



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2020 年经济展望及投资策略报告

走出平庸，达致非凡
研发成关键要素

农银国际中国/香港证券研究

目录

2020 年全球经济展望	4	陈宋恩 (研究部主管)
2020 年中国经济展望	8	投资策略 philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
2020 年投资策略	13	
香港 IPO 市场	33	姚少华 (经济师) 经济展望 yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
中国银行业 - 正面	35	
中国房地产业 - 正面	41	欧宇恒 (分析员) 中国银行业 johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中国替代能源业 - 中性	45	
中国环保业 - 正面	48	周秀成 (分析员)
中国证券业 - 正面	52	中国证券业 / 中国互联网媒体与消费商业 stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
中国互联网媒体与消费商业 - 中性	55	
中国消费品业 - 正面	57	董耀基 (分析员) 中国房地产业 kennethtung@abci.com.hk 852-2147 8311
中国教育业 - 中性	61	
中国电信业 - 正面	64	吴景荃 (分析员) 中国环保业 / 替代能源业 kelvinng@abci.com.hk 852-2147 8869
		潘泓兴 (分析员) 中国教育业 / 中国消费品业 paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏坚 (分析员) 中国电信业 rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895

于 2019 年 12 月 9 日发布
另有指明外,数据截至 2019 年 11 月 29 日



全球经济展望

农银国际经济师姚少华

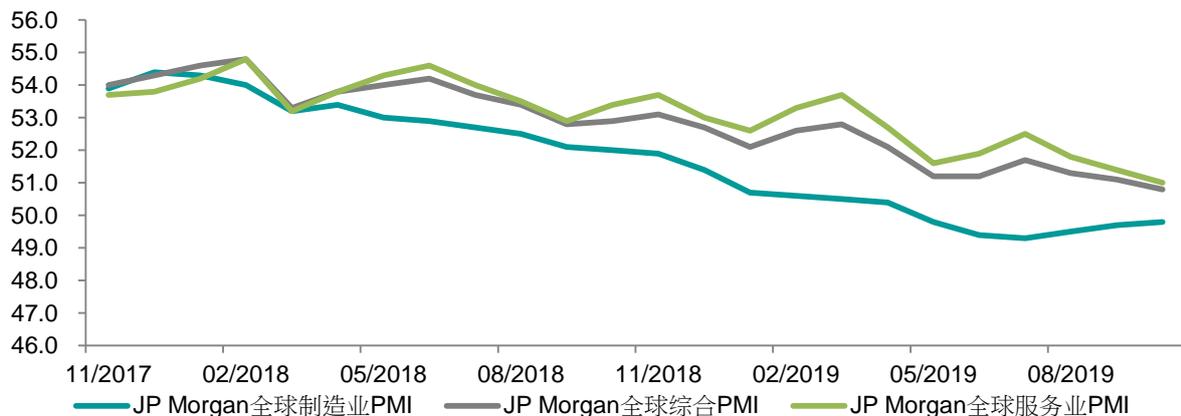
2020 年全球经济展望

- 尽管全球主要央行的货币政策趋向宽松，但受累于全球贸易摩擦升温以及地缘政治的高度不确定性，2019 年年初以来全球经济增长持续放缓
- 2019 年年初至今全球通胀水平因经济增长疲弱和能源价格回落保持温和水平。由于工资增长疲弱，撇除食品及能源价格外的核心通胀，整体上亦维持温和态势
- 展望未来，有见于全球贸易摩擦持续，经济和政治政策的高度不确定性或进一步削弱全球供应链，打击商业和消费者信心以及投资增长，我们预期 2020 年全球经济增长或保持疲弱态势
- 我们预期 2019 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 2.3%、6.1%、1.2%、0.9%及 1.4%，2020 年则分别增长 1.9%、5.9%、1.0%、0.6%及 1.2%，相比而言，上述国家在 2018 年经济分别增长 2.9%、6.6%、1.9%、0.8%及 1.4%

全球经济增长动力持续减弱

尽管全球主要央行的货币政策趋向宽松，但受累于全球贸易摩擦升温以及地缘政治的高度不确定性，2019 年年初以来全球经济增长持续放缓。全球贸易、制造业活动、投资以及商业及消费者信心均被削弱。如图表 1 所示，JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 2019 年前 10 个月明显回落，显示全球经济增长放缓。

图表 1: JP Morgan 全球 PMI 指数(%)



来源: 彭博, 农银国际证券

全球贸易活动亦有放缓的迹象，主要因为全球制造业增速回落。根据 WTO 公布的全球季度贸易量统计数据，2019 年第 2 季全球商品贸易量仅增长 0.2%¹，而 2018 年同期增长 3.5%。WTO 公布的世界贸易展望指标在 11 月维持疲弱水平，仅为 96.6，远低于该指数 100 的分界线，显示低于平均增长率。特别是分项指标出口订单指数位于 97.5 的收缩水平，显示 2020 年全球贸易增长或进一步放缓。

2019 年年初至今全球主要经济体经济增长动力整体上呈现疲弱趋势。受累于减税刺激政策效果消退，2019 年首 3 季美国经济按年增长 2.3%，大幅低于 2018 年全年 2.9% 的增速(图表 2)。同期中国、欧元区、日本以及英国的经济分别增长 6.2%、1.2%、1.0%及 1.5%，而 2018 年全年则分别增长 6.6%、1.9%、0.8%及 1.4%。许多新兴市场经济体的经济增长亦低于预期，包括印度、墨西哥、俄罗斯和众多商品出口经济体。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

图表 2: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2017 年	2018 年	2019 年首 3 季
美国	2.4	2.9	2.3
中国	6.9	6.6	6.2
欧元区	2.5	1.9	1.2
日本	2.0	0.8	1.0
英国	1.9	1.4	1.5

来源: 彭博、农银国际证券

2019 年年初至今全球通胀水平因经济增长疲弱和能源价格回落保持温和水平。由于工资增长疲弱，撇除食品及能源价格外的核心通胀整体上亦维持温和态势。虽然失业率大幅改善，但大多数发达经济体的核心通胀未达到央行目标。在新兴经济体中，大多数因经济增速放缓导致核心通胀低于 2% 水平。然而，少数新兴经济体因货币贬值部分抵消了能源价格回落所引致的通胀下行压力。尽管由于猪肉价格攀升，中国整体 CPI 从 2018 年的 2.1% 上涨至 2019 年首 10 月的 2.6%，但同期核心通胀率仍温和，仅为 1.7%，而 2018 年为 1.9%。

由于全球通胀低迷及经济增长放缓，全球主要央行的货币政策基本采取宽松态势。美联储在 2019 年首 10 月将联邦基金目标利率下调 3 次至 1.50%-1.75% 区间，美联储亦结束资产负债表的缩减，并转为资产负债表的扩张。在 9 月份货币政策会议上，欧洲央行决定将存款利率下调 10 个基点，进一步加深负利率，并宣布重启量化宽松政策。英伦银行及日本央行继续维持其宽松货币政策立场，并保持利率水平不变。中国人民银行亦放松了货币政策，降低了 OMO、MLF 和 LPR 的利率。在新兴市场和发展中经济体中，一些国家的央行自 4 月以来亦下调了政策利率。

2020 年全球经济增速或保持疲弱

展望未来，有见于全球贸易摩擦持续，经济和政治政策的高度不确定性或进一步削弱全球供应链，打击商业和消费者信心以及投资增长，我们预期 2020 年全球经济增长或保持疲弱态势。考虑到全球经济增速放缓以及贸易摩擦持续，WTO 预测 2019 年及 2020 年全球货物贸易量增速将由 2018 年的 3.0% 分别降至 1.2% 及 2.7%。根据国际货币基金组织 2019 年 10 月发表的最新《世界经济展望》，2019 年及 2020 年全球经济预计分别增长 3.0% 及 3.4%，比 4 月发表的《世界经济展望》分别下调 0.3 个百分点及 0.2 个百分点(图表 3)。由于我们预期全球主要经济体在 2020 年经济增速放缓，我们相信 IMF 或在下一期《世界经济展望》进一步下调 2020 年全球经济增长预测。经济合作与发展组织在 11 月发表的《经济展望》里亦将 2019 年及 2020 年全球经济增长预测从 5 月预计的 3.2% 及 3.4% 下调至 2.9% 及 3.0%。

有见于美国财政刺激效果减退，中美贸易纠纷持续以及全球经济放缓，我们预期 2020 年美国经济增长由 2019 年我们估计的 2.3% 回落至 1.9%。虽然家庭支出或以较快的速度增长，但企业固定资产投资和出口仍将保持疲软，料拖累经济增长。货币政策方面，随着中美贸易冲突持续导致经济前景转弱，如果美国维持对中国进口商品的关税水平不变，我们预期美联储在 2020 年减息 1 次。然而，如果美国决定对中国进口的商品提高关税，我们预期美联储将在 2020 年减息 2 次。如果美国削减对中国的关税规模或税率，美联储或在 2020 年维持利率不变。同时，我们估计美联储至少在 2020 年 2 季度持续扩张其资产负债表。

随着中美贸易摩擦持续、工业产出增速疲弱以及房地产限制措施难于放松，中国经济料维持放缓态势。我们维持中国经济 2019 年及 2020 年分别增长 6.1% 及 5.9% 的预测不变。货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。人民银行预计将保持流动性充裕以支持对民营企业及中小企业的信贷供给。随着经济下行压力加大，我们预期人民银行或在 2020 年继续宣布下调 RRR 及降低 OMO、MLF 及 LPR 利率。我们预期中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、加速基建投资以及出台鼓励消费的政策。

我们预计 2020 年欧元区的经济增速或由 2019 年估计的 1.2% 略微减慢至 1.0%，主要因为外需回落、全球贸易摩擦持续、以及内部政局不稳等因素影响出口及商业投资意欲。欧元区政治风险仍高企，包括与英国潜在的无协议脱欧，以及意大利及西班牙政局动荡。根据欧洲央行的 10 月份货币政策会议，欧洲央行



于 2019 年 11 月 1 日重启每月 200 亿欧元的资产购买计划，并根据需要持续量化宽松措施。欧洲央行将再为商业银行提供大量的低成本资金来支持经济增长。有见于欧元区疲弱的经济增长前景以及持续的低通胀水平，我们预计欧洲央行将维持其主要再融资利率在 0.00% 的纪录低位。此外，由于英国无序脱欧的可能性仍存在，我们预期 2020 年英国经济增速或由 2019 年估计的 1.4% 减慢至 1.2%。

受累于消费税上调拖累私人消费、全球贸易保护主义升温、以及企业投资增长疲弱，我们预计日本 2020 年的经济增长或由 2019 年估计的 0.9% 回落至 0.6%。2019 年 10 月开始的消费税由 8.0% 上调至 10.0% 将拖累经济增长。有见于通胀前景仍疲弱及当前通胀水平远低于日本央行 2.0% 的目标，我们预期 2020 年日本的超宽松货币政策或维持不变，日本央行短期政策利率料维持在 -0.10% 的负利率水平不变。

图表 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2018 年	2019 年预测	2020 年预测
美国	2.9	2.3	1.9
中国	6.6	6.1	5.9
欧元区	1.9	1.2	1.0
日本	0.8	0.9	0.6
英国	1.4	1.4	1.2
世界(国际货币基金组织)	3.6*	3.0*	3.4*
世界(经济合作与发展组织)	3.5#	2.9#	3.0#

来源: 国际货币基金组织, 经济合作与发展组织, 彭博, 农银国际证券估计

注释: *代表国际货币基金组织的估计及预测

#代表经济合作与发展组织的估计及预测



中国经济展望

农银国际经济师姚少华

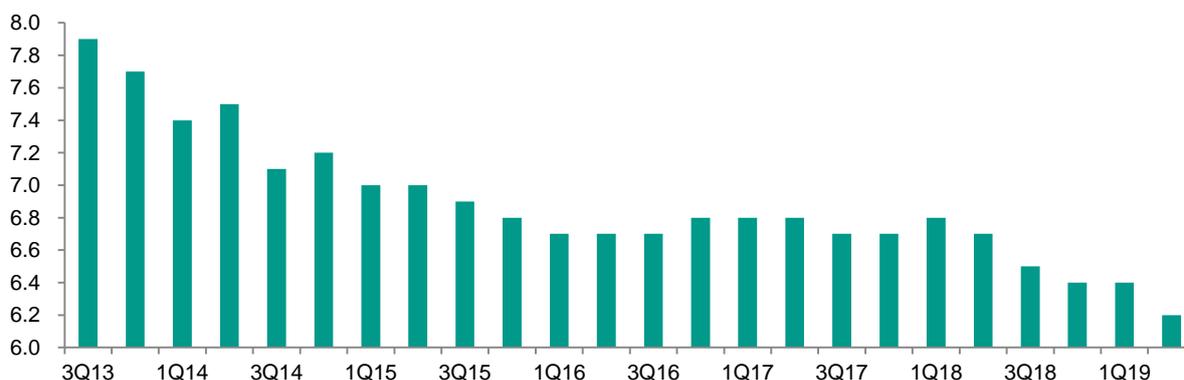
2020 年中国经济展望

- 受累于中美贸易摩擦升温、制造业活动放缓以及工业企业盈利恶化，2019 年年初以来中国经济增长持续放缓。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2019 年前 3 季经济增长 6.2%，较 2018 年同期 6.7% 的增速回落
- 展望未来，有见于中美贸易摩擦仍持续、工业产出增速疲弱，以及房地产调控措施仍偏紧，我们相信 2020 年中国经济增长或继续放缓。整体上我们预期 2020 年中国 GDP 增长 5.9%，略低于 2019 年 6.1% 的预估增速
- 货币政策方面，我们预期人民银行在 2020 年将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。我们预计 2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.80% 及 4.70%。2020 年底大型存款类金融机构的 RRR 料跌至 12.0%，而中小型金融机构的 RRR 料跌至 10.0%
- 我们预期 2020 年中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及加速基建投资方面。我们预期 2020 年政府会再录得小幅财政赤字，约占国内生产总值 4.0%

中国经济增长首 10 月放缓

受累于中美贸易摩擦升温、制造业活动放缓以及工业企业盈利恶化，2019 年年初以来中国经济增长持续放缓。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2019 年前 3 季经济增长 6.2%²，较 2018 年同期 6.7% 的增速回落(图表 1)。国内生产总值各个组成部分的分析显示，消费开支仍是 2019 年前 3 季经济增长的主要推动力，为整体经济增长贡献 3.8 个百分点。投资贡献 1.2 个百分点，而货物及服务净出口亦贡献 1.2 个百分点。

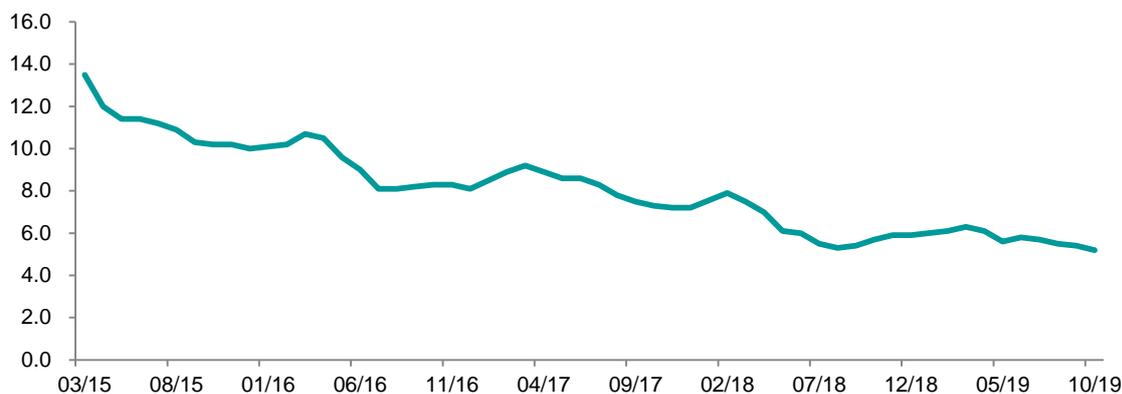
图表 1: 中国 GDP 增长(%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

²除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

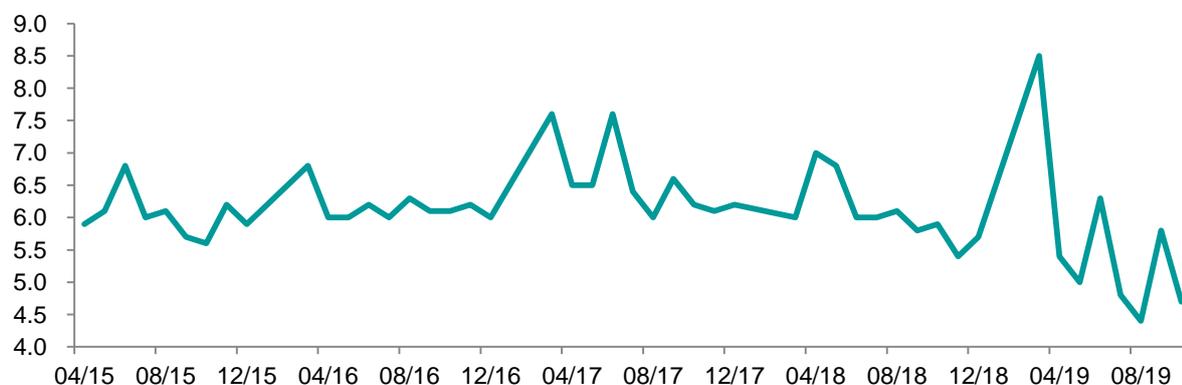
与 2018 年相比，2019 年首 10 个月内需表现较疲弱，投资及社会消费品零售销售增速均放缓。城镇固定资产投资继 2018 年增长 5.9% 后，2019 年首 10 个月回落至 5.2%，主要因为中美贸易摩擦导致制造业及民间投资放缓(图表 2)。同期社会消费品零售销售亦由 9.0% 放缓至 8.1%，主要因为汽车购置税优惠措施退出导致汽车消费增速大幅放缓(图表 3)。从供给侧看，内地实质工业产出增长由 2018 年的 6.2% 回落至 2019 年首 10 个月的 5.6%(图表 4)。

图表 2: 中国城镇固定资产投资年初至今增长(%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 3: 中国零售销售增长(%)

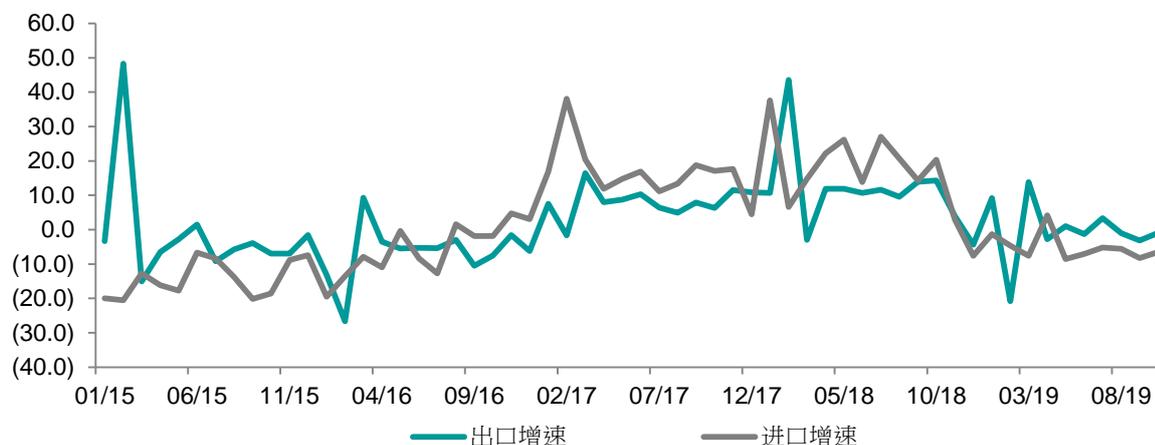

来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 4: 中国工业产出增长(%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

外需方面，由于中美贸易摩擦升温，2019年首10个月出口与进口均显著回落。尽管人民币贬值支持出口增长，但以美元计价2019年首10个月出口仍下跌0.2%，远低于2018年9.9%的出口增幅(图表5)。同期进口下跌5.1%，亦远低于2018年15.8%的进口增幅。由于进口大幅下跌，2019年首10个月贸易盈余由2018年同期的2528亿美元扩大至3403亿美元。

图表 5：中国出口及进口增长 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

2019年首10个月CPI与PPI通胀继续偏离。由于食品价格特别是猪肉价格反弹，2019年前10个月CPI通胀由去年的2.1%回升至2.6%。然而，同期PPI通胀则由2018年的3.5%大幅回落至-0.2%，主要因为内需较疲弱以及较高的基数效应。

货币政策方面，2019年年初至今人民银行采用了中性偏松的态势，以期稳定经济增长。2019年首10月人民银行实施了3次降准来降低实体经济融资成本。尽管人民银行维持基准利率不变，但OMO、MLF及LPR利率水平均趋于回落。2019年10月广义货币供给(M2)的增速由2018年同期的8.0%反弹至8.4%，2019年首10月衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从2018年同期的16.2万亿人民币上升至19.4万亿人民币。

2020年中国经济增速或放缓

展望未来，有见于中美贸易摩擦仍持续、工业产出增速疲弱，以及房地产调控措施仍偏紧，我们相信2020年中国经济增长或继续放缓。整体上我们预期2020年中国GDP增长5.9%，略低于2019年6.1%的预估增速(图表6)。值得指出的是，上述预测是基于我们对中美贸易战的基准预估，即2020年美国将维持对中国商品的现有关税不变。如果美国调高或调低对中国商品的关税水平，我们的预测将做出相应的调整。即使美国调高对中国商品关税，我们认为中央政府推行的宽松财政政策及中性偏松的货币政策将防止经济大幅下滑。

内需方面，随着地方政府专项债券可作为重大基建项目的资本金和部分基建项目的最低资本金比例已经调低，基建投资有望在2020年低位回升。房地产调控政策仍将从严，以及房地产销售料增长乏力，房地产投资在2020年或小幅回落。制造业投资在减税降费及融资成本降低下料保持平稳。我们预计2020年整体固定资产投资或由2019年估计的5.2%回落至5.0%。尽管个税改革措施的实施将提振消费开支的增长，但由于居民可支配收入增长放缓以及CPI通胀高企，2020年社会消费品零售销售的增长料维持疲弱态势。我们预计2020年零售销售增速或由2019年估计的8.1%回落至7.8%。外需方面，虽然中美两国就贸易摩擦仍在举行双边谈判，但中美贸易的纠纷料为中国2020年的贸易增速带来很大的不确定性。我们预计2020年中国贸易的增速仍保持疲弱态势，出口及进口的增速或由2019年估计的-0.5%及-5.0%分别小幅回升至0.5%及-4.0%。

图表 6：经济预测

经济指标	2018 年	2019 年预测	2020 年预测
实质 GDP 增长, %	6.6	6.1	5.9
固定资产投资增长, %	5.9	5.2	5.0
零售销售增长, %	9.0	8.1	7.8
以美元计出口增长, %	9.9	-0.5	0.5
以美元计进口增长, %	15.8	-5.0	-4.0
工业产出增长, %	6.2	5.5	5.0
消费物价通胀, %	2.1	2.8	3.5
生产物价通胀, %	3.5	-0.2	-0.5
M2 增长, %	8.1	8.5	8.5
社会融资规模, 10 亿人民币	19,260	21,000	23,000
新增人民币贷款, 10 亿人民币	16,170	17,000	18,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.8785	7.0000	6.9000

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券预测

有见于食品价格上涨, 特别是猪肉价格因非洲猪瘟供应偏紧保持高位, 2020 年 CPI 通胀或由 2019 年预计的 2.8% 反弹至 3.5%。我们预计猪肉价格在 2020 年上半年保持高位, 下半年随着供应恢复将有所回落, 因此 2020 年 CPI 或呈现前高后低的态势。由于大宗商品价格走势回软以及内需疲弱, 2020 年 PPI 通胀或由 2019 年预计的 -0.2% 进一步下跌至 -0.5%。我们相信 2020 年 CPI 与 PPI 通胀将继续偏离。

货币政策方面, 我们预期人民银行在 2020 年将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对民营企业以及中小企业的信贷。我们预计 2020 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别增长约 5.9% 及 9.5% 达至 18.0 万亿人民币及 23.0 万亿人民币。另外, 尽管我们预期人民银行在 2020 年将维持基准利率不变, 但货币当局或下调 OMO、MLF 及 LPR 等政策利率水平。我们预计 2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.80% 及 4.70%。有见于经济增长放缓, 我们预期 2020 年人民银行将继续定向下调 RRR。我们预计 2020 年年底大型存款类金融机构的 RRR 为 12.0%, 而中小型金融机构为 10.0%。2020 年年底广义货币供给(M2)预计增长 8.5%。汇率方面, 由于美国或继续加息, 我们预期 2020 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.9000 左右, 而 2019 年年底预计为 7.0000。

我们预期 2020 年中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长, 政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及加速基建投资方面。近期中国出台了适当调整基础设施项目最低资本金比例的政策。港口、沿海及内河航运项目, 项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%。此外, 公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目, 在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下, 可以适当降低项目最低资本金比例不超过 5 个百分点。由于财政支出较财政收入的增长为高, 我们预期 2020 年政府会再录得小幅财政赤字, 约占国内生产总值 4.0%。



