺炎危機爆發之前，中美對抗被視為對全球經濟的主要威脅。事實上，由新冠肺炎大流行造成的破壞，無論是社會、經濟還是重大生命損失，都更加嚴重。

我們的觀點

大多數國家可能在 2021-22 年啓動疫苗接種計劃，這將防止全球經濟進一步惡化。但是，僅靠疫苗接種並不能完全扭轉新冠肺炎大流行所造成的損害。

此外，由健康危機引起的不利經濟因素(負收入效應或負財富效應)將延續至 2021-22 年。經濟體需要在 2021 年進一步采取財政刺激措施。

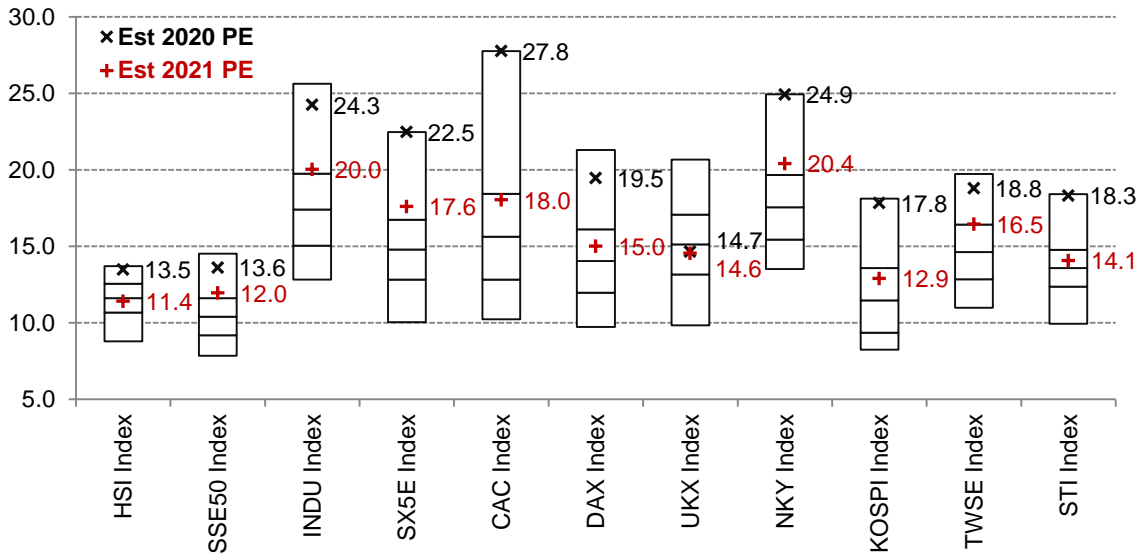
當 2021 年新冠肺炎的風險降低時，中美緊張局勢將再次占據市場關注點上風。儘管美國新一任總統帶來了兩國對抗緩和的希望，但仍不清楚兩國角力的方向是否發生變化或規模是否真的能夠減少。

美國、歐元區和日本的央行不太可能在 2021-2022 年縮減資產負債表。在 9 月的聯邦公開市場委員會(FOMC)會議上，美聯儲表示，到 2023 年，美聯儲基金利率可能會保持在現有的低水平。在全球範圍內，由于 2020 年采取擴張性財政和貨幣措施，資本市場流動性將充裕。資本市場內資產價格泡沫風險將在 2021-22 年持續。

2021 年的股市將受到以下因素的支撐：1)全球流動性供應的增加;2)隨著疫苗接種的開始，全球經濟下行風險正在消退;3)對進一步財政刺激措施的預期;4)中美對抗的潛在緩和。股市的主要下行風險是企業利潤復蘇乏力導致的估值過高，過度樂觀導致資產價格泡沫，合理回歸導致股市修正。

全球股市估值

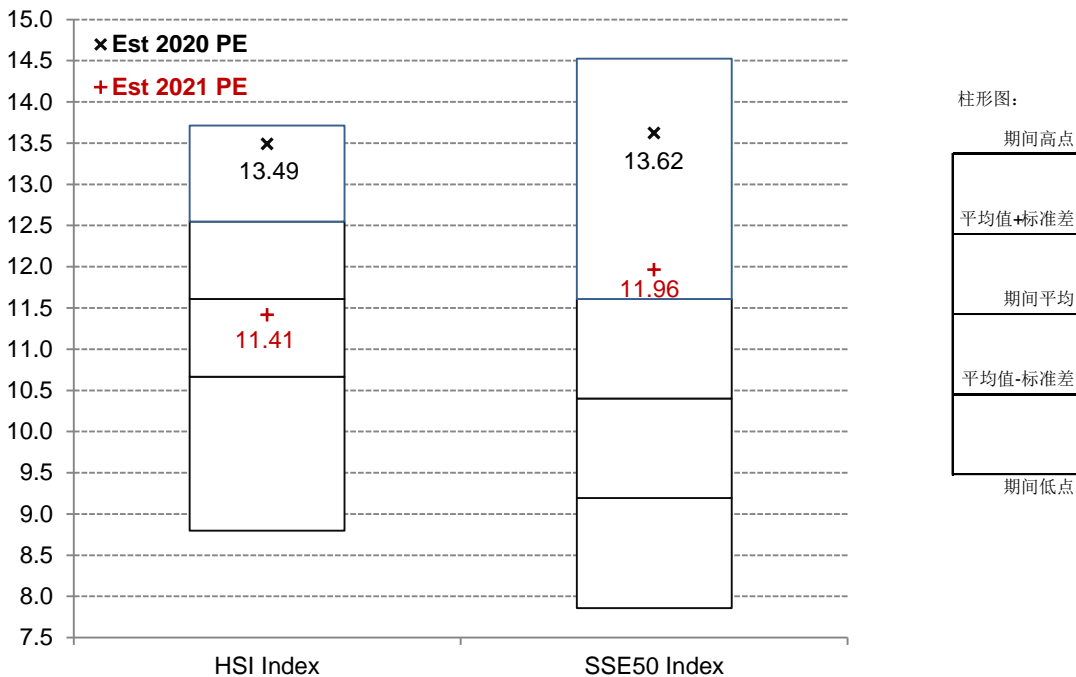
圖表 10: 自 2015 年以來的預期市盈率範圍(高點/ 均值+1 標準差/ 均值/ 均值-1 標準差/ 低點) 大多數主要股市的 2021 年市盈率遠高于其歷史平均水平



指數定價為 11/12/2020

來源：彭博社，農銀國際證券

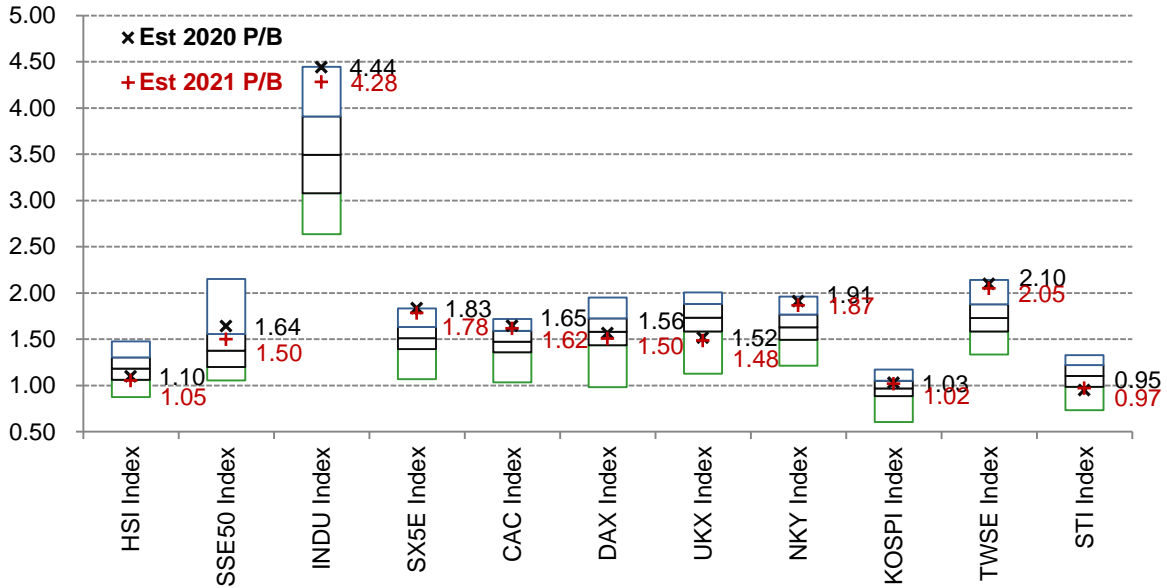
圖表 11: 就 2021 年市盈率而言，香港股市目前的定價合理



指數定價為 11/12/2020

來源：彭博社，農銀國際證券

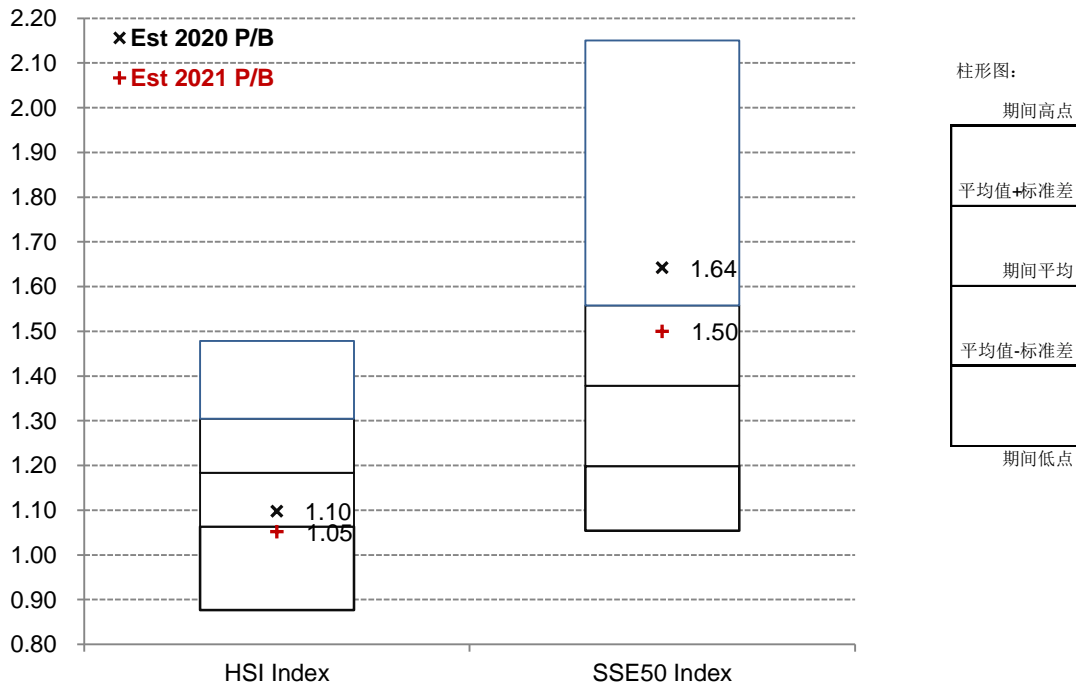
圖表 12: 自 2015 年以來的預期市淨率範圍(高點/ 均值+1 標準差/ 均值/ 均值-1 標準差/ 低點)大多主要股市的 2021 年市淨率遠高于其歷史平均水平



指數定價為 11/12/2020

來源：彭博社，農銀國際證券

圖表 13: 就 2021 年市淨率而言，香港股票市場的定價合理



指數定價為 11/12/2020

來源：彭博社，農銀國際證券

中國股票市場

私人和公共消費將是未來 15 年的主要投資主題。新技術(如芯片、人工智能、物聯網、雲服務、生物技術、量子信息技術、金融科技、自主駕駛、新材料等)、新經濟基礎設施(如 5G、大數據、IDC、智慧城市、智慧安防等)、綠色經濟(如新能源汽車、清潔能源等)、新商業模式(如網上購物、在綫教育、在綫娛樂、共享單車等)是爲了建設現代化社會，提高生活水平爲目標，創造新的消費需求。

消費是中國雙循環經濟的核心。主要發達經濟體經濟結構的薄弱在于對第三產業的過度依賴，因爲第三產業的需求增長未能充分傳導到第二產業。一個高效有效的循環就是第三產業的產出會帶動第二產業和第一產業的產出，從而對第三產業的產出產生新的需求。中國有 14 億人口，中產階級超過 4 億，家庭淨存款約 28 萬億元(存款減去所欠貸款)，中國國內消費市場將吸引外資、進口商品和進口服務參與中國的雙循環經濟。中國中產階級的規模比美國或歐元區的人口多。雙循環循環最終將創造就業機會，創造人均收入。

Z 世代(出生于 2000 年代)將是未來 10 年消費增長的主要來源。這一群體正在加入就業市場，其購買力也將相應增加。瞄準這一年齡段的公司正處于快速和可持續的增長軌道上。我們估計 Z 世代年輕人大約占目前人口的 12%。

現在是時候擴大對外開放政策，吸收外國央行過度釋放的資本。爲受益于發達經濟體貨幣擴張政策在 2020 年創造的充裕的全球流動性，中國應以進一步擴大吸收外資的開放政策爲契機，加快雙循環經濟中商品和服務的流通。然而，單靠開放政策不足以吸引外資:歸根結底，最大的拉動因素是對中國市場可以獲利的預期。我們預計境外投資者將被允許投資上海證券交易所的科創板，本地科技公司可以利用外資的資本加快業務發展。

投資銀行業是政府改革社會融資規模結構的早期受益者之一。銀行貸款在實體經濟融資總量中的高度集中，會給整個經濟帶來風險和局限性。因此，我們相信政府將著手改革社會融資規模結構的，讓直接融資發揮更重要的作用。直接融資(債券和股權)占新增融資總額的比例從 2017 年的 27%，增至 2019 年的 33%，2020 年首 10 月的 40%。直接融資市場份額增加的主要原因是影子融資(信托貸款和票據)在總融資中的下降。未來 10 年，直接融資占新增社會融資總額的比重將繼續上升。

圖表 14: 2021 年 A 股市場基準指數預測

	預期估值區間	對應指數交易區間 (四捨五入到百位)	預期合理的中點估值	對應指數 (四捨五入到百位)
上證 50 指數	2021 預期 P/E 9-13 倍	2,600-3,700	2021 預期 P/E 10.5 倍	3,000
滬深 300 指數	2021 預期 P/E 12-16 倍	4,100-5,500	2021 預期 P/E 13.0 倍	4,500

來源：農銀國際證券估計

香港股票市場

2021 年恒生指數交易區間預測: 24,000-30,300*

2022 年恒生指數交易區間預測: 26,900-31,800*

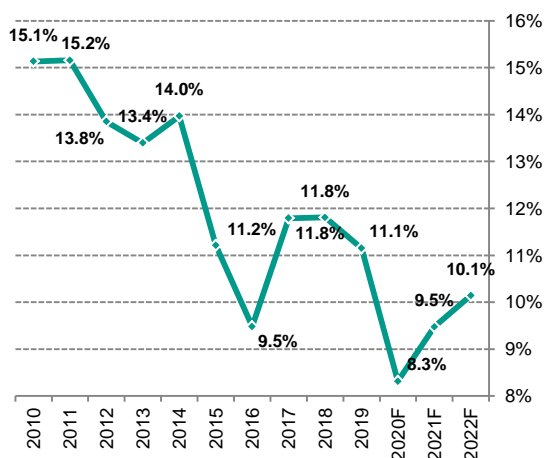
2021 年恒生指數(HSI)的預期交易區間相當于 10-13 倍的 2021 年市盈率, 0.95x-1.20x 2021 年市淨率, 或 3.7-2.9% 2021 年股息收益率。考慮到 2021 年公司盈利的恢復, 我們的預測是合理的, 因為 1) 新冠肺炎大流行後的復蘇 和 2) 2020 年的基數較低。儘管 2021 年盈利有望回升, 但藍籌股的整體盈利能力不太可能恢復到 2017-19 年的水平, 這也是該指數高估值無法成立的原因。恒生指數的股東權益收益率(ROAE)預計將從 2020E 的 8.3% 恢復到 2021E 的 9.5% 和 2022E 的 10.1%, 但 2021-22 年的預計 ROAE 遠低于 2017-19 年的 11%-12% 的 ROAE。(注*: 交易範圍內的指數四捨五入到百位數)

圖表 15: 恒生指數交易範圍預測

2016-19 年期間	高	低	期末
市盈率 P/E	13.56	9.07	10.50
市淨率 P/B	1.56	0.95	1.13
股息收益率 Yield	4.68%	2.99%	3.79%
2020 年期間	高	低	期末
指數	29,175	21,139	26,700
2020 年預測 P/E	14.89	11.32	13.63
2020 年預測 P/B	1.22	0.93	1.12
2020 年預測 yield	2.53%	3.32%	2.76%
2021 年期間	高	低	期末
指數	30,297	24,033	27,967
2021 年預測 P/E	13.00	10.31	12.00
2021 年預測 P/B	1.20	0.95	1.11
2021 年預測 yield	2.92%	3.69%	3.17%
2022 年期間	高	低	期末
指數	31,773	26,918	29,126
2022 年預測 P/E	12.00	10.17	11.00
2022 年預測 P/B	1.18	1.00	1.08
2022 年預測 yield	3.11%	3.67%	3.40%

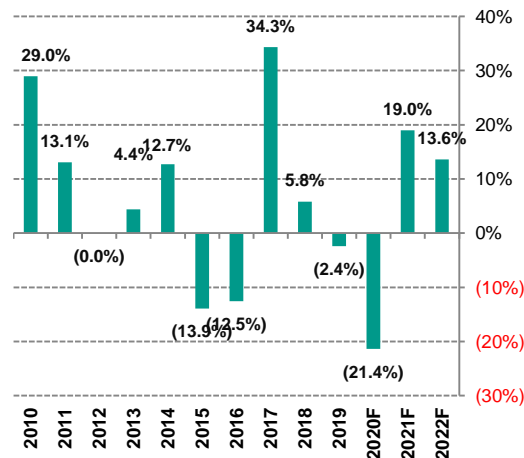
來源: 彭博、農銀國際證券估計

圖表 16: 恒生指數的股東權益收益率(ROAE)