投资策略

农银国际研究部主管陈宋恩

2020 投资策略

走出平庸，达致非凡

研发成关键要素

我们的观点

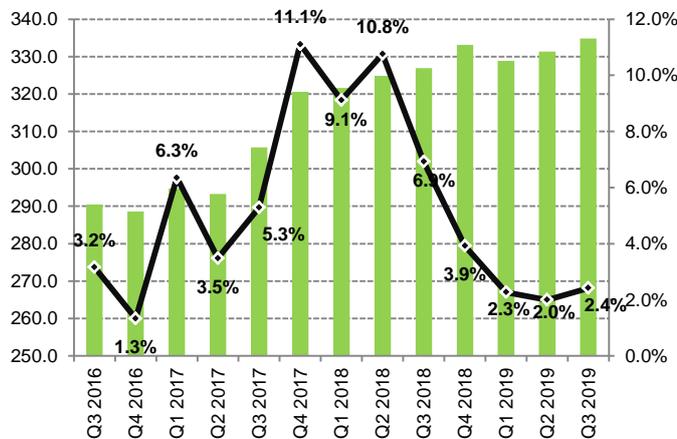
- 发达经济体增长动力减弱正在蔓延至亚洲国家
- 负实际利率环境正在从欧元区和日本蔓延至美国
- 中国公司提供的高收益债券和股票吸引了发达经济体的投资者
- 2018-19 年度现实世界中的压力测试(例如贸易战、科技战、主要工业国家的经济增速放缓等等)可帮助投资者确定表现出色的企业

我们的策略

- 追踪中国的聪明资金流向
- 长期看好高等教育和职业教育服务
- 选择研发强度高的长期赢家

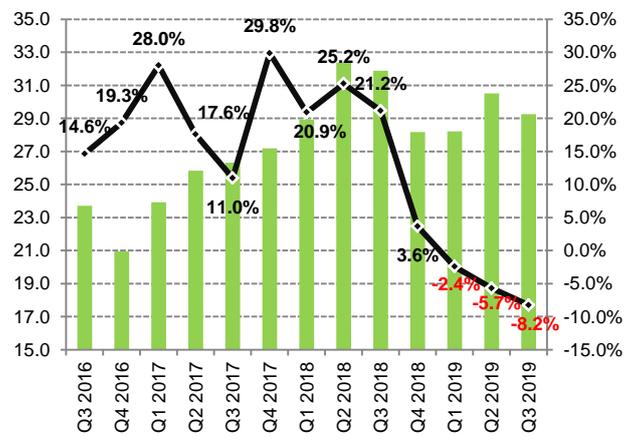
受全球经济放缓的不利影响，跟踪全球股票市场 MSCI 世界指数的销售和盈利增长势头正在减弱。MSCI 世界指数的销售和盈利增长放缓始于 2018 年第 3 季度，并在 2019 年继续。2019 年全球 PMI 下降趋势表明，销售和盈利增长的减弱将延续至 2020 年。2020 年，北亚和南亚的形势并不乐观。自 2019 年第 3 季度以来，中国、日本、韩国、东盟和中国台湾的 3 个月移动平均制造业 PMI 指数已降至 50 以下。东盟、印度和澳大利亚 2019 年制造业 PMI 指数已确立下降趋势。

图表 1: MSCI 世界指数 - 全球经济放缓拖累全球蓝筹股销售增长



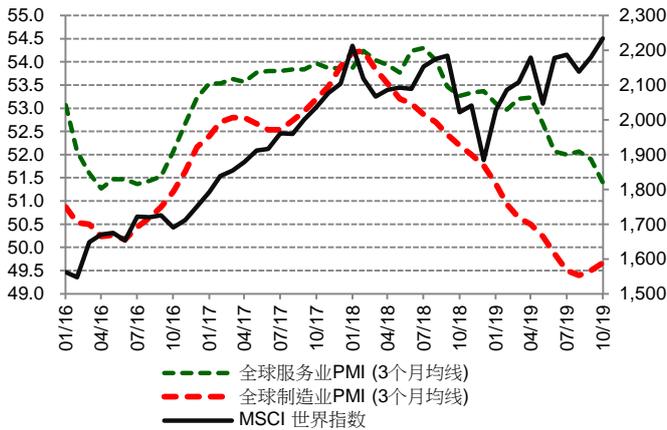
左轴：截至季度末的过去 12 个月的每股销售(美元)
右轴：%同比变化
来源：彭博、农银国际

图表 2: MSCI 世界指数 - 自 2019 年第 1 季度以来出现了收益下降的趋势



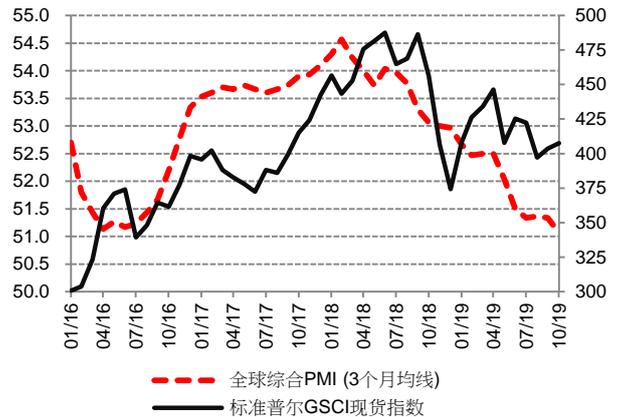
左轴：截至季度末的过去 12 个月的每股收益(美元)
右轴：%同比变化
来源：彭博

图表 3: 全球制造和服务业 PMI 指数(左)与 MSCI 世界指数(右) - 股市指数与宏观经济趋势呈现相反方向带来股市风险



我们使用 PMI 的 3 个月移动平均值来说明趋势
来源: 彭博, IHS Markit、农银国际证券

图表 4: 全球综合 PMI 指数(左) vs. 标普 GSCI 现货指数(右) - 综合 PMI 和商品指数呈下降趋势



我们使用 PMI 的 3 个月移动平均值来说明趋势
来源: 彭博, IHS Markit

推动服务业以缓冲制造业放缓是一个短期解决方案。主要工业国制造业 PMI 的相关分析表明高度相关。这有两个含义：第一，一个主要工业国制造业活动的放缓将在很大程度上蔓延到其他国家。第二，没有主要工业国的共同努力，单靠单个工业国是很难扭转局面的。包括中国在内的一些工业国家试图扩大其第三产业，以缓解制造业活动放缓带来的不利影响。我们认为这是一个短期解决方案，因为欧元区、美国、英国和中国等一些工业国家的非制造业采购经理人指数和制造业采购经理人指数的相关性很高。简单地说，第二产业的放缓迟早会对第三产业产生不利影响。

图表 5: 主要经济体的 PMI 相关性 - 经济体之间制造业的高相关性，而他们的非制造业的低相关性

制造业						非制造业					
PMI	美国	中国	欧元区	日本	英国	PMI	美国	中国	欧元区	日本	英国
美国	1.00	0.63	0.75	0.82	0.63	美国	1.00	0.35	0.35	0.17	0.23
中国	0.63	1.00	0.83	0.73	0.72	中国	0.35	1.00	0.59	0.25	0.35
欧元区	0.75	0.83	1.00	0.85	0.81	欧元区	0.35	0.59	1.00	0.29	0.57
日本	0.82	0.73	0.85	1.00	0.69	日本	0.17	0.25	0.29	1.00	0.06
英国	0.63	0.72	0.81	0.69	1.00	英国	0.23	0.35	0.57	0.06	1.00

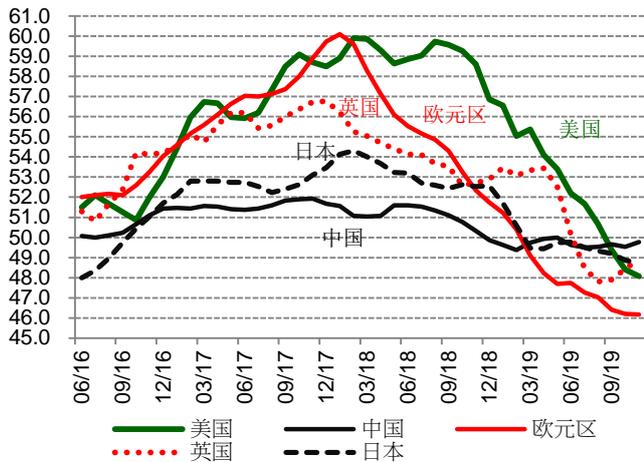
2016 年 6 月至 2019 年 10 月相关性分析
来源: 国家统计局、Institute of Supply Management, IHS Markit、彭博、农银国际证券

图表 6: 主要国家制造业活动与非制造业活动的相关性

地区	参数	参数	相关系数	备注
欧元区	Markit 制造业 PMI	Markit 服务业 PMI	0.80	制造业活动与非制造业高相关
美国	ISM 制造业 PMI	ISM 非制造业 PMI	0.72	
英国	Markit 制造业 PMI	Markit 服务业 PMI	0.65	中等相关
中国	NBS 制造业 PMI	NBS 非制造业 PMI	0.59	
日本	Markit 制造业 PMI	Markit 服务业 PMI	0.22	制造业活动与服务低相关

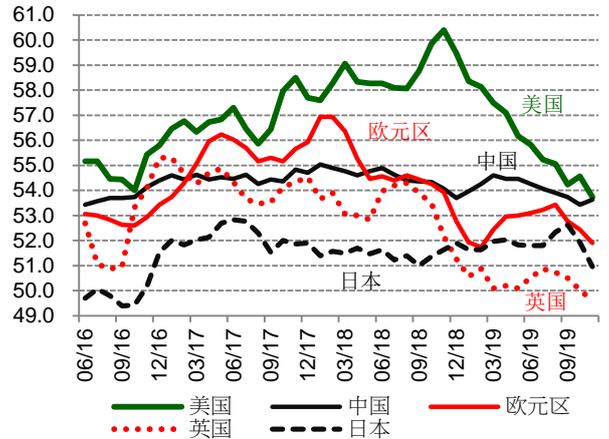
2016 年 6 月至 2019 年 10 月相关性分析
来源: 国家统计局, Institute of Supply Management, IHS Markit, 彭博, 农银国际证券

图表 7: 世界 5 大经济体 制造业 PMI (3 个月移动平均线): 下降趋势持续



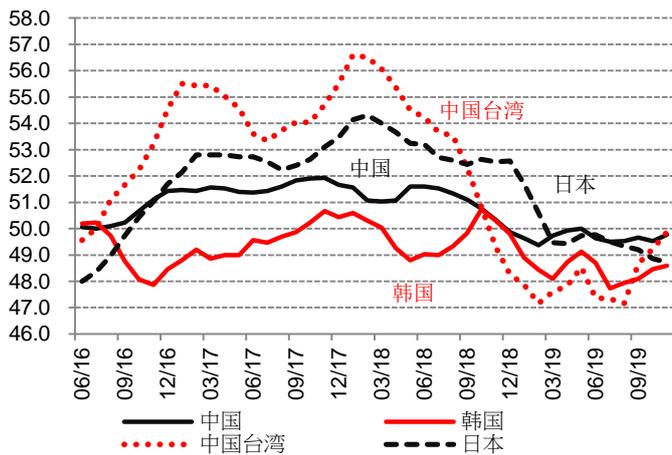
我们运用 PMI 3 个月移动平均数来说明趋势
来源: 国家统计局, Institute of Supply Management, IHS Markit, 彭博, 农银国际证券

图表 8: 世界 5 大经济体非制造业 PMI (3 个月移动平均线): 制造业活动放缓对非制造业活动产生不利影响



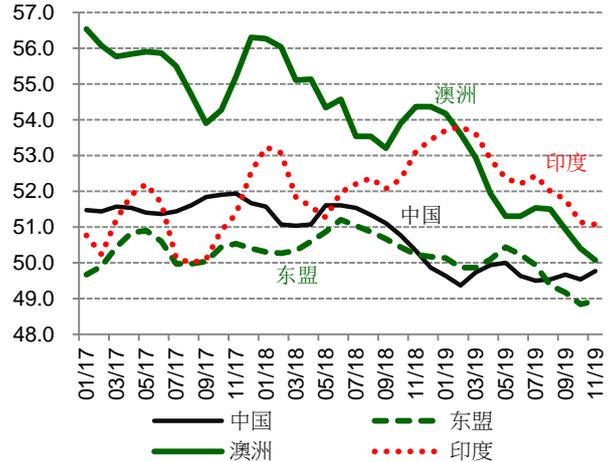
我们运用 PMI 3 个月移动平均数来说明趋势
来源: 国家统计局, Institute of Supply Management, IHS Markit, 彭博, 农银国际证券

图表 9: 北亚经济体制造业 PMI (3 个月移动平均线): 制造业活动收缩



我们运用 PMI 3 个月移动平均数来说明趋势
来源: 国家统计局、IHS Markit、彭博、农银国际证券

图表 10: 中国、印度、东盟、澳大利亚制造业 PMI (3 个月移动平均线): 东盟制造业活动收缩比中国严重



我们运用 PMI 3 个月移动平均数来说明趋势
来源: 国家统计局、IHS Markit、彭博、农银国际证券

负实际利率环境正在全球蔓延。在美国于 2019 年下半年 3 次降息后, 美联储已将实际联邦基金利率调整至接近零的水平(联邦基金利率区间为 1.50-1.75%, 但 2019 年 10 月核心 PCE 价格通胀率为 1.59%)。欧洲央行(ECB)和日本央行(BOJ)已连续两年多维持负实际利率。欧元区和日本的最新经济数据表明, 负实际利率实施多年后, 对负实际利率环境的边际刺激效应正在减弱。美联储降低实际联邦基金利率的边际效应将在 2020 年产生首个全年效应。

2019 年下半年, 中国和发达经济体(如美国、欧元区、日本和英国)的 PPI 呈下降趋势, 2020 年成本推动型通胀风险不高。发达经济体正在应对 2020 年的通缩风险, 而不是通胀风险。在中国, 由于食品价格飙升, 自 2019 年 7 月以来, 2 年国债收益率一直低于 CPI, 但高于核心 CPI(不包括食品和能源)。我们预计, 发达经济体投资者对高收益债券和高收益股票的需求在 2020 年将保持强劲, 因为那里的低实际利率和负利率环境将在 2020 年继续存在。

图表 11: 主要央行总资产变动 - 2018 年至 2019 年, 全球经济遭受主要央行资产负债表缩减或增长放缓之苦

中央银行	2017 年末 (YoY)	2018 年末 (YoY)	10/2019 末 (YoY)	1-10/2019 (Ytd)	评论
人民银行	5.6%	2.6%	0.4%	(3.5%)	为负变化
美联储	(0.1%)	(8.4%)	(2.9%)	(1.4%)	下降速度减缓
欧洲中央银行	22.1%	4.4%	1.2%	0.3%	增长减弱
日本央行	9.4%	5.9%	4.3%	4.3%	稳定膨胀

来源: 人民银行、美联储、欧洲央行、日本央行、彭博、农银国际证券

图表 12: 核心通胀率(不包括燃料和食品)、(同比变化%) - 低核心通胀率为央行调整货币政策提供了更有利的条件

核心通胀	12/2018	6/2019	10/2019
中国 核心 CPI	1.8	1.9	1.5
美国核心 PCE	1.97	1.61	1.59
欧元区	0.9	1.1	1.1
日本核心 CPI	0.1	0.3	0.3

来源: 国家统计局、Bureau of Economic Analysis、Eurostat、彭博、农银国际证券

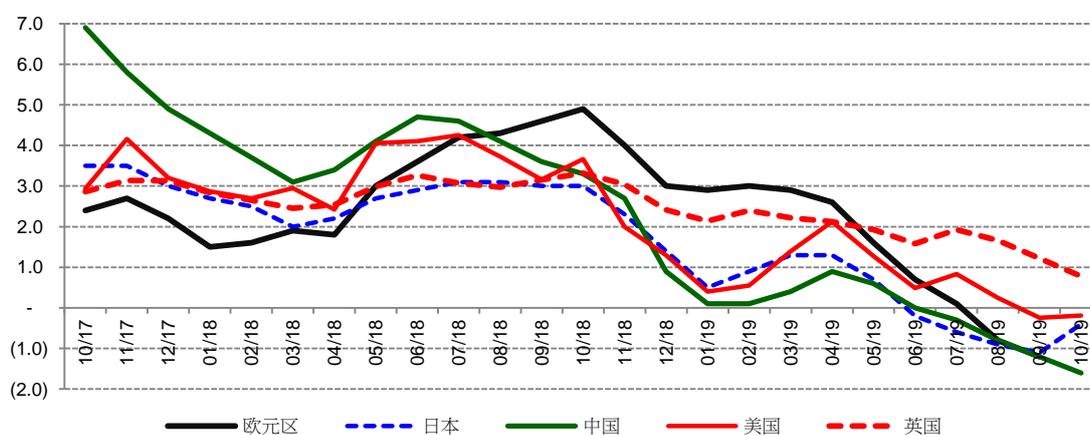
图表 13: 实际国债收益率-美国实际收益率接近零

	10 年期政府债券收益率(%)	最近期核心通胀率(%)	预计实际债券收益率(%)
中国	3.20	1.50	1.70
美国	1.76	1.59	0.17
日本	(0.09)	0.30	(0.39)
英国	0.70	1.70	(1.00)
欧元区	(0.35)	1.10	(1.45)

预计实际收益率=名义收益率减去核心增长率

来源: 彭博、农银国际证券

图表 14: 全球前 5 大经济体 PPI 趋势显示 2020 年全球通缩风险增加 (同比变化%)



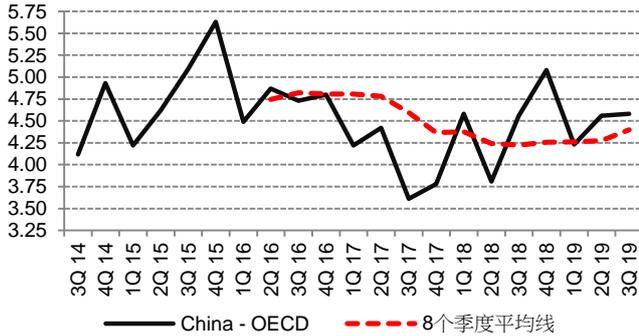
来源: 彭博

未来两年, 中国与经合组织(OECD)的增长差距仍然很大, 超过 4 个百分点, 这促使全球基金增加在华在岸证券(债务或股权)的配置。尽管中美贸易战导致市场对中国经济放缓的担忧, 这将阻碍投资者在中国投资, 但这种担忧可能有些过头。从全球投资者的角度来看, 当他们考虑中国这样一个国家的经济增长时, 他们会考虑相对增长率而不是绝对增长率。中国与发达经济体之间的巨大 GDP 增长差距, 加上中国资本及金融市场的开放政策, 这两个因素继续吸引着全球企业或投资者增加对中国的投资。2019 年 1-9 月, 非金融类外国直接投资同比增长 2.9%, 至 1,007.8 亿美元, 2018 年同比增长 3.0%。中国允许外国证券公司、期货公司、资产管理公司和保险公司在未来几年内持有中国业务的多数股权。这些开放政策将吸引更多的金融类外国直接投资。

2019 年前 11 个月，通过沪深港股通北上的境外投资者净买入了约 2788 亿元人民币的 A 股，自沪深港股通开通以来，累计净买入 9264 亿元人民币的 A 股。此外，境外机构已将持有的中国在岸债券从 2017 年底的 9,742 亿元人民币增至 2018 年末的 15,070 亿元人民币和 2019 年 11 月末的 18706 亿元人民币。

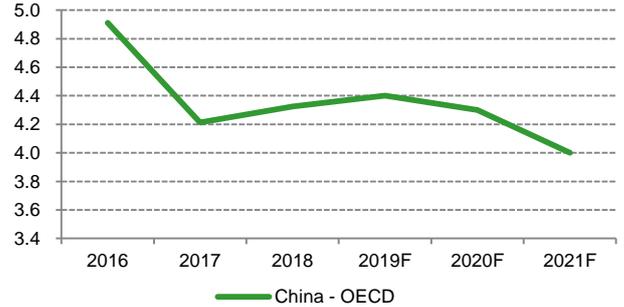
与此同时，中国内地投资者通过沪深港股通在 2019 年前 11 个月净买入了约 2,080 亿港元的港股，自沪深港股通开通以来，累计净买入 10,172 亿港元的港股。

图表 15: 中国相对于 OECD 的季度实际 GDP 增长率(百分点)-中国 GDP 减去 OECD GDP 增长率的差距正在稳定在约 4.25 百分点



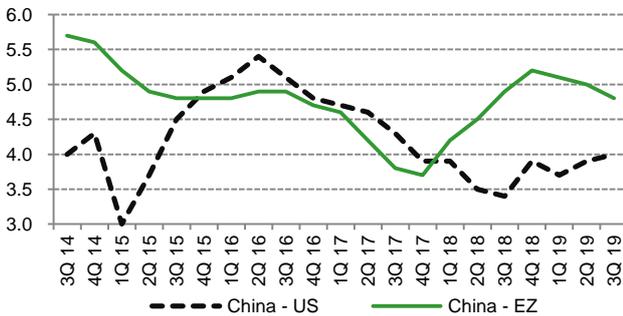
China-OECD: 中国 GDP 增长率减去 OECD GDP 增长率
来源: OECD、农银国际证券

图表 16: 中国相对于经合组织(OECD)的年度实际 GDP 增长率(百分点)- 预计未来几年增长差距将缩小至约 4.0 百分点



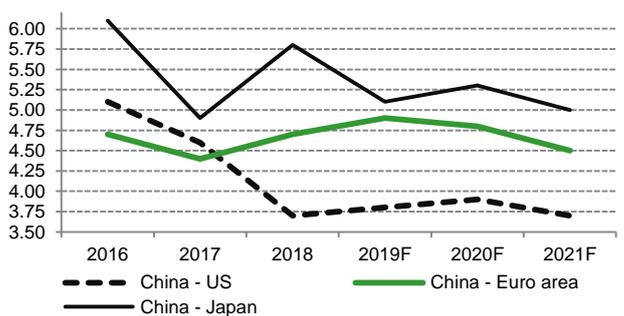
China-OECD: 中国 GDP 增长率减去 OECD GDP 增长率
来源: OECD、农银国际证券

图表 17: 中国相对于美国和欧元区的季度实际 GDP 增长(百分点)-中美 GDP 增长差距过去 4 个季度正在回升

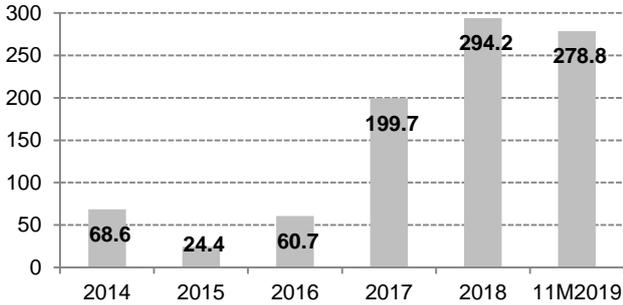


China-US: 中国 GDP 增长率减去美国 GDP 增长率
China-EZ: 中国 GDP 增长率减去欧元区 GDP 增长率
来源: OECD、农银国际证券

图表 18: 中国相对于美国，欧元区和日本的年度实际 GDP 增长率(百分点)-预计 2020-2021 年间的差距将缩小

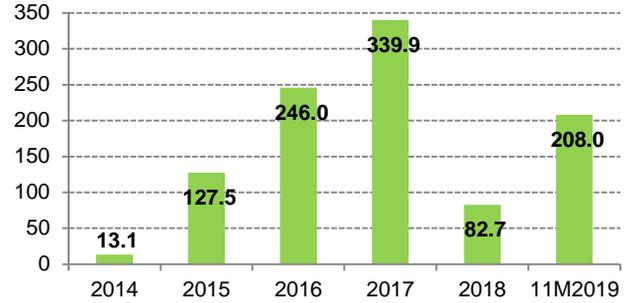


China-US: 中国 GDP 增长率减去美国 GDP 增长率
China-EZ: 中国 GDP 增长率减去欧元区 GDP 增长率
China-Japan: 中国 GDP 增长率减去日本 GDP 增长率
来源: OECD、农银国际证券

图表 19: 境外投资者通过北向沪深港股通年度净买入 A 股(人民币 10 亿元)-离岸投资者正在 A 股市场中增持股份


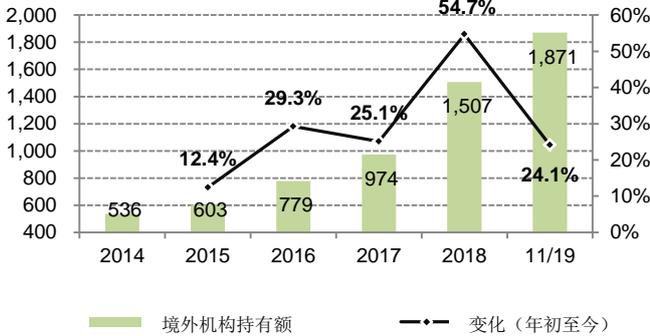
11M2019:1-11/2019

来源: 香港交易所、彭博、农银国际证券

图表 20: 中国内地投资者通过南向沪深港股通年度净买入港股 (HK\$10 亿) -中国内地投资者正在增加对香港股票的投资


11M2019:1-11/2019

来源: 香港交易所、彭博、农银国际证券

图表: 境外机构持有的中国境内债券(人民币 10 亿元)


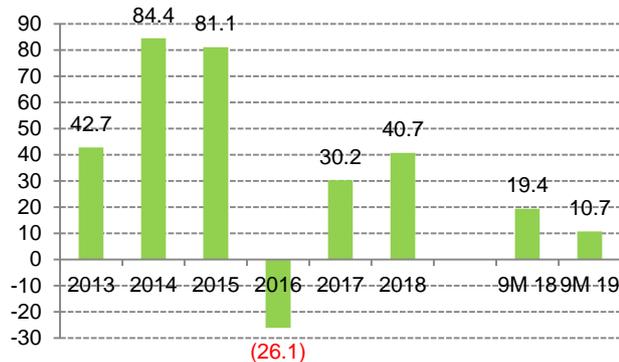
2019 年 11 月数据为年初至今变化

来源: 国家外汇管理局、彭博、农银国际证券

图表: 境内外资银行持有的中国境内债券(人民币 10 亿元)