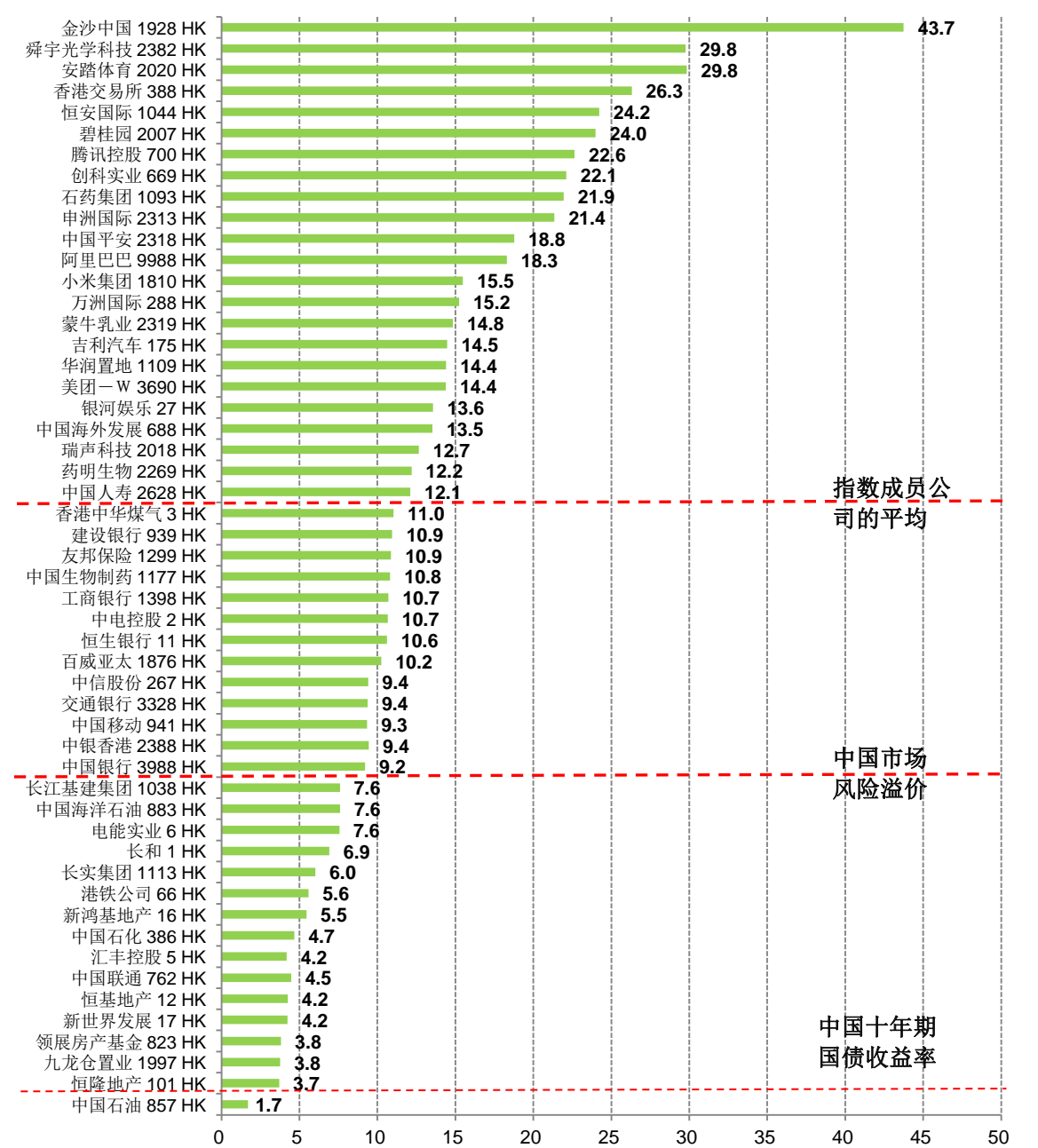
來源: 彭博、農銀國際證券估計

圖表 17: 恒指每股盈利增長(同比)

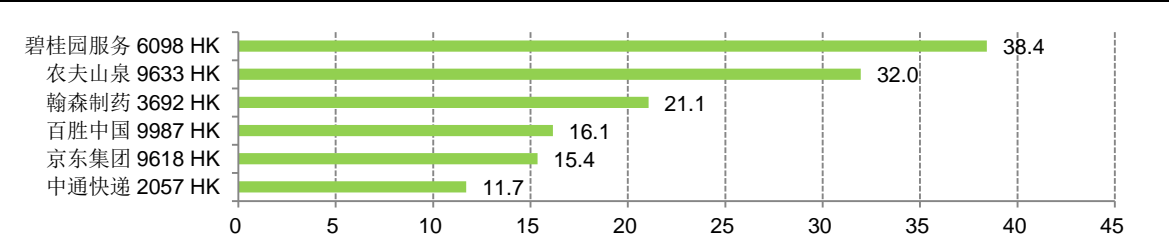


來源: 彭博、農銀國際證券估計

圖表 18: 恒生指數成份股預估 2021 年股東權益收益率(ROAE)

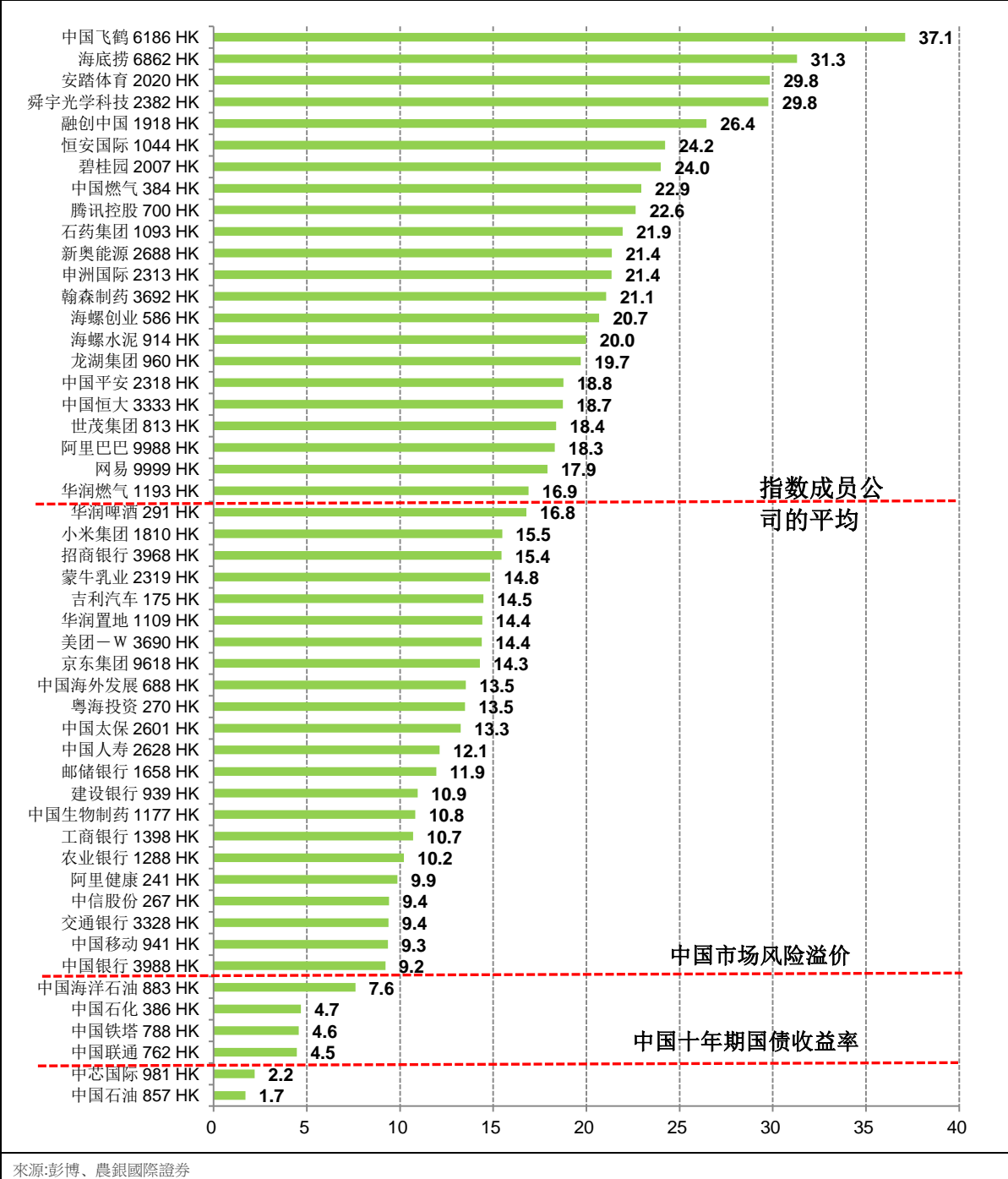


圖表 19: 2021-22 年加入恒生指數的潛在候選公司其 2021 年股東權益收益率(ROAE)



以上圖表的來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 20: 恒生中國企業指數成份股預估 2021 年股東權益收益率(ROAE)



來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 21: 恒生指數成份股市場估值

代碼	股票名稱	2022E	2022E	2022E	2022E	2022E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
2	中電控股	73.05	15.31	5.26	1.55	3.66	10.3	15.62	5.37	1.60	3.59	10.4	16.22	1.65	3.45	10.5
3	香港中華煤氣	12.02	27.26	2.52	3.12	3.12	11.6	28.76	2.65	3.18	2.95	11.1	33.48	3.22	2.54	9.8
6	電能實業	41.20	13.56	6.09	1.01	6.18	7.5	13.68	6.14	1.02	6.13	7.5	14.17	1.03	5.92	7.3
1038	長江基建集團	40.05	10.88	2.16	0.80	5.42	7.5	11.17	2.21	0.83	5.28	7.5	12.00	0.84	4.92	7.4
823	領展房產基金	68.75	21.74	4.09	0.88	1.30	4.0	22.63	4.26	0.88	1.25	3.9	24.11	0.89	1.18	3.7
16	新鴻基地產	104.90	8.83	1.83	0.49	3.62	5.6	9.39	1.94	0.50	3.40	5.4	9.70	0.51	3.29	5.4
1109	華潤置地	33.25	6.28	0.44	0.86	4.12	14.4	7.02	0.49	0.95	3.68	14.2	8.21	1.05	3.15	12.8
1113	長實集團	43.30	6.97	0.83	0.41	3.82	6.0	7.36	0.88	0.42	3.62	5.9	8.19	0.44	3.25	5.5
2007	碧桂園	10.34	3.49	0.28	0.74	8.85	23.0	3.89	0.31	0.88	7.94	24.6	4.43	1.05	6.97	25.7
688	中國海外發展	18.82	3.60	0.28	0.48	6.79	13.9	4.05	0.31	0.53	6.04	13.7	4.60	0.59	5.31	13.5
1997	九龍倉置業	37.05	13.24	2.17	0.50	11.88	3.8	14.06	2.31	0.51	11.20	3.7	14.90	0.52	10.56	3.5
17	新世界發展	40.90	9.62	0.70	0.46	2.98	4.7	10.48	0.77	0.46	2.73	4.4	12.42	0.47	2.31	3.9
12	恒基地產	32.25	10.19	6.30	0.45	5.03	4.5	11.31	6.99	0.46	4.54	4.1	10.52	0.47	4.88	4.6
101	恒隆地產	20.30	16.86	1.46	0.65	3.29	3.9	18.74	1.62	0.66	2.96	3.5	20.99	0.67	2.64	3.2
1299	友邦保險	89.65	18.42	0.97	1.95	1.60	11.0	20.54	1.08	2.09	1.43	10.6	26.11	2.26	1.13	9.0
2318	中國平安	90.80	7.84	0.45	1.41	3.11	19.2	9.09	0.52	1.61	2.68	18.9	10.82	1.85	2.25	18.1
2628	中國人壽	17.96	6.88	0.61	0.83	1.13	12.6	7.85	0.70	0.90	0.99	12.0	8.52	0.99	0.92	12.1
939	建設銀行	5.97	4.57	0.71	0.48	6.67	10.8	4.88	0.76	0.51	6.24	10.9	5.18	0.55	5.89	11.2
1398	工商銀行	4.67	4.44	0.74	0.45	6.88	10.6	4.73	0.79	0.49	6.46	10.8	4.99	0.53	6.13	11.0
3988	中國銀行	2.71	3.68	0.72	0.33	8.52	9.3	3.91	0.77	0.36	8.00	9.4	4.06	0.38	7.71	9.7
3328	交通銀行	4.17	3.45	0.60	0.31	8.71	9.3	3.68	0.64	0.33	8.15	9.3	3.85	0.36	7.79	9.3
5	匯豐控股	42.15	9.68	0.20	0.64	5.17	6.6	12.80	0.27	0.64	3.91	5.1	21.16	0.65	-	3.1
11	恒生銀行	136.90	13.33	2.00	1.41	4.73	10.7	14.46	2.17	1.46	4.37	10.3	15.17	1.53	4.16	10.2
2388	中銀香港	24.95	8.68	1.43	0.80	5.58	9.4	9.64	1.59	0.84	5.02	9.0	9.76	0.90	4.96	9.1
388	香港交易所	382.80	33.71	2.49	9.17	2.65	27.9	37.71	2.79	9.63	2.37	26.2	43.46	10.17	2.05	24.2

(下一頁繼續)

		2022E	2022E	2022E	2022E	2022E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E	
代碼	股票名稱	股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
762	中國聯通	4.78	7.52	0.54	0.36	5.32	4.8	8.48	0.61	0.37	4.72	4.4	9.77	0.38	4.10	3.9
941	中國移動	47.75	7.40	3.47	0.67	8.49	9.2	7.59	3.56	0.69	8.28	9.3	7.72	0.72	8.14	9.5
700	騰訊控股	585.50	25.72	1.16	5.41	0.54	23.3	31.26	1.41	6.73	0.44	24.0	38.40	8.44	0.36	24.8
9988	阿里巴巴	268.00	18.46	0.81	3.70	-	22.0	22.73	0.99	4.51	-	21.4	27.89	5.29	-	20.9
3690	美團-W	307.80	55.48	0.43	11.59	-	22.9	93.84	0.73	14.03	-	15.9	291.58	15.94	-	5.2
1810	小米集團	26.55	25.90	0.82	4.26	-	17.8	32.86	1.05	5.03	-	16.5	44.75	5.90	-	13.2
2018	瑞聲科技	42.30	13.81	0.32	1.76	1.79	13.4	17.03	0.39	1.95	1.45	12.0	28.40	2.13	0.87	7.7
2382	舜宇光學科技	154.10	20.69	0.83	5.44	0.96	29.3	25.25	1.01	6.87	0.79	30.7	32.29	8.91	0.62	31.0
386	中國石化	3.82	7.69	0.15	0.48	8.48	6.4	9.53	0.19	0.51	6.85	5.4	17.60	0.52	3.71	3.0
857	中國石油	2.66	9.93	-	0.32	4.52	3.3	18.95	-	0.33	2.37	1.8	(751.74)	0.34	(0.06)	(0.0)
883	中國海洋石油	9.58	6.91	0.13	0.73	9.35	10.8	9.83	0.19	0.77	6.57	8.0	15.86	0.80	4.07	5.1
2963	藥明生物	74.05	84.61	2.05	10.56	-	13.5	120.04	2.91	12.39	-	10.9	168.77	13.83	-	5.2
1093	石藥集團	7.58	11.62	0.75	2.58	2.89	24.0	13.44	0.87	3.03	2.49	23.8	15.49	3.39	2.17	22.9
1177	中國生物製藥	7.62	25.43	1.22	2.69	1.28	11.2	30.47	1.46	3.04	1.07	10.6	37.13	3.47	0.88	9.4
2319	蒙牛乳業	40.30	21.92	0.65	3.22	0.79	15.7	26.04	0.77	3.69	0.66	15.1	39.23	4.21	0.44	11.2
1876	百威亞太	27.65	36.03	0.89	3.99	0.14	11.5	42.98	1.06	4.32	0.12	10.4	71.35	4.65	0.07	1.7
288	萬洲國際	6.47	7.59	0.76	1.08	5.37	14.8	8.03	0.81	1.17	5.08	15.2	9.17	1.28	4.44	14.7
2020	安踏體育	105.60	24.27	0.63	6.76	1.39	30.5	30.66	0.80	8.20	1.10	29.6	46.53	10.14	0.72	22.4
1044	恒安國際	55.80	10.76	2.04	2.49	5.61	24.0	11.39	2.16	2.69	5.30	24.6	11.92	2.92	5.06	24.0
2313	申洲國際	134.70	23.28	1.31	4.76	2.16	21.7	27.00	1.52	5.40	1.86	21.2	32.26	6.08	1.56	18.9
669	創科實業	101.80	22.96	1.13	4.69	1.46	22.5	27.42	1.35	5.75	1.22	21.7	33.25	6.18	1.01	19.8
175	吉利汽車	22.85	16.33	0.68	2.24	1.93	14.5	18.33	0.76	2.51	1.72	14.7	25.16	2.90	1.25	12.6
1928	金沙中國有限公司	33.25	16.76	-	9.07	3.01	60.1	27.32	-	11.32	1.85	49.3	(24.80)	16.63	(2.04)	(42.8)
27	銀河娛樂	61.95	20.20	-	3.22	1.48	16.9	30.65	-	3.65	0.98	12.5	(62.01)	4.06	(0.48)	(6.2)
66	港鐵公司	42.10	16.01	0.26	1.32	3.96	8.4	25.30	0.42	1.39	2.51	5.5	41.44	1.41	1.53	3.4
1	長和	57.55	5.86	0.50	0.41	5.24	7.1	6.34	0.55	0.42	4.84	6.8	7.30	0.44	4.21	6.3
267	中信股份	6.15	2.85	0.19	0.25	8.81	8.9	3.25	0.21	0.26	7.74	8.4	3.78	0.28	6.65	7.8

2020年11月26日定價; RMB 0.8478/HK\$1.00; HK\$ 7.7508/US\$ 1.00;

PEG = 市盈率 / 2010-22年期間每股收益的複合年均增長率; ROAE: 平均權益回報率

來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 22: 恒生中國企業指數成份股市場估值

代碼	股票名稱	2022E	2022E	2022E	2022E	2022E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
939	建設銀行	5.97	4.57	0.71	0.48	6.67	10.8	4.88	0.76	0.51	6.24	10.9	5.18	0.56	5.89	11.2
1398	工商銀行	4.67	4.44	0.74	0.45	6.88	10.6	4.73	0.79	0.49	6.46	10.8	4.99	0.53	6.13	11.0
3988	中國銀行	2.72	3.69	0.73	0.33	8.48	9.3	3.93	0.77	0.36	7.97	9.4	4.08	0.38	7.68	9.7
1658	郵儲銀行	4.29	4.44	0.40	0.48	-	11.3	4.98	0.44	0.52	-	10.9	5.50	0.57	-	10.9
3328	交通銀行	4.16	3.44	0.60	0.31	8.72	9.3	3.67	0.64	0.33	8.17	9.3	3.84	0.35	7.81	9.3
3968	招商銀行	49.80	8.85	0.64	1.31	3.74	15.6	10.21	0.74	1.46	3.25	15.2	11.46	1.64	2.89	15.2
2318	中國平安	90.90	7.85	0.45	1.41	3.11	19.2	9.10	0.52	1.61	2.68	18.9	10.83	1.85	2.25	18.1
2628	中國人壽	17.96	6.89	0.61	0.83	1.13	12.6	7.85	0.70	0.90	0.99	12.0	8.52	0.99	0.92	12.1
2601	中國太保	29.95	7.48	0.63	0.97	5.24	13.6	8.36	0.71	1.07	4.69	13.3	9.35	1.17	4.19	13.1
941	中國移動	47.65	7.39	3.46	0.67	8.50	9.2	7.58	3.55	0.69	8.29	9.3	7.71	0.72	8.15	9.5
762	中國聯通	4.78	7.52	0.54	0.36	5.32	4.8	8.48	0.61	0.37	4.72	4.4	9.77	0.38	4.09	3.9
788	中國鐵塔	1.22	16.69	0.60	0.92	2.95	5.6	21.56	0.78	0.94	2.28	4.4	27.23	0.97	1.81	3.6
700	騰訊控股	586.00	25.75	1.16	5.42	0.54	23.3	31.29	1.41	6.74	0.44	24.0	38.44	8.45	0.36	24.8
3690	美團-W	308.00	55.53	0.43	11.60	-	22.9	93.93	0.73	14.05	-	15.9	291.85	15.95	-	5.2
9988	阿里巴巴	269.00	18.54	0.81	3.71	-	22.0	22.83	1.00	4.53	-	21.4	28.00	5.32	-	20.9
9618	京東集團	345.80	27.75	0.70	5.48	-	21.6	38.37	0.96	6.59	-	18.4	54.22	7.63	-	16.3
9999	網易	143.90	19.11	1.24	3.69	2.31	20.5	21.86	1.42	4.15	2.02	20.2	25.42	4.73	1.74	21.6
1810	小米集團	26.60	25.96	0.83	4.27	-	17.8	32.93	1.05	5.04	-	16.5	44.85	5.92	-	14.0
2382	舜宇光學科技	154.80	20.79	0.83	5.46	0.96	29.3	25.37	1.02	6.90	0.79	30.7	32.45	8.95	0.62	31.0
2007	碧桂園	10.32	3.48	0.28	0.74	8.86	23.0	3.88	0.31	0.88	7.95	24.6	4.42	1.05	6.98	25.7
688	中國海外發展	18.78	3.59	0.28	0.48	6.81	13.9	4.04	0.31	0.53	6.05	13.7	4.60	0.59	5.32	13.5
1109	華潤置地	33.35	6.30	0.44	0.87	4.66	14.4	7.05	0.49	0.95	4.17	14.2	8.24	1.05	3.56	13.5
3333	中國恒大	16.14	5.13	0.45	0.89	9.67	18.3	5.59	0.49	0.99	8.88	18.7	6.38	1.11	7.78	18.4
960	龍湖集團	50.30	9.67	0.56	1.76	3.97	19.8	11.37	0.65	2.09	3.37	19.7	13.32	2.39	2.88	19.1
813	世茂集團	28.20	4.45	0.21	0.81	11.15	19.4	5.37	0.26	0.93	9.25	18.3	6.50	1.05	7.64	17.2
1918	融創中國	29.20	2.64	0.13	0.66	7.80	27.9	3.19	0.16	0.82	6.44	28.7	3.80	1.04	5.42	30.7

(下一頁繼續)

代碼	股票名稱	2022E	2022E	2022E	2022E	2022E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
914	海螺水泥	50.90	6.64	-	1.10	4.74	17.6	6.49	-	1.24	4.85	20.5	6.62	1.43	4.76	23.2
586	海螺創業	36.15	6.14	0.63	1.05	3.10	18.5	6.62	0.68	1.23	2.87	20.2	7.40	1.47	2.57	21.5
175	吉利汽車	22.90	16.38	0.68	2.24	1.92	14.5	18.37	0.76	2.52	1.72	14.7	25.22	2.90	1.25	12.6
2313	申洲國際	135.20	23.38	1.32	4.78	2.44	21.7	27.11	1.53	5.42	2.11	21.2	32.39	6.11	1.76	19.9
2020	安踏體育	106.60	24.51	0.64	6.82	1.56	30.5	30.96	0.80	8.28	1.24	29.6	46.99	10.24	0.81	23.7
241	阿裏健康	21.20	206.66	2.00	21.05	-	11.2	418.12	4.04	25.87	-	6.4	856.16	27.66	-	4.7
3692	翰森製藥	35.35	39.24	1.54	8.14	0.69	22.7	46.99	1.84	9.83	0.57	22.8	61.81	11.81	0.44	20.2
1093	石藥集團	7.60	11.66	0.76	2.59	3.26	24.0	13.48	0.87	3.04	2.82	23.8	15.53	3.40	2.45	24.2
1177	中國生物製藥	7.62	25.44	1.22	2.69	1.46	11.2	30.48	1.46	3.04	1.22	10.6	37.14	3.47	1.00	9.9
2319	蒙牛乳業	40.30	21.92	0.65	3.23	0.79	15.7	26.05	0.77	3.69	0.66	15.1	39.24	4.22	0.44	11.2
6186	中國飛鶴	17.68	14.59	0.58	4.93	2.86	37.7	17.94	0.71	6.21	2.32	38.9	22.89	7.96	1.82	39.2
6862	海底撈	52.05	37.96	0.26	10.54	0.88	31.5	50.62	0.34	13.84	0.66	31.7	232.33	19.05	0.14	8.8
1044	恒安國際	55.80	10.76	2.04	2.49	6.36	24.0	11.39	2.16	2.69	6.01	24.6	11.93	2.92	5.74	25.4
291	華潤啤酒	59.60	34.74	1.06	6.14	1.19	18.7	43.09	1.31	6.93	0.96	17.0	61.27	7.72	0.67	13.1
2688	新奧能源	103.50	12.37	0.81	2.40	2.72	20.8	14.09	0.93	2.79	2.39	21.3	16.43	3.26	2.05	21.4
384	中國燃氣	28.00	10.59	0.78	2.21	2.55	22.4	11.79	0.87	2.57	2.29	23.6	13.64	3.04	1.98	24.5
1193	華潤燃氣	36.40	12.89	1.02	2.03	2.91	16.6	14.41	1.14	2.26	2.60	16.4	16.35	2.49	2.29	16.7
270	粵海投資	13.04	13.46	1.32	1.82	5.57	13.8	14.24	1.40	1.90	5.26	13.7	16.34	1.99	4.58	12.4
883	中國海洋石油	9.60	6.92	0.13	0.73	9.33	10.8	9.86	0.19	0.77	6.55	8.0	15.90	0.80	4.06	5.1
857	中國石油	2.65	9.90	-	0.32	4.54	3.3	18.89	-	0.33	2.38	1.8	(749.14)	0.33	(0.06)	(0.0)
386	中國石化	3.83	7.72	0.15	0.49	8.46	6.4	9.55	0.19	0.51	6.83	5.4	17.65	0.53	3.70	3.0
267	中信股份	6.15	2.85	0.19	0.25	8.81	8.9	3.25	0.21	0.26	7.74	8.4	3.78	0.28	6.65	7.8
981	中芯國際	22.05	55.78	(5.20)	1.46	-	2.6	67.74	(6.31)	1.49	-	2.2	44.45	1.49	-	4.1

2020年11月26日定價; RMB 0.8478/HK\$1.00; HK\$ 7.7508/US\$ 1.00

PEG = 市盈率 / 2020-22年期間每股收益的複合年均增長率

ROAE: 平均權益回報率

來源: 彭博、農銀國際證券

香港 IPO 市場展望

分析員:周秀成

下半年快速恢復； 中國互聯網平臺可能會重返中國/香港市場

- 總體而言，疫情後的 IPO 市場持續復蘇。在 2020 年首 11 個月，香港 IPO 市場籌集了 392 億美元，而 2019 年為 403 億美元。
- 行業組合正在變得更加多元化。2020 年首 11 個月，非必需消費品、醫療保健、房地產和電信股票分別占 IPO 發行量的 26%、21%、15% 和 15%。

總體而言，疫情後的 IPO 市場持續復蘇。在 2020 年首 11 個月 (截至 2020 年 11 月 26 日)，香港 IPO 市場籌集了 392 億美元，而 2019 年則為 403 億美元。在 2020 年首 11 個月，共有 125 宗 IPO 發行，平均發行規模為 3.14 億美元。

行業組合正在變得更加多元化。2020 年首 11 個月，非必需消費品、醫療保健、房地產和電信股票分別占 IPO 發行量的 26%、21%、15% 和 15%。這與 2019 年的情況形成鮮明對比，2019 年的情況是消費類股票（非必需消費和必需消費品）合計占 IPO 總量的 58%。

我們認為，更多元化的行業組合對整個 IPO 市場是有利的，因為它可以減輕行業周期性的影響。例如，醫療保健的份額從 2019 年的 13% 增加到 2021 年首 11 月的 21%，從而減輕了必需品消費占比從 17% 下降至 6% 的影響。

展望未來，我們預計將會有更多的海外上市中概股回流香港作第二上市，其中大多數是互聯網股。我們認為，這可能導致短期內互聯網股票的供應增加，以及主要機構投資者在投資組合中重整其互聯網股票分布。

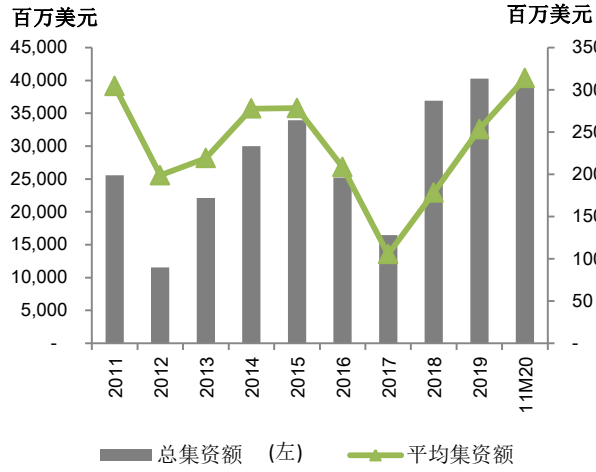
圖表 1: 2020 年首 11 個月香港 IPO 市場*

行業	總集資額 (百萬美元)	平均集資額 (百萬美元)
非必需消費品	10,111	460
衛生保健	8,082	449
房地產	6,042	355
電訊	5,878	452
金融	2,594	432
必需消費品	2,339	468
其他	4,160	95

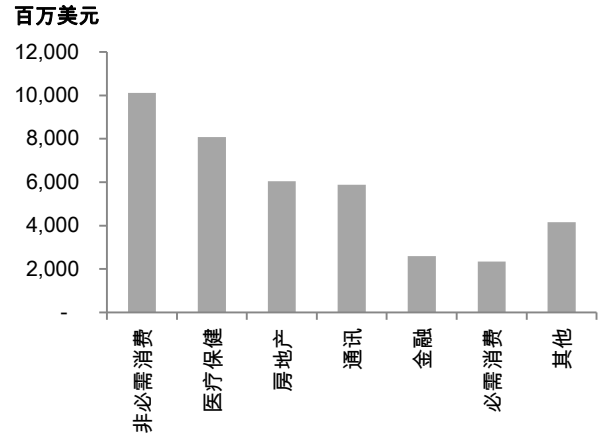
*截至 2020 年 11 月 26 日

來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 2: 香港 IPO 市場



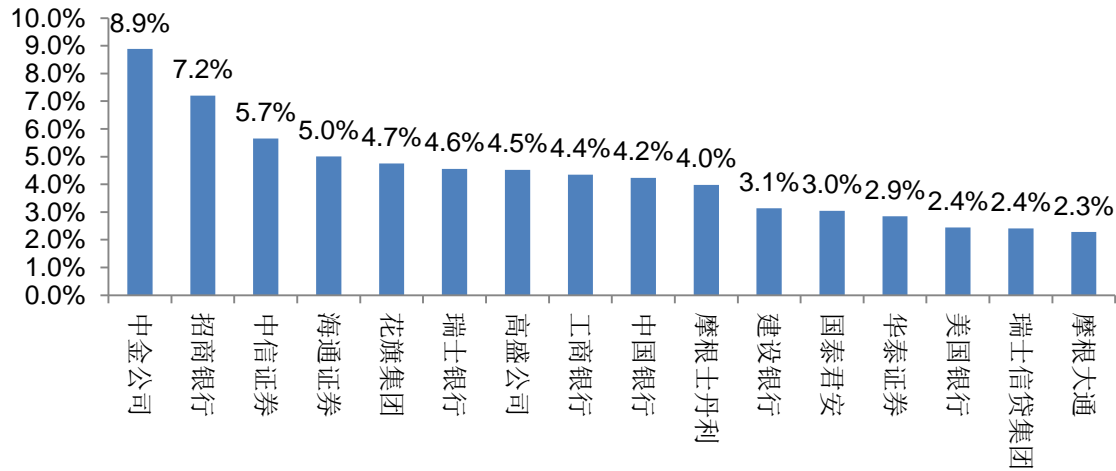
圖表 3: 香港 IPO 集資額行業分布 (11M20)



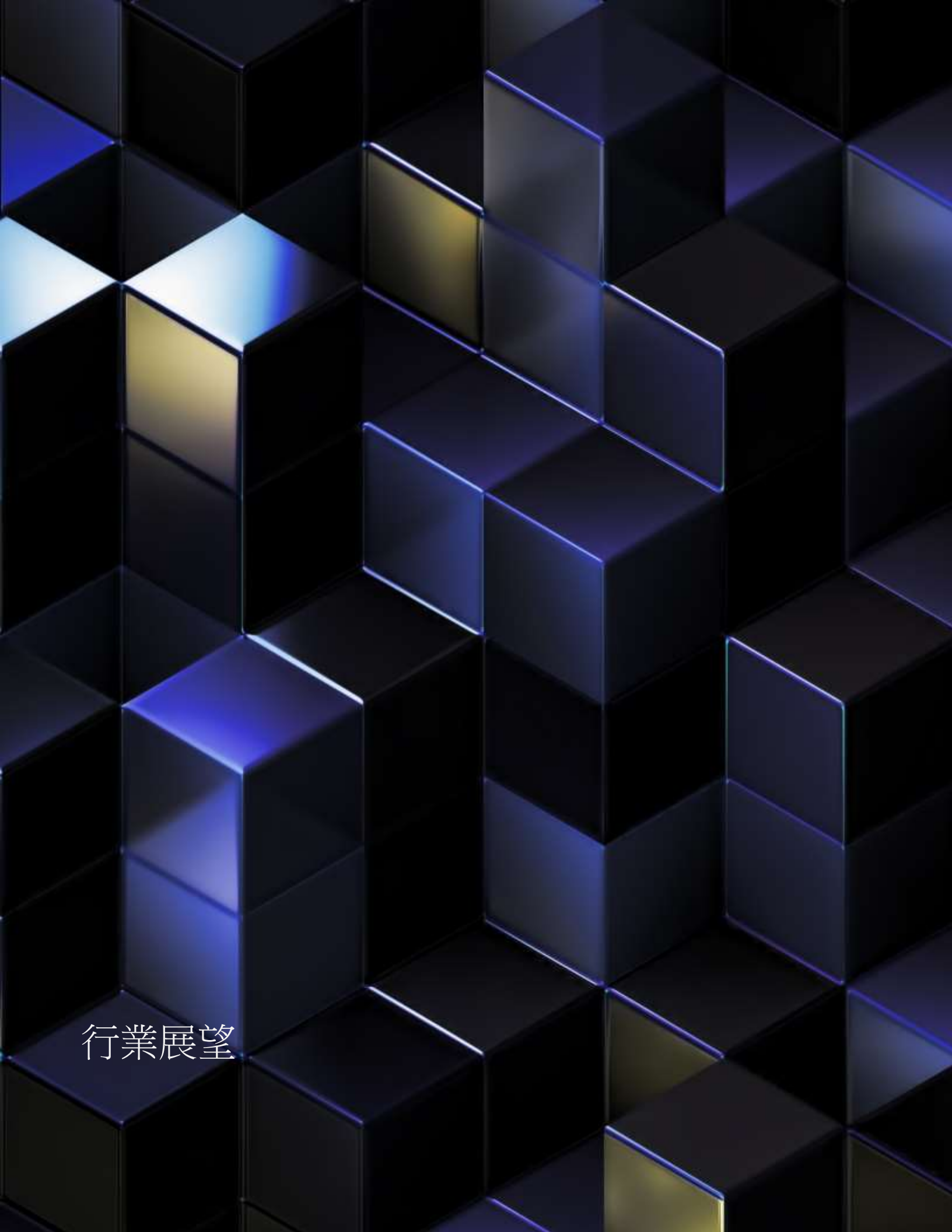
*2020 年首 11 個月- 截至 2020 年 11 月 26 日
來源: 彭博、農銀國際證券

*2020 年首 11 個月- 截至 2020 年 11 月 26 日
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 4: 主要承銷商市場份額 (2020 年首 11 個月)*



*2020 年首 11 個月- 截至 2020 年 11 月 26 日
來源: 彭博、農銀國際證券



行業展望

正面 中国银行业 – 盈利增長前景逐步改善 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)		
2021E 市盈率均值(x)	5.01	1 個月	2.12	(1.66)
2021E 市淨率均值(x)	0.54	3 個月	4.08	(2.82)
2021E 股息率均值(%)	7.04	6 個月	(1.01)	(26.91)
A 股		A 股相對於 CSI300 指數)		
2021E 市盈率均值(x)	6.45	1 個月	(0.26)	(0.26)
2021E 市淨率均值(x)	0.68	3 個月	0.31	3.99
2021E 股息率均值(%)	5.23	6 個月	1.95	(14.90)
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"> ➤ 2020 年 3 季行業盈利增長有所改善，預期 2021 年盈利增長動力將逐步加強 ➤ 資產質量風險正在下降，基於審慎原則，銀行將繼續維持大撥備 ➤ LPR 改革對淨息差的影響已經接近尾聲，但利率下行周期仍將對淨息差構成輕度壓力，而資產負債表增速和資產配置將是抵禦淨息差下行的關鍵因素 ➤ 重申對 A / H 股銀行業的正面評級。我們偏好大型銀行的高防禦性及穩定的派息比率。我們的首選為 建行(939 HK/601939) 				

盈利增長勢頭正在恢復。受到新冠疫情和中美爭端的雙重經濟影響，大部份上市中資銀行在 2020 年首九個月的盈利均錄得同比負增長。然而，我們在 2020 年 3 季看到復蘇的信號，根據銀保監數據，大型銀行和股份制銀行的平均淨利潤增速在 2020 年 3 季分別同比下降 0.9% 和 4.98%，較 2020 年 2 季同比下降 27.86% 和 26.58% 大幅回穩。行業平均淨利潤增速亦由 2 季同比下降 24.1% 回升至 3 季同比下降 5.8% 的水平。在新冠疫情穩定及拜登成為美國總統後，我們預期市場對宏觀環境的憂慮將逐步消除。憑藉資產負債表的可持續增長及信貸成本趨向可控，銀行在 2021 年和 2022 年的盈利增長速度將有所改善。具體來說，我們預測 2020 年和 2021 年中國的實際 GDP 將分別以 2.0% 和 8.0% 的速度增長，而 2021 年的新增貸款將達到 20.5 萬億元人民幣。在我們的基本情景假設下，受覆蓋銀行的淨利潤增長率在 2021 年和 2022 年分別為 5.3%-18.6% 和 3.2%-12.0%。

撥備規模保持在較高水平。儘管我們預測宏觀環境改善將降低銀行資產質量上的風險，但由於滯後效應，未來幾個季度的平均不良貸款率仍將輕度提高。假設 2021 年 3 月末後銀行對於信貸延遲還本付息的政策不再進一步延長，我們預測銀行為謹慎起見仍將繼續維持大撥備策略。在積極處置不良貸款的步伐下，2020 年 9 月末行業平均不良貸款率環比僅上升了 2 個基點至 1.96%。分銀行類別看，城市商業銀行和農村商業銀行的平均不良貸款率環比在 2020 年 9 月末下降了 2 個基點和 5 個基點至 2.28% 和 4.17%。同期大型銀行及股份制銀行平均不良貸款率報 1.5% 及 1.63%，屬行業中較低水平，3 季分別環比上升 5 個基點和持平。我們的基本情景預測，未來幾個季度行業平均不良貸款率仍將每季微升幾個基點。值得一提的是，撥備規模仍然是銀行盈利增速的關鍵因素。大部份銀行的營收在 2020 年首 9 個月均錄得穩定增長，而受大額撥備影響，大部份銀行淨利潤均出現負增長的情況。

2021 年淨息差壓力下降。隨著 LPR 改革在 2019 年 8 月推出，根據中國人民銀行的數據，行業平均貸款利率從 2019 年 9 月的 5.62% 逐漸降低至 2020 年 9 月的 5.12%，同比下降 50 個基點或環比上升 6 個基點。與前幾個季度相比，2020 年第 3 季出現穩定趨勢。從個別銀行 2020 年 3 季的業績可以看到，LPR 改革所帶來的重定價影響已逐漸減少並接近尾聲，這意味著即使受到中國降息周期和銀行間競爭的影響，行業在 2021 年及 2022 年淨息差的壓力將逐漸減少。明顯地，銀行的貸款定價也趨于穩定，當中貸款定價高於 LPR 的比例從 2020 年 6 月的 70.03% 略為下降至 2020 年 9 月的 67.70%。行業平均淨息差在 2020 年 3 季環比持平在 2.09% 的水平，同比則收窄 10 個基點。具體來說，3 季所有銀行類別的平均淨息差環比變化均穩定在正負 1 個基點間。展望未來，我們認為銀行資產負債表增長速度仍將是抵禦淨息差壓力的核心防禦因素，而這將由經濟活動增加及強勁貸款需求所支持。儘管在利率下行周