2019 年 11 月数据为年初至今变化

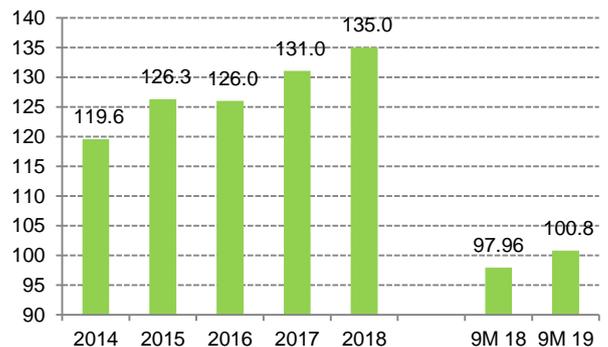
来源: 国家外汇管理局、彭博、农银国际证券

图表 21: 外国投资者对中国金融机构的直接净投资*(亿美元) - 预计 2020-21 年金融外国直接投资将增加


净投资 = 流入减去流出

注*: 指外国投资者对具有 10%或以上投票权的被投资企业的投资(债券或股权)

来源: 国家外汇管理局、农银国际证券

图表 22: 中国非金融类外国直接投资(10 亿美元)


来源: 国家外汇管理局、农银国际证券

我们通过理解中国面对的经济挑战寻找投资机会

扩大高等教育和职业教育服务是保持经济增长的长期解决方案之一。扩大第三产业可有效吸收剩余劳动力或扩大就业，但由于第三产业就业人均附加值相对较低，将在中长期内拖累经济增长势头。据国家统计局第4次全国经济普查公报，2018年第三产业就业总人数33,388万人，相当于第二产业劳动力的1.68倍。第三产业的扩张成功地创造了就业机会。

根据国家统计局的数据，我们估计2018年第二产业人均名义国内生产总值为184,226元，第三产业人均名义国内生产总值为140,643元。2018年，第三产业从业人员人均名义国内生产总值相当于第二产业从业人员人均名义国内生产总值的76.3%。这个巨大的差距不容易缩小。

尽管第三产业在2018年和2019年前9个月分别创造了53%和54%的名义国内生产总值，但第三产业相对较低的经济增加值正在对未来的经济增长势头构成重大威胁。我们认为，长远的解决办法是提高包括高等教育和职业教育在内的教育质和量，以增加对第二和第三产业的高附加值劳动力供应。从这个角度出发，我们对高等教育和职业教育服务业持长期的积极态度。

图表 23: 中国部分主要行业人均名义国内生产总值

	2018年 名义 GDP 值 (人民币亿元)	占总 GDP	2018年 就业人员 (万人)	占第二、三 产业总 就业人数	名义 GDP 值/ 从业人员 (人民币/人)	评论
第二产业	364,835	39.7%	19,867	37.3%	184,226	较高人均附加值
制造业	264,820	28.8%	12,109	22.7%	218,703	劳动密集型和较高附加值
建筑业	61,808	6.7%	6,759	12.7%	91,440	
其他(如公用事业)	38,207	4.2%	999	1.9%	394,198	
第三产业	489,701	53.3%	33,388	62.7%	140,643	较低人均附加值
房地产业	59,846	6.5%	1,441	2.7%	415,427	较高附加值
金融业	69,100	7.5%	1,832	3.4%	377,265	
信息传输、软件和信息技术服务业	32,431	3.5%	1,056	2.0%	307,258	
交通运输、仓储和邮政业	40,550	4.4%	2,608	4.9%	155,496	
租赁和商务服务业	24,427	2.7%	2,589	4.9%	94,336	劳动密集型 但较低附加值
批发和零售业	84,201	9.2%	10,452	19.6%	80,562	
住宿和餐饮业	16,023	1.7%	2,942	5.5%	54,460	
其他服务业	163,122	17.7%	10,469	19.7%	132,987	
第二、三产业	854,536	93.0%	53,255	100.0%	156,901	

备注:

第二产业和第三产业的名义 GDP 值是最终值数据，但其子行业的 GDP 值是初值数据

用人单位包括法人从业人员和自雇人员

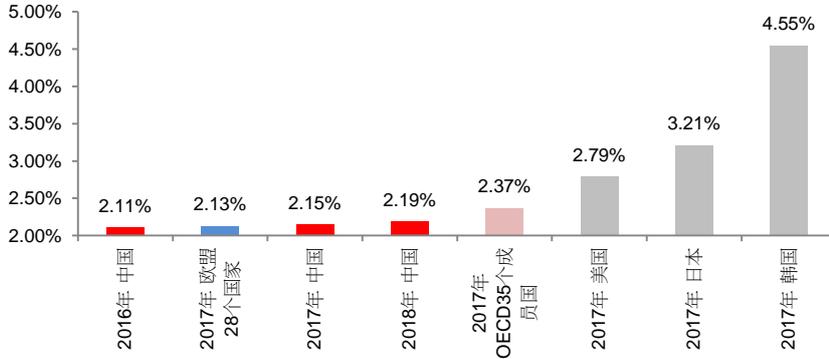
来源: 国家统计局, 第4次全国经济普查公报(第2号)、农银国际证券

研发强度的提高是在本地和全球市场竞争中区分赢家和输家的关键因素。贸易战、技术战、金融战、对外开放政策、公平竞争环境是改变行业竞争格局、转移企业经营重心、导致企业失败的因素。投资者的注意力也很容易转移到这些因素上。我们预计这些因素最终将转化为激烈的市场竞争。地区和企业应对国内外市场竞争加剧的有效手段之一是不断增强自身竞争力。

我们相信中国政府意识到提高竞争力的重要性。中国已将研发强度(国家研发费用/GDP 或 行业研发费用/行业收入)从2016年的2.11%提高到2018年的2.19%。中国的研发强度已超过欧盟，但仍远低于经合组织、美国、日本和韩国。

根据国家统计局第4次全国经济普查公报，2018年，大型工业企业的研发强度为1.23%，但仅有28%的受访大型企业开展过研发活动。我们估计每个企业的研发人员平均为28人。调查结果指出了大多数大型工业企业的根本弱点，在未来竞争加剧的情况下，大多数企业将被挤出市场。从投资的角度出发，我们建议投资者留在对研发活动有强烈承诺的行业和企业，因为他们将有更高的生存机会和获取更多的市场份额。

一方面，中国行业维度较广，有助于分散经济风险，推动经济增长，但同时也将稀释各产业配置的研发资源。从投资的角度，我们考察了各个行业的研发费用和研发强度，以筛选出在全球市场竞争上可能获胜的行业。2016-18 年度这 3 年，计算机、通信设备及其他电子设备行业、电气机械及设备行业、汽车行业、化工原料及化工产品、通用机械行业是研发费用最高的 5 大制造业。我们预期中国这些产业在未来全球市场竞争中具有较高的竞争力。

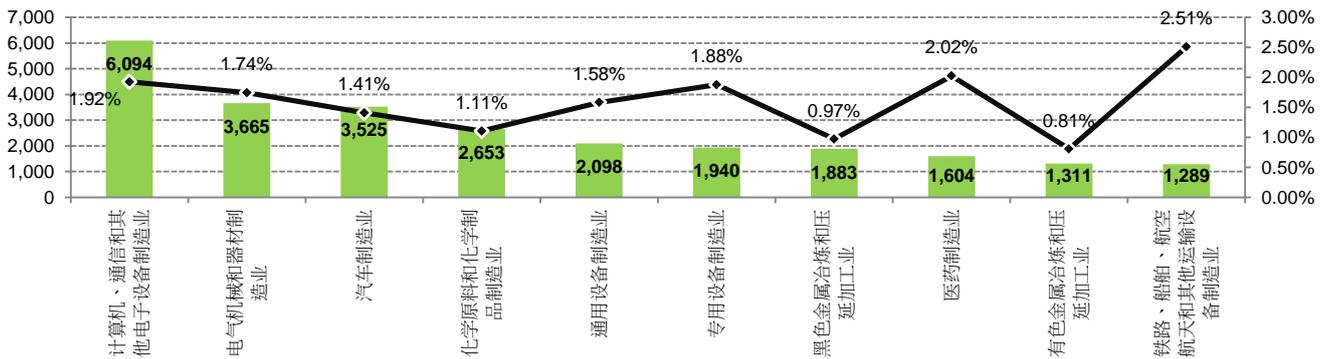
图表 24: 主要国家研发强度


国家研发强度=研发费用/GDP

来源: 国家统计局、OECD、农银国际证券

图表 25: 2016-18 年度研发费用最高的 10 个制造业

左: 3 年研发费用(人民币亿元); 右: 研发强度(%)

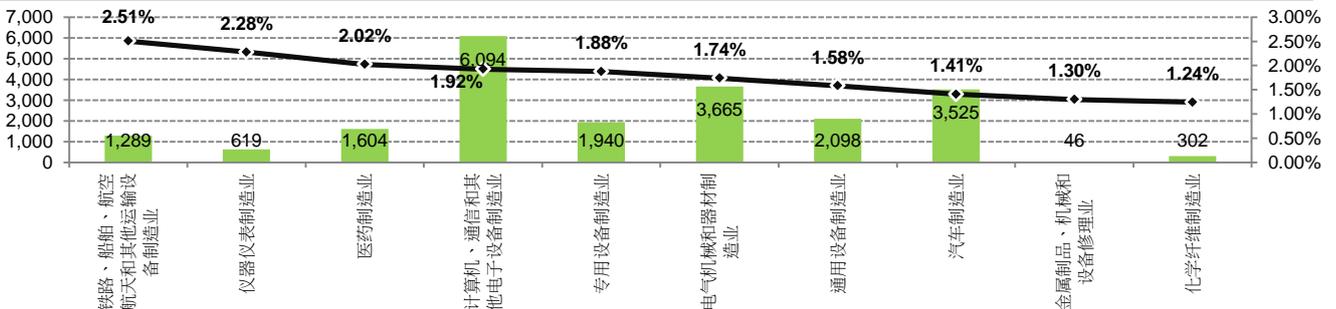


行业研发强度=研发费用/行业收入

来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 26: 2016-18 年度研发强度最高的 10 个制造业

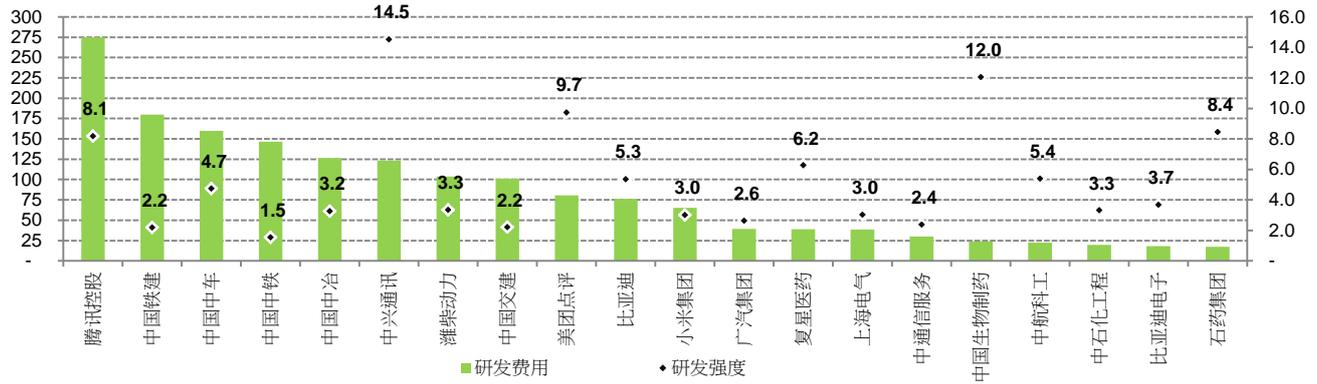
左: 3 年研发费用(人民币亿元); 右: 研发强度(%)



行业研发强度=研发费用/行业收入

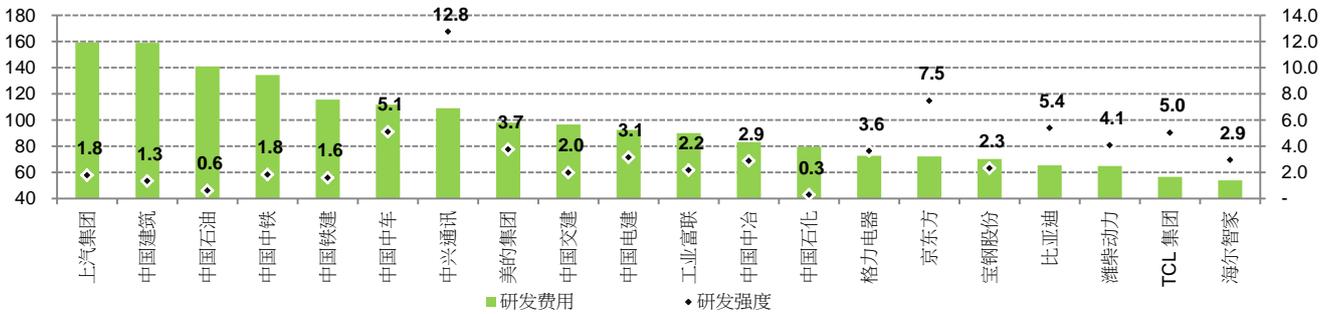
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 27: 恒生综合指数最近一个财政年度研发费用最高 20 家上市公司
左: 研发费用(人民币亿元); 右: 研发强度(%)



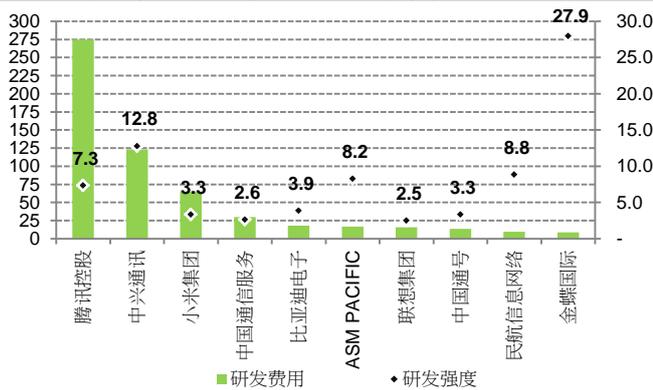
企业研发强度=研发费用/公司收入
根据 11 月末指数中的成分股做比较
来源: 彭博、农银国际证券

图表 28: 沪深 300 指数中最近一个财政年度研发费用最高的 20 家上市公司
左: 研发费用(人民币亿元); 右: 研发强度(%)



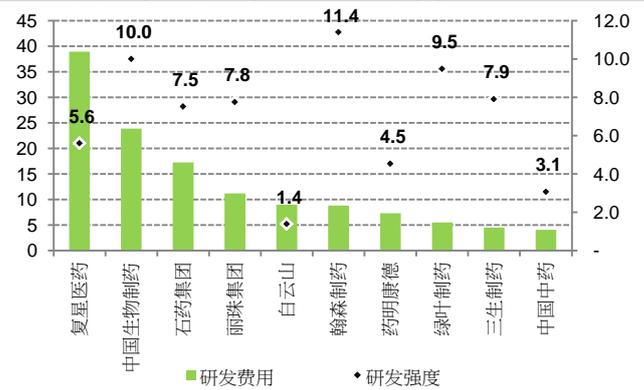
企业研发强度=研发费用/公司收入
根据 11 月末指数中的成分股做比较
来源: 彭博、农银国际证券

图表 29: 恒生资讯科技综合指数最近一个财政年度研发费用最高 10 家上市公司
左: 研发费用(人民币亿元); 右: 研发强度(%)



企业研发强度=研发费用/公司收入
根据 11 月末指数中的成分股做比较
来源: 彭博、农银国际证券

图表 30: 恒生综合健康指数最近一个财政年度研发费用最高 10 家上市公司
左: 研发费用(人民币亿元); 右: 研发强度(%)



企业研发强度=研发费用/公司收入
根据 11 月末指数中的成分股做比较
来源: 彭博、农银国际证券

跟踪中国各行业和地区的资金流动

考虑到经济增速放缓，货币供应量增速与名义 GDP 增速匹配，有限的资金资源将配置到经济和产业前景相对较好的地区或行业。尽管第二、三产业固定资产投资(FAI)增速放缓，但医药、教育服务业的 FAI 增速正在加快。此外，计算机、电信电子、专用机械、文化、体育娱乐、道路交通等行业的 FAI 增长相对较高，表明资金供应侧对这些行业的前景持较乐观态度。

在中国各地区中，广东、江苏、浙江、山东和北京是 2019 年 1-9 月和 2015-2018 年社会总融资增量前 5 位的地区。这反映私营资本和民营资本对这 5 个地区的积极经济前景预期长久保持不变。与此同时，资金提供者对于分配资金资源至大多数北部和西部地区仍然保持谨慎的态度。地区研发能力强，提高地区竞争力，吸引更多资金流入，促进区域经济增长，能够支持进一步增加研发投入，形成良好的经济发展循环。

图表 31: 中国第二和第三产业的固定资产投资 FAI(同比变化)- 跟踪资本流动以了解在可预见的未来可能表现优异的行业

固定资产投资同比变动:	2018	1-10/2019	评论
第二产业	6.2%	2.3%	
电脑, 电信与电子	16.6%	13.6%	高增长率但放缓
专用机械	15.4%	9.8%	高增长率但放缓
制药业	4.0%	7.9%	适度的增长和加速
第三产业	5.5%	6.8%	
教育	7.2%	18.0%	高增长率和加速
文化, 体育和娱乐	21.2%	13.8%	高增长率但放缓
公路运输	8.2%	8.1%	增长稳定
铁路运输	(5.1%)	5.9%	正在恢复
卫生与社会工作	8.4%	3.5%	放缓

私人资本分别占 2018 年及 2019 年首 10 个月固定资产投资总额的 62% 及 57%

来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 32: 2019 年 1-9 月前 10 大和后 10 大地区向实体经济社会融资流量

前 10 大地区 地区社会融资规模增量			后 10 大地区 地区社会融资规模增量		
(人民币亿元)	1-9/2019	2018	(人民币亿元)	1-9/2019	2018
广东	21,273	22,502	辽宁	2,859	3,796
江苏	20,188	17,699	吉林	2,261	1,510
浙江	16,415	19,499	黑龙江	2,085	1,218
山东	11,811	9,225	新疆	2,071	836
北京	10,586	17,784	甘肃	1,497	2,347
河南	8,910	7,794	内蒙古	1,281	1,627
四川	7,909	8,087	青海	1,057	126
福建	7,661	5,620	海南	698	389
上海	7,091	5,765	宁夏	604	529
湖南	7,008	6,024	西藏	16	542

来源: 人民银行、农银国际证券

图表 33: 2016-18 年度累计研发支出最大的 10 个省或地区 - 从长期来看，研发投入会扩大区域竞争力差距长三角地区(江苏, 浙江和上海)形成国家研发核心区域，超过了华南地区的广东省高研发支出的省或地区，呈现较高社会融资规模增量



省或地区研发强度=研发费用/省或地区 GDP

来源: 国家统计局、农银国际证券

香港股票市场展望

2019 年回顾：香港股市压力测试

2019 年 1-11 月，恒生指数(HSI)在 24,896.87-30,280.12 区间波动，2019 年 1 月 3 日触底，4 月 15 日触顶。一系列负面事件给香港股市蒙上阴影——1 季度以来中美贸易战升级、3 季度中美经济增长放缓、2019 年下半年香港社会动荡、2019-20 年蓝筹股盈利前景被下调。

这些负面事件实际上是对 2019 年下半年香港股市及其上市公司的压力测试。2019 年 1-9 月或 2019 年第 3 季度的公司业绩在很大程度上计入了这些负面因素。然而，2019 年下半年的恒生指数最低点仍高于 2019 年上半年，反映出投资者做出投资判断变得更加理性。

鉴于目前的情况，公司业绩或股价虽受到了负面因素影响，但我们认为，极端悲观情景预期是不合理的，因为风险已经开始通过上市公司的最新业绩能够量化。从投资角度来看，这些已经出现的压力测试在很大程度上帮助投资者识别出收益质量良好的上市公司。

图表 34: 2018 年和 2019 年恒生指数市场估值

	高	低	期末
期间: 2018			
指数	33,484	24,541	25,846
市盈率	14.20	10.41	10.96
市净率	1.67	1.22	1.29
股息率	2.99%	4.08%	3.88%
期间: 2019			
指数	30,280	24,896	27,900
预测市盈率	12.01	9.88	11.07
预测市净率	1.31	1.07	1.20
预测股息率	3.43%	4.17%	3.72%

来源: 彭博、香港交易所、农银国际证券预测

香港股市的相对估值显示出一个便宜的估值

自 2013 年以来，恒生指数的市盈率一直比道琼斯指数平均低约 28%。自 2019 年第 3 季度以来，折让扩大到 44%(截至 11 月 26 日)。2019 年下半年折让率上升的主要原因是香港本地因素(2019 年下半年的社会动荡和经济衰退风险)。我们预计，随着社会稳定和经济复苏，折让率将在 2020 年缩小。如果折让率降至历史平均水平，恒生指数将上涨 28%。

图表 35: 相对估值 - 恒生指数市盈率 / 道琼斯工业指数市盈率



黑线：这段时间的平均值；红线：平均数加或减两个标准差

2013 年至今平均值：0.717，标准差 0.057

来源: 彭博、农银国际证券

图表 36: 收益率差距 - 恒生指数股息率减去 10 年期香港政府债券收益率(百分点)



黑线: 750 天平均线
750 天平均收益率差: 1.76 百分点; 当前收益率差 2.197 百分点
来源: 彭博、农银国际证券

2020-2021 年恒生指数展望

我们对 2020 年及 2021 年香港股市持谨慎乐观态度，理由如下。

1. 压力测试的实际影响(如中美贸易战、全球经济放缓、香港社会动荡)在很大程度上反映在香港上市公司 2019 年的业绩以及股价上。恒生指数的 12 个月平均权益回报率(截至 2019 年 9 月底)为 11.5%，而 2018 年为 11.9%。
2. 2017-2019 年上半年，中国企业及其国际同行在紧缩的货币环境中经营，中国、美国、欧元区和日本的央行限制或缩减资产负债表。美国和欧元的货币扩张政策始于 2019 年下半年。考虑到货币扩张政策 6-9 个月的滞后效应，我们预计 2020 年第 2 季度将开始出现积极影响。
3. 市场预计恒生指数蓝筹股 2020 年的平均收益增长率约为 5%(2018 年为 6.4%，2019 年为 6.9%)，2020 年的资产回报率约为 11%(2018 年为 11.4%，2019 年为 11.7%)。市场对 2020 年的预期与近年来的趋势一致，没有过分乐观或过分悲观预期。这反映出市场在评估蓝筹股 2020 年的收益时采取了更加务实的看法。
4. 2020 年，我们预计恒生指数的交易区间为 26,000-31,800 点，即 2020 年市盈率为 9.8-12.0x，2020 年市净率为 1.05-1.28x 或 2020 年股息率为 4.2-3.4%。
5. 从全球投资者的角度来看，香港股市的弱点是蓝筹股的盈利能力较国际基准指数低。预计 2019-21 年恒生指数的平均权益回报率维持在 11%左右；美国标准普尔 500 指数和纳斯达克 100 指数的平均权益回报率分别约为 19%和 28%，中国沪深 300 指数和欧洲斯托克 50 指数的平均权益回报率分别约为 12%和 12%。考虑盈利能力差异，恒生指数对美国指数有一定程度的折价是合理的，但恒生指数的估值应该与中国或欧洲的基准指数的估值靠近。

图表 37: 恒生指数 2020-21 年的预测

期间: 2020 年	高	低	期末
指数	31,852	26,061	30,525
预测市盈率	12.00	9.82	11.50
预测市净率	1.28	1.05	1.23
预测股息率	3.44%	4.20%	3.59%
期间: 2021 年	高	低	期末
指数	32,944	26,621	31,511
预测市盈率	11.50	9.29	11.00
预测市净率	1.24	1.00	1.18
预测股息率	3.52%	4.35%	3.68%

来源: 农银国际证券预测

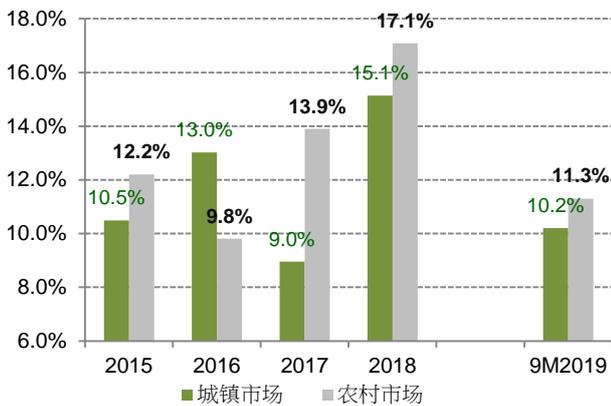
我们的偏好

高股息率股票仍然是首选。2020年，高股息率蓝筹股仍是避险投资者的有利选择。鉴于美国利率周期的下降趋势以及欧元区和日本的负利率环境，高股息率蓝筹股是发达经济体追求股息率投资者的好选择。中国保险市场的持续增长也将提振中国保险基金对高股息率股票的需求。任何市场深度调整都将是追求高股息率投资者的买入机会。

消费者正在寻求消费服务。第三产业已成为我国经济的主导产业，政府推动刺激私人消费拉动经济增长。根据2017-2019前9个月人均支出数据，家庭愿意增加两个领域的支出：1)医疗保健和2)教育、文化和娱乐。消费者在提高生活水平的强烈愿望推动下，在服务方面的支出正在增加。我们预计这种消费行为趋势将在未来几年持续下去。