期下，淨息差壓力是不可避免的，但其壓力在 2021 年和 2022 年將趨于緩和。各類銀行中，以資產負債表管理能力看，大型銀行的防守性明顯較強。

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，但新政策的推出將增加短期股價表現的波動性。

短綫展望

假設新冠疫情在冬季不會出現大規模反彈，其經濟影響將在未來幾個季度逐步消除。因此，在政策支持和銀行的審慎態度下，我們并不認為銀行的資產質量會急劇惡化。但是，預期投資者在短期內對中資銀行的基本面的謹慎態度將維持。當資產質量和淨息差持續穩定向好時，行業估值修復將再次出現。

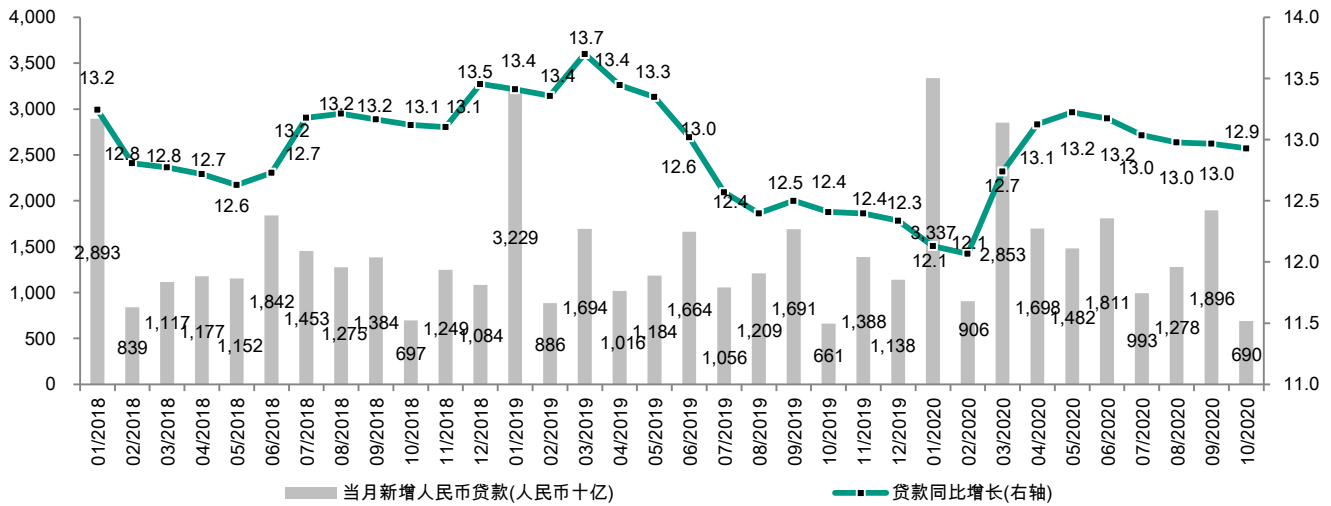
股票推薦

考慮現時銀行板塊估值正處于歷史上低水平以及其穩定增速與可控的基本面，我們重申對 A/H 股兩個市場中國銀行業的正面評級。其中，我們較偏好大型銀行的穩定股息收益率和高度多元化的業務組合，從其基本面可以充分體現出大型銀行對於政策風險及對宏觀變化的防禦能力和高度適應性。我們的行業首選為**建行(939 HK/601939CH)**，因其一直以來較為審慎的風管態度。

風險因素

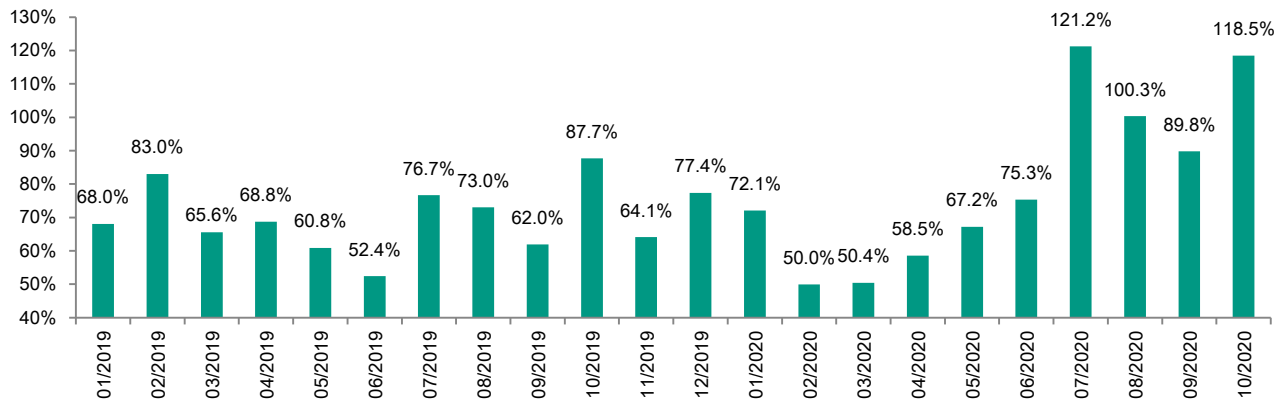
1)來自非銀行及外資金融機構的競爭加劇; 2)資產質量快速嚴重惡化; 3)宏觀不確定性增加政策風險; 4)受新冠肺炎疫情和中美爭端的反復影響。

圖 1: 當月人民幣貸款(10 億元人民幣)和人民幣貸款餘額同比(%)



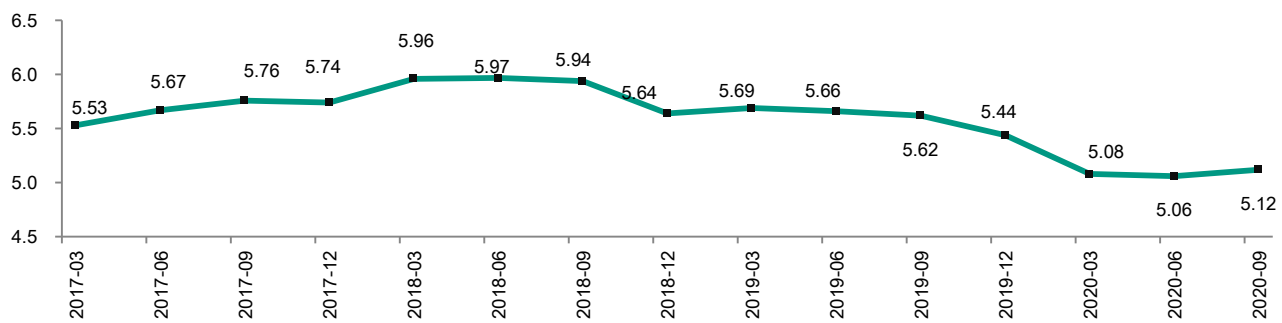
來源: 人民銀行、農銀國際證券

圖 2: 中長期貸款占當月人民幣貸款總額比



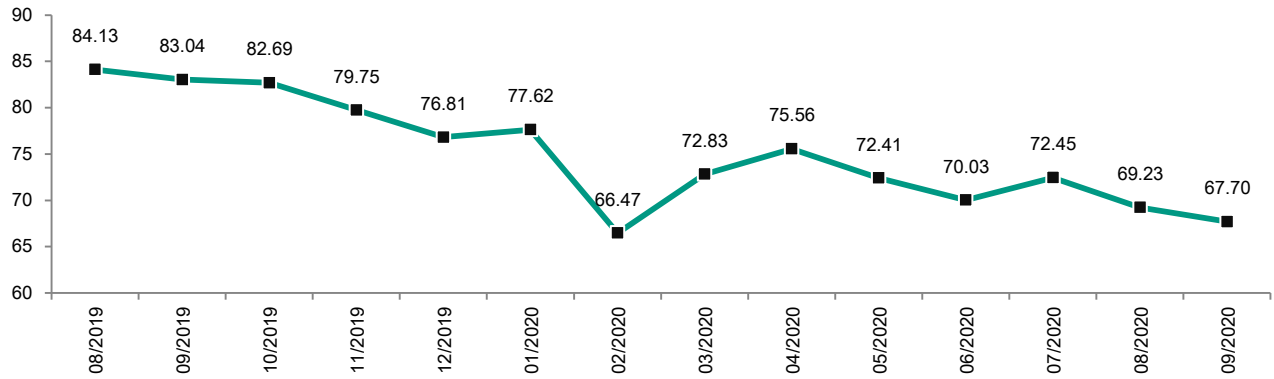
來源: 人民銀行、農銀國際證券

圖 3: 行業月平均貸款利率(%)



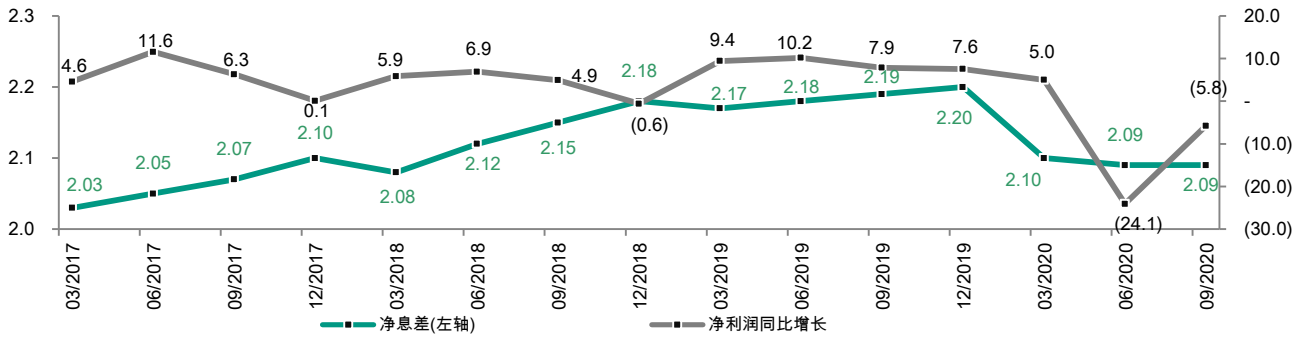
來源: 人民銀行、農銀國際證券

圖 4: 貸款定價高于 LPR 占比(%)



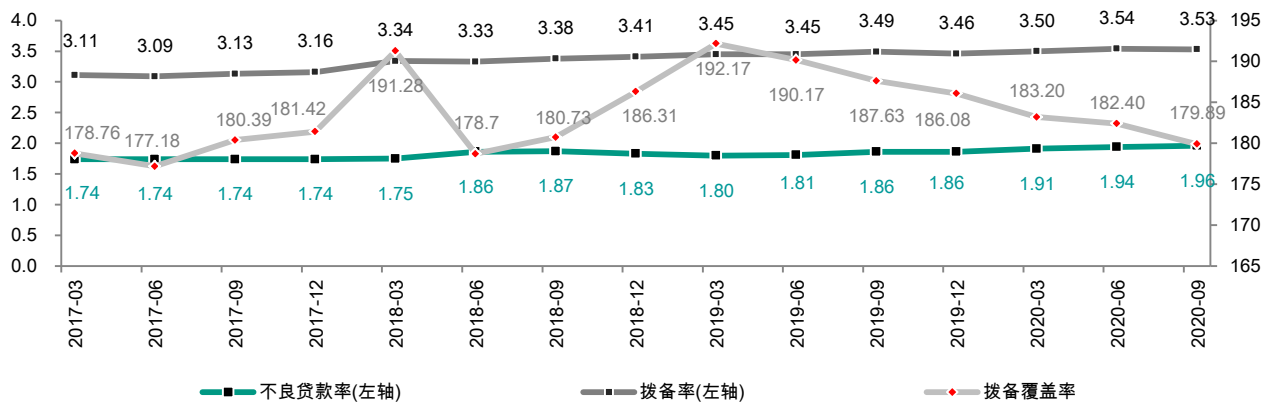
來源: 人民銀行、農銀國際證券

圖 5: 行業平均淨息差與行業平均季淨利潤同比增長(%)



來源: 中銀保監、農銀國際證券

圖 6: 行業平均資產質量指標(%)



來源: 中銀保監、農銀國際證券

H 股 行業首選 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
建設銀行	939 HK	買入	8.72	40.65	5.31	5.05	0.58	0.53	5.90	6.28

來源:彭博、農銀國際證券預測

A 股 行業首選 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司	代號	評級	目標價 (人民幣)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
建設銀行	601939 CH	買入	9.66	32.33	7.37	7.02	0.80	0.74	4.25	4.52

來源:彭博、農銀國際證券預測

正面 中国房地产业- 强者恒强 董耀基

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2021E 市盈率均值(x)	5.68	1 個月	4.69 (5.51)
2021E 市淨率均值(x)	0.91	3 個月	(5.36) (10.85)
2021E 股息率均值(%)	7.95	6 個月	(4.34) (16.28)
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

- 2020 年首 10 月，主要上市開發商的合同銷售額同比增長 11%。我們預計合同銷售額和均價在 2021 年將同比增長 15%和 5%
- 進入 2021 年，我們預計內地物管公司的在管面積將有更快的增長勢頭，這得益于 2020 年下半年預售活動加快，將使落成量提升
- 憑藉良好的資產負債表和美元貶值帶來的潛在匯收收益，中國海外(688 HK)是我們房地產開發商的首選。鑒于在并購方面的良好業績和吸引的估值，雅生活(3319 HK)是我們物業管理行業的首選



來源:彭博、農銀國際證券

行業前景

■ 內地開發商:

由于低利率和供應放緩，預計 2021 年全國新屋銷售將同比增長 12%。自 2020 年 6 月起，中國的房屋銷售顯著恢復。根據國家統計局的數據，新屋銷售在 2020 年第 3 季同比增長 21%，在 10 月份同比增長 26%，而上半年為-3%，顯示出疫情後的持續復蘇。由于疫情過後壓抑的需求被釋放，因此我們統計的 20 家大型上市開發商的合同銷售在 10 月和 2020 年首 10 月分別同比增長 19%和 11%。此外，到 2020 年 10 月，這 20 家上市開發商的平均售價同比增長 0.3%，在 2020 年首次恢復正增長。踏入 2021 年，我們認為較低的利率和新房供應趨緊將繼續支持開發商的合同銷售和均價。根據融 360 的數據，到 2020 年 10 月，首次住房抵押貸款的年初至今同比下降 30 個基點至 5.24%。我們預計 2021 上半年的房貸利率將進一步下降，因為銀行將更加積極給予房貸以實現 2021 年的新貸款目標。在供應方面，由于 2020 年第 1 季疫情影響建築進度，中國的住宅物業的總竣工面積和新開工面積同比下降 7.9%至 4.92 億平方米和同比下降 3.3%至 13.24 億平方米。另外，今年首 10 個月的土地購買量亦同比下降 3.3%至 1.77 億平方米。總體而言，我們預計 2021 年開發商的合同銷售將同比增長 15%，而平均售價將同比增長 5%。

三個紅綫新政或提高利潤率。非正式渠道報道稱，“三條紅綫”規則將從 2021 年開始應用于房地產領域。具體而言，此政策旨在控制開發商債務水平。三條紅綫分別是:1)在扣除預收款項後，開發商的債務/資產比率上限為 70%； 2)淨債務權益比率的上限為 100%； 3)現金與短期債務的 1:1 下限比率。超過三條紅綫的公司將被劃入“紅檔”，超過其中兩條紅綫的為“橙檔”，超過其中一條紅綫的為“黃檔”，而比率均在三條紅綫內的為綠檔。根據這四個等級，將為每個開發商的年度總債務增長限制為:紅檔為 0%，橙檔為 5%，黃檔為 10%，綠檔為 15%。基準點是不確定性因素之一，因尚不確定將以 2020 年 6 月或 2020 年 12 月的債務水平用作比較基準。從更積極的角度來看，新的借貸限制意味著土地市場的競爭可能會減少。擁有 15%的債務增長空間下，綠檔開發商在土地收購方面更具優勢。

■ 物業管理公司:

大型 IPO 發行完成後，行業估值應恢復。儘管內地物管行業基本面變化有限，但過去三個月(至 12 月 1 日)，香港上市內地物管股的股價平均下跌了 24%。股價調整的原因是:1)投資者提前鎖定利潤。截止到 2020 年 12 月 1 日，物管行業的股價今年平均增長了 59%。因此，一些投資者提前鎖定利潤，特別是那些由于其盈利可見性和穩定性而將物管行業視為反周期性行業的投資者。有關成功開發新冠疫苗和改善經濟前景的消息促使部分投資者從防禦性行業轉向其他周期性行業。2)多輪物管 IPO 上市融資:截至 2020 年 12 月 1 日，有 10 家內地物管公司在 2020 年完成上市，募集資金總額為 351 億港元。在 10 月至 11 月期間，共有 6 家物管公司上市，這意味著大量資金可能已從現有的上市物管股票中轉移至這些 IPO 項目。許多新上市的物管公司為中國頭部開發商的子公司(例如世茂服務[873 HK]和金科服務[9666 HK])，被認為是質量較高。展望未來，我們相信投資者將繼續青睞(1)大型物管公司，因更具規

模效益；(2)商業項目占比高的物管公司，因擁有較高定價能力和利潤率。我們認為，從中小型開發商中剝離出來的物管 IPO 將繼續對小型物管公司的估值產生壓力。相比之下，只有少數大型物管公司尚未上市。

內地物管行業在艱難的 2020 年證明了其盈利穩定性。在幾隻大型物管股(包括雅生活和碧桂園服務(6098 HK))于 2018 年上市之後，物管行業引起了投資者的關注。今年新冠病毒大流行正好證明了該行業的防禦性。在 2020 年上半年，12 個主要上市物管公司的在管面積，收入和淨利潤平均分別同比增長 30%，44%和 50%，而平均淨利率同比增長 0.9 個百分點至 14.4%。進入 2021 年，由于 2020 年下半年開發商的預售活動提升，將推動竣工面積增長加快，我們預計住宅物管公司的同比增長將更強勁。商業物管公司將通過改善零售租戶的銷售業績，從而提高管理費水平。

股票推薦

■ 內地開發商:

中國海外(688 HK)是我們的首選開發商，因為“三項紅綫”政策將使集團充分利用自身低杠杆優勢來獲得市場份額(2020 年上半年淨負債比率:31.6%)。其美元/港幣借款占比高(占 2020 年 6 月的總借貸比例的 53.0%)也將在明年因人民幣上升帶來有利的外匯收益。中國海外 2021 年 P/E 為 3.7 倍(而同業均值为 5.5 倍)，我們認為中國海外的股價已因美國總統的行政命令而被過度修正，該命令要求美國投資者在 2021 年 11 月後不能持有一些特定中國股票。時代中國(1233 HK)是我們的中型股的首選，因為其今年首 10 個月的合約銷售表現良好(同比增長 19%，而同業平均值為+ 11%)，並且在大灣區的城市重建項目方面具有經驗。

■ 物業管理公司:

雅生活(3319 HK)因其在并購方面的好業績而成為我們物管行業首選。其 2021 年市盈率為 15.5 倍，相對於大型同業 25.1 倍，估值具有吸引力。寶龍地產(9909 HK)也是我們的偏愛的物管股，因為購物中心的零售表現應能在 2021 持續改善，有望提高管理費水平。

風險因素

■ 內地開發商:

1)由于經濟增長放緩，合同銷售業績放慢； 2)更多針對開發商融資活動的政策； 3)新冠肺炎疫情的不確定性發展

■ 物業管理公司:

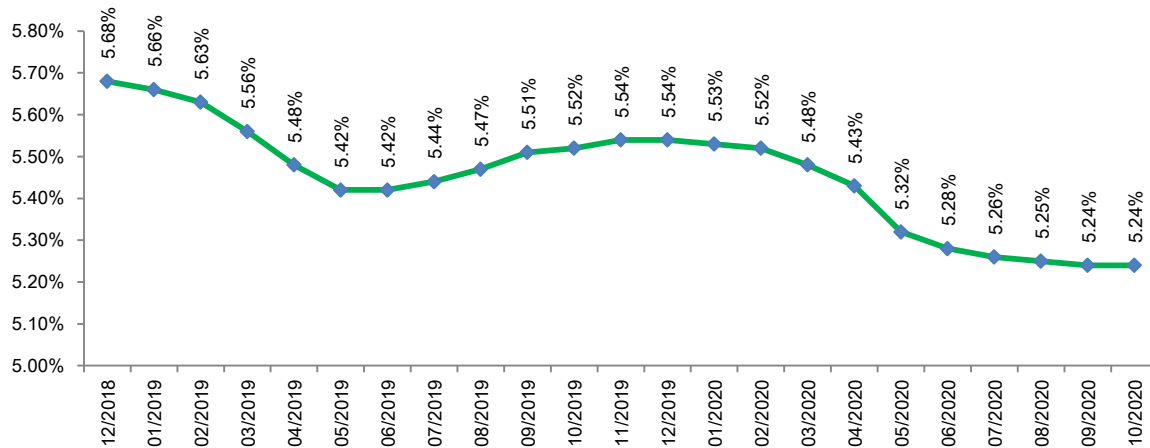
1) 物業管理公司與母公司之間的關聯交易增大; 2) 過于依賴母公司為獲取新項目的來源; 3) 過度并購可能導致利潤率下降; 4) 物業管理公司 IPO 數量的增加可能會降低行業估值。

圖表 1: 2020 年首 10 個月主要上市開發商合同銷售表現 (按銷售金額增長排)

		2020 年首 10 個月						2020 年		
		金額 10 億 人民幣	年比 %	面積 000 平米	同比 %	均價 人民幣/平 米	同比 %	目標 10 億 人民幣	目標完成率 %	
1	禹洲	1628 HK	88.6	52%	5,425	38%	16,329	10%	100	88.6%
2	越秀	123 HK	73.3	40%	2,936	20%	24,981	16%	80	91.5%
3	金茂	817 HK	180.3	33%	9,405	53%	19,174	(13%)	200	90.2%
4	綠城	3900 HK	196.1	30%	9,740	24%	20,133	5%	250	78.4%
5	寶龍	1238 HK	62.4	24%	4,067	30%	15,347	(5%)	75	83.2%
6	龍光	3380 HK	97.0	23%	6,031	4%	16,085	18%	110	88.2%
7	時代	1233 HK	70.6	19%	4,975	25%	14,193	(5%)	82	85.8%
8	世茂	813 HK	231.3	17%	13,190	20%	17,535	(2%)	300	77.1%
9	合景泰富	1813 HK	78.5	15%	4,710	19%	16,656	(4%)	103	75.9%
10	旭輝	884 HK	174.4	12%	11,572	24%	15,068	(10%)	230	75.8%
11	中國奧園	3883 HK	98.5	11%	9,486	8%	10,384	3%	132	74.6%
12	保利	600048 CH	422.8	9%	28,564	11%	14,800	(1%)	na	--
13	龍湖地產	960 HK	214.4	6%	12,655	6%	16,938	0%	260	82.4%
14	雅居樂	3383 HK	104.8	5%	7,781	5%	13,467	0%	120	87.3%
15	萬科	2202 HK	545.1	5%	36,308	9%	15,012	(4%)	na	--
16	碧桂園	2007 HK	500.7	4%	59,260	10%	8,449	(5%)	na	--
17	中國海外	688 HK	286.1	3%	15,417	1%	18,557	2%	360	79.4%
18	富力	2777 HK	102.7	(4%)	8,711	(12%)	11,786	10%	152	67.5%
19	遠洋	3377 HK	92.1	(9%)	4,748	(5%)	19,405	(4%)	130	70.9%
20	首創置業	2868 HK	54.6	(10%)	2,043	(17%)	26,740	8%	80	68.3%

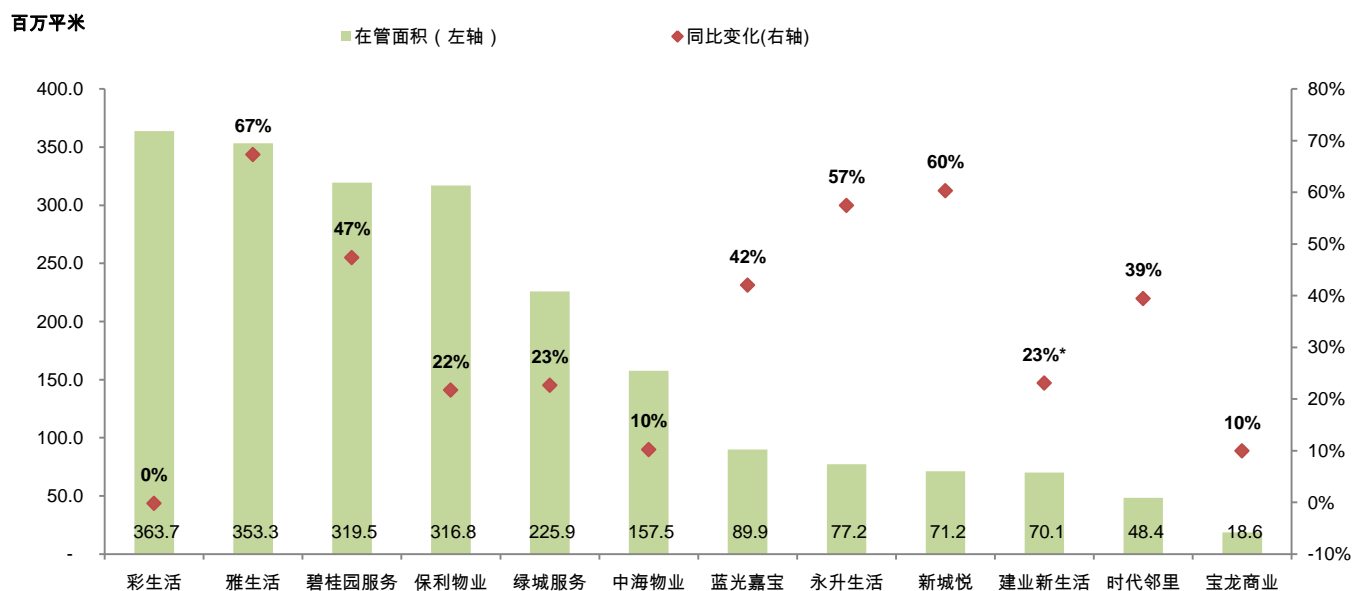
來源: 公司數據, 港交所, 農銀國際證券

圖表 2: 中國首套房房貸利率



來源: Rong360, 農銀國際證券

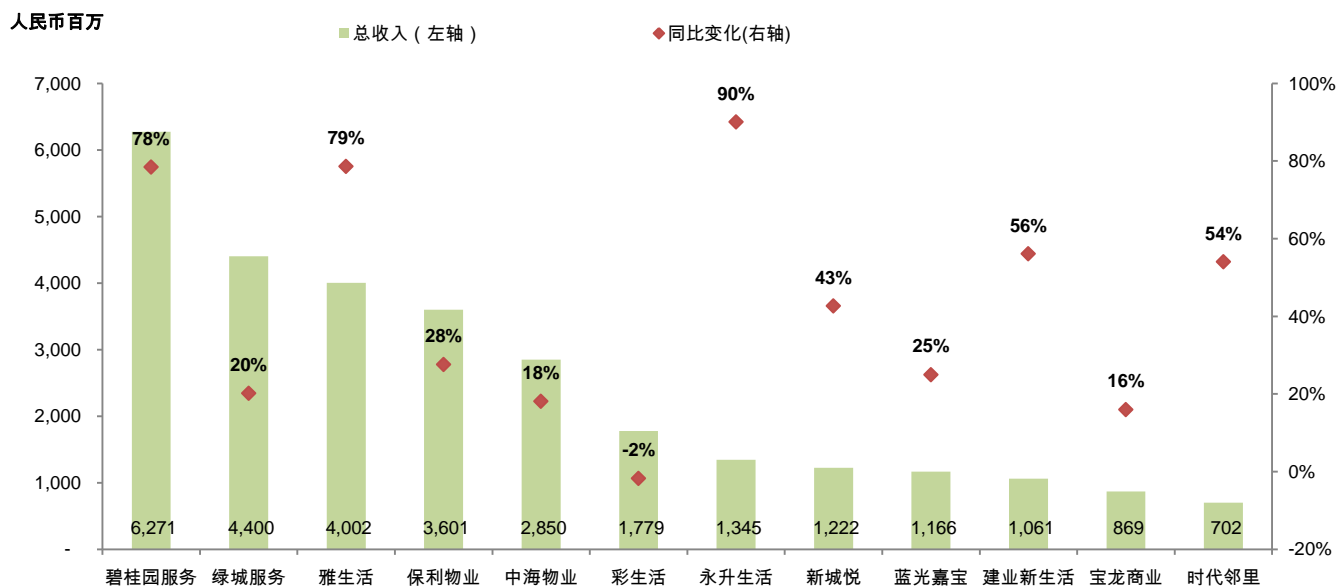
圖表 3: 主要上市物管公司在管面積 (2020 年上半年)



* 環比變化

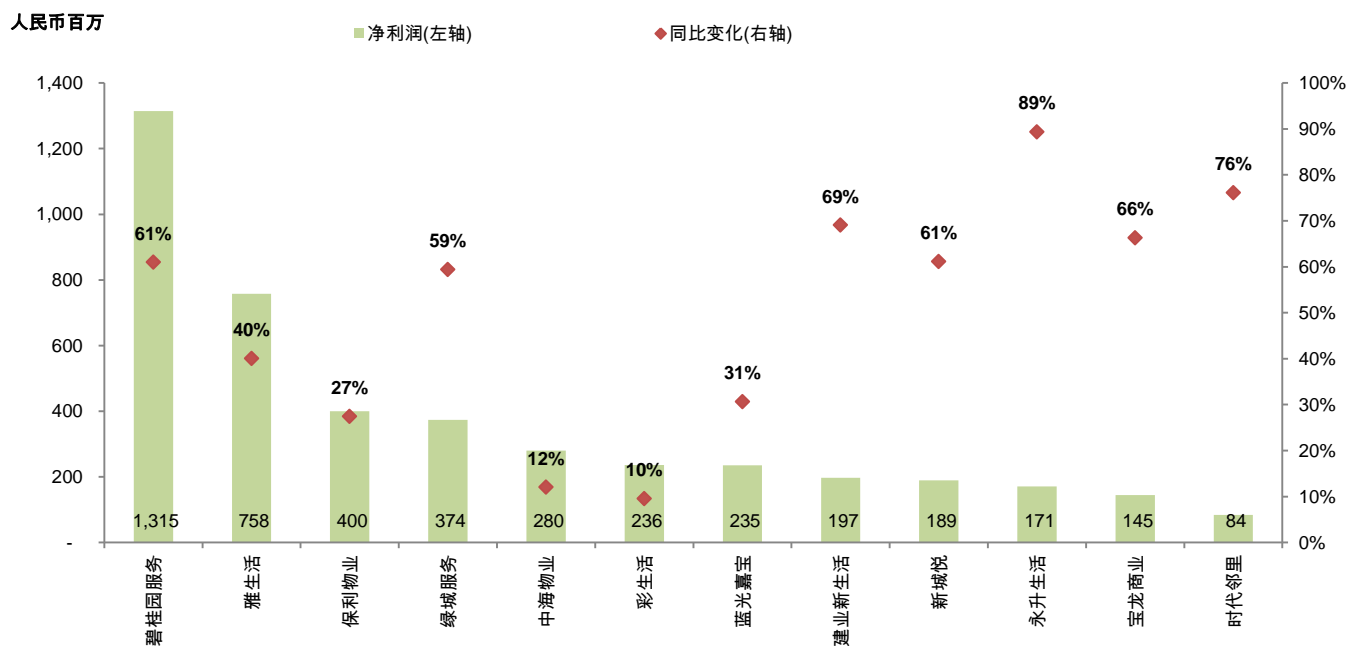
來源: 公司, 農銀國際證券

圖表 4: 主要上市物管公司總收入 (2020 年上半年)



來源: 公司, 農銀國際證券

圖表 5: 主要上市物管公司淨利潤 (2020 年上半年)



來源: 公司, 農銀國際證券

行業首選 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率(x)	FY21E 市盈率(x)	FY20E 市賬率(x)	FY21E 市賬率(x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
雅生活	3319	買入	51.40	58%	21.4	15.5	5.2	4.5	2.3	3.2
中國海外	688	買入	33.30	75%	4.3	3.7	0.6	0.5	5.8	6.8

來源: 彭博、農銀國際證券預測

正面 中国机场业 - 中國航空需求潛力豐厚 吳景荃

主要數據	行業表現 (相對於上證 指數)			
	絕對值 (%)	相對值 (%)	相對值 (%)	
2021E 市盈率均值 (x)	21.39	1 個月	13.9	12.9
2021E 市淨率均值 (x)	1.96	3 個月	2.4	3.7
2021E 股息率均值 (%)	1.85	6 個月	7.4	(8.3)
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 (%)	
行業平均	上證綜指

來源: 彭博、農銀國際證券

- 中國的人均航空率較低，這表明航空業潛力巨大
- 廉價航空公司和旅行應用軟體的興起將刺激航空旅行需求
- 不斷增長的城鎮化和人均可支配收入將使主要城市的機場受益最大
- 機場運營商有區域壟斷優勢，高利潤率和強勁的現金流
- 上海國際機場(600009 CH)是我們機場領域的首選，因為上海作為長三角地區的主要樞紐城市，未來將有強勁的人口和人均可支配收入增長，而且該地區競爭較低，潛在旅客量巨大

中國的人均航空率較低，這表明航空業潛力巨大。 根據世界銀行的數據，2018 年中國的人均航空率(民用航空客運量除以總人口)為 0.4，遠低於美國的 2.7，英國的 2.5，韓國的 1.7 和德國的 1.3。也低於泰國和越南等亞洲發展中國家，它們的數字分別為 1.1 和 0.5。人均航空率可以看作是每個中國居民每年旅行次數的指標。我們相信，隨著可支配收入的增加，更多居民將會增加旅行次數，因此目前的低航空率表明發展空間巨大。

廉價航空公司和旅行應用軟體的興起將刺激航空旅行需求。 在最近的十年中，廉價航空公司在中國和全球範圍內迅速發展。根據 Statista 的數據，廉價航空公司的全球市場份額從 2006 年的 15.7% 上升到 2019 年的 31%。航空旅行的成本一直下降刺激了對航空服務的需求。此外，受歡迎的應用軟體，例如 Booking.com、Trip.com、Hotels Combined 等，簡化了酒店和航班預訂程序，增加了旅客旅行次數。

不斷增長的城鎮化和人均可支配收入將使主要城市的機場受益最大。 中國政府一直在促進城鎮化進程，以幫助降低醫院，公園和學校等公共設施的單位成本。更多的就業機會和更高的生活水平吸引了人口移居到主要城市，特別是北京，上海，廣州，深圳等一線城市。根據國家統計局的數據，中國城市地區的人均可支配收入從 2014 年的 28,844 元增加到 2019 年的 42,359 元，在 2014-19 年年均複合增長率為 6.6%。人均可支配收入的增長將促進航空旅行從而令機場受益最大。

區域壟斷優勢。 中國大多數機場由市政府運營，因為 1) 需要大量的初期投資；2) 機場是城市與外界聯繫的門戶，因此出于國家安全原因，它們由政府控制。中國每個城市通常只有一個或兩個機場(取決于城市的規模和人口)；因此，缺乏競爭對大多數機場形成了區域壟斷優勢。

高利潤率和強勁的現金流。 機場的最大運營成本是員工工資，設備和機器的燃料成本以及設施的折舊。由于大多數是固定成本的項目，這意味著單位成本會隨著旅客人數的增加而下降。機場的平均淨利潤率約為 20%。此外，機場通常有大量現金流，因為航空相關費用的很大一部分是由旅客和旅行社預付的。此外，免稅商店，飲食店和紀念品商店的租金收入也增加了機場的現金流。如果不進行任何重大擴張(如跑道和航站樓擴張)，機場通常可以產生強勁的自由現金流，並以較低的淨負債比率維持健康的資產負債表。

長綫展望

我們認為，目前中國居民的低航空率將為航空業帶來巨大的發展空間，而且中國居民日益上漲的可支配收入也將刺激出行意願。

短綫展望

新冠疫情的負面影響將在 1H20 打擊機場業務，但自 2020 年 4 月以來情況有所改善，我們認為 2020 年下半年的反彈將更加明顯。到 2021 年，我們認為主要城市的旅客吞吐量將實現高增長，部分原因是 1H20 的基數較低。

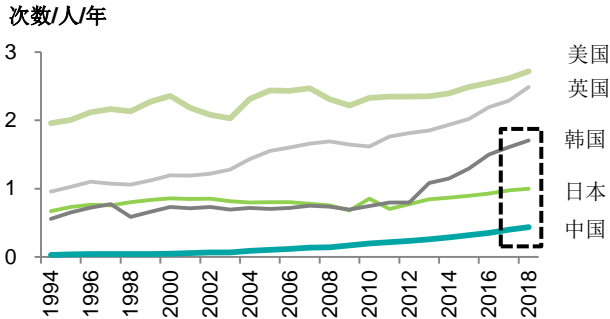
股票推薦

上海國際機場(600009 CH)是我們機場行業的首選。上海國際機場是我們在中國機場領域的首選，因為 1)上海作為長三角地區的主要樞紐城市，未來將有強勁的人口和人均可支配收入增長；2)該地區競爭較低；3)靠近大城市，如蘇州，無錫和南通等，將有巨大的潛在客戶量。

風險因素

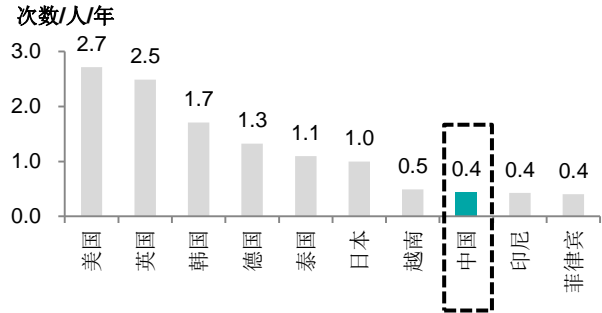
1)疾病爆發會減少旅行需求；2)經濟放緩將減少可支配收入和旅行需求；3)高速鐵路的技術進步將降低對短途行的飛行的需求；4)潛在的恐怖襲擊將會減少航空旅行。

圖表 1: 人均航空率比較



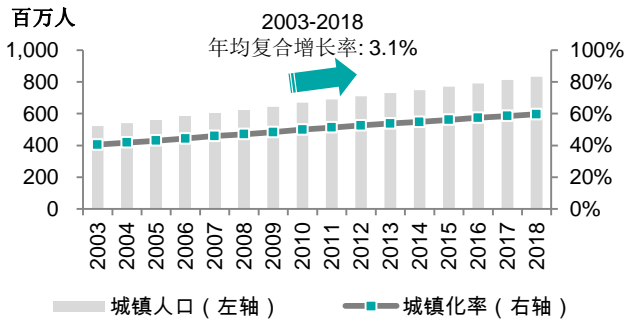
來源:世界銀行、農銀國際證券

圖表 2: 人均航空率比較 (2018 年)



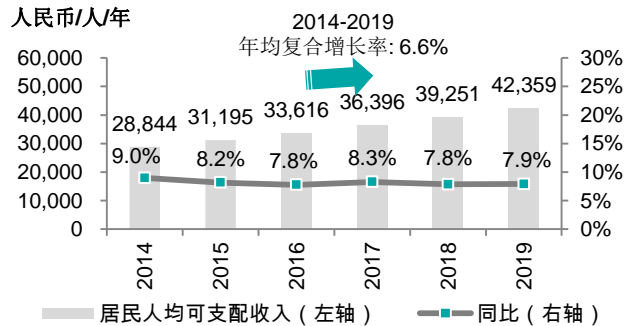
來源:世界銀行、農銀國際證券

圖表 3: 城鎮人口維持上升趨勢



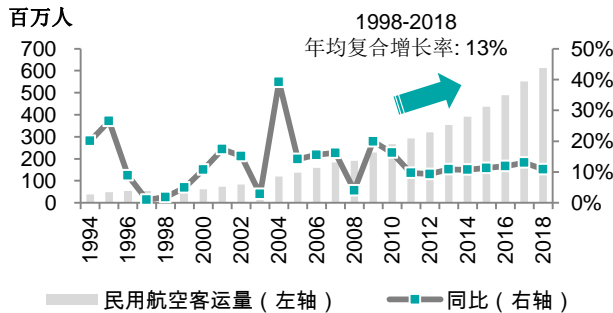
來源:統計局、農銀國際證券

圖表 4: 中國城鎮人口的人均可支配收入



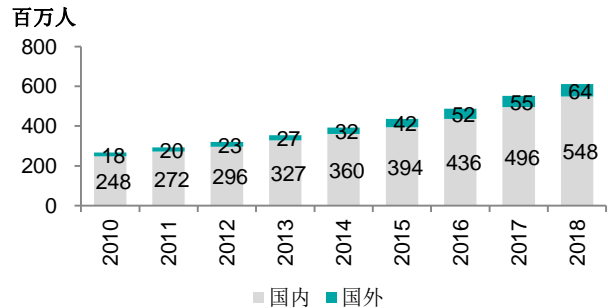
來源:統計局、農銀國際證券

圖表 5: 中國民用航空客運量



來源:世界銀行、農銀國際證券

圖表 6: 中國乘客主要乘坐國內航班



來源:世界銀行、統計局、農銀國際證券

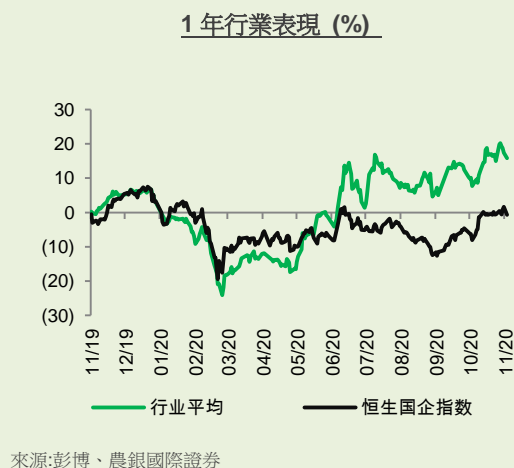
行業首選 (截至 2020 年 12 月 1 日的數據)

公司	代號	評級	目標價 (人民幣)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
上海國際機場	600009 CH	買入	90.00	12.9	82.9	27.3	4.6	4.1	0.4	1.1

來源:彭博、農銀國際證券預測

中性 中国替代能源业 - 水力發電公司是現金牛 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 (%)		
2021E 市盈率均值 (x)	10.57	1 個月	6.7	(1.7)
2021E 市淨率均值 (x)	1.21	3 個月	8.1	2.1
2021E 股息率均值 (%)	3.08	6 個月	34.6	21.8
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"> 全國總發電量展望: 2020 / 2021 年同比增長 2% / 6%; 替代能源發電量展望: 2020 / 2021 年同比增長 5% / 6% 水電: 2020 年 / 2021 年水電發電量同比增長 0.3% / 1.0% 核電: 2020 年 / 2021 年核電發電量同比增長 7% / 12% 風電: 2020 年 / 2021 年的裝機容量同比增長 11% / 11%; 2020 年 / 2021 年風電發電量同比增長 13% / 9% 中國長江電力(600900 CH)是我們的首選。我們認為水電將繼續受益于低發電成本, 高利潤率和強勁的現金流。該集團是運營全球最大水力發電站(三峽大壩)的行業領導者, 因此其主導地位不太可能受到挑戰 				



全國總發電量展望: 2020 / 2021 年同比增長 2% / 6%。受新冠疫情爆發的影響, 大多數工業和經濟活動在 2020 年 1 月中止。因此, 電力需求特別是燃煤電力需求下降。根據中國電力企業聯合會(CEC)的數據, 2020 年首 9 個月, 燃煤發電量同比下降 0.3%, 是 2013 年以來表現最差的首 9 個月數據。由於燃煤發電量占總發電量的 65% 以上(2019 年: 69%), 我們預計 2020 年全國電力發電量增速僅同比增長 2%。對於 2021 年, 我們認為燃煤發電量將回升, 帶動全國總發電量同比增長 6%。

替代能源發電量展望: 2020 / 2021 年同比增長 5% / 6%。由於核電和風電發電量的強勁增長, 我們估計中國 2020 年全年的替代能源發電量將同比增長 5%, 超過總發電量的 2%。2020 年首 9 個月, 核電和風電發電量同比增長 6.4% / 14.3%。對於 2021 年, 我們預計替代能源發電量將同比增長 6%, 這要歸功于核電和風電, 預計將同比分別增長 12% / 9%。

水電: 中國最賺錢的替代能源子行業。水電是所有替代能源中生產成本最低的, 因為“燃料”是免費的。它的主要生產成本是設備折舊。水電的單位成本約為 0.10 元人民幣/千瓦時(不含增值稅), 低於燃煤的 0.29 元人民幣/千瓦時(不含增值稅), 核電的 0.20 元人民幣/千瓦時(不含增值稅), 風電的 0.22 元人民幣/千瓦時(不含增值稅), 太陽能的 0.44 元人民幣/千瓦時(不含增值稅)。與其他同類電力公司相比, 水電運營商的毛利率最高(達到 60%, 其他行業平均約為 31%)。

水電: 2020 年 / 2021 年水電發電量同比增長 0.3% / 1.0%。水力發電量的增長受到地理環境的制約(例如, 需要河流和丘陵地貌)。由於大型河流(例如長江, 黃河等)的大多數水資源已經開發, 裝機容量增長的空間有限。因此, 我們預計 2020 年 / 2021 年全國水電發電量將同比增長 0.3% / 1.0%。

核電: 在整個能源結構中, 核電發電量占比仍然較低。我們相信, 中國將繼續轉向替代能源(例如風能, 太陽能 and 核能)。核電僅占中國 2018 年和 2019 年總發電量的 4.2% 和 4.8%, 遠低於發達國家的平均水平(約 30%)。我們相信政府將繼續促進核電的使用。

核電: 2020 年 / 2021 年核電發電量同比增長 7% / 12%。我們估計, 由於新冠疫情大流行相關的干擾, 中國的核電發電量在 2020 年將僅同比增長 7%。我們預計在 2021 年, 在政府的大力推動下, 核電的發電量將同比反彈 12%。

風電: 平價上網政策將淘汰小型企業。中國將取消對風電和太陽能運營商的電價補貼。國家發改委于 2019 年 5 月宣布, 政府將對在 2018 年底之前獲批建造但到 2020 年底仍未并網的陸上風電和太陽能設施; 和在 2019 年 1 月 1 日

至 2020 年底之前獲批建造但到 2021 年底仍未并網的陸上風電和太陽能設施，停止電價補貼。從 2021 年 1 月 1 日開始，將不再為新批准的陸上風電設施提供補貼。我們認為，平價上網政策將導致風電行業的整合，由于成本劣勢，小型企業將被淘汰。

風電:2020 年/ 2021 年的裝機容量同比增長 11%/ 11%; 2020 年/ 2021 年風電發電量同比增長 13%/ 9%。平價上網政策將促使運營商在 2020 年和 2021 年加快風力發電設施的建設以獲得電價補貼。因此，我們預計 2020 年/ 2021 年風電裝機容量將同比增長 11%和 11%。在此之後，我們認為全國風電裝機容量增長將降至單位數水平。得益于裝機容量的強勁增長，中國的風電發電量在 2020 年/ 2021 年將同比增長 13%/ 9%。

長綫展望

水電:與其他能源相比，水電受地理環境的限制更大。在中國，除了長江上游以外，其他大規模水電設施建設的地點都是有限的。因此，我們認為全國水電發電量在未來十年內不會顯著增加。

核電:由于其高穩定性和低發電成本，核電很可能成為核心替代能源，未來取代燃煤發電成為中國主要能源來源。在 2019 年，核電發電僅占中國總發電量的 4.8%。

風電:在 2021 年實施“平價上網”政策之後，我們認為從長遠來看，小型運營商將被淘汰，全國裝機容量增長將放緩。未來十年，風電發電量將是高個位數增長。

短綫展望

水電運營商:裝機容量增長將不大；水電發電量增長將更多地依賴于全國範圍的降雨情況。

核電運營商:公眾對安全問題的關注將是主要風險。任何核事故和輻射事故都將導致公眾恐慌并影響核電的發展。

風電運營商:2020 年和 2021 年裝機容量增長將強勁，因為運營商爭取在 2021 年底之前完成手上已批准的項目，以符合資格獲取電價補貼。

股票推薦

中國長江電力(600900 CH)是我們的首選。我們認為水電將繼續受益于低發電成本，高利潤率和強勁的現金流。該集團是運營全球最大水力發電站(三峽大壩)的行業領導者，因此其主導地位不太可能受到挑戰。

風險因素

■ 水電運營商:

(1)廣泛的乾旱會影響發電量；(2)施工風險；(3)高淨負債比率促使人們關注募資活動；(4)運營風險；(5)政策風險

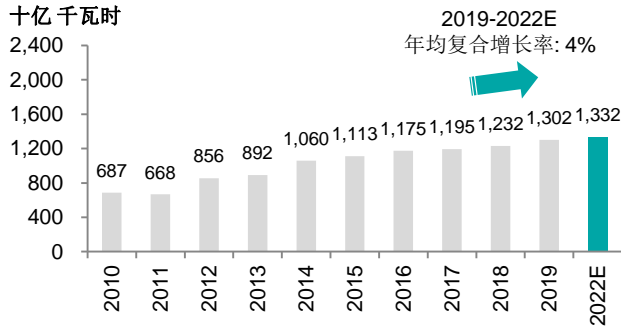
■ 核電運營商:

(1)運行安全；(2)建設進度慢于預期；(3)燃料成本風險；(4)貨幣和利率風險；(5)為即將進行的并購籌集資金而募資的風險

■ 風電運營商:

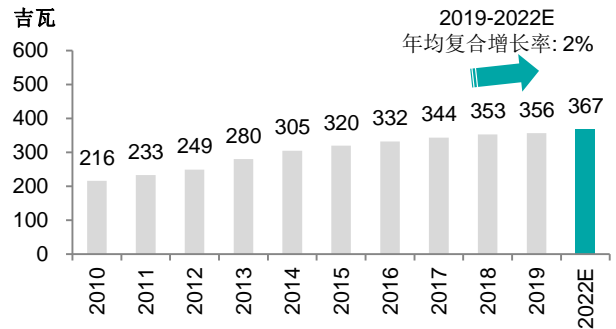
(1)弃風限電風險；(2)風資源風險；(3)施工風險；(4)籌資風險；(5)政府的去杠杆化政策可能會限制行業增長

圖表 1: 中國水電發電量展望



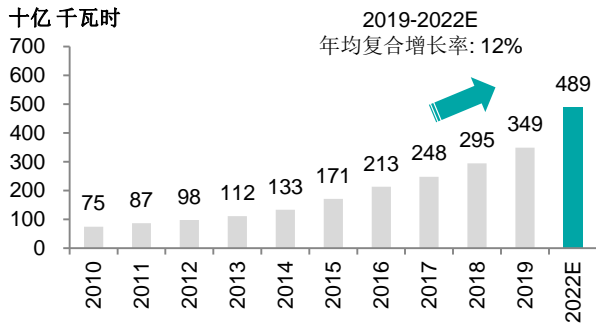
來源:能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 2: 中國水電裝機容量展望



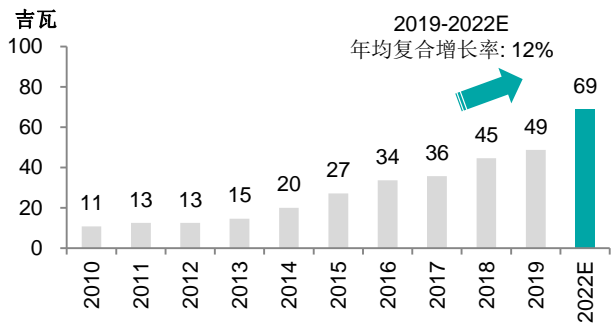
來源:能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 3: 中國核電發電量展望



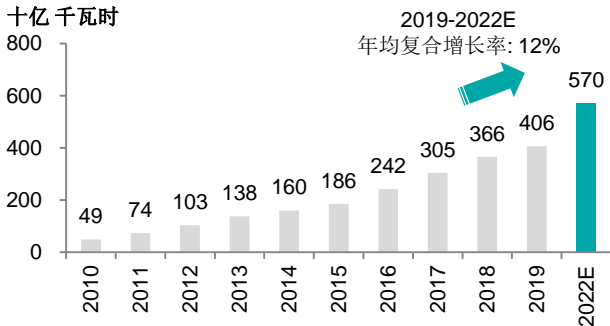
來源:能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 4: 中國核電裝機容量展望



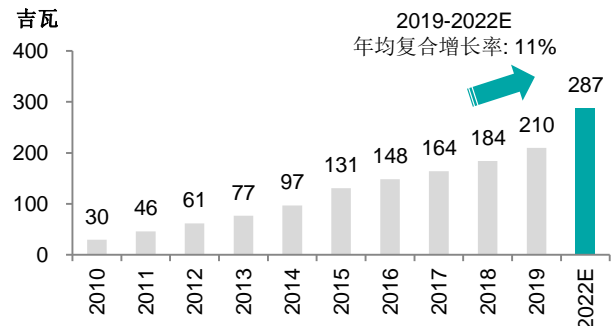
來源:能源局、中電聯、農銀國際證券預測

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 6: 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

行業首選 (截至 2020 年 12 月 1 日的數據)

公司	代號	評級	目標價 (人民幣)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市淨率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
中國長江電力	600900 CH	買入	25.00	23.2	18.6	15.1	2.8	2.7	3.5	4.3

來源:彭博、農銀國際證券預測

中性 中国証券业- 2021 年基數較高 周秀成

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2021 年市盈率均值(x)	1 個月	13.4	3.2
2021 年市淨率均值(x)	3 個月	4.2	(1.2)
2021 年股息率均值(%)	6 個月	31.5	19.6
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"> 我們認為近幾個月日均交易量的上升可能會為 2021 年造成一個較高的基數。假設日均交易量在接下來的幾個季度將穩定在當前水平，2021 年的日均交易量同比增幅可能很小甚至為負 政策環境維持理想。政府的長遠策略是提高直接融資比重，促進多層次資本市場健康發展 我們較喜歡申萬宏源-H(6806 HK) 	<p>1 年股價表現(%)</p> <p>來源:彭博、農銀國際證券</p>
---	--

經營環境改善中。根據中國證券業協會的數據，9M20 行業收入和淨利潤分別同比上升 31%和 43%。行業淨資產回報率從 2019 的 6.3%升至 9M20 的 8.3%(年度化)。在 9M20，A 股日均成交量已從 9M19 的 5,620 億元人民幣增至 9M20 的 8,520 億元人民幣，使行業的佣金收入增加。另一方面，上證指數在 9M20 上升了 7.1%，增加了行業的投資收入。此外，融資融券餘額從 2019 年底的約 1.0 萬億增加至 2020 年 9 月底的 1.5 萬億。總體而言，這代表了行業經營環境改善中。

2021 年基數較高。我們認為近幾個月較高的日均交易量的上升可能會為 2021 年造成一個較高的基數。日均交易量已從 2020 年 7 月/2020 年 8 月的逾 1 萬億元人民幣的峰值回落至最近幾個月的 7000-8000 億元人民幣。如果日均交易量在接下來的幾個季度中穩定在當前水平，則 2021 年的增長將是不高的或負增長。根據中國證券業協會的數據，在整個行業中，經紀業務是 9M20 最大的收入貢獻者(39%)。所以，日均交易量增速放緩可能會拖欠佣金收入，從而限制明年的整體收入增長。

政策環境良好。從積極的方面來看，我們認為中國政府將長期致力於行業改革。政府將通過發展多元化，多層的資本市場，同時促進諸如高收益債券和混合融資之類的產品創新，來增加直接融資對經濟的貢獻。我們認為，這些發展將支持投資銀行業務。總體而言，2000 年首 10 個月，直接融資僅占總融資量的 16%，而美國(2015 年)僅為 50%，這意味著有足夠的增長空間。

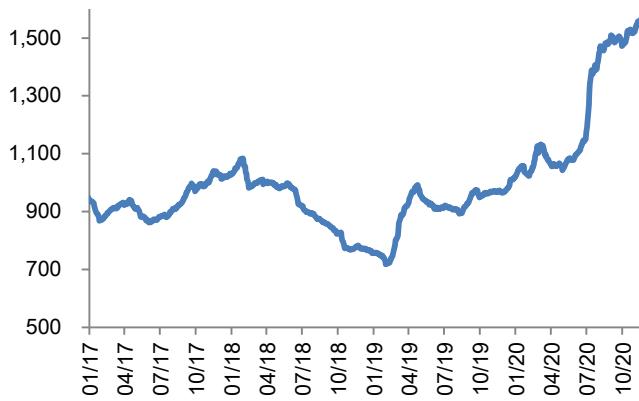
股票推薦

在各券商股中，我們較喜歡申萬宏源-H，因為它近年來在整個市場周期中表現出較高的淨資產收益率以及估值吸引。

風險因素

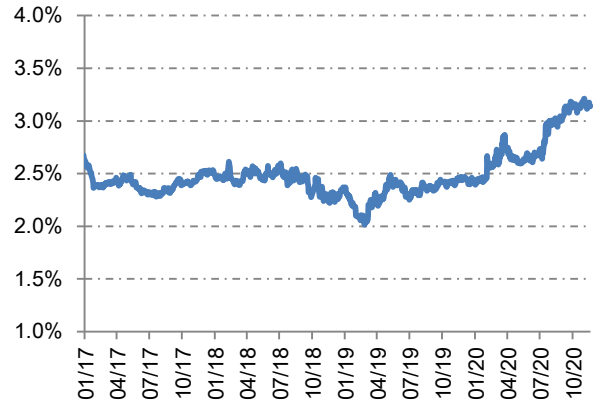
1)金融資產的市場風險； 2)與債券投資，貸款業務有關的信用風險； 3)市場成交量波動； 4)證券公司行為不檢或人員瀆職的處罰； 5)直接融資的監管變化； 6)金融部門去杠杆化對溢出的影響； 7)外資所有權放寬後行業競爭加劇； 8)銀行與證券公司直接融資業務競爭加劇。

圖表 1: 兩融餘額(10 億元人民幣)



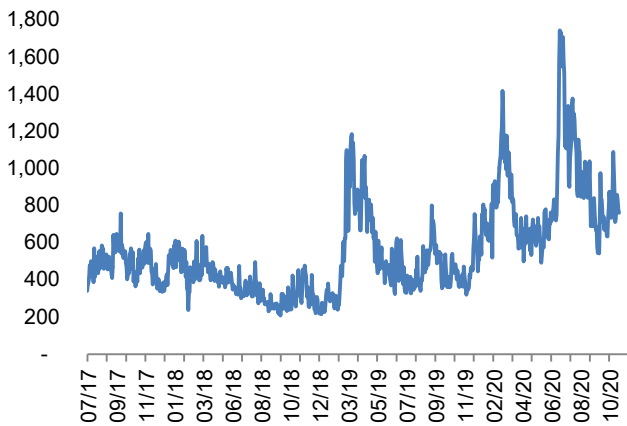
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 2: 兩融餘額/A 股市值比率