房地产开发和房地产竣工周期之间的相互作用带来机会。新房竣工周期通常比新房开发周期晚3年。2012-2015年住宅地产开发项目投资周期呈下降趋势，2016年见底，2016年至今呈上升趋势。按3年建设周期计算，2016-18年，房地产竣工周期处于低位，2019年见底，2020-22年将进入上行周期。未来3年物业竣工周期的上升趋势，对需求方面将产生以下影响：(1)家具、装修材料、家电需求将增加；(2)业主入住新居后，汽车需求将增加；(3)未来几年，物业管理服务业将在管理总建筑面积增加的情况下大幅增长；(4)房地产开发商的报告收入将跟随物业竣工周期并呈上升趋势。

图表 38：中国人均医疗保健消费支出(同比变化)

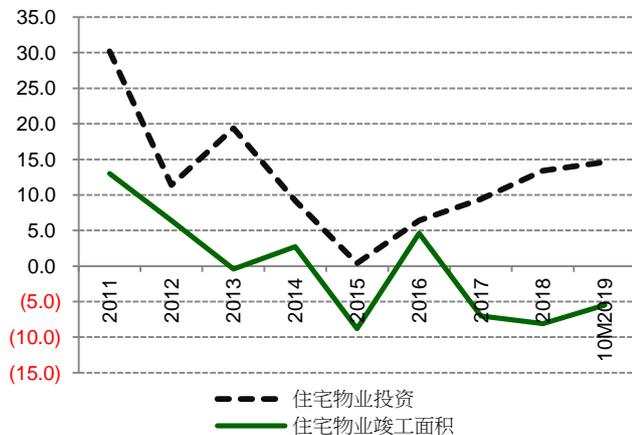


图表 39：中国人均教育、文化和娱乐支出(同比变化)

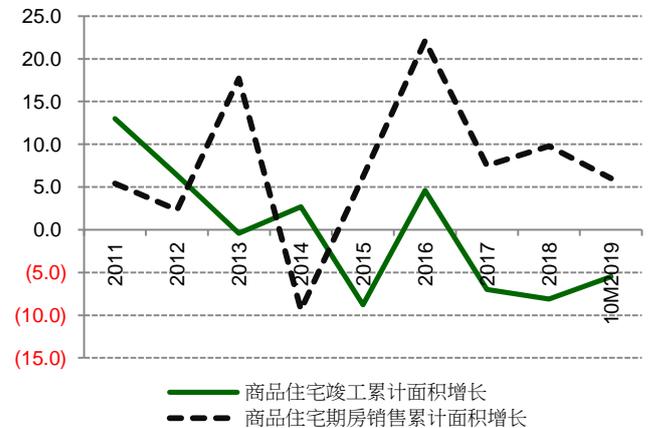


2018年和2019年1-9月，人均可支配收入分别同比增长8.7%和8.8%
来源：国家统计局、农银国际证券

图表 40：中国住宅物业投资和竣工面积(同比变化%)
—住宅竣工面积将在2020-22年反弹



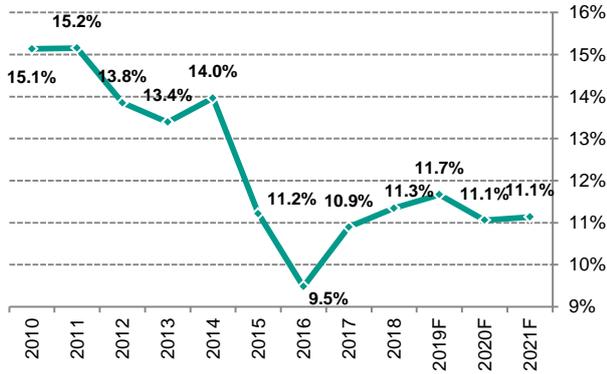
图表 41：中国住宅新房预售面积和竣工面积(同比变化%)
—2016-17年预售的强劲增长，竣工面积将在2020年大幅反弹



以上数据为私人住宅, 10M2019: 1-10/2019
来源：国家统计局、农银国际证券

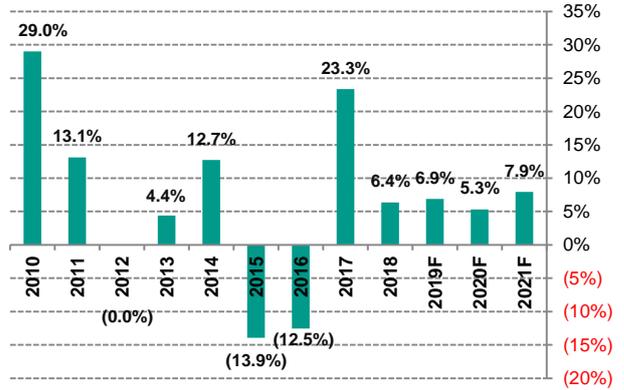
香港股票市场

图表 42: 恒生指数平均股东权益回报率



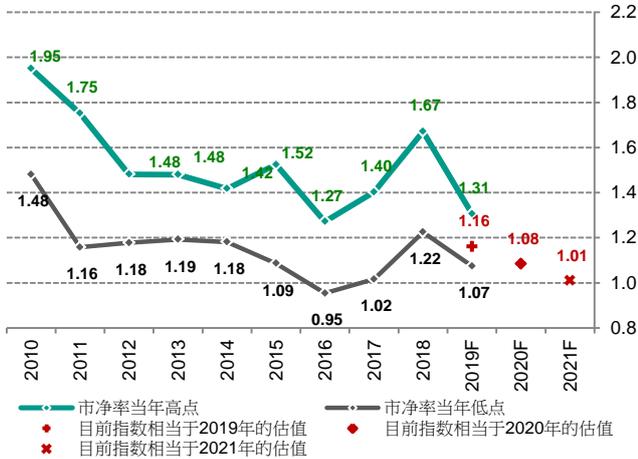
来源: 彭博、农银国际证券

图表 43: 恒生指数每股收益增长



来源: 彭博、农银国际证券

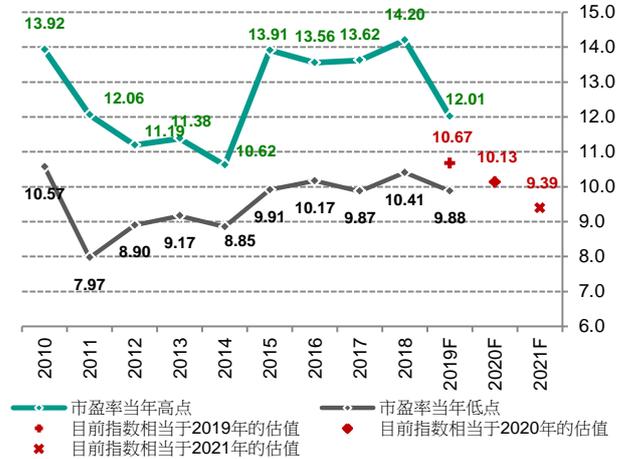
图表 44: 恒生指数市净率区间 (倍)



指数 26,914

来源: 彭博、农银国际证券

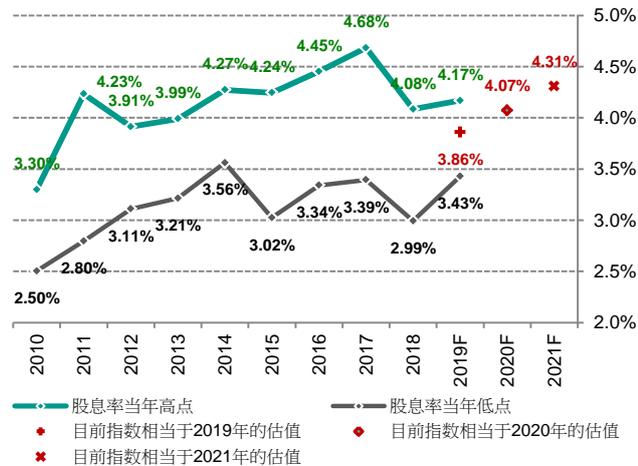
图表 45: 恒生指数市盈率区间 (倍)



指数 26,914

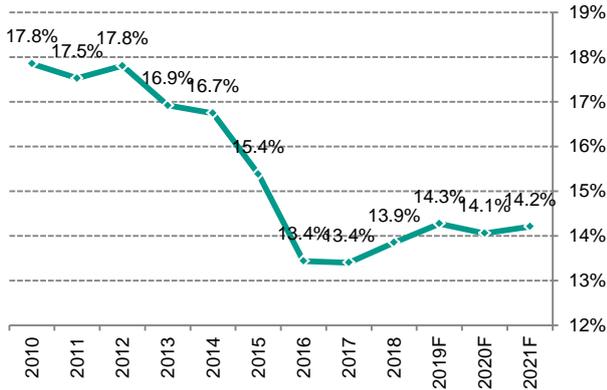
来源: 彭博、农银国际证券

图表 46: 恒生指数股息率

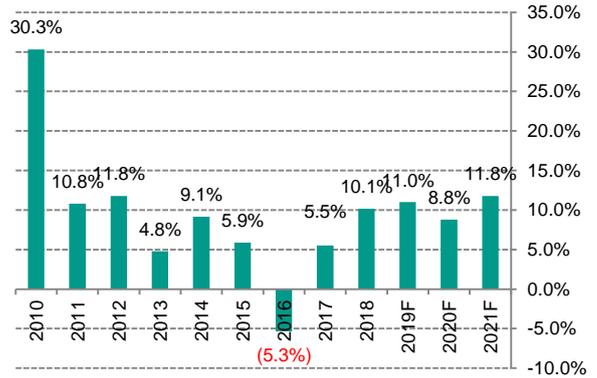


指数 26,914

来源: 彭博、农银国际证券

中国股市
图表 47: SSE50 指数平均股东权益回报率


来源: 彭博、农银国际证券

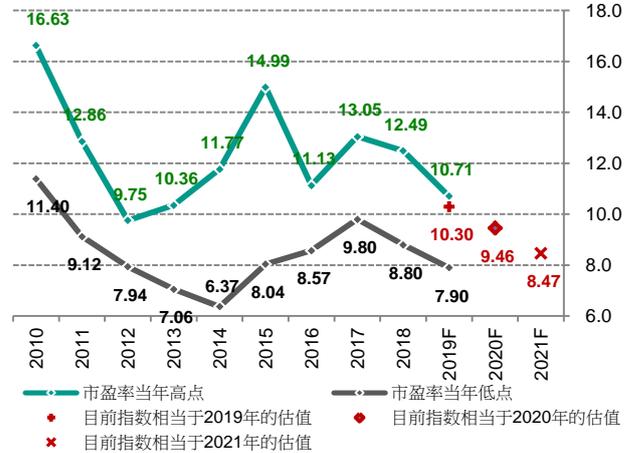
图表 48: SSE50 指数每股收益增长


来源: 彭博、农银国际证券

图表 49: SSE50 市净率区间 (倍)

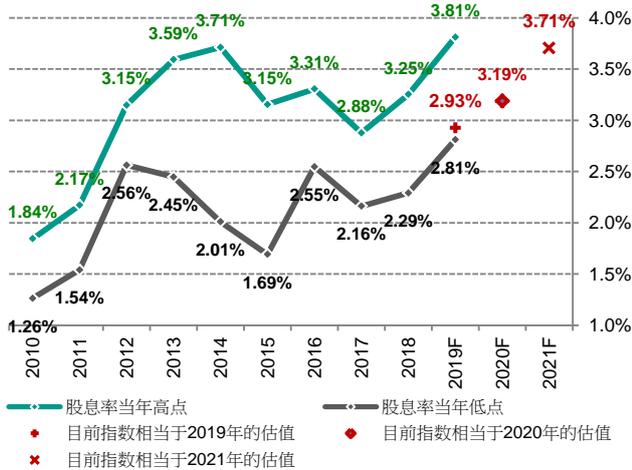

指数 2,944

来源: 彭博、农银国际证券

图表 50: SSE50 指数 市盈率区间 (倍)


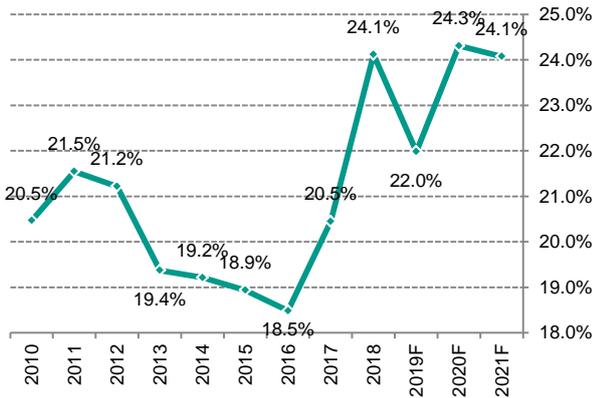
指数 2,944

来源: 彭博、农银国际证券

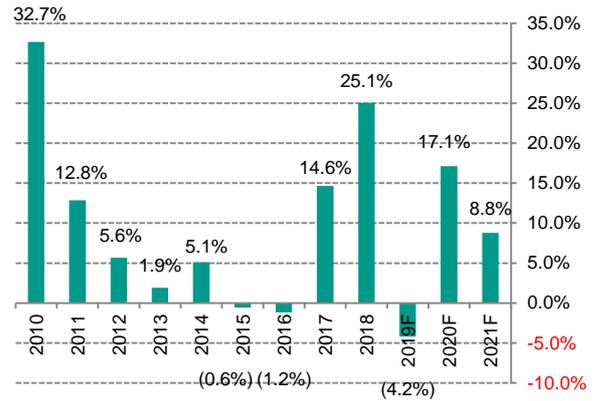
图表 51: SSE50 指数 股息率


指数 2,944

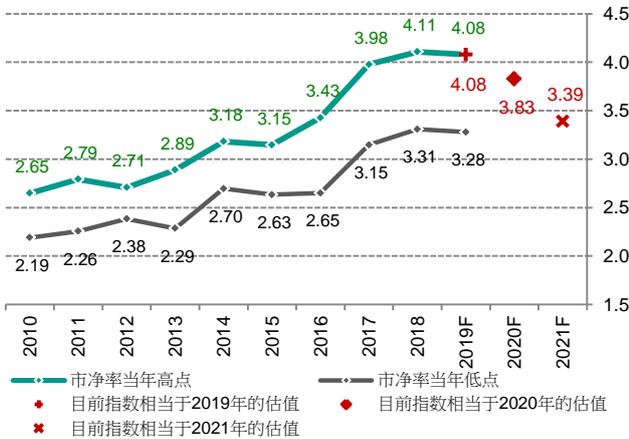
来源: 彭博、农银国际证券

美国股票市场
图表 52: 道指 ROAE 平均股东权益回报率


来源: 彭博、农银国际证券

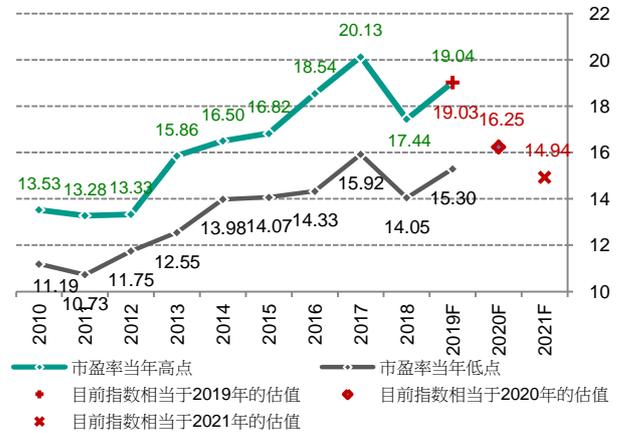
图表 53: 道指 每股收益增长


来源: 彭博、农银国际证券

图表 54: 道指 市净率 区间 (倍)


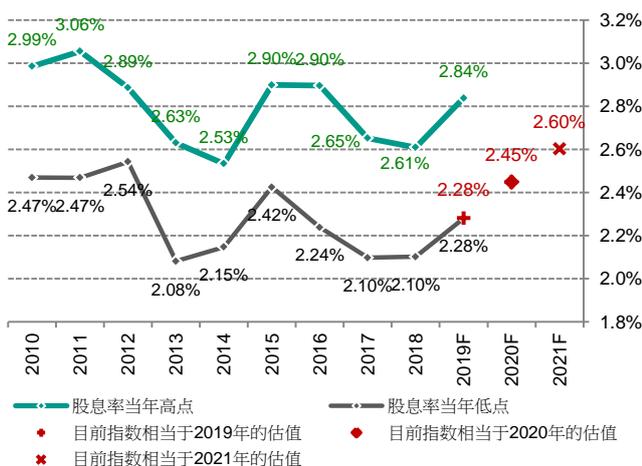
指数 28,164

来源: 彭博、农银国际证券

图表 55: 道指 市盈率 区间 (倍)


指数 28,164

来源: 彭博、农银国际证券

图表 56: 道指 股息率


指数 28,164

来源: 彭博、农银国际证券



图 57: 恒生指数成分股市场估值

		2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	
	股价	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	市净率	股息率	ROAE	
代码	股票名称	(HK\$)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
2	中电控股	79.95	16.21	3.40	1.69	3.48	10.6	16.80	3.52	1.74	3.35	10.5	17.80	1.80	3.17	10.3
3	香港中华煤气	14.88	27.35	4.72	3.56	2.12	13.2	28.78	4.96	3.69	2.01	13.0	30.62	3.81	1.89	12.8
6	电能实业	55.20	15.90	12.31	1.36	4.92	8.6	16.16	12.51	1.38	4.84	8.6	16.32	1.40	4.79	8.6
1038	长江基建集团	53.45	12.53	16.78	1.07	4.68	8.7	12.48	16.71	1.11	4.70	9.0	12.72	1.15	4.62	9.4
1113	长实集团	51.85	7.66	(0.91)	0.52	2.29	6.9	7.79	(0.92)	0.53	2.25	6.9	6.42	0.55	2.73	8.9
101	恒隆地产	16.14	13.70	2.33	0.50	3.04	3.7	14.37	2.45	0.51	2.90	3.6	15.36	0.52	2.71	3.4
12	恒基地产	37.65	10.83	6.33	0.55	2.35	5.1	10.65	6.22	0.56	2.39	5.3	11.20	0.57	2.27	5.1
16	新鸿基地产	113.00	8.77	2.36	0.52	3.08	6.0	8.91	2.40	0.54	3.03	6.2	9.43	0.56	2.86	6.0
17	新世界发展	10.20	9.86	1.03	0.42	2.08	4.4	10.96	1.14	0.44	1.87	4.1	11.83	0.45	1.73	3.9
1997	九龙仓置业	43.35	12.59	6.98	0.57	4.21	4.6	12.83	7.11	0.58	4.13	4.6	13.05	0.59	4.06	4.6
823	领展房产基金	79.25	23.83	3.18	0.87	0.48	3.6	25.66	3.43	0.86	0.45	3.4	27.54	0.87	0.42	3.2
83	信和置业	11.42	8.62	0.26	0.47	2.82	5.5	7.74	0.23	0.49	3.14	6.5	15.37	0.51	1.58	3.4
2007	碧桂园	11.14	4.07	0.29	0.95	7.45	25.6	4.63	0.33	1.15	6.55	27.5	5.29	1.42	5.73	29.9
688	中国海外发展	27.55	5.07	0.33	0.74	4.33	15.5	5.75	0.37	0.83	3.82	15.4	6.74	0.94	3.25	14.8
1398	工商银行	5.53	5.11	0.84	0.60	5.98	12.2	5.45	0.89	0.65	5.61	12.5	5.75	0.71	5.31	13.0
939	建设银行	6.20	4.69	0.78	0.56	6.52	12.4	4.98	0.83	0.61	6.14	12.8	5.27	0.67	5.80	13.3
3328	交通银行	5.12	4.09	0.74	0.42	7.28	10.7	4.35	0.79	0.45	6.84	10.8	4.55	0.49	6.54	11.2
3988	中国银行	3.11	4.07	0.77	0.43	7.65	10.9	4.31	0.82	0.46	7.23	11.1	4.51	0.50	6.91	11.5
11	恒生银行	159.50	11.97	20.40	1.60	4.95	13.7	12.08	20.59	1.69	4.90	14.4	12.11	1.79	4.89	15.5
2388	中银香港	26.50	8.08	2.62	0.86	6.00	10.9	8.37	2.72	0.91	5.80	11.2	8.58	0.97	5.65	11.5
5	汇丰控股	57.95	10.11	3.96	0.85	8.01	8.5	10.64	4.16	0.88	7.61	8.4	10.64	0.90	7.61	8.5
2318	中国平安	90.00	8.10	1.24	1.58	3.53	21.0	9.24	1.41	1.85	3.09	21.6	9.20	2.17	3.11	26.0
2628	中国人寿	19.88	10.25	(1.39)	1.12	4.00	11.4	11.35	(1.54)	1.22	3.62	11.2	8.80	1.33	4.66	16.4
1299	友邦保险	79.00	15.08	1.22	2.11	1.99	14.6	17.05	1.38	2.31	1.76	14.2	19.04	2.55	1.58	14.7
388	香港交易所	247.40	26.84	2.62	6.93	3.32	25.5	29.48	2.88	6.75	3.02	23.4	32.63	7.09	2.73	22.5

(下一页继续)



代码	股票名称	2021E		2021E		2021E		2021E		2020E		2020E		2019E		2019E	
		股价 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	
762	中国联通	6.76	9.63	0.42	0.53	4.22	5.6	11.29	0.49	0.55	3.60	4.9	14.59	0.57	2.78	4.0	
941	中国移动	59.40	9.84	12.58	0.90	5.78	9.4	10.01	12.81	0.95	5.68	9.7	9.99	0.99	5.70	10.2	
700	腾讯控股	331.00	20.61	0.98	4.31	0.59	23.3	25.05	1.19	5.41	0.49	24.0	30.18	6.77	0.40	25.3	
2018	瑞声科技	55.30	16.70	0.68	2.49	2.81	15.7	19.16	0.78	2.77	2.45	15.1	25.98	3.04	1.81	12.0	
2382	舜宇光学科技	129.10	21.20	0.67	6.24	1.18	33.1	26.68	0.84	8.00	0.93	34.2	36.78	10.60	0.68	32.6	
386	中国石化	4.37	7.79	2.80	0.61	10.59	7.9	7.85	2.82	0.63	10.51	8.1	8.23	0.65	10.03	8.0	
857	中国石油	3.58	9.71	0.93	0.44	2.37	4.7	10.71	1.02	0.46	2.15	4.4	11.85	0.48	1.94	4.1	
883	中国海洋石油	11.34	7.41	1.69	0.91	9.50	12.6	7.89	1.81	0.96	8.91	12.6	8.07	1.03	8.72	13.1	
1088	中国神华	15.24	6.67	(2.03)	0.66	5.95	10.3	6.53	(1.99)	0.71	6.08	11.2	6.24	0.76	6.36	12.7	
1093	石药集团	17.60	16.48	0.73	3.90	1.86	25.8	20.10	0.89	4.67	1.53	25.3	24.75	5.60	1.24	23.0	
1177	中国生物制药	10.18	25.04	1.31	2.71	0.37	11.5	30.44	1.59	3.07	0.31	10.6	35.51	3.42	0.26	9.7	
151	中国旺旺	6.81	17.66	3.45	4.14	0.60	23.9	18.69	3.65	4.30	0.56	23.8	19.52	4.59	0.54	24.4	
2319	蒙牛乳业	30.40	19.42	2.26	2.83	1.20	15.5	23.11	2.69	3.20	1.01	14.7	22.90	3.59	1.01	17.0	
288	万洲国际	7.97	10.39	0.91	1.44	3.80	14.5	11.07	0.97	1.59	3.57	14.9	12.89	1.72	3.07	14.1	
1044	恒安国际	51.25	12.09	1.55	2.69	4.87	23.0	13.10	1.68	2.88	4.49	22.8	14.04	3.11	4.19	21.5	
2313	申洲国际	105.40	19.17	1.03	4.36	2.71	24.2	22.83	1.22	4.97	2.28	23.2	27.00	5.67	1.93	20.9	
669	创科实业	60.20	16.33	0.95	3.13	2.29	20.5	19.32	1.12	3.57	1.94	19.7	22.42	4.06	1.67	19.2	
175	吉利汽车	14.90	10.25	0.65	1.72	2.54	18.0	10.80	0.68	2.00	2.42	19.9	13.77	2.33	1.90	18.1	
1928	金沙中国	37.15	14.74	1.28	7.10	7.43	50.9	16.59	1.44	7.96	6.60	49.4	18.32	8.46	5.97	46.8	
27	银河娱乐	51.80	14.29	1.75	2.44	2.12	18.1	16.24	1.99	2.77	1.87	18.2	16.73	3.15	1.82	20.1	
66	港铁公司	43.40	18.52	1.73	1.35	2.45	7.4	20.48	1.91	1.39	2.22	6.9	22.70	1.43	2.00	6.4	
1	长和	70.50	6.17	1.20	0.50	5.08	8.4	6.47	1.26	0.53	4.85	8.5	6.83	0.56	4.59	8.6	
19	太古股份	69.65	10.55	1.04	0.36	1.81	3.4	10.98	1.08	0.37	1.74	3.4	12.79	0.37	1.49	3.0	
267	中信股份	9.88	4.84	0.97	0.42	4.90	8.9	5.11	1.03	0.45	4.64	9.0	5.33	0.48	4.45	9.3	

2019年12月3日股价

汇率人民币 0.8998/HK\$1.00; HK\$ 7.8289/US\$ 1.00

PEG = 市盈率 / 2019-21年期间每股收益的复合年均增长率

ROAE: 平均权益回报率

来源: 彭博、农银国际证券

图 58: 恒生中国企业指数成份股市场估值

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

(下一页继续)