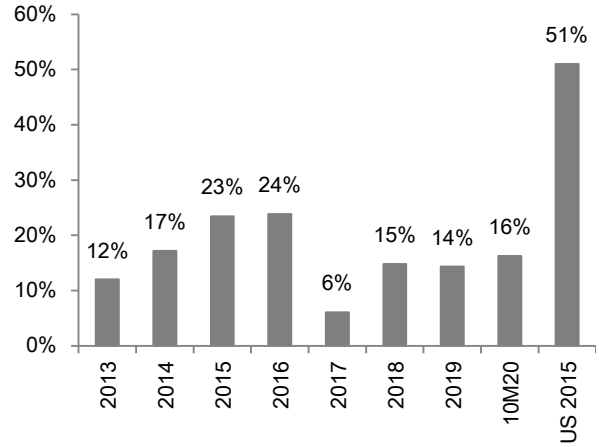
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 3: A 股日均成交量 (10 億元人民幣)



來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 4: 直接融資僅占總融資量



來源: 人民銀行、農銀國際證券

行業首選 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市賬率 (x)	FY21E 市賬率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
申萬宏源-H	6806 HK	買入	3.0	23.0	6.8	6.3	0.5	0.5	4.9	5.4

來源: 彭博、農銀國際證券預測

正面 中国互联网媒体与消费商业-疫情後的結構性增長 周秀成

主要數據	行業表現(相對於 MSCI 中國指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2021 年市盈率均值(x)	36.5	1 個月	(0.4)
2021 年市淨率均值(x)	4.5	3 個月	1.6
2021 年股息率均值(%)	1.1	6 個月	42.4
27.9			
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

MXCN=MSCI 中國指數
來源:彭博、農銀國際證券

- 自 2020 年第 2 季以來，中國的電子商務行業持續復蘇，并且這一勢頭一直延續到 2020 年第 3 季。疫情後消費由綫下向綫上轉移，為行業提供了結構性增長
- 在綫遊戲在疫情後也實現了強勁的增長
- 我們喜歡騰訊(700 HK)在在綫遊戲中的領先地位，阿里巴巴(BABA US / 9988 HK)在電子商務中的主導地位以及美團(3690 HK)在消費者服務電子商務中的獨特優勢

疫情後持續復蘇。 自 2020 年第 2 季以來，中國電子商務行業持續復蘇，而強勁的復蘇勢頭一直持續到 2020 年第 3 季。20 年前 9 個月，中國實物商品在綫銷售同比增長 15.3%，而 2020 年上半年則同比增長 14.3%。此外，快遞行業(電子商務行業的下游行業)在 2020 年 7 月/8 月/9 月的快遞量也同比強勁增長 32.2%/36.5%/44.6%。

疫情後的結構性增長。 我們認為，2020 年第 1 季的疫情促使更多的消費者在網上購物，尤其是在雜貨和食品方面。消費者行為的變化是結構性的，并且可能在疫情後持續存在。2020 年 4 月至 9 月之間，快遞行業的月平均增長率已加速至約 37%，比疫情前的 2019 年同比增長 26% 高約 11 個百分點。

網絡購物滲透率一直在迅速上升。 在綫購物的滲透率(實物商品的在綫銷售額/零售總額)在 2018 年增長 3.5 個百分點至 18.4%，在 2019 年增長 2.3 個百分點至 20.7%。在首 9 個月，在綫購物的滲透率上升 3.6 個百分點至 24.3%，相比之下，2019 年為 20.7%(+ 2.3ppt)。假設當前的增速運行率在未來幾個月繼續保持，則 2020E 可能會增長 4.8 個百分點至 25.5%。

在綫遊戲的強勁勢頭仍在繼續。 騰訊的在綫遊戲業務 2020 年第 3 季實現了強勁增長，收入同比增長 45%(環比增長 8%)，而 2020 年第 2 季則同比增長 40%，這要歸功于包括和平精英和王者榮耀在內的遊戲的貢獻。2020 年第 3 季智能手機遊戲收入增長了 62%，大大高于 PC 端遊戲收入同比增長 1%。

在綫廣告正在觸底反彈。 騰訊的在綫廣告收入在 2020 年第 3 季同比增長 16%(環比增長 15%)，而在 2020 年第二季同比增長 13%，反映行業已逐漸恢復。按行業劃分，電子商務平臺，互聯網服務和在綫教育上的廣告支出出現了顯著回升；同時，房地產，金融服務，消費必需品和汽車上的廣告支出正在回復穩定。總體而言，我們認為在綫廣告正在逐步恢復，并且在接下來的幾個季度中，這種改進將繼續。

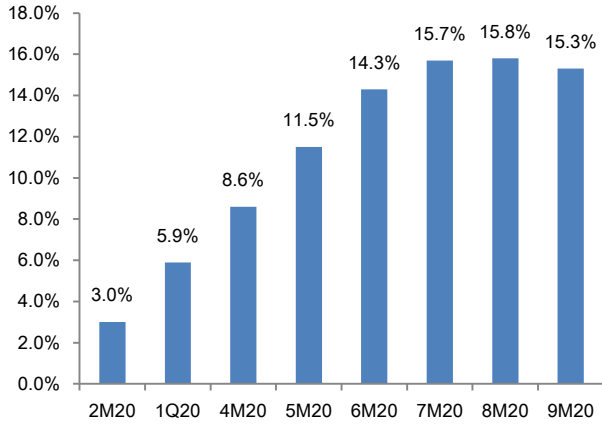
股票推薦

我們對中國互聯網行業保持正面看法。我們喜歡騰訊(700 HK)在在綫遊戲中的領先地位，阿里巴巴(BABA US / 9988 HK)在電子商務中的主導地位以及美團(3690 HK)在消費者服務電子商務中的獨特優勢

風險因素

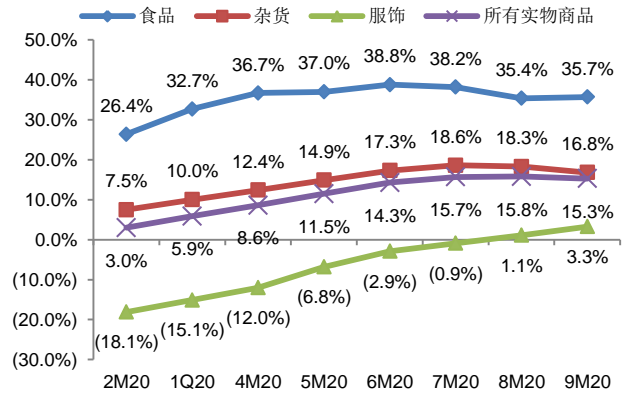
- 1) 互聯網金融/手機遊戲/網上支付的監管加強;
- 2) 面書(FB US)和穀歌(GOOG US)等主要外國競爭對手進入中國市場;
- 3) 電子商務和互聯網金融業務放緩;
- 4) 手機遊戲的生命周期。

圖表 1: 實物商品在綫銷售



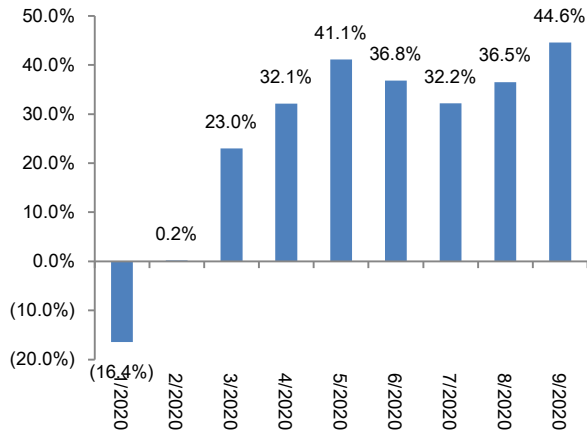
來源:統計局、農銀國際證券

圖表 2: 中國實物商品在綫銷售- 按產品



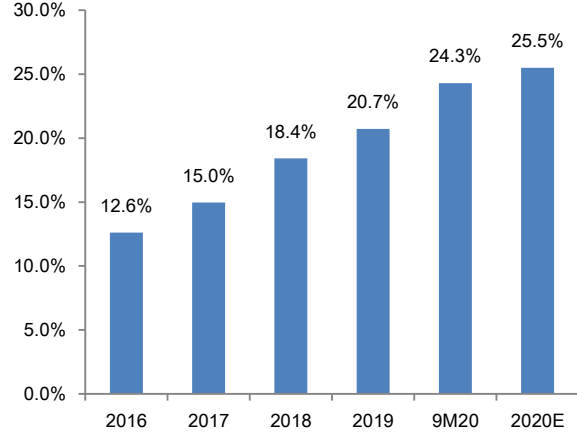
來源:統計局、農銀國際證券

圖表 3: 中國快遞量的增長



來源:國家郵政局、農銀國際證券

圖表 4: 在綫購物的滲透率



來源:統計局、農銀國際證券預測

行業首選 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市賬率 (x)	FY21E 市賬率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
阿里巴巴 -SW	9988 HK	買入	340	32.2	35.0	27.7	8.8	6.9	--	--
美團	3690 HK	買入	330	14.1	329.1	92.1	13.8	9.7	--	--
騰訊	700 HK	買入	730	26.3	38.0	28.3	9.9	7.6	0.2	0.3

來源:彭博、農銀國際證券預測

正面 中国消费业- 堅韌的消費市場支持行業持續復蘇 潘泓興

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2021E 市盈率均值(x)	31.21	1 個月	10.7	2.2
2021E 市淨率均值(x)	3.89	3 個月	11.4	5.8
2021E 股息率均值(%)	2.97	6 個月	33.0	22.5
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		

1 年股價表現(%)	
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 新冠疫情過後的復蘇顯示消費市場具有韌性 ➢ 豬肉價格漲幅下跌將會降低通脹的壓力 ➢ 消費者習慣改變在疫情後仍會持續 ➢ 我們認為行業領頭羊仍具有吸引力，其規模將會增強抗風險能力以及提高未來增長的潛力；百勝中國 (YUMC US/9987 HK) 和萬洲國際(288 HK)是我們的行業首選 	<p>來源:彭博、農銀國際證券</p>

疫情過後消費市場持續復蘇。根據統計局數據，全國零售銷售同比增長從年初 1-2 月的-20.5%回升到 10 月的 4.3%，顯示出國內消費市場的韌性。然而，新冠肺炎疫情仍未消除，國內消費市場的復蘇仍面臨一定的不確定性。

通脹壓力將繼續下降。根據國家統計局，全國 CPI 在 1 月份同比上升 5.4%，但在 10 月份則同比下跌 1.7%。我們相信，豬肉價格的下降是 CPI 回落的主要原因。根據農業部數據，全國豬肉平均批發價格的同比漲幅從 2 月份的 161.2%下降到 10 月份的-1.2%，顯示釋放豬肉儲備以及增加進口等措施都有效抑制了豬肉價格的上升。統計局的數據也顯示，全國生豬存欄量在 3 季末達到 3.7039 億頭，同比上漲 20.7%。生豬存欄的恢復顯示未來生豬出欄將會有所增加，為通脹率的下跌提供更多的空間。

不斷改變的消費習慣。我們相信新冠肺炎疫情所引發的消費習慣改變將會持續影響行業。首先，我們看到全國收入和支出的增長率差距，自疫情以來並沒有完全被消除，顯示出消費者在支出方面仍較為謹慎。根據統計局數據，在第 3 季，全國居民人均消費支出同比增長為 1.4%，遠低於全國居民人均可支配收入增長率 6.5%；同時，收入及支出增長率的差距僅從 1 季的 9.0 個百分點下降到 3 季的 5.6 個百分點。此外，疫情導致消費者更多地轉向網上購物，我們認為這個趨勢將會持續。根據統計局數據，在今年首 10 個月，網上實物銷售占全國零售銷售的比例達到 24.2%，而在 2019 年和 2018 年同期，該比例僅為 19.5%和 17.5%。

長綫展望

我們繼續看好中國消費市場的前景。中國的消費市場將會持續受到龐大的人口基礎以及消費升級的支持。

短綫展望

隨著國內經濟不斷復蘇，短期內消費增長也會隨之回升，利好行業內企業。我們認為，豬肉價格的回落將會為通脹壓力下降提供空間，並為促進消費帶來一定的正面作用。但是，由於新冠肺炎疫情仍未完全消除，新冠肺炎對消費市場的影響將會持續，消費需求或會受到一定的壓力。

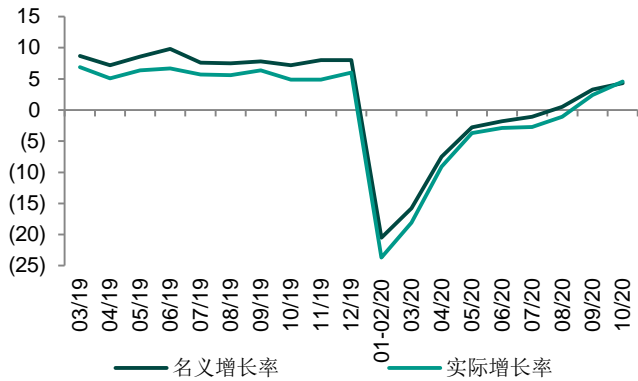
股票推薦

我們仍然偏好國內消費市場龍頭企業，主要由於其規模將有助增強其抗風險能力以及全國性的銷售網絡將會有助於其未來的增長。我們的首選包括百勝中國(YUMC US/9987 HK)和萬洲國際(288 HK)。

風險因素

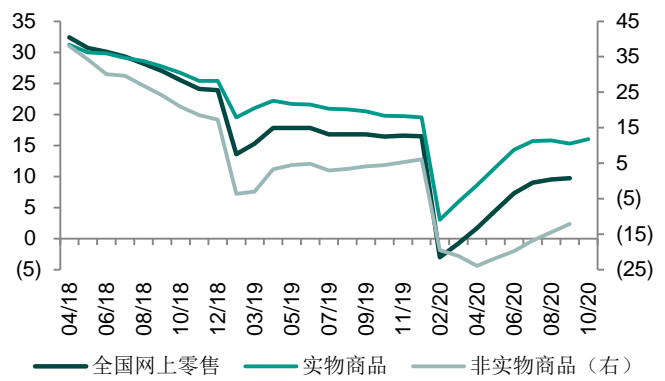
1)宏觀經濟風險；2)疫情風險；3)政策風險；4)產品質量風險；5)通縮風險；6)消費習慣變化風險。

圖表 1：全國零售銷售增長 (同比 %)



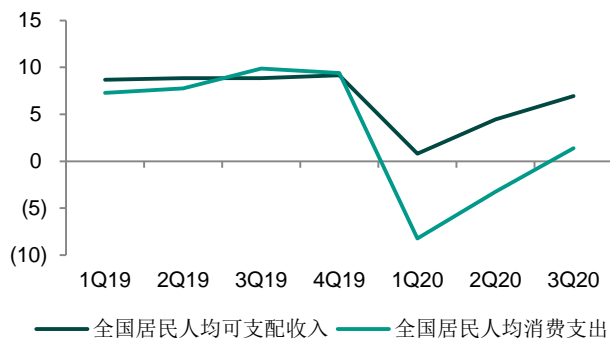
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 2：網上零售銷售增長 (同比 %)



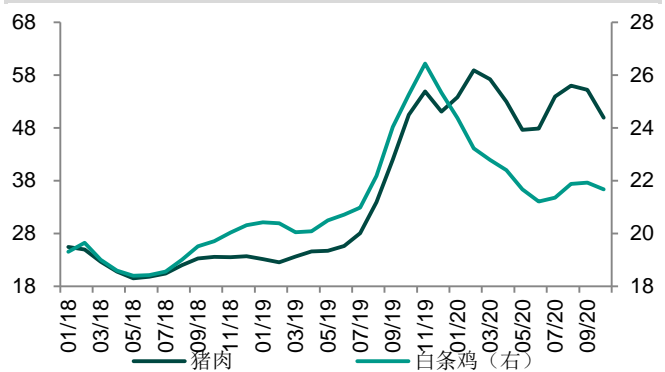
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 3：全國居民人均可支配收入及全國居民人均消費支出 (同比%)



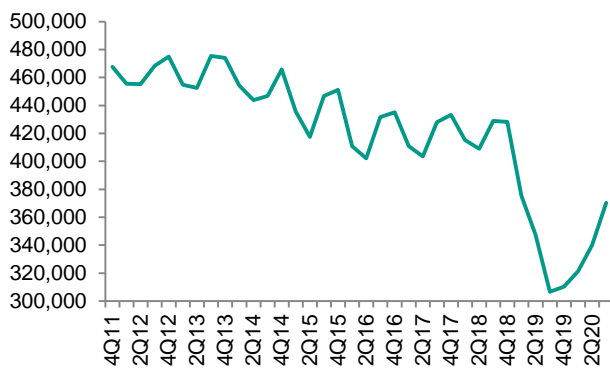
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 4：豬肉及雞肉價格 (人民幣/公斤)



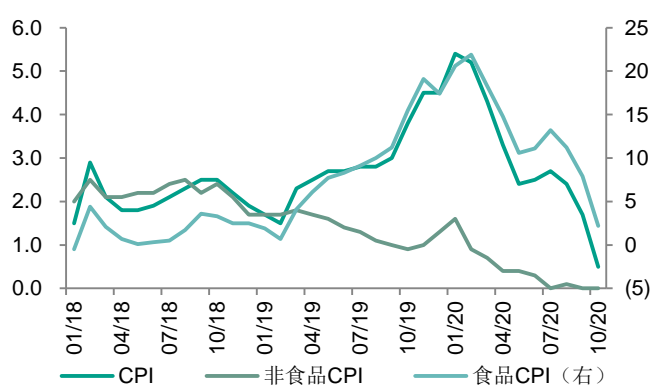
來源：農業部、農銀國際證券

圖表 5：國內生豬存欄 (千頭)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 6：CPI (同比 %)



來源：國家統計局、農銀國際證券

行業首選 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價	上升空間 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市賬率 (x)	FY21E 市賬率 (x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
百勝中國	YUMC US/ 9987 HK	買入	US\$ 71.8/ HK\$ 556.8	27.39/ 24.56	36.60/ 37.43	28.39/ 29.03	3.95/ 4.04	3.59/ 3.67	0.43/ 0.42	0.85/ 0.83
萬洲國際	288 HK	買入	HK\$ 9.6	49.77	8.87	7.48	1.26	1.11	4.51	5.35

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中国教育业- 政策風險下降；行業基本面強壯 潘泓興

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2021E 市盈率均值(x)	12.24	1 個月	5.1	(3.4)
2021E 市淨率均值(x)	5.56	3 個月	(5.4)	(11.1)
2021E 股息率均值(%)	3.01	6 個月	0.2	(11.6)
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(%)	
恒指	約 10%
行業	約 25%

來源:彭博、農銀國際證券

- 行業在疫情期間及疫情後的表現顯示行業抗風險能力較強
- 教育部再次重申對民辦教育行業的支持，降低了即將正式通過的民促法的不確定性
- 繼續看好高等教育以及課外教育子板塊
- 我們認為行業領頭羊仍具有吸引力；行業首選包括好未來(TAL US)及中教控股(839 HK)

疫情後恢復情況凸顯行業韌性。 新冠肺炎疫情對於教育行業中的子行業影響不一。其中，正規教育板塊所受到的影響較少，主要由於學校的正常授課並沒有出現長時間的中斷；但由於疫情使學生未能如常到學校上課，學校需要退還部分住宿費用。對於非正規教學或課外教育子行業，疫情過後的恢復是比較顯著的。我們相信，行業在疫情期間及疫情過後的表現顯示國內教育需求保持強勁，以及行業參與者具有較強的抗風險能力。

政策風險降低。 教育部在最近公布的“關於政協十三屆全國委員會第三次會議第 3379 號(教育類 343 號)提案答復函”再次重申政府對民辦教育行業的支持，並表示對合法合規的關聯交易持開放態度。我們認為，該函的公布降低了民促法立法的不確定性，以及市場對於民促法立法對教育行業潛在影響的憂慮。然而，目前民辦教育企業仍然要面臨民促法正式立法之前的政策層面不確定性，以及各省市在立法和執行細節上的差異。