代码	股票名称	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	
		股价 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG*	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG*	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
1800	中国交建	5.95	3.52	0.38	0.38	5.35	11.3	3.86	0.42	0.42	4.88	11.3	4.20	0.46	4.49	11.4
1766	中国中车	5.13	8.23	0.64	0.84	4.67	10.6	9.18	0.72	0.91	4.19	10.2	10.47	0.97	3.67	9.5
1211	比亚迪	37.25	28.80	1.24	1.59	0.76	5.6	34.32	1.47	1.66	0.64	4.9	43.77	1.73	0.50	4.0
175	吉利汽车	14.90	10.25	0.65	1.73	2.15	18.1	10.80	0.68	2.00	2.04	20.1	13.77	2.37	1.60	18.3
2202	万科	29.70	5.49	0.36	1.16	6.37	22.8	6.28	0.42	1.36	5.57	23.4	7.27	1.60	4.81	23.9
2007	碧桂园	11.14	4.07	0.29	0.96	7.45	25.9	4.63	0.33	1.17	6.55	27.7	5.29	1.43	5.73	30.0
960	龙湖集团	32.65	7.24	0.35	1.41	4.92	21.0	8.71	0.42	1.64	4.09	20.2	10.52	1.89	3.38	19.1
1918	融创中国	41.15	4.16	0.18	1.18	5.24	32.0	4.98	0.22	1.54	4.38	35.3	6.27	2.06	3.48	38.2
914	海螺水泥	50.25	7.96	(2.25)	1.35	3.77	18.0	7.86	(2.22)	1.53	3.82	20.8	7.41	1.76	4.05	26.1
656	复星国际	10.72	4.70	0.50	0.56	4.39	12.5	5.08	0.54	0.62	4.07	12.8	5.63	0.68	3.67	12.8
1099	国药控股	25.95	8.32	0.60	1.18	3.60	14.9	9.51	0.68	1.31	3.15	14.5	10.79	1.46	2.78	14.2
1177	中国生物制药	10.18	25.04	1.31	2.94	0.37	12.4	30.44	1.59	3.29	0.31	11.4	35.51	3.65	0.26	10.7
1093	石药集团	17.60	16.48	0.73	3.77	1.86	25.0	20.10	0.89	4.54	1.53	24.7	24.75	5.47	1.24	24.1
700	腾讯控股	331.00	20.61	0.98	4.44	0.50	23.9	25.05	1.19	5.53	0.41	24.6	30.18	6.93	0.34	25.7
941	中国移动	59.40	9.84	12.58	0.90	4.88	9.3	10.01	12.81	0.94	4.79	9.6	9.99	0.99	4.80	10.2
728	中国电信	2.99	9.15	1.93	0.57	5.25	6.4	9.51	2.01	0.59	5.06	6.3	10.04	0.61	4.79	6.2
788	中国铁塔	1.61	24.56	0.61	1.26	0.52	5.3	31.50	0.78	1.32	0.41	4.3	48.30	1.38	0.27	2.9
291	华润啤酒	42.00	29.70	0.85	4.74	1.35	16.9	37.92	1.09	5.32	1.05	14.8	53.93	5.92	0.74	11.5
151	中国旺旺	6.81	17.66	3.45	3.94	4.10	23.1	18.69	3.65	4.23	3.88	23.5	19.52	4.55	3.71	24.3
2020	安踏体育	74.45	20.87	0.90	6.29	2.45	33.0	25.13	1.08	7.62	2.03	33.3	31.70	9.29	1.61	32.3
2313	申洲国际	105.40	19.17	1.03	4.33	2.71	24.1	22.83	1.22	4.97	2.28	23.2	27.00	5.65	1.93	22.2
1044	恒安国际	51.25	12.09	1.55	2.63	5.78	22.6	13.10	1.68	2.85	5.33	22.6	14.04	3.08	4.97	22.8

2019年12月3日股价

汇率人民币 0.8998/HK\$1.00; HK\$ 7.8289/US\$ 1.00

PEG = 市盈率 / 2019-21年期间每股收益的复合年均增长率

ROAE: 平均权益回报率

来源: 彭博、农银国际证券

香港 IPO 市場展望

分析员:周秀成

保持强韧

- 尽管香港社会动荡不安，香港的 IPO 市场仍然保持强韧。在 2019 年首 11 个月，香港 IPO 市场筹集了 348 亿美元，其中包括莱蒙国际(3688 HK)、百威亚洲(1876 HK)及中国最大电商平台的大规模 IPO 项目
- 受到这些大规模 IPO 项目推动，2019 年首 11 个月，必需消费品和非必需消费品共同占据了 IPO 总发行量的 61%。另一方面，科技/新经济类股票仅占 2019 年首 11 个月 IPO 发行量的 3%。

尽管近几个月来香港发生了社会动荡，但香港的 IPO 市场仍然保持强韧。2019 年首 11 个月，香港 IPO 市场筹集了 348 亿美元，而 2018 年则为 369 亿美元。2019 年首 11 个月，共有 263 宗 IPO 发行，平均发行规模为 1.33 亿美元。

总体而言，IPO 市场曾在 7 月至 8 月受到冲击，但从 9 月开始已经恢复，并成功进行了几次大规模的 IPO，包括莱蒙国际(3688 HK)、百威亚洲(1876 HK)及中国最大电商平台。按彭博行业分类，这几项大型 IPO 都归类到消费相关行业。

受到这些消费行业的大规模 IPO 项目推动，非必需消费品和必需消费品成为了 IPO 市场的主要贡献者，在 2019 年首 11 个月合计占 IPO 总量的 61%，远高于 2018 年的 21%。

在非必需消费品和必需消费品之后，金融地产股是第 3 大贡献者，占 2019 年首 11 个月 IPO 发行量的 17%，与 2018 年的 18% 相近。

另一方面，科技/新经济类股票仅占 2019 年首 11 个月 IPO 发行量的 3%，远低于 2018 年的 21%。特别是在小米和美团之后，2019 年不再有同股不同权的 IPO 发行。我们认为，这可能意味着与 2018 年相比，投资者现在已对新经济股的态度已较理性。

图表 1: 2019 年首 11 个月香港 IPO 市场

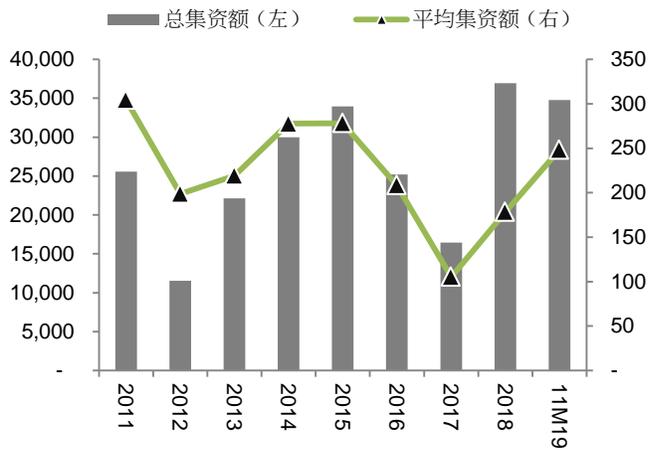
行业*	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
非必需消费	14,628	357
必需消费	6,789	1,132
金融(包括地产)	5,875	267
医疗保健	4,353	272
工业	885	38
科技	660	5
其他	1,690	73

*按彭博行业分类

来源: 彭博, 农银国际证券

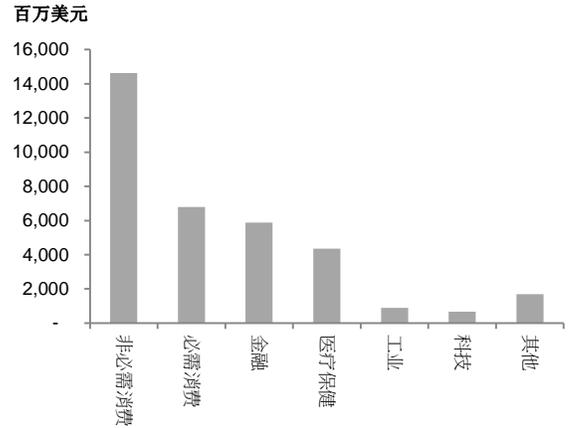


图表 2: 香港 IPO 市場 (百万美元)



来源: 彭博、农银国际证券

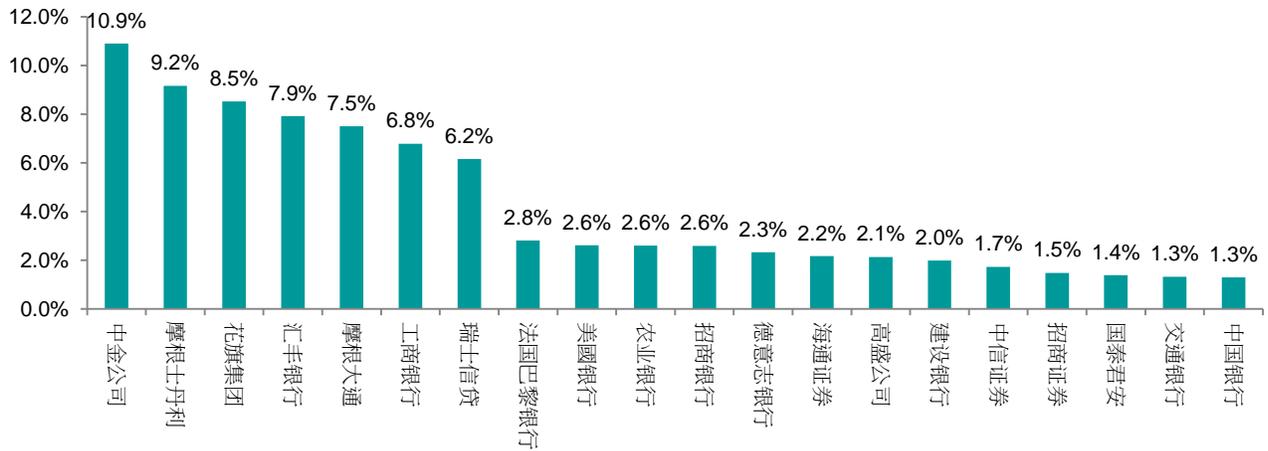
图表 3: 香港 IPO 集资额行业*分布 (2019 年首 11 个月)



*按彭博行业分类

来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 主要承销商市场份额 (2019*)



*截至 12 月 5 日

来源: 彭博、农银国际证券



行业展望

农银国际分析员



正面
中国银行业 – 面对息差温和压力及良好的资产质量，整体基本面保持稳定
欧宇恒

主要数据	行业表现	绝对值 (%)	相对值 (%)	
H 股	H 股 (相对于 MSCI 中国指数)			
2020 年市盈率均值(x)	4.5	1 个月	(2.2)	(3.8)
2020 年市净率均值(x)	0.5	3 个月	7.1	0.8
2020 年股息率均值(%)	5.5	6 个月	(1.8)	(8.1)
A 股	A 股相对于 CSI300 指数)			
2020 年市盈率均值(x)	6.0	1 个月	(1.6)	0.5
2020 年市净率均值(x)	0.7	3 个月	4.1	3.1
2020 年股息率均值(%)	5.3	6 个月	3.2	(1.3)
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券			
<ul style="list-style-type: none"> 降低社会融资成本并支持实体经济政策方向令银行净息差面临温和压力 银行提升收益率较高的小微企贷款占比及积极管理资产负债表结构有助抵御净息差下行 加大不良贷款处置力度有效保持资产质量在合理水平，拨备规模将保持稳定 资产负债表快速增长刺激银行资本需求 重申 A / H 市场银行业正面评级。偏好大型银行较高的防御性和稳定的股息收益率。我们的首选为农行-H(1288 HK)和建行-H(939 HK)，首选为农行-A(601288 CH)和工行-A(601398 CH) 				

净息差温和下行压力持续至 2020 年。随着政府支持小微企和民营企业以及降低社会融资成本的政策方向，银行业净息差在最近几个季度显示出温和的下行压力。当中政策为五大银行(工行[1398 HK / 601398 CH], 建行[939 HK / 601939 CH], 农行[1288 HK / 601288 CH], 中行[3988 HK / 601988 CH]和交通银行[3328 HK / 601328 CH])定下明确目标，包括 2019 年小微企贷款余额需增加 30%，同时将小微企的平均贷款收益率同比降低 1 个百分点。根据不同银行类别，大银行的平均净息差在 2019 年 3 季度环比保持在 2.11% 不变，股份制银行、城市商业银行和农村商业银行的平均净息差则如我们预期环比上升 4 个基点、2 个基点和 2 个基点至 2.13%、2.11% 和 2.74%。我们判断，银行提高收益率较高的小微企贷款占比以及积极管理资产负债表结构将是抵消资产收益率下降对净息差负面影响的关键。另一方面，货币政策通过降低存款准备金率等手段来保持银行系统的流动性充裕，以减轻银行资金成本上的压力并支持银行贷款增长。明显地，SHIBOR 自 2019 年 1 月中月以来一直处于较低水平，而 2019 年首 10 个月新增贷款势头维持强劲，达到我们的全年新增贷款目标(人民币 17 万亿)的 84.1%。我们预计在 2020 年将再有两次下调存款准备金率，以支持我们 2020 年人民币 18 万亿的新增贷款目标。根据银保监会数据，2019 年 3 季度行业平均净息差较上季度微升 1 个基点至 2.19%，而行业净利润同比增长则受银行的拨备影响从 2019 年 2 季度的 10.2% 放缓至 2019 年 3 季度的 7.9%。我们预期行业平均净息差在 2019-20 间将继续保持稳定；分银行类别看，大型银行将继续面临温和压力，而股份制银行和地区性银行则有望凭借其小微企和民营企业中的客户优势令净息差略为回升。

资产质量成市场关注焦点。在中美贸易争端持续的背景下，银行业的资产质量风险备受市场关注。行业平均不良贷款率从 2019 年 2 季度的 1.81% 进一步上升 5 个基点至 2019 年 3 季度的 1.86%。当中大型银行、城市商业银行和农村商业银行的平均不良贷款率环比分别上升 6 个基点、18 个基点和 5 个基点至 2019 年 3 季度末的 1.32%、2.48% 和 4.00%，只有股份制银行录得平均不良贷款率环比下降 4 个基点至 1.63%。数据反映银行业资产质量风险在第 3 季度略有增加，而对于不良贷款处置力度则以股份制银行最为积极。尽管如此，假设没有不可预见的全球因素对中国宏观经济前景造成普遍损害的前提下，我们预期整体资产质量在 2020 年仍将保持良好，行业平均不良贷款率在 2019 年 4 季度至 2020 年 4 季度间将按季保持稳定或轻微上升。另一方面，在财政部有关过度拨备的财务新规下，我们相信未来几个季度银行的拨备规模将变得更加规范及稳定，而银行整体的风险缓冲能力亦将保持在较强水平。对于风险缓冲能力较弱的地区银行，拨备将继续为其盈利增速带来压力。而对于风险缓冲能力较突出的邮储银行(1658 HK)和招行(3968 HK / 600036 CH)，则释放超额拨备或令盈利增速加快。



资产负债表快速增长令资本需求加剧。资产负债表增长加快推动了银行的资本需求。根据中国银保监会数据，商业银行的总资产和总负债增长率在 2019 年 10 月末分别达到同比上升 8.7% 和 8.2%，对比 2018 年 12 月末分别为同比上升 8% 和 6.4%。截至 2019 年 9 月末，行业平均核心一级资本充足率和资本充足率分别为 10.85% 和 14.54%，数字反映 2019 年 3 季度集资活动正在增加。除了有越来越多银行排队在 A 股及 H 股两个市场上市，在 2019 年 3 季度亦有较多 H 股银行获得了在 A 股市场双重上市的批准；这些银行包括邮储银行和浙商银行(2016 HK)。截至 2019 年 10 月末，分银行类别看，股份制银行的资产负债表增长速度较快，总资产及总负债同比增长 8.9% 和 8.0%，预示未来或将面临更大的资本需求。我们认为，鉴于现时在 A 股及 H 股两个市场均已有多家上市银行股，以至近年银行在股票市场上筹资变得越来越困难。未来银行将利用更多替代性融资工具，例如优先股和永续债券，以改善资本状况以支持业务增长。

长线展望

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

短线展望

虽然我们认为政策风险长远能优化行业经营环境，但对于政策推出的时间表与细节的可预测性偏低必然会为行业带来短期冲击。这对于政策抵御性较弱的小型银行而言更为明显。尽管如此，稳定的股息收益率有望成为追捧稳定收益投资者的短期买入原因。

股票推荐

考虑现时银行板块估值正处于较低水平及其稳定增速与逐步改善的基本面，我们重申对 A / H 股两个市场中国银行业的正面评级。其中，我们较偏好大型银行的稳定股息收益率和高度多元化的业务组合，从其基本面可以充分体现出大型银行对于政策风险及对宏观变化的防御能力和高度适应性。我们的 H 股行业首选为**农行(1288 HK)**，因其在同业中具有较强的风险缓冲能力，同时是普惠金融和三农相关政策的主要受益者。我们也喜欢**建行(939 HK)**一直以来较为审慎的风管态度。A 股中我们的首选是**农行(601288 CH)**和**工行(601398 CH)**；偏好后者的主要因为其估值较**建行 A 股(601939 CH)**为低。

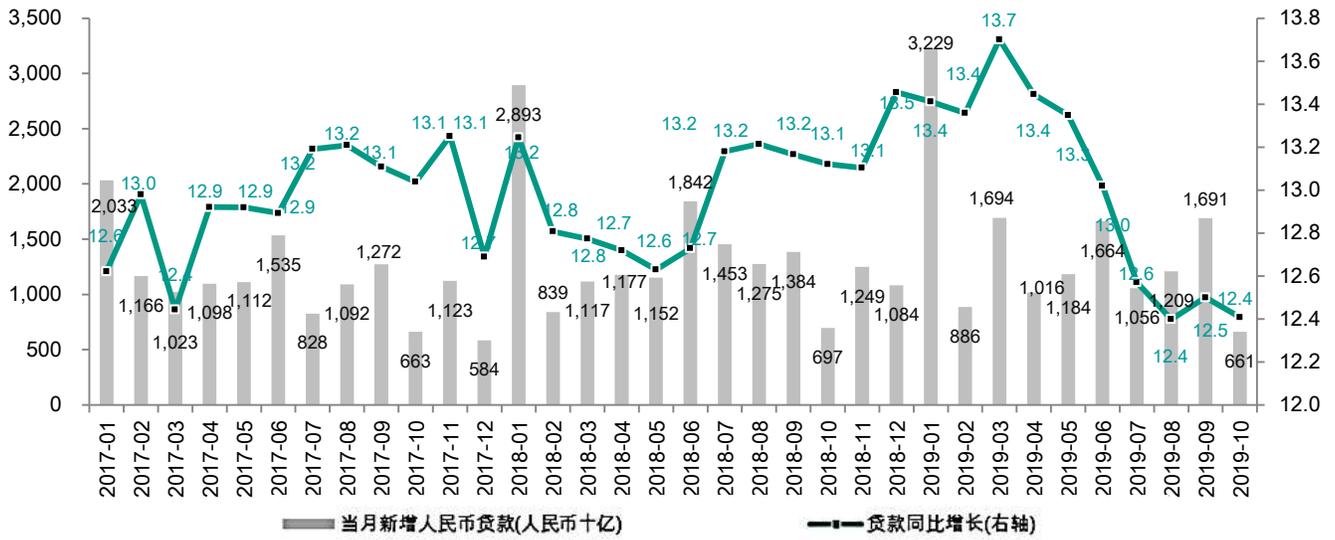
而资产负债表相对较小的地区性银行，其高度的运营灵活性亦往往放大了宏观因素与政策风险的影响。然而，增长速度较快的地区性银行或将面对较大的资本压力，因而需要探索其他资本补充方案。此外，其较低的日均成交量仍然是这类股票的一个主要问题。

风险因素

1) 在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化；2) 来自非银行及外资金融机构的竞争加剧；3) 特定区域的资产质量快速严重恶化；4) 贷款需求急剧下降；5) 对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高

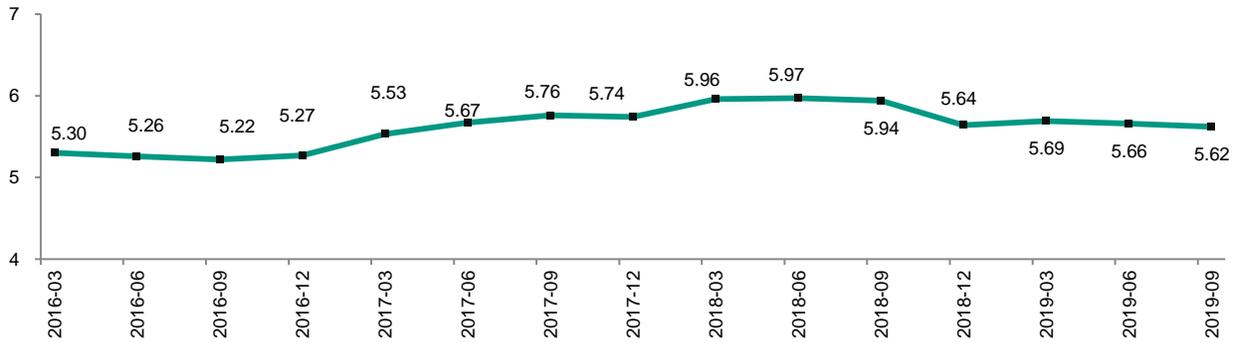


图表 1: 每月新增贷款(亿元)与同比增长(%)



来源: 中国人民银行、农银国际证券

图表 2: 平均贷款收益率(%)



来源: 中国人民银行、农银国际证券

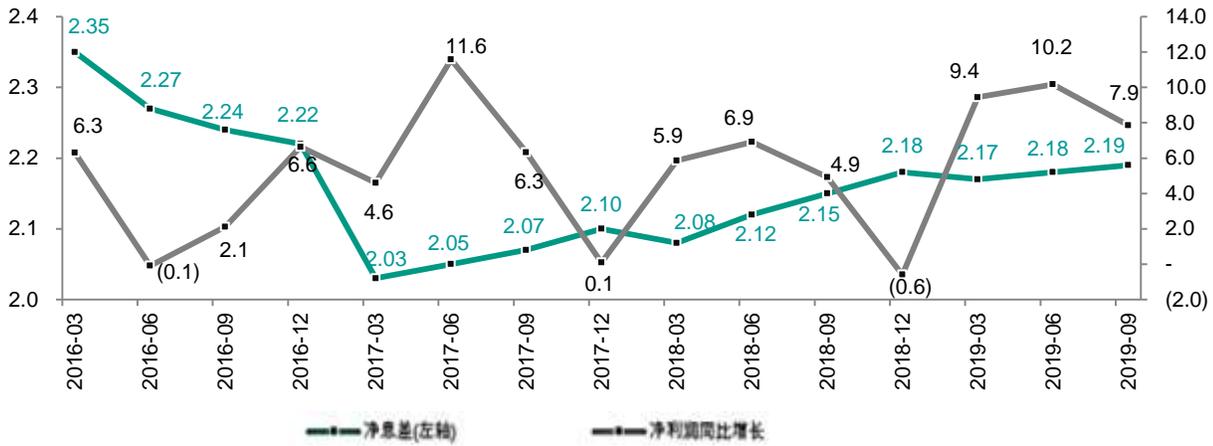


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

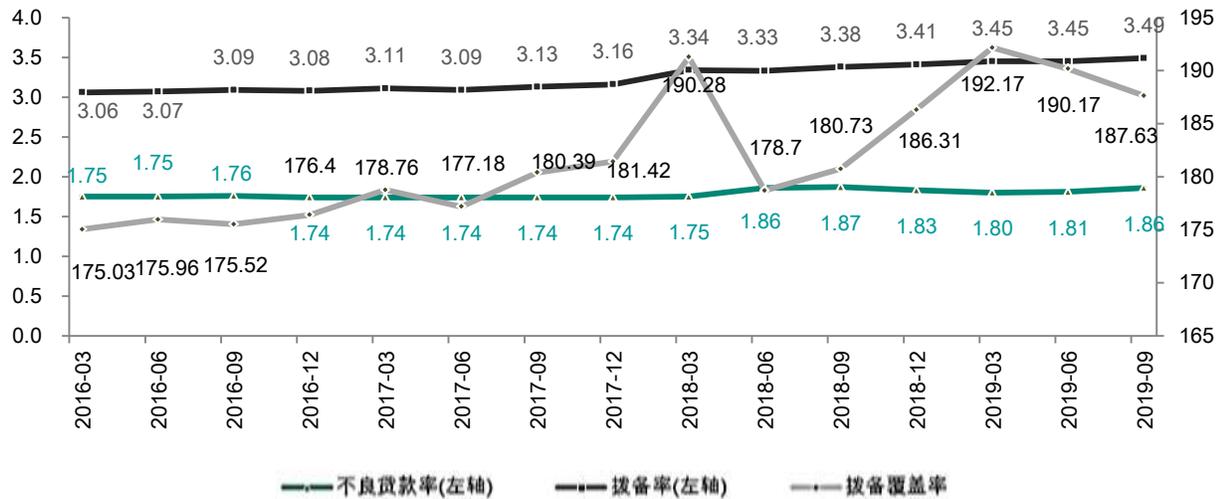
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 3: 行业平均净息差与行业净利润同比增长率(%)



来源: 中银保监、农银国际证券

图表 4: 主要资产质量指标(%)



来源: 中银保监、农银国际证券



图表 5: H 股 行业首选 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市净率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
农业银行	1288 HK	买入	5.41	70.13	4.45	4.13	0.58	0.53	6.57	7.26
建设银行	939 HK	买入	9.60	54.09	5.29	4.97	0.68	0.62	5.83	6.18

彭博、农银国际证券预测

图表 6: A 股 行业首选 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司	代号	评级	目标价 (人民币)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市净率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
农业银行	601288CH	买入	5.52	52.07	5.58	5.19	0.73	0.67	5.23	5.79
工商银行	601398CH	买入	8.65	48.63	6.61	6.13	0.84	0.76	4.64	4.98

彭博、农银国际证券预测



正面 中国房地产业 - 住房调控政策或有所放松；物管政策更为正面 董耀基

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	5.49	1 个月	5.71
2020E 市净率均值(x)	1.15	3 个月	(2.98)
2020E 股息率均值(%)	8.44	6 个月	18.68
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

- 2019 年首 10 月，主要上市开发商的合同销售额同比增长 34%。我们预计该数字在 2020 年将同比增长 8%。
- 物业管理行业正在转变为创新服务行业，因为上市公司社区增值服务占总收入的百分比，从 2018 年的 11.6% 增长到 2019 年上半年的 12%
- 5 月 1 日起雇主负担的基本养老保险单位缴费比例从原定的 20% 降至 16%，因此市场对社保改革的担忧有所缓解
- 相对全国布局的开发商，我们较为偏爱专注大湾区的开发商。中国奥园(3883 HK)是我们在中国开发商中的首选，因为其合同销售增长快于同业(2019 年首 10 月同比增长 35%)以及在大湾区旧城改造的能力。雅生活(3319 HK)是我们物业管理行业的首选，因为该集团在收购中民物业后，成为拥有最大的管理面积的上市物业公司



行业前景

■ 内地开发商:

房地产销售可能已经触底。 最近几个月，中国的住宅销售恢复了较快的增长。根据国家统计局的数据，19 年第 3 季度新房销售同比增长 14%，快于 19 年上半年的 8.4% 同比增长。根据对 23 家在香港上市的主要开发商数据显示，开发商的合同销售在 10 月份也显著反弹，同比增长 34%(9 月: 同比+ 30%; 8 月: 同比+ 26%; 7 月: 同比+ 16%); 2019 首 10 个月的合约销售平均亦获得 18% 同比增长。自 6 月以来，开发商的平均售价连续四个月出现同比负增长，但所提供的折扣确实刺激了强劲的需求。特别是，在紧缩的信贷环境下，房贷利率一直在上升，我们认为合同销售的改善算是非常显著的。根据 Rong360 的数据，由于大多数银行可能已经实现了全年贷款目标或达到了房地产贷款的占比上限，因此首套房房贷利率从 2019 年 6 月的 5.42% 上升 10 个基点，至 2019 年 10 月的 5.52%，扭转了 2019 年上半年下降趋势。我们预计房贷利率将在 2020 年上半年下降，因为银行在审批房贷时会较为积极，以达到 2020 年的贷款目标。总体而言，我们预计合同销售将在 2020 年同比增长 8%，而平均价格将持平。

调控政策或稍微放松。 鉴于经济增长放缓以及中美贸易争端的不确定性，政府可能放松调控政策以刺激房地产需求。我们或会看到某些城市放宽住房限购。实际上，中国政府已经在一些区域有所放松，例如最近允许香港居民购在大湾区内地城市买房，提供生活便利。在粤港澳大湾区的内地城市购买物业时，香港居民将被视为当地居民。他们亦不再需要提供居住，学习或工作时间的证明；他们也不必满足个人所得税和社会保障的支付条件。我们认为，这可能是政策放松的早期迹象。

■ 物业管理公司:

投资者关注度在提升。 中国物管公司最近在香港发行的 IPO 反应热烈，反映出投资者对该行业的兴趣与日俱增。例如以最近上市的鑫苑服务(1895 HK)和银城生活(1922 HK)为例，它们的股价在首个交易日分别上涨 42% 和 16%。另外，自 8 月以来的过去 3 个月中，整个物业管理板块的股价上涨了 35%。物管公司的现金充裕性质和收益可见性吸引了不少投资者。而这个板块在资本市场也出现了两个重要变化：**1) 龙头物管公司的市值已经变大，超过大部分基金的门槛：**碧桂园服务(6098 HK)为市值最高的香港上市物业管理公司，其市值为 725 亿港元(2018 年底仅为 310 亿港元); 雅生活(3319 HK)和绿城服务(2869 HK)的市值均超过 300 亿港元。**2) 物管板块的股票选择亦增多：**



截至 2019 年 11 月，已有 5 家物管公司成功上市。这些新上市公司无论在区域布局或是业务结构都有所不同，增加股票选择的多样性。例如南京占银城生活总物业管理费收入的 87%，而河南和湖南则占鑫苑服务总物业管理费收入的 49%。

蜕变成为创新服务业。 物业管理行业正从房地产板块辅助开发商的其中一种副业，慢慢转变成中国的创新服务业。事实上，主要上市物业管理公司的社区增值服务的收入从 2018 年的 11.6% 增长至 2019 年上半年总收入的 12.0%。除传统的物管服务外，管理公司还提供广泛的社区增值服务，例如物业维护，家政和清洁，装修，园区广告和二手住房租售，以满足居民的日常需求。我们还预期政府对服务业维持其支持政策，特别在降税费方面。例如，在 2019 年 9 月，中国宣布，从 2019 年 10 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，允许生活性服务业纳税人按照当期可抵扣进项税额加计 15% (之前为 10%)，抵减应纳税额。此外，碧桂园服务也获得了“高新技术企业”的税收优惠，自 2018 年以来享受 15% 的优惠所得税率(原为 25%)。其他物管公司未来或能享受同样较低税率。

股票推荐

■ 内地开发商:

大湾区开发商将受惠强劲的住房需求。 相对全国性布局开发商，我们更我们更为偏爱大湾区开发商。在政府的政策支持下，我们认为大湾区内经济增长将跑赢全国平均水平。在大湾区开发商中，奥园(3883 HK)是我们的首选，因其销售表现优秀，2019 年首 10 月同比增长达 31%，明显高于同业 18% 水平；此外旧改经验丰富，拥有一定规模低地价成本的旧改项目，可以拉动未来利润率。

■ 物业管理公司:

雅生活(3319 HK)因其在并购方面的良好佳绩而成为我们的首选。 自 2019 年 9 月 26 日宣布收购中民物业以来，雅生活的股价上涨了 45%。雅生活的在管面积将在交易完成后，从的 2019 年六月的 2.1 亿平方米大幅增加至约 5 亿平方米。此交易不但使雅生活成为在管面积最大的在香港上市的物管公司，而且还提升其公共物业板块的竞争优势，因公共物业项目占中民物业在管面积近 50%。

风险因素

■ 内地开发商:

1) 由于经济增长放缓，合同销售增速降低；2) 低线城市的房地产需求因棚改收紧减弱；3) 中美贸易争端中货币波动导致的外汇风险

■ 物业管理公司:

1) 物业管理公司与母公司之间的关联交易增大；2) 过于依赖母公司为获取新项目的来源；3) 过度并购可能导致利润率下降；4) 物业管理公司 IPO 数量的增加可能会降低行业估值。

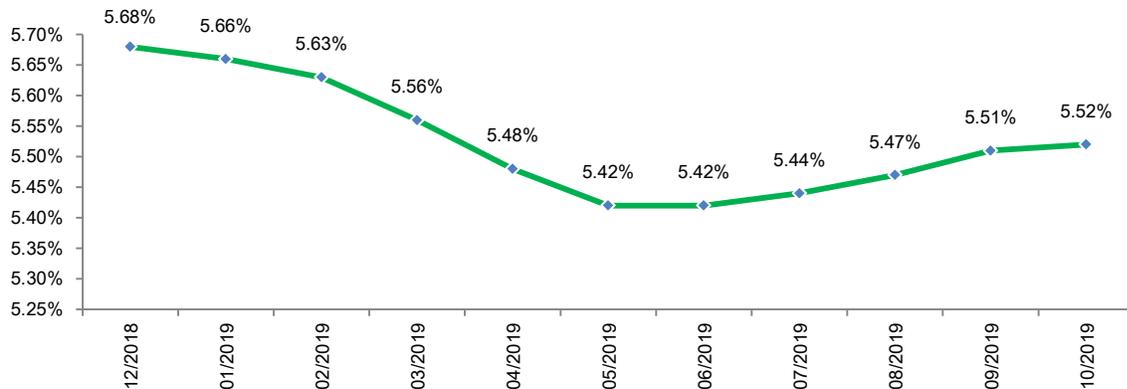
图表 1: 2019 年首 10 个月主要上市开发商合同销售表现 (按销售金额增长排)

		2019 年首 10 个月						2019 年		
		金额 人民币 10 亿	年比 %	面积 000 平米	同比 %	均价 人民币/平	同比 %	目标 人民币	目标完成率 %	
1	世茂	813 HK	197.2	45%	10,995	33%	17,939	9%	210	93.9%
2	禹洲	1628 HK	58.2	45%	3,925	50%	14,821	-4%	67	86.8%
3	绿城	3900 HK	98.6	38%	3,800	30%	25,947	6%	139	70.7%
4	中国海外	817 HK	136.0	32%	6,166	73%	22,057	-23%	150	90.7%
5	金茂	884 HK	155.8	32%	9,309	25%	16,734	5%	190	82.0%
6	旭辉	3380 HK	78.8	32%	5,801	74%	13,575	-24%	85	92.6%
7	龙光	3883 HK	88.6	31%	8,797	37%	10,074	-4%	114	77.7%
8	中国奥园	1813 HK	68.3	29%	3,949	28%	17,290	1%	85	80.3%
9	合景泰富	3383 HK	99.7	27%	7,415	22%	13,442	4%	113	88.2%
10	雅居乐	688 HK	318.4	27%	15,261	12%	20,864	13%	350	91.0%
11	首创置业	2868 HK	60.7	26%	2,450	27%	24,771	-1%	80	75.9%
12	时代	1233 HK	59.4	25%	3,992	39%	14,880	-11%	75	79.2%
13	远洋	3377 HK	101.3	23%	5,001	31%	20,247	-6%	140	72.3%
14	龙湖地产	960 HK	201.6	23%	11,917	18%	16,919	4%	220	91.6%
15	越秀	123 HK	52.5	20%	2,439	18%	21,518	1%	68	77.2%
16	融创	1918 HK	433.9	17%	29,707	23%	14,607	-5%	550	78.9%
17	富力	2777 HK	106.6	11%	9,931	35%	10,738	-18%	160	66.7%
18	恒大	3333 HK	543.5	8%	52,466	10%	10,359	-2%	600	90.6%
19	万科	2202 HK	519.0	7%	33,330	3%	15,571	4%	na	na
20	碧桂园	2007 HK	632.3	3%	70,251	8%	9,000	-4%	na	na

* 港元

来源: 公司数据, 港交所, 农银国际证券

图表 2: 中国首套房放贷利率



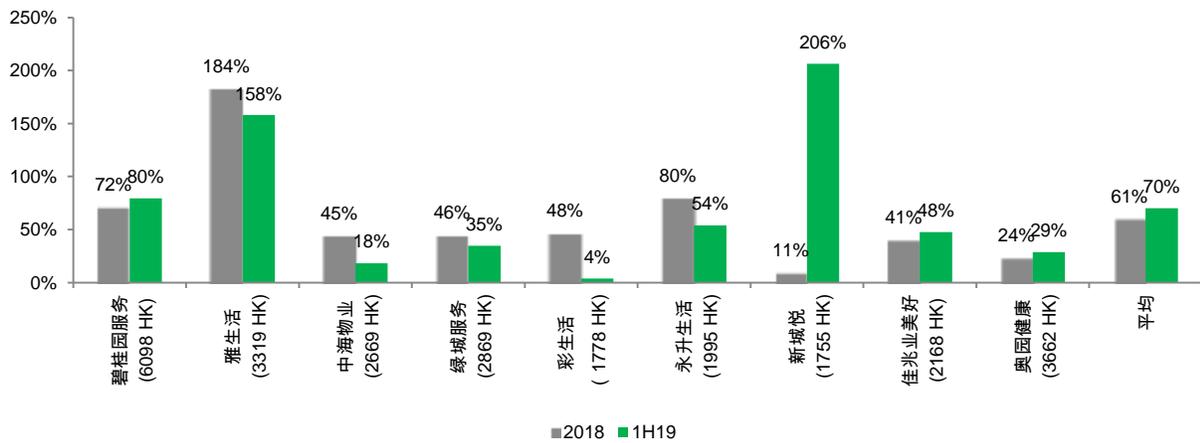
来源: Rong360, 农银国际证券

图表 3: 近期中国物管公司 IPO

上市日期	公司	股票代码	集资额 港元百万	招股价 HK\$	现价 HK\$	自上市 股价表现	第 1 天 股价表现
10 月 11 日	鑫苑服务	1895	145	2.08	1.71	-18%	42%
11 月 6 日	银城生活	1922	260	2.18	2.09	-4%	16%

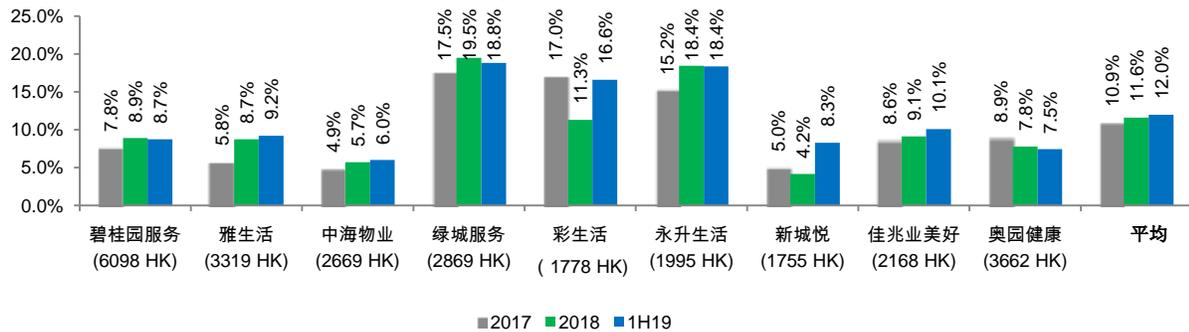
来源: 港交所, 农银国际证券

图表 4: 物业管理公司社区增值服务收入-同比增长



来源: 公司数据, 农银国际证券

图表 5: 物业管理公司社区增值服务占总收入的百分比



来源: 公司数据, 农银国际证券

图表 11: 行业首选 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市账率(x)	FY20E 市账率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
雅生活	3319	买入*	19.1	--	26.9	19.2	5.0	4.4	1.5	2.1
中国奥园	3883	买入	14.1	26%	7.7	4.8	2.0	1.5	3.9	6.2

*买入评级基于 2019 年 8 月 12 日发表的报告
彭博、农银国际证券预测



中性 中国替代能源业- 核电将进入快速发展期 吴景荃

主要数据		行业表现 (相对于恒生国 企指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2020E 市盈率均值 (x)	6.5	1 个月	(2.7)	(1.1)
2020E 市净率均值 (x)	0.7	3 个月	8.5	6.3
2020E 股息率均值 (%)	3.1	6 个月	4.9	5.7
来源: 彭博、农银国际证券预测		来源: 彭博、农银国际证券		

- 核电是中国燃煤发电的理想替代品
- 核电在全国总发电量中的占比仍然很低; 因此, 我们预计核电发电量在 2018-20 年将以 14% 的年均复合增长率增长
- 平价上网政策将有利于风电行业内的低运营成本国有企业; 新的招标准则也将有利于规模较大的运营商
- 我们对中广核电力(1816 HK, 003816 CH)持乐观态度, 因为其在核电市场的领先地位以及在广东省的占比较高。鉴于龙源电力(916 HK)是中国风电行业规模最大的运营商而且是国企背景, 因是我们风电行业的首选



核电: 中国燃煤发电的理想替代能源。核电是燃煤发电的理想替代品, 因为它具有以下特点: 1) 利用率高; 2) 生产成本低; 3) 发电中不排放温室气体。在发达国家, 2018 年核电约占总发电量的 31%; 对于法国等国家, 这一数字接近 75%。在中国, 核电的单位生产成本约为人民币 0.307 元/千瓦时, 低于燃煤发电的人民币 0.32 元/千瓦时。与其他替代能源不同, 核电的低成本意味着该行业不需要电价补贴。

核电: 总体能源结构中的占比仍然很低, 有充足的发展空间。我们认为, 中国的能源结构将继续把重心转向可再生能源(例如风能, 太阳能和核能)。核电仅占中国 2018 年总发电量的 4.2%, 远低于发达国家的平均水平(约 31%)。我们认为政府未来将建设更多核电站以推广核能。

核电: 2019 年首 10 个月全国的核电发电量仍然强劲。根据中国电力联合会(CEC)的数据, 2019 年 10 月核电发电量达到 288 亿千瓦时, 同比增长 5.4%。19 年首 10 个月, 该数字为 2826 亿千瓦时, 同比增长 19.3%。核电发电量在 2008-18 年的年均复合增长率高达 15.6%。我们预计, 由于能源结构将不断将重心转向清洁能源, 这一数字将会继续上升。

核电: 2018-20 年的装机容量和发电量的年均复合增长率将达到 14%。我们认为, 由于核电装机容量占中国总体电力的装机容量比例很低, 这个数字将会继续快速增长。根据 2014 年 6 月发布的《中国能源发展战略行动计划(2014-20 年)》(计划), 政府的目标是到 2020 年实现核电装机容量达到 58 吉瓦, 较 2018 年的 45 吉瓦增长 30%或 2 年年均复合增长率达到 14%。在装机容量增长的推动下, 核电发电量将继续扩大。再加上高利用小时(通常为 7,000 小时; 远远高于火力发电的 5,000 小时, 风能的 2,000 小时和太阳能的 1,500 小时)以及优先分配上网的情况, 我们认为核电发电量将在 2018-2020 年录得 14% 的年均复合增长率。

风电: 平价上网政策将有利于低成本国有企业的发展。正如我们的预期, 中国将取消向风能和太阳能运营商的电价补贴。国家发改委于 2019 年 5 月宣布, 政府将不再补贴 2018 年底之前批准但在 2020 年底仍未完成的投运陆上风能和太阳能发电设施, 在 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底之间批准但在 2021 年年底仍未完成的投运发电设施。从 2021 年 1 月 1 日开始, 将不再为新批准的陆上风电设施提供补贴。我们认为, 平价上网政策将促使风电运营商提高竞争力。

风电: 新的招标要求有利于规模较大的运营商。国家能源局(NEA)在 2019 年 5 月 28 日宣布, 中国将来只会选择合格的风电运营商进行项目招标。申请人的选择要求包括: 1) 企业能力; 2) 设备先进性; 3) 技术方案; 4) 已开展前期工作; 5) 接入消纳条件; 6) 申报电价。我们认为, 新政策的出台对风力发电行业中经验丰富的大型企业较为有利; 因此, 我们建议投资者留意规模较大的国有企业。



风电：2019 年首 10 个月的全国发电量仍然可观。根据中国电力联合会的数据，2019 年 10 月中国的风力发电量为 335 亿千瓦时，同比上升 16.9%。2019 年首 10 个月，风电发电量为 3250 亿千瓦时，同比增长 9.7%。2008-2018 年，风电发电量以 39.5%的年均复合增长率增长。上升趋势有望延续。

风电：2018-2020 年装机容量将以 12%的年均复合增长率增长。根据国家发改委 2016 年 12 月发布的“可再生能源十三五计划”，中国政府的目标是到 2020 年底实现不低于 210 吉瓦的风电装机容量，相较 2018 年底的 184 吉瓦的水平，增长 14%或者 2018-2020 年期间的年均复合增长率为 7%。我们认为，这个数字应该是最底的目标，并且很可能在 2020 年底之前实现。鉴于国家发改委将取消 2020 年以后建成的发电设施的电价补贴，我们相信运营商将加快建设步伐，全国风电装机容量将在 2019 年和 2020 年实现较快增长。我们估计，到 2020 年底，中国的风电装机容量将达到 231 吉瓦(2018-2020 年年均复合增长率为 12%)。

风电：2018-2020 年的发电量将以 8%的年均复合增长率增长。我们认为，到 2020 年底，中国的风电发电量将为 4290 亿千瓦时，相当于 2018-2020 年以 8%的年均复合增长率增长，主要因为 1)中美贸易纠纷有可能阻碍 2019-2020 年的工业活动并拖累整体电力需求。 2)中国经济结构正在从高耗能的第二产业转型为低耗能的第三产业。经济结构的这种变化将减缓电力需求的增长。

长线展望

核电：不需要电力补贴的低成本使核电成为中国燃煤发电的理想替代品。我们认为，未来十年核电的发展(无论是装机容量还是发电量)将保持强劲增长。

风电：平价上网政策将减少风电运营商的数量，因为竞争力较低的运营商将被淘汰。我们认为，风电行业的快速增长期将很快结束。该行业现在正进入稳定阶段，其特征是增长速度和生产成本都将降低。低运营成本国有企业将逐步占领市场。

短线展望

核电运营商：公众对运营安全问题的关注将是主要风险。核辐射事件将导致公众恐慌并影响发展速度。

风电运营商：我们认为高应收账款将是主要风险。鉴于地方政府的高负债率，对风电运营商电价补贴的返款可能会延迟并影响现金流。

股份推荐

■ 核电运营商：

中广核电力 (1816 HK) 是我们的首选。未来十年，中国核电行业将快速成长，而作为以装机容量计算的市场领导者(2018 年约占全国核电总装机容量的 60%)，将会受益很多。此外，中广核现有运营装机容量的约 65%位于广东省，广东省是中国经济最活跃的地区之一。设施的位于优质地区可以保证更高的使用小时数和更好的现金流。

■ 风电运营商：

龙源电力(916 HK)是我们的首选。我们认为公司将在即将到来的平价上网时代跑赢其他同业，原因是 1)公司的整体电价较同业为高(2018 年：人民币 0.482 元/千瓦时，而华能新能源(958 HK)和大唐可再生能源(1798 HK)为人民币 0.462 元/千瓦时)； 2)同业中的最低净负债比率； 3)同业中较高的利用小时数。

风险因素

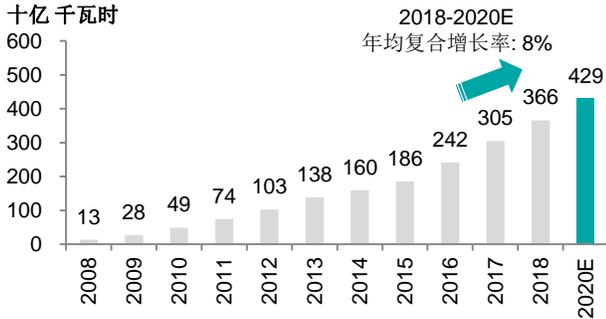
■ 核电运营商：

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

■ 风电运营商：

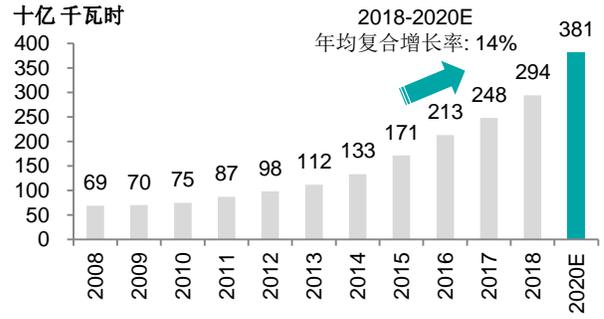
1)弃风限电风险； 2)风资源风险； 3)电价风险； 4)施工风险； 5)筹集资金风险； 6)政府去杠杆化政策可能会限制行业增长

图表 1: 中国风电发电量展望



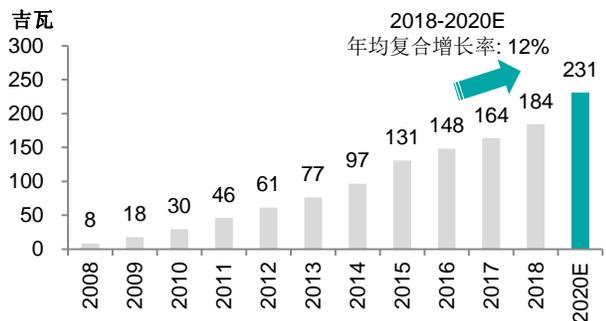
来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 2: 中国核电发电量展望



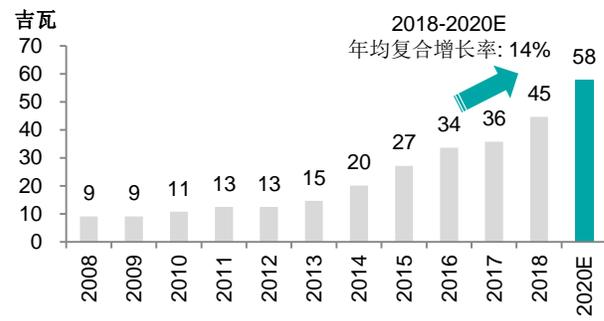
来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 3: 中国风电装机容量展望



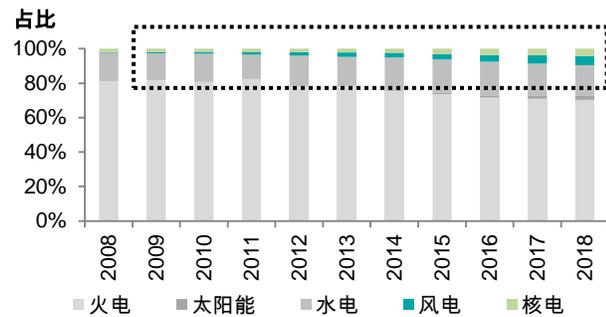
来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 4: 中国核电装机容量展望: 未来几年将快速增长