高等教育以及課外教育子板塊仍是我們的首選。 隨著疫情影響逐漸消退，市場對於教育板塊的焦點將會回到政策方面。我們目前看好高等教育以及課外教育子板塊，主要由於這兩個子板塊面臨的政策風險相對較少，而且其中的龍頭企業在疫情期間及疫情過後的表現都較好。此外，這兩個子板塊的特性提高了他們的吸引力。高等教育板塊將會受益於對於政府對高等教育產業發展的支持、政府對職業教育的重視、獨立學院轉設所產生的併購需求。課外教育板塊則將會持續受惠於國內巨大的市場以及持續上升的課外教育需求。

長綫展望

我們相信，教育行業具有較好的長期增長前景。國內的人口規模以及對於高質量教育的需求會持續支持教育行業的發展。行業內將會出現更多的行業龍頭。

短綫展望

隨著教育部最近發文表示政府將會繼續支持民辦教育行業的發展，教育行業所面臨的政策風險已經有所降低。市場將會繼續聚焦民促法的正式立法以及各大民辦教育企業的業績表現。

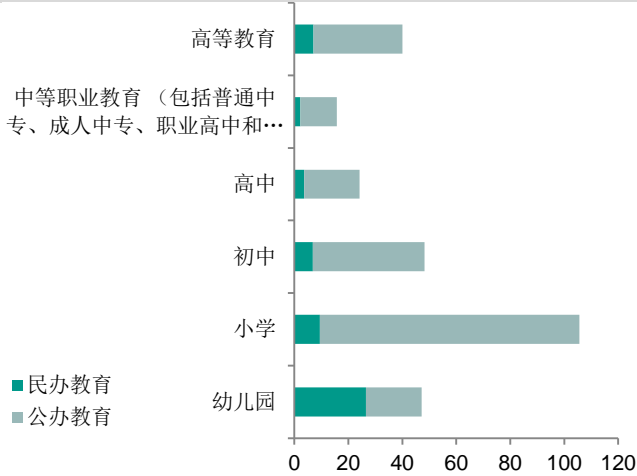
股票推薦

高等教育以及課外教育子板塊展現了他們抗風險能力以及在疫情過後保持增長的能力。我們的行業首選包括好未來(TAL US)及中教控股(839 HK)。

風險因素

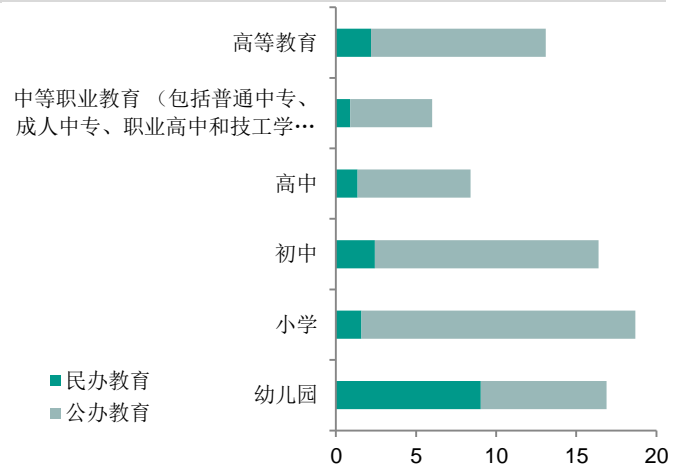
1)人口變化；2)政策風險；3)教育質量及學生退學風險；4)運營和聲譽風險；5)擴張瓶頸風險。

圖表 1: 2019 年全國在校學生人數 (百萬人次)



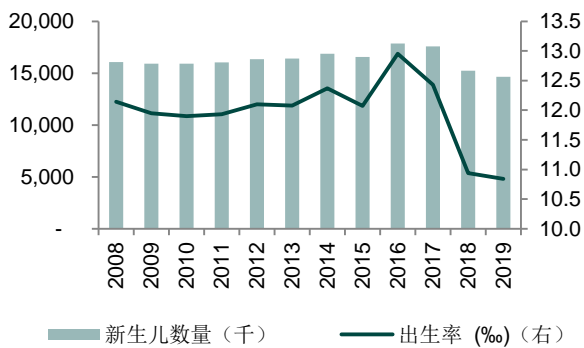
來源: 教育部、農銀國際證券

圖表 2: 2019 年全國新生人數 (百萬人次)



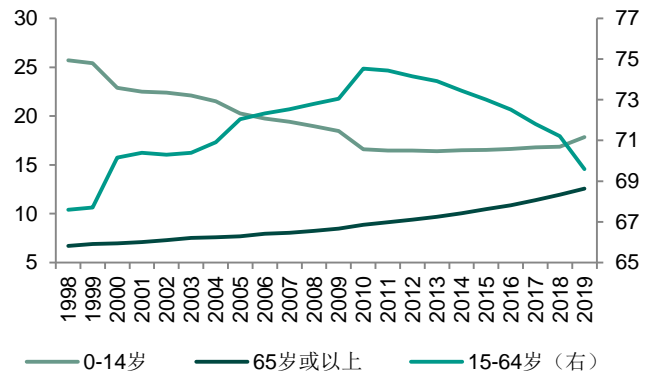
來源: 教育部、農銀國際證券

圖表 3: 新生兒數量以及出生率



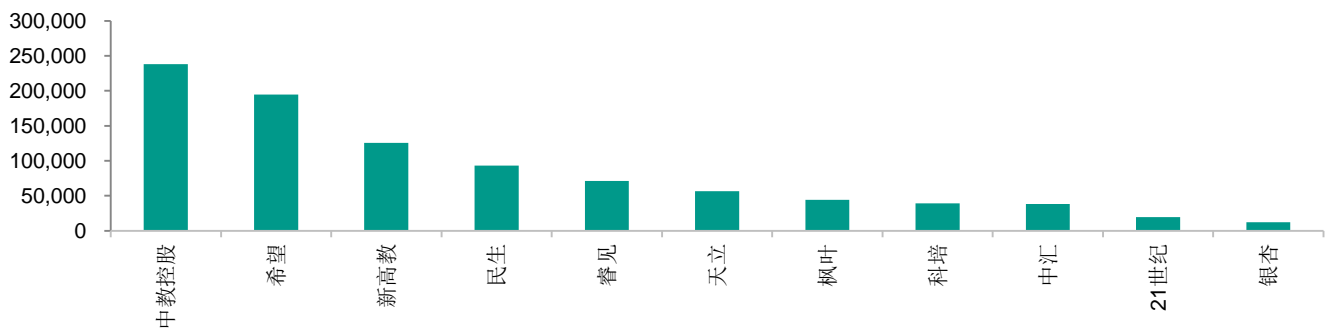
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 4: 人口年齡分布 (%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 5: 上市正規教育企業 2020/21 學年學生人數(人次)



來源: 公司、農銀國際證券

行業首選 (截至 2020 年 12 月 1 日)

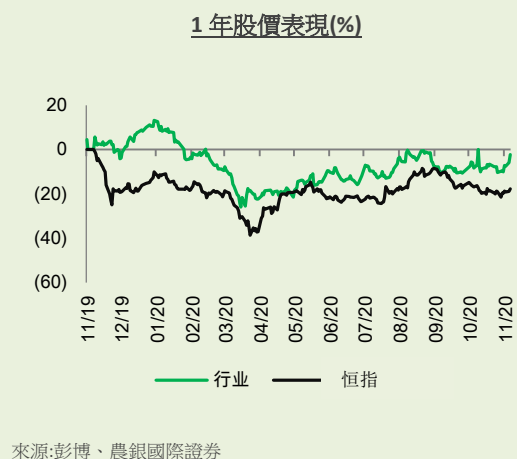
公司名稱	代碼	評級	目標價	上升空間 (%)	FY21E 市盈率 (x)	FY22E 市盈率 (x)	FY21E 市賬率 (x)	FY22E 市賬率 (x)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
好未來	TAL US	買入	US\$ 80.0	14.18	156.23	73.54	15.12	12.54	0	0
中教控股	839 HK	買入	HK\$ 17.8	19.46	20.12	16.92	2.80	2.51	1.71	2.04

來源: 彭博、農銀國際證券預測

正面 中国电信业 - 2021 年中國將推出 5G 獨立網絡 黎柏堅

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2021 年市盈率均值(x)	14.9	1 個月	(4.2)	(12.7)
2021 年市淨率均值(x)	2.1	3 個月	(10.4)	(16.9)
2021 年股息率均值(%)	1.9	6 個月	(2.6)	(12.9)
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		

- 電信運營商在 2021 年將其 5G 電信網絡升級為獨立網絡，以提高傳輸速度和效率
- 我們預測 2021 年中國 5G 用戶將達到 3 億
- 行業首選是中國移動(941 HK)。中國移動的股息收益率高，資產負債表狀況良好，並在中國的移動業務中占據主導地位



我們預測中國到 2021 年 5G 用戶將超過 3 億。截至 2020 年 10 月中國移動用戶達 16 億，同比增長 0.1%。中國移動、中國聯通(762 HK)、中國電信(728 HK)的移動用戶市場份額分別為 59.0%、19.2%和 21.8%。中國移動憑藉良好的網絡覆蓋和優質的服務，在移動市場中保持著最高的市場份額。截至 2020 年 10 月國內 5G 用戶突破 1.5 億。電信運營商正通過推出最新的 5G 智能手機和推出競爭性的服務套餐，促進 5G 用戶的增長。5G 基站達 60 萬個，覆蓋全國大部分城市。我們預計到 2021 年 5G 基站將達到 95 萬個，因需要建立獨立的 5G 網絡。與目前的非獨立 5G 電信相比，獨立的 5G 電信網絡可以進一步提高速度和效率。目前 5G 網絡的電信業務資費與 4G 網絡資費相約，因為需要遵循監管部門關於降低移動業務資費的指示。我們預測在服務資費降低、推出價格實惠的 5G 智能手機的推動下，中國 5G 用戶在 2021 年將超過 3 億。

預計中國有綫寬帶的普及率將進一步提升。據工信部統計，截至 2020 年 10 月有綫寬帶用戶達 4.81 億，同比增長 6.4%，而光纖到戶(FTTH)達 4.49 億，占有綫用戶總數的 93.4%。我們預測在 IPTV、網絡游戲和視頻的需求下，中國的光纖到戶占有綫用戶總數在 2021 年將達到 96.0%以上。自新冠肺炎以來，由于居家辦公和家庭娛樂的需求，有綫寬帶網絡需求旺盛。隨著對網絡游戲、IPTV、視頻會議等的需求，用戶正在尋求更穩定的有綫寬帶網絡。我們預計 2021 年中國有綫寬帶市場將穩步增長，網絡速度和 IPTV 利用率將有所提高。截至 2020 年 10 月中國移動、中國聯通、中國電信有綫寬帶用戶市場份額分別為 45.8%、34.9%和 19.3%。由于推出了積極的定價策略和高效的營銷計劃，中國移動在有綫寬帶用戶中占據了最高的市場份額。

預計全球 5G 智能手機普及率將在 2021 年有所增長。根據 IDC 的數據，全球智能手機出貨量在第 3 季為 3.536 億部，同比下降 1.3%，遠好于第 2 季 16.0% 的下降，這是因為許多國家的新冠肺炎大流行限制措施的實施。然而，新冠肺炎在 2020 年第 4 季在許多西方國家正在反彈，這可能會進一步影響第 4 季智能手機出貨量的恢復。IDC 預計 2020 年全球智能手機出貨量將同比下降 9.5%。許多智能手機製造商已經在智能手機上引入了高分辨率攝像頭和新功能，以改善用戶體驗，從而獲得市場份額。

長綫展望

我們預計 5G 網絡的推出將提高每個用戶的平均移動數據用量，支持電信運營商的數據收入增長。5G 電信網絡有望支持物聯網、自動駕駛、智能家居、AR/VR 等多項新技術和新應用，電信運營商可以通過推出創新服務和新應用，創造更多的增值服務收入。用戶可以在更快的傳輸網絡中訪問視頻內容和在綫游戲。企業和企業將需要更多的雲計算、數據分析和大數據服務。由于 5G 網絡需要更密集的基礎分布和更廣的光纖網絡覆蓋，電信運營商將加快中國 5G 網絡發展，并在 2021E 年增加 5G 網絡發展的資本支出。電信運營商可能會出臺更多的獎勵和補貼措施，吸引用戶使用 5G 網絡平臺。與 4G 電信網絡相比，5G 網絡具有更高的傳輸速率和更低的延遲。

短綫展望

我們預計短期內電信運營商將通過推出最新的 5G 智能手機型號和服務套餐，專注于開發 5G 網絡的市場份額。電信運營商正處于 5G 電信網絡的投資階段，因為 5G 收入仍然不足以支付相關運營成本。與 4G 網絡相比，用戶在 5G 網絡上使用更多的高速應用，包括視頻和在綫游戲，用戶體驗更好。企業客戶對大數據和雲計算的需求不斷增長，這可能進一步促進電信運營商收入的持續增長。

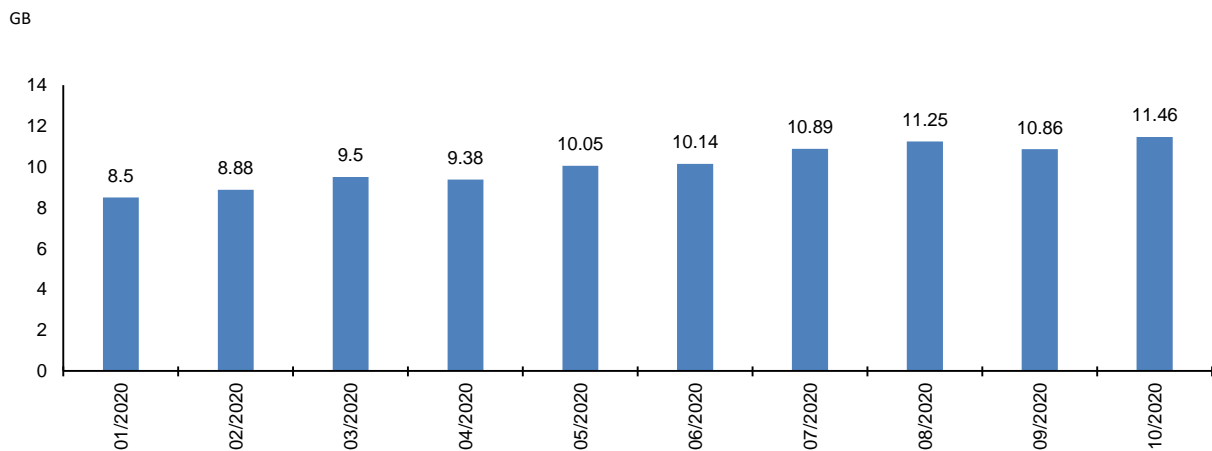
股票推薦

中國移動(941 HK)是我們行業的首選。中國移動憑藉其網絡優勢、覆蓋範圍和資源優勢，在中國市場保持著最大的移動用戶市場份額。我們預計在數據服務資費下調的情況下，集團將受益于移動數據消費的增加。中國移動的目標價為 82.0 港元，相對 2021 年 EV/EBITDA 為 4.7 倍。

風險因素

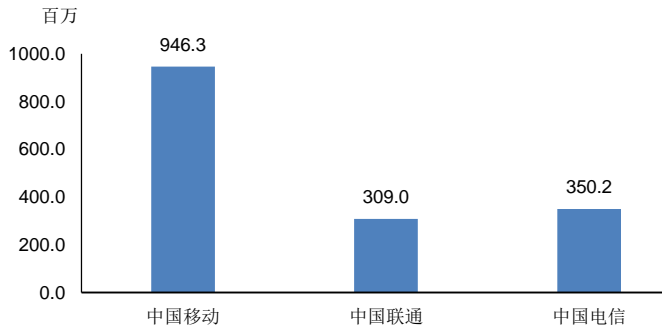
1) 行業進一步推行提速降費; 2) 用戶飽和; 3) 市場競爭加劇可能導致價格戰; 4) 智能手機出貨量增長放緩; 5) 5G 網絡發展放緩

圖表 1: 中國每月平均數據使用量



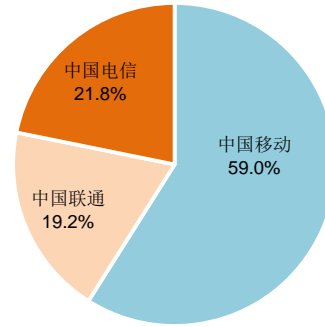
來源: 工信部、農銀國際證券

圖表 2: 2020 年 10 月電信運營商的移動用戶



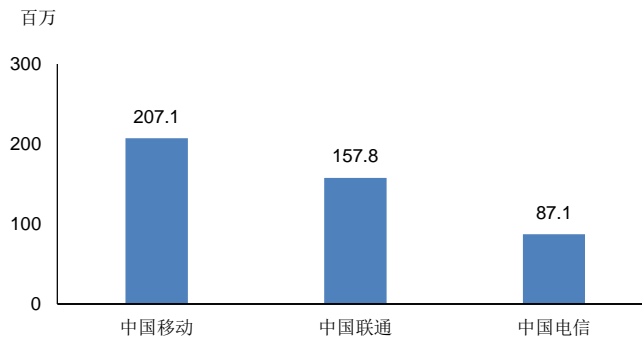
來源:各公司、農銀國際證券

圖表 3: 2020 年 10 月中國移動用戶市場份額



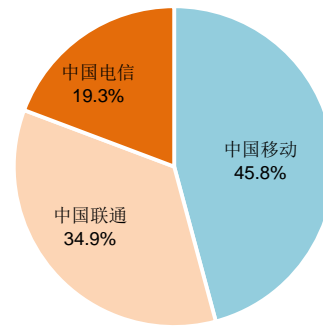
來源:各公司、農銀國際證券

圖表 4: 2020 年 10 月電信運營商的有線寬帶用戶



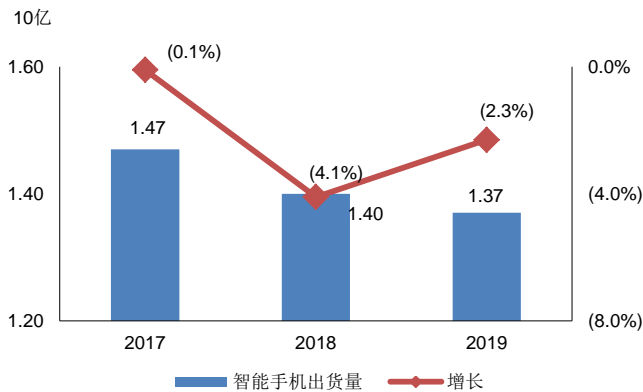
來源:各公司、農銀國際證券

圖表 5: 2020 年 10 月中國有線寬帶用戶的市場份額



來源:各公司、農銀國際證券

圖表 6: 智能手機出貨量(左)和增長(右)



來源:IDC、農銀國際證券

行業首選 (截至 2020 年 12 月 1 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY20E 市盈率(x)	FY21E 市盈率(x)	FY20E 市賬率(x)	FY21E 市賬率(x)	FY20E 股息率 (%)	FY21E 股息率 (%)
中國移動	941 HK	買入	82.00	76.9	7.56	7.50	0.70	0.67	7.17	7.23

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并没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，與本報告提及的公司有投資銀行業務關係。
陳宋恩持有農業銀行(1288HK)H股股份

評級的定義

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

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

市場回報率:自 2008 年以來的平均市場回報率(恒生指數總回報指數的複合增長率為 10%)

目標價的時間範圍:12 個月

股票評級可能與所述框架不同，原因包括但不限于: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 2020 年農銀國際證券有限公司

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

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