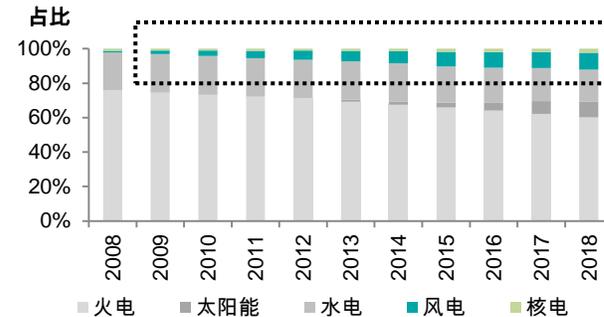
来源: 能源局预测、中电联、农银国际证券

图表 5: 中国风电和核电的贡献将增加(按发电量)



来源: 能源局、中电联、农银国际证券

图表 6: 中国风电和核电的贡献不断上升(按装机容量计算)



来源: 能源局、中电联、农银国际证券

图表 7: 行业估值及首选股评估(截至 2019 年 11 月 29 日的数据)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市净率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中广核电力 - H 股	1816	买入	2.45	25.0	9.3	8.5	1.0	0.9	3.8	4.1
龙源电力 - H 股	916	买入	5.30	25.0	6.8	6.4	0.6	0.6	2.9	3.1

来源: 彭博、农银国际证券预测



正面 中国环保业 – 焚烧运营商业务将进一步扩大 吴景荃

主要数据		行业表现 (相对于恒生国 企指数)		
		绝对值 (%)	相对值 (%)	
2020E 市盈率均值 (x)	6.2	1 个月 (1.4)	0.3	1 年行业表现 (%)
2020E 市净率均值 (x)	1.0	3 个月 (1.7)	(3.8)	
2020E 股息率均值 (%)	4.9	6 个月 (8.9)	(8.1)	
来源: 彭博、农银国际证券预测		来源: 彭博、农银国际证券		
<ul style="list-style-type: none"> 人均产生的固体废物量将随着线上线下活动的增加而保持上升趋势; 预计 2017-20 年年均复合增长率为 0.5% 垃圾焚烧在城市地区的平均渗透率仍然很低, 2017-20 年的垃圾焚化量可望以 19% 的年均复合增长率增长 由于目前的渗透率已达到 94%, 2017-20 年全国污水处理量将以 5% 的年均复合增长率增长 污水处理运营商的未来发展将通过收购合并 由于光大国际(257 HK)在快速成长的行业中处于领先地位, 因此是我们在垃圾焚烧行业的首选。 				

来源: 彭博、农银国际证券

垃圾焚烧: 人均产生的固体废物量将在 O2O 活动的增加上保持上升趋势; 预计 2017-2020 年年均复合增长率为 0.5%。 2003-2013 年, 中国的人均固体废物产生量从 1.44 千克/天下降到 1.11 千克/天, 在此期间的年均复合增长率为 -2.6%。但到 2016 年底, 这一数字反弹至 1.20 千克/天, 相当于此期间的年均复合增长率为 1.9%。我们认为, 人均固体废物产生量的增加与全国范围内线上线下(O2O)活动的增加有关。根据艾瑞咨询的数据, 中国的 O2O 销售额从 2013 年的 1.9 兆人民币增长到 2017 年的 6.3 兆人民币, 表明 2013-2017 的年均复合年增长率为 35%。我们认为 O2O 购物将增加包装材料的使用, 因此刺激城市人均产生的固体废物量。我们预计 2017-2020 年人均产生的固体废物量将以 0.5% 的年均复合增长率增长。

内陆省份的平均渗透率较低, 仅为 28%, 这表明其增长空间相当大。 根据住房和城乡建设部的数据, 中国的垃圾焚烧处理率很低, 尤其是内陆省份。2017 年, 江苏省 70% 的生活垃圾通过焚烧处理; 与此同时浙江, 安徽, 福建, 山东, 云南和海南的六个省的焚烧率在 50%-70% 之间, 而内陆 14 个省的焚烧率低于 30%。沿海省份的焚化设施平均渗透率高于内陆省份(49%比 28%), 这表明内陆省份增长空间相当大。

2017-2020 年展望: 城市地区的垃圾焚化量将以 19% 的年均复合增长率增长。 我们认为, 随着城市化进程的加快, 人均固体废物产生量的增加以及政府在城市地区提升焚化使用率的决心, 将在未来几年推动固体废物的焚烧量。我们估计, 到 2020 年末, 城市化将达到 60%, 这意味着将有新增 5700 万人居住在城市地区。由于中国 O2O 活动活跃, 2017-20 年人均产生的固体废物量将以 0.5% 的年均复合增长率增长。政府的目标是到 2020 年底在城市地区提升垃圾焚化使用率到 50%。我们预计城市地区通过焚化处理的废物将从 2017 年的 9300 万吨跃升至 2020 年的 1.59 亿吨, 这意味着增长 70% 或 3 年年均复合增长率为 19%。

污水: 2017 年底中国城市污水处理率已达到 94%, 到 2020 年底将达到 95%。 根据住房和城乡建设部的数据, 截至 2017 年底, 城市地区的污水处理率达到 94%, 接近中国设定的 2020 年底达到 95% 的目标。按照目前城市地区的发展趋势, 2020 年末很可能会达到这一目标。

在 2017-2020 年, 城市人均污水产生量的年均复合增长率将达到 0.7%。 我们认为生活水平的提高将增加人均产生的污水量。根据住房和城乡建设部的数据, 中国城市地区的人均污水产生量从 2007 年的 85 立方米 / 人 / 年增加到 2017 年的 91 立方米 / 人 / 年, 在此期间增长了 7% (或 0.7% 年均复合增长率)。我们认为, 随着卫生水平的提高, 这种上升趋势将持续下去: 我们预计, 2017-2020 年人均产生的污水量将以 0.7% 的年均复合增长率增长。

2017-2020 年城市污水处理量的年均复合增长率将为 5%。我们认为：1)日益城市化意味着更多的居民将居住在城市地区，从而增加了对污水处理服务的需求；2)生活水平的提高将增加人均产生的污水量。当前污水处理设施的渗透率超过 90%，表明未来的增长将主要来自城市的新移民(2017-2020 年年均复合增长率为 4%)和城市人均污水产生量(2017-2020 年年均复合增长率为 0.7%)。因此，我们预计 2017-2020 年中国的污水处理量将以 5%的年均复合增长率增长。

94%的高渗透率表明污水处理运营商将通过收购作进一步发展。根据住房和城乡建设部的数据，中国的城市污水处理率很高。2017 年，全国平均处理率达到 94%；只有一个省(青海)的污水处理率低于 80%。在中国，有 19 个省的处理率达到 80%-95%，有 11 个省的处理率超过了 95%。与垃圾焚化不同，沿海和内陆省份的污水处理设施渗透率很高(分别为 94%和 93%)。我们认为，高渗透率将意味着污水处理运营商将通过收购或进入较少开发的农村市场来扩大市场。

大型且高利润率的公司是首选。城市地区污水处理的高渗透率意味着新的增长动力将来自农村或内陆地区。然而，随着城市化和生活水平的提高，沿海和发达城市地区的人口将继续增加。对污水处理的需求将会增加，因此支持了消费者承担的污水处理费的提高。大型企业，特别是那些在富裕地区(例如一线城市)设有污水处理设施的企业，将具有较高的盈利能力，部分原因是较容易在较富裕地区提高污水处理费。

长线展望

垃圾焚烧：中国目前的低渗透率(2017 年全国为 34%)将为该行业提供充足的增长空间，因为政府的长远目标是达到 50%的垃圾焚化比率。内陆省的低渗透率更能给运营商带来商机。

污水处理：城市地区的污水处理渗透率很高(2017 年为 94%)。由于未开发的项目较少，因此运营商会选择通过收购扩大业务规模。我们认为，大型且有高利润率的运营商将以其优质的资产主导市场，这也将为其提供收购优势。

短线展望

在较低的渗透率背景下，垃圾焚烧运营商将在 2019/20 财年录得稳定的两位数盈利增长。由于中国现在的借贷成本相对高昂，因此需要较好的资本支出规划。至于污水处理运营商，我们相信他们将更会更多地关注于 BOT(建造，运营，转让)项目，以获取更大的现金流量。由于 PPP(公私合营)运营模式在国内放缓，EPC(工程，采购和建筑)项目的大幅增长将不太可能。

风险因素

■ 垃圾焚烧运营商：

1)产能增长慢于预期；2)违约风险；3)政策风险；4)维修费用大增；5)公众对焚化炉建设的抵制。

■ 污水处理运营商：

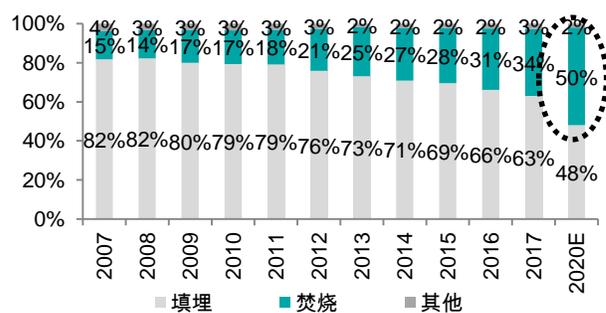
1)产能增长慢于预期；2)违约风险；3)政策风险；4)高净负债比率；5)负现金流量。

图表 1：线上线下活动的增加将增加人均产生的固体废物量



来源：住房和城乡建设部、农银国际证券预测

图表 2：中国将持续增加生活垃圾的焚化比例



来源：发改委预测、农银国际证券



图表 3: 2017-20 年城市地区焚化的垃圾量将有强劲增长



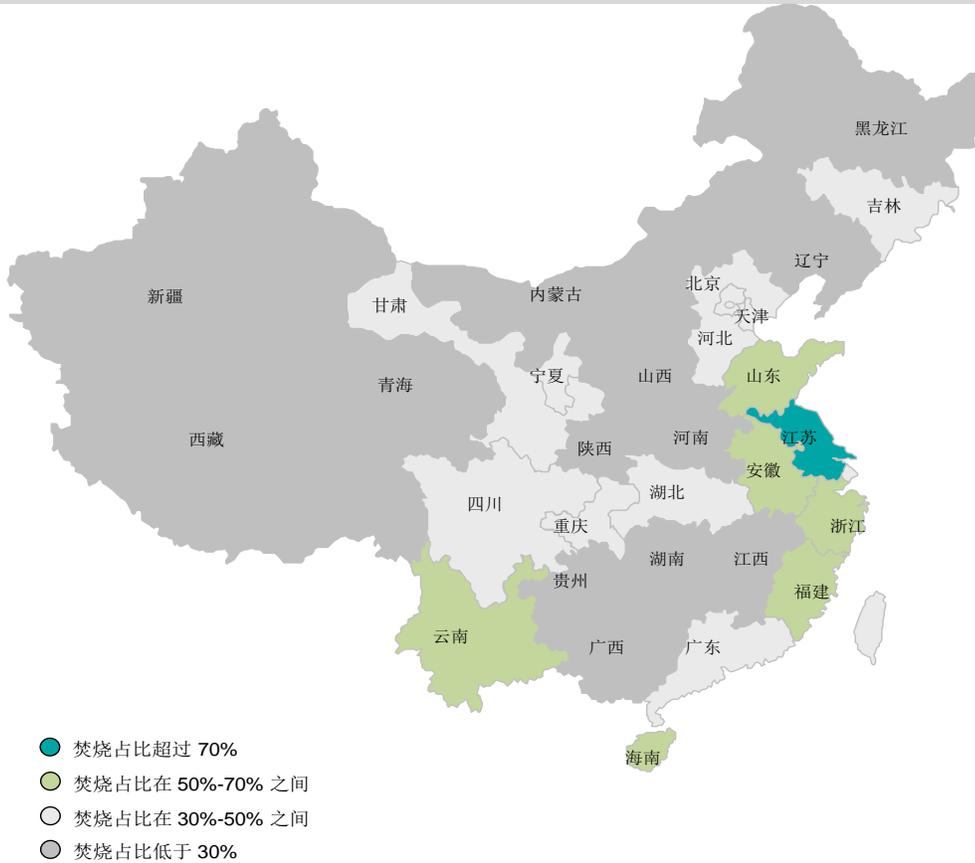
来源: 住房和城乡建设部、发改委、农银国际证券预测

图表 4: 2017-20 年全国污水处理量将以 5% 的年均复合率增长



来源: 住房和城乡建设部、发改委、农银国际证券预测

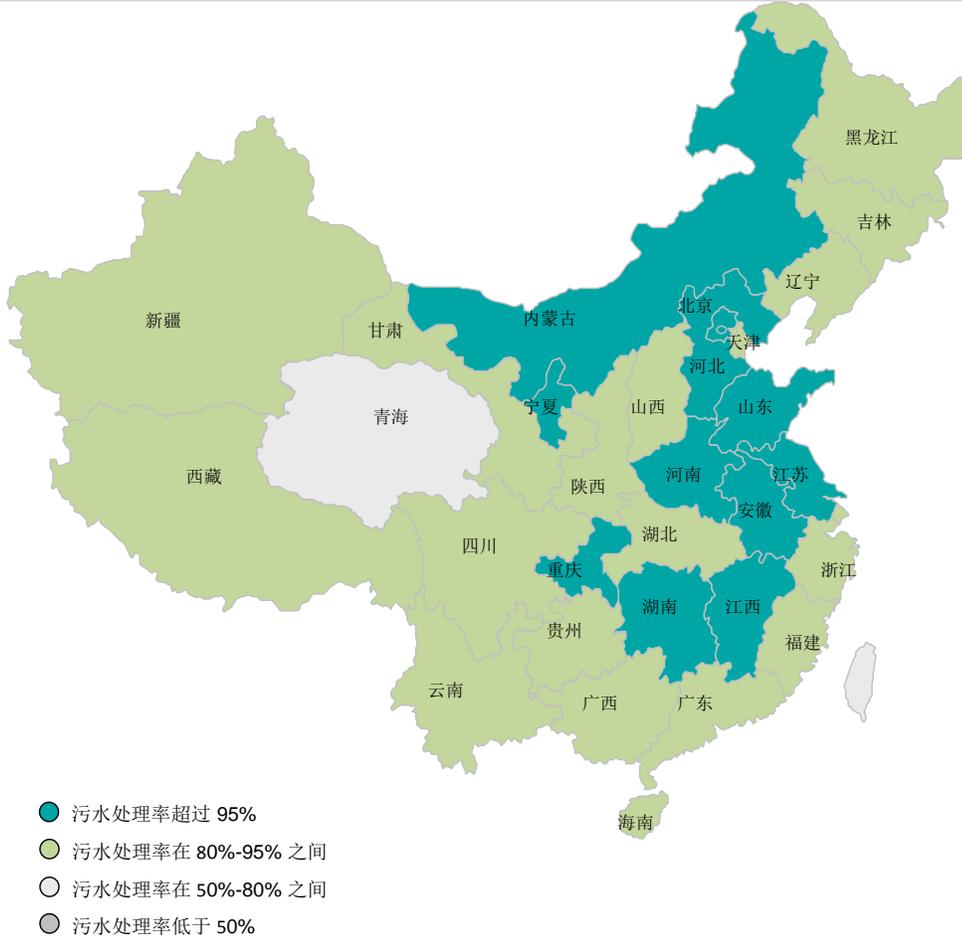
图表 5: 中国的焚化普及率仍然较低(2017 年数据)



来源: 住房和城乡建设部、农银国际证券



图表 6: 中国废水处理的渗透率较高(2017 年数据)



来源: 住房和城乡建设部、农银国际证券

图表 7: 行业估值及首选股评估(截至 2019 年 11 月 29 日的数据)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市净率 (x)	FY20E 市净率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
光大国际	257	买入	7.50	26.7	7.1	6.2	1.0	0.8	4.2	4.9

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国证劵行业 - 基本面稳健，估值合理 周秀成

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2020年市盈率均值(x)	8.7	1个月	0.2
2020年市净率均值(x)	0.6	3个月	1.5
2020年股息率均值(%)	4.2	6个月	(7.6)
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

- 证券行业经营环境可能会继续改善
- 我们认为市场基本面总体健康，而政策环境则机会与挑战并存
- 我们较喜欢**中信建投-H(6066 HK)**及**申万宏源-H(6806 HK)**



经营环境改善。根据中国证券业协会的数据，2019年首9个月行业收入和净利润分别同比增长38%和88%。行业净资产回报率从2018年的3.6%升至2019年首9个月的6.4%(年度化)。这些数据反映行业经营环境持续改善。总体而言，A股日均成交量已从2018年首9个月的3,930亿人民币大幅增至2019年首9个月的5,620亿人民币，使行业的佣金收入增加。此外，上证指数在2019年首9个月上升了17.6%，而在2018年首9个月则下跌了14.7%，这增加了行业的投资收入。另一方面，融资融券余额从2018年底的约0.76万亿人民币增加至2019年9月的0.96万亿人民币。我们认为短期内市场气氛可能继续改善。

市场基本面总体健康。我们认为目前的状况总体健康。例如，目前A股市场总市值/M1比率为0.7倍，与历史平均值0.8倍一致，亦远低于2015年牛市期间1.3倍的峰值水平。此外，两融余额目前占A股市值总额的2.4%，远低于2015年5%的峰值水平，表明A股市场的杠杆水平十分健康。

政策环境 - 机会与挑战。我们认为政府政策反映行业机会与挑战并存。最近推出的科创板反映政府对新经济领域的支持，并将在未来几年为行业的投资银行业务带来机会。另一方面，外资券商在2020年12月起可独资经营，或导致未来几年竞争加剧。

估值吸引。目前主要的H股上市证券公司的平均估值为0.8倍2019年预期市净率，仍远低于2015年上一次牛市期间的水平(超过2倍)和1.2倍的历史平均水平。我们认为行业估值吸引。

对行业改革的承诺。尽管近期行业周期性低迷，我们仍然认为政府仍致力于进行行业改革。总体而言，政府将通过发展多元化、多层次的资本市场来增加直接融资对经济的贡献。它还旨在促进产品创新，如高收益债券、混合融资等。我们认为，这些发展将有利于投资银行业务。总体而言，直接融资仅占2019年首9个月经济总融资的14%，大大低于美国的水平(2015年为50%)，这意味着增长空间充足。

行业前景。总体而言，我们预计2020年A股日均成交量将同比上升约15%至6,130亿人民币。我们还预计两融余额将在2020年上升至约15%。



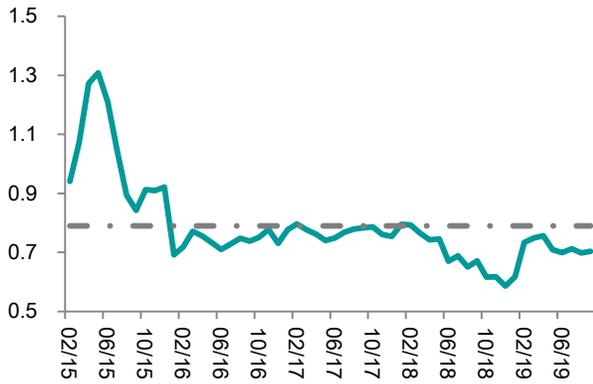
股票推荐

在各券商股中，我们较喜欢中信建投-H 和申万宏源-H，因为它们近年来在整个市场周期中表现出强劲的净资产收益率。

风险因素

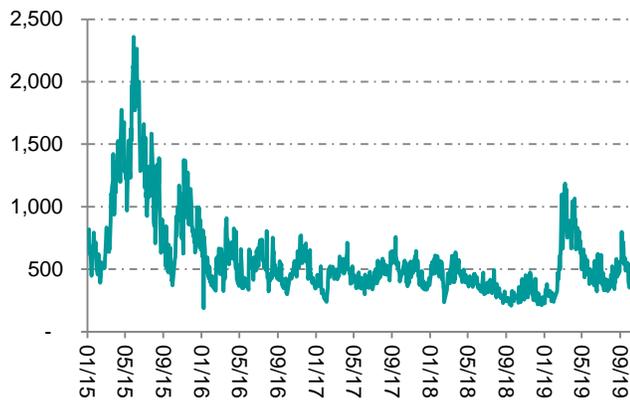
1)金融资产的市場風險；(2)与債券投資和貸款業務相關的信用風險；(3)市場成交量波動；(4)對證券公司的不當行為或員工瀆職行為的處罰；(5)直接融資的監管變化；(6)金融部門去槓桿化帶來的溢出效應；(7)放寬外資所有權後加劇競爭；(8)直接融資業務中銀行與證券公司之間的競爭。

图表 1: A 股市场总市值 / M1 比率



来源：彭博、农银国际证券

图表 3: A 股日均成交量 (10 亿人民币)



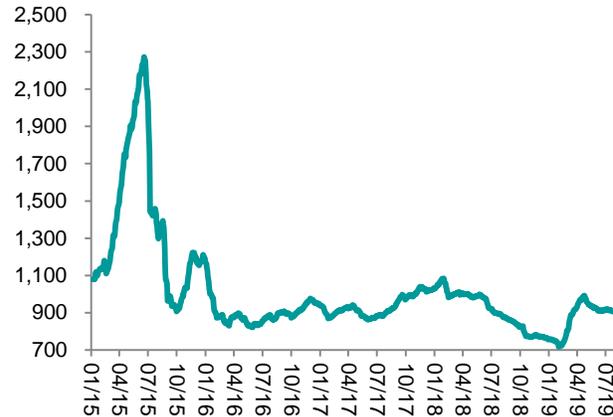
来源：彭博、农银国际证券

图表 2: 两融余额/A 股市值比率



来源：彭博、农银国际证券

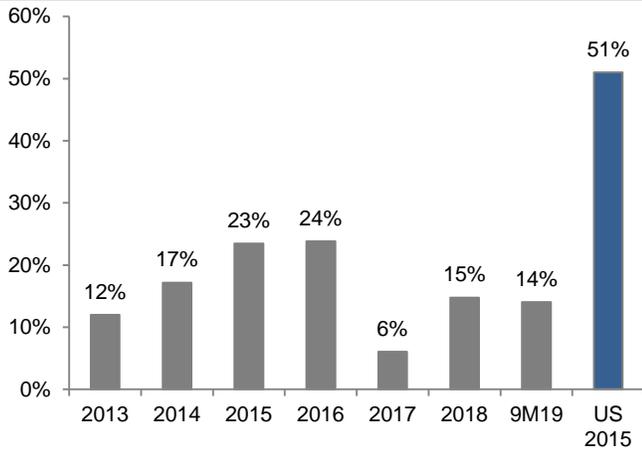
图表 4: 两融余额(10 亿人民币)



来源：彭博、农银国际证券

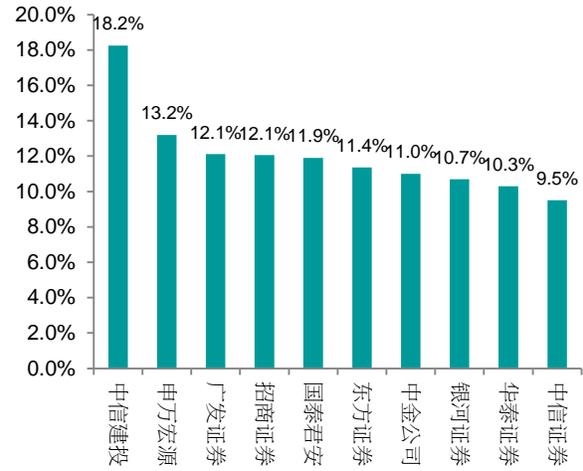


图表 5: 中国直接融资/社会总融资比率



来源: 人行、农银国际证券

图表 6: 净资产收益率 (2014-18 平均值)



来源: 公司、农银国际证券

图表 7: 行业首选 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市账率 (x)	FY20E 市账率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中信建投证券-H	6066 HK	买入	7.0	30.1	8.3	7.3	0.8	0.8	3.7	3.7
申万宏源-H	6806 HK	买入	3.0	40.8	7.3	6.0	0.6	0.6	3.4	4.1

来源: 彭博、农银国际证券预测

中性
中国互联网媒体与消费商业—分歧趋势
周秀成

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2020年市盈率均值(x)	1个月	7.9	10.6
2020年市净率均值(x)	3个月	16.8	13.5
2020年股息率均值(%)	6个月	27.4	29.3

来源:彭博、农银国际证券预测



- 我们看到细分市场之间存在分歧趋势，例如在线广告竞争加剧，而在线游戏则趋于稳定
- 尽管宏观环境转弱，近几个月在线销售增长依然强劲。
- 我们认为**腾讯(700 HK)**短期内缺乏积极的催化剂

来源:彭博、农银国际证券

竞争用户时间。根据极光数据，每个移动用户在 2019 年第 3 季平均安装 58 个移动应用，比 2017 年第 3 季度的 34 个大幅上升。另一方面，最近几个季度，每位移动用户在移动应用上花费的平均时间基本保持稳定在 4.5-5.0 小时之间。我们认为这意味着移动应用竞争用户时间已经加剧。此外，用户在移动应用上的时间可能变得更加分散，令到互联网平台更难维持用户粘性。

短视频的兴起影响了其他形式在线娱乐。根据 QuestMobile 数据，移动用户花在短视频上的时间占比从 2017 年 6 月的 2.0%增加到 2019 年 9 月的 13.3%。在我们看来，这会无可避免地减少用户花在其他在线娱乐上的时间，例如即时消息，长视频和在线游戏等。

在线游戏趋于稳定。根据 QuestMobile 数据，移动用户花在在线游戏的时间占比从 2017 年 9 月的 9.3%下降到 2019 年 9 月的 7.9%。在监管方面，我们发现近几个月来有更多新游戏获得了监管机构的批准，这对游戏开发商来说是个好兆头。但是，负面因素仍持续存在，其中包括政府最近采取的进一步限制青少年玩耍时间的措施，以及与包括短视频内的其他在线娱乐形式的竞争日益加剧。

在线广告 - 竞争加剧。腾讯的在线广告收入同比增长从 2018 年第 4 季度的 38%放缓至 2019 年第 3 季度的 13%。我们认为，这反映在线广告业务正面临来自抖音的竞争加剧，因为抖音在最近几个季度大力发展其在线广告业务。此外，在线广告市场也受到经济环境疲软的打击。根据 QuestMobile 的数据，在线广告市场的增长已从 2018 年第 4 季度的 29.8%降至 2019 年第 3 季度的 12.9%。

网上购物 - 依然强劲。虽然宏观环境较弱，但中国实物商品的网上销售在 2019 年首 10 个月仍同比增长 19.8%，占同期零售总额的 19.5%。如按月计算，实物商品在线销售在近月大致平稳。

股票推荐

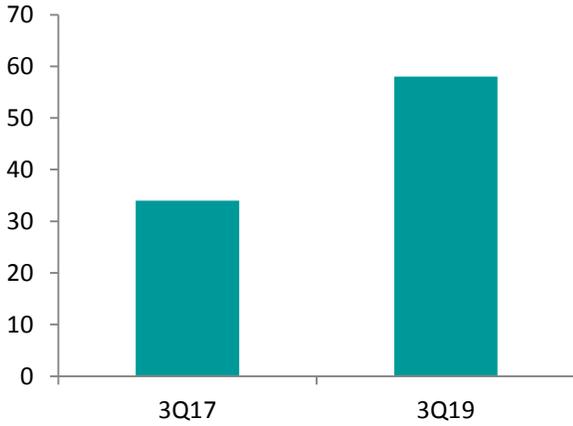
对于**腾讯 (700 HK)**，我们仍然认为该股在短期内缺乏积极的催化剂，因为该公司在其主要业务，包括在线游戏，在线广告和金融科技的成长都在放缓。

风险因素

- 1) 互联网金融/手机游戏/网上支付的监管加强;
- 2) 面书(FB US)和谷歌(GOOG/GOOG US)等主要外国竞争对手进入中国市场;
- 3) 电子商务和互联网金融业务放缓;
- 4) 手机游戏的生命周期。

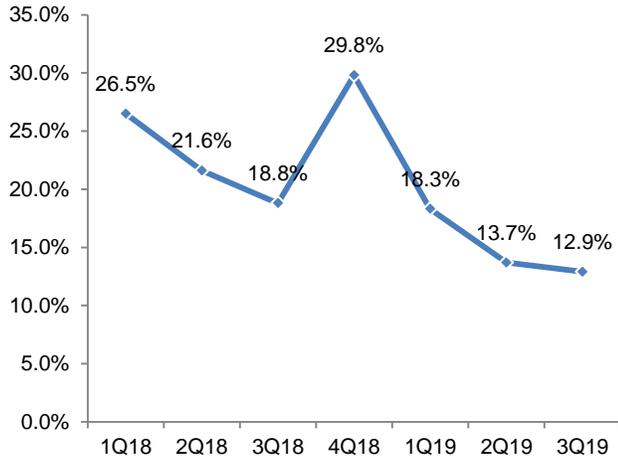


图表 1: 移动用户平均安装移动应用数量



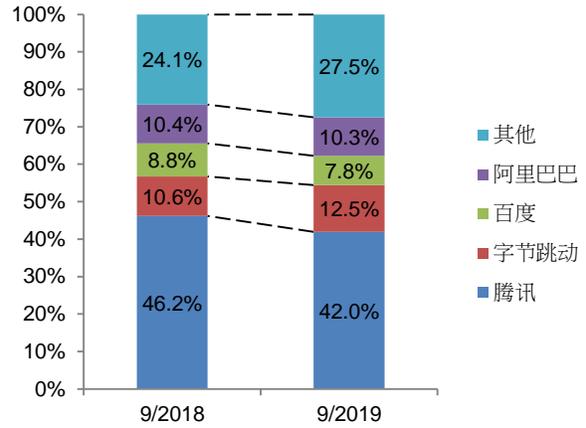
来源: 极光、农银国际证券

图表 3: 在线广告市场同比增长



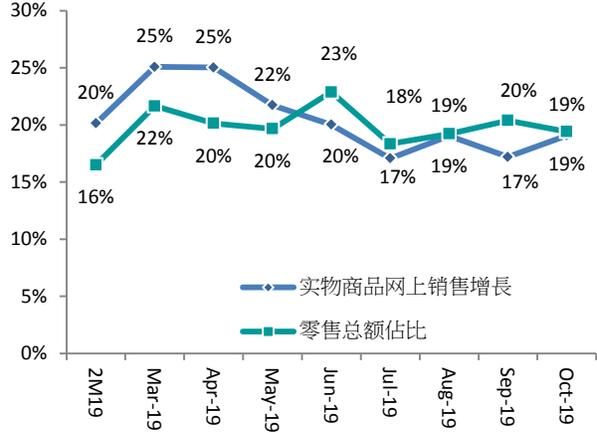
来源: QuesetMobile、农银国际证券

图表 2: 主要在线平台用户时间占比



来源: QuesetMobile、农银国际证券

图表 4: 实物商品在线销售



来源: 统计局、农银国际证券

正面 中国消费品业 – 短期内仍充满挑战 潘泓兴

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	14.9	1 个月 (2.5)	(0.4)
2020E 市净率均值(x)	2.8	3 个月 4.1	1.7
2020E 股息率均值(%)	2.9	6 个月 6.8	8.8

来源:彭博、农银国际证券预测

来源:彭博、农银国际证券

- 零售销售增长放缓反映经济基本面疲弱以及高通胀率开始对消费市场产生负面作用
- CPI 通胀率上涨主要受到猪肉价格上涨的影响
- 经济基本面疲弱，未能对消费增长带来正面的推动作用；国内经济增速放缓，对外贸易环境变得更具挑战性
- 我们认为消费品行业的消费龙头仍具有吸引力，包括**万州国际(288 HK)**、**安踏(2020 HK)**、**蒙牛(2319 HK)**、**伊利(600887 CH)**



零售销售 10 月份名义同比增长率为 7.2%。在 10 月份，零售销售的同比实际增长率(扣除价格因素)为 4.9%。网上零售销售在 10 月的累计同比增长率下跌至 16.4%，低于上年同期的 25.5%。我们认为，零售销售乃至消费行业的增长疲弱主要由于宏观经济增长放缓以及持续上涨的通胀率。我们认为以上两个因素将会在未来持续影响消费行业。

通胀压力传导至消费行业。根据国家统计局，CPI 在 10 月份录得 3.8% 的同比增长。猪肉价格的上涨是 CPI 上涨的主要原因。根据农业农村部；尽管过去几周猪肉价格有稍为回落的迹象，11 月的猪肉平均批发价格同比上涨 133.5%，比 10 月 114.4% 的同比增速要快。猪肉价格的上涨也带动了其他的肉类产品价格上涨，例如鸡肉。我们认为，由于重新提升生猪存栏量需要的较长的时间，而针对非洲猪瘟仍未有有效预防措施，因此生猪存栏将会继续面临较大的下行压力，并将使猪肉价格增速保持较高的水平。通胀水平持续保持在较高的水平，将会压制人们的消费欲望以及购买能力。通胀率保持在较高的水平也将会限制政府实施刺激性政策的空间。

经济基本面疲弱继续削弱消费行业的增长动力。2019 年 3 季度 GDP 的同比增长率仅为 6%，延续前一季度的跌势。其他经济数据也显示经济基本面渐趋疲弱。我们认为，国内的经济目前并没有明显的反弹迹象，而对外贸易形势也不容乐观，因此消费也会随着经济的疲弱而缺乏增长动力。我们认为，这样的情况假如持续，将会导致国内的零售销售增长逐渐下滑。

长线展望

我们认为，消费行业将会长期持续受益于中国庞大的人口基础，但是年龄构成的改变将会改变消费的趋势，而出生率下降将会对整个消费行业的增长造成长远的影响。

短线展望

短期内的挑战包括持续上涨的通胀以及宏观经济增长持续受压。我们预期国内的生猪存栏将不会在短期内有较大幅度的恢复，因此 2020 年内通胀仍面临较大的上涨压力。

股票推荐

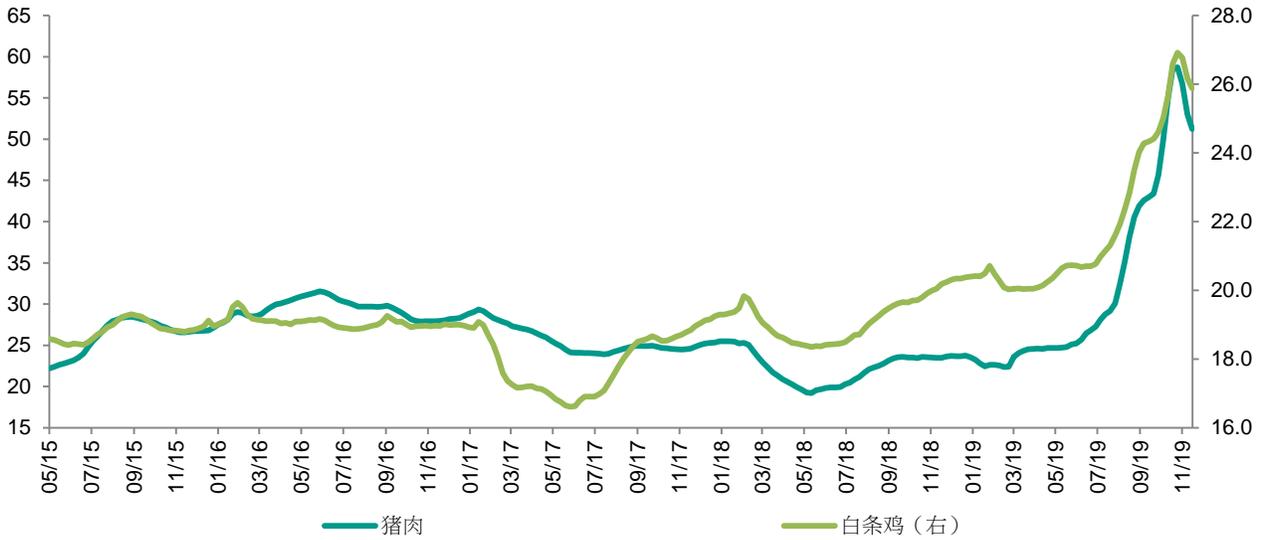
我们认为，消费品行业龙头将会在未来充满挑战的市场环境中继续具有一定的竞争优势。我们的首选包括**万洲国际(288 HK)**、**安踏(2020 HK)**、**蒙牛(2319 HK)**、**伊利(600887 CH)**。



风险因素

1)宏观经济风险、2)政策风险、3)产品质量风险 4)大宗商品价格风险

图表 1: 每周猪肉(人民币元/公斤)以及白条鸡(人民币元)的平均批发价格



来源: 农业农村部、农银国际证券

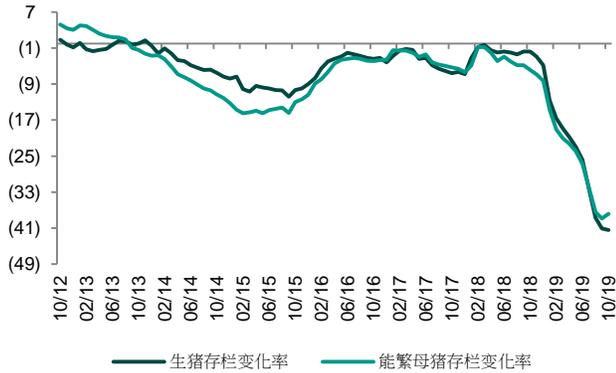
图表 2: 每周白条鸡及商品代肉雏鸡的平均批发价格(人民币元)



来源: 农业农村部、农银国际证券



图表 3:生猪与能繁母猪存栏量(同比%)



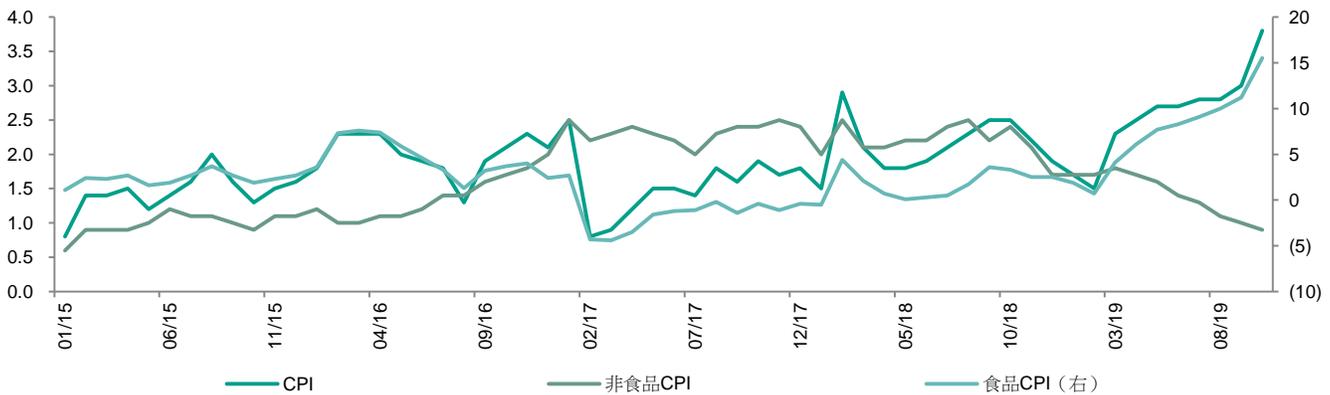
来源: 农业农村部、农银国际证券

图表 4: 全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量(同比%)



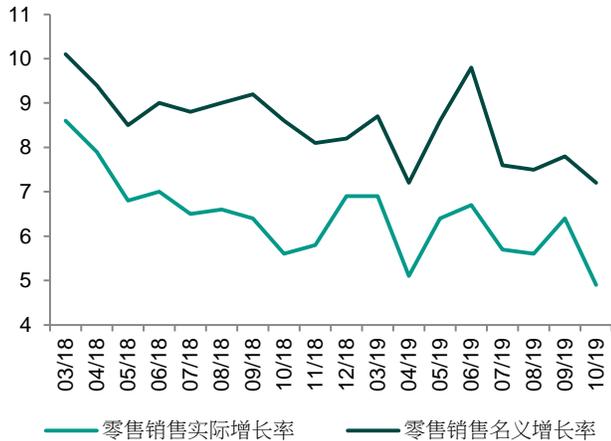
来源: 农业农村部、农银国际证券

图表 5: CPI(同比%)



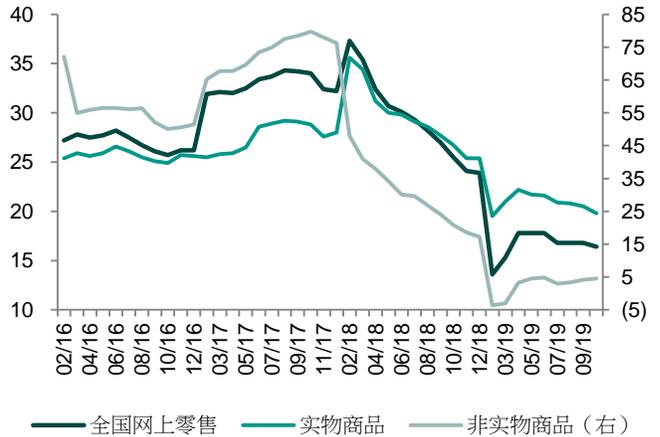
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 6: 零售销售增长率(同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

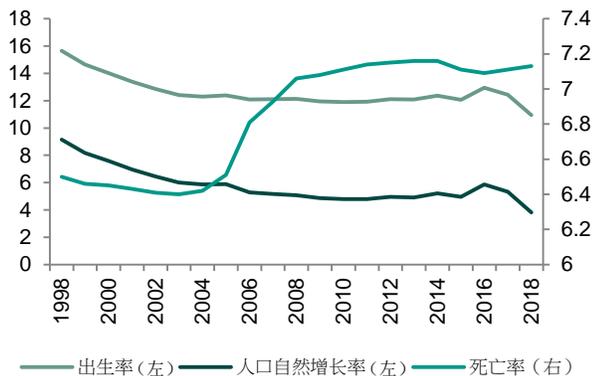
图表 7: 网上零售销售增长率(累计同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

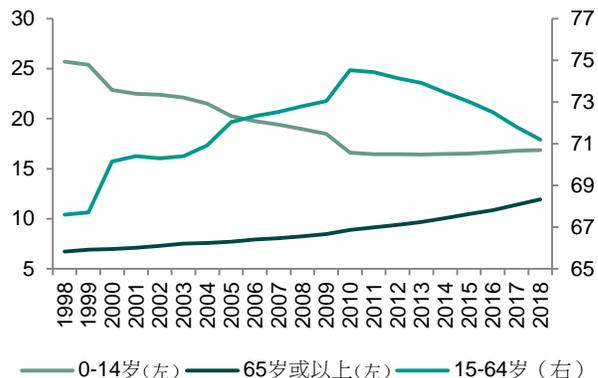


图表 8:人口出生率与增长率(‰)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 9:人口年龄分布(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

行业首选 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市账率 (x)	FY20E 市账率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
万洲国际	288 HK	买入	8.8	9.45	17.32	13.51	1.93	1.72	2.12	2.75
安踏	2020 HK	买入	74.9	1.77	33.14	21.49	9.57	7.62	1.29	1.95
蒙牛	2319 HK	买入	34.6	15.53	33.41	25.47	4.43	3.97	0.84	1.16
伊利	600887 CH	买入	人民币 34.9	19.97	31.16	29.58	7.26	6.20	2.06	3.96

来源: 彭博、农银国际证券预测

中性 中国教育业- 行业仍受政策条件影响 潘泓兴

主要数据	行业表现(相对于恒生指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	11.3	1 个月 (5.3)	(3.2)
2020E 市净率均值(x)	2.1	3 个月 1.8	(0.7)
2020E 股息率均值(%)	2.9	6 个月 11.0	13.1
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

- 国家最近推出了多项关于推动职业教育行业发展的政策；教育行业仍面临民促法送审稿所带来的政策不确定性
- 教育行业上市企业的业绩表现开始出现分化
- 教育行业仍具有一定能够的吸引力，主要由于其增长较为稳定；高等教育板块相比其他教育板块更具有吸引力，主要由于其所面临的政策不确定风险较小而且是最近公布的推动职业教育行业发展政策的直接受益者
- 我们认为行业领头羊仍具有吸引力，推荐**中教控股(839 HK)**和**睿见教育(6068 HK)**



政策环境仍具有不确定性。教育行业目前仍面临较大的政策不确定性，主要由于民促法送审稿的终稿仍未正式公布；该送审稿规定，非营利性学校不可被收购。在 2019 年，国家持续推出促进部分教育细分行业的相关政策。3 月份的政府工作报告提出，2019 年的职业教育新增学生人数要达到 100 万人，而政府也推出了促进职业教育毕业生就业的相关政策。此外，政府也推出了支持线上教育的措施。

政策环境导致投资者对教育细分板块的情绪不同。目前高等教育和非正规教育板块所要面对的限制相对 K-12 板块要少。我们相信，政策环境的不同导致了部分教育细分板块的估值和股价表现相对其他板块要好。同时，政策的限制，以及业务模式的限制，导致非正规教育板块的增长要比非正规教育板块的增长要慢。

市场龙头估值溢价仍较高。尽管部分教育细分行业受到投资者的青睐，但并不代表所有公司都具有。市场的龙头具有一定的规模以及较长的运营历史，使其更容易获得高估值。此外，在地理位置上具有优势的公司估值上也有一定的优势。

长线展望

教育行业仍具有较好的增长前景；行业本身具有较多的整合机会，而且仍有增长机会未被开发。但是出生率的下降，将会对行业未来的增长前景产生负面影响。

短线展望

在短期内，我们认为政府将会继续收紧对基础教育板块的政策，而对高等教育板块的政策将继续保持放开。此外，我们预期政府将会在 2020 年初公布民促法终稿，并明确不同的教育细分行业的监管细则。

股票推荐

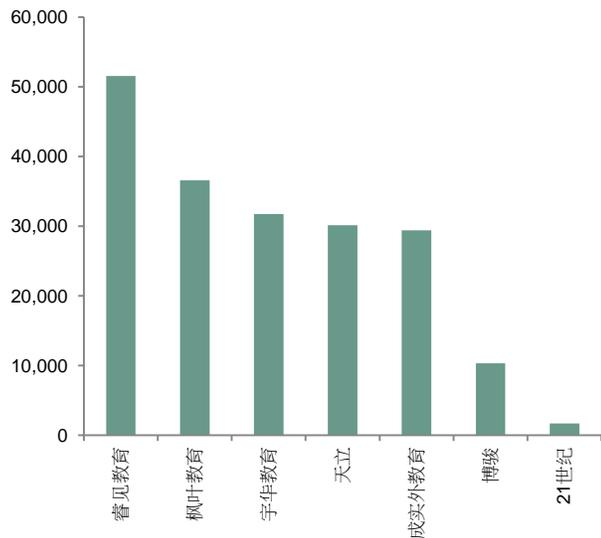
我们的首选包括**中教控股(839 HK)**，主要由于该公司保持持续扩张，所处的行业板块的相关政策限制较少，而且其学生人数在同业中保持领先地位。我们的另一个首选是**睿见教育(6068 HK)**；尽管该公司所处的行业板块或将会面临更多的政策限制，但是我们认为公司以往的业绩显示其具有足够的进行内生性扩张，而且目前已经有多个项目储备支持未来的增长；同时该公司将发展的中心放到广东以及粤港澳大湾区，将会为其未来的增长提供更多的支持。

风险因素

1)人口变化；2)政策风险；3)教育质量及学生退学风险；4)运营和声誉风险；5)扩张瓶颈风险。

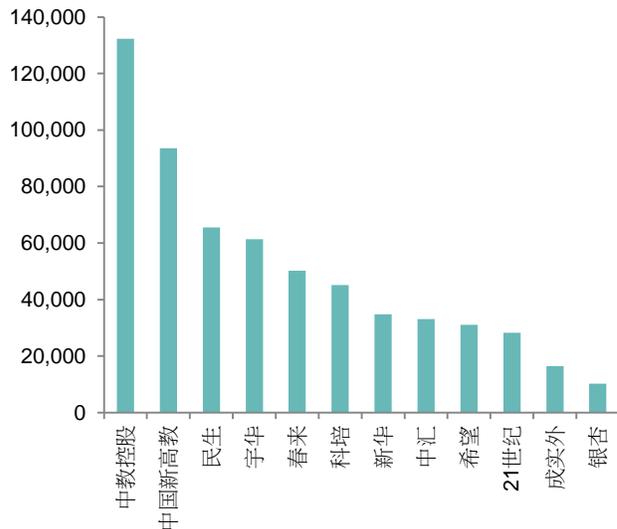


图表 1: 基础教育公司学生数量(2018/19 学年)

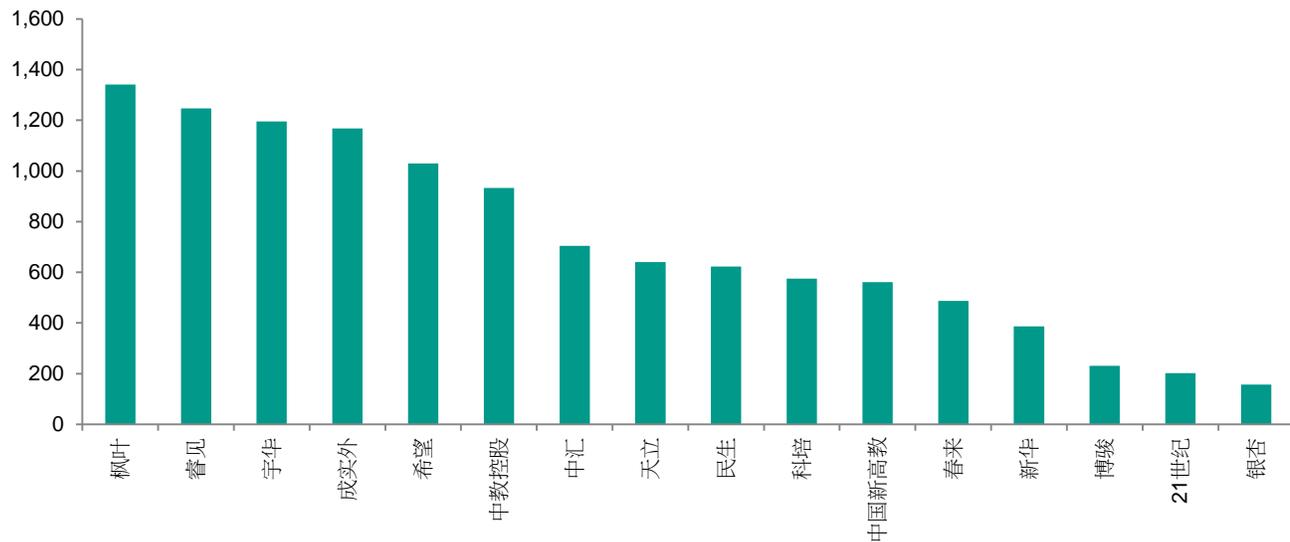


来源: 公司、农银国际证券

图表 2: 高等教育公司学生数量 (2018/19 学年)



图表 3: 2018 财年教育企业收入规模(人民币 百万)



来源: 公司、农银国际证券

图表 4: 2018 财年教育企业资产回报率 (%)



来源: 公司、农银国际证券

图表 5: 2018 财年教育企业股本回报率 (%)



来源: 公司、农银国际证券

图表 6: 行业首选 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市账率 (x)	FY20E 市账率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中教控股	839 HK	买入	14.0	32.1	35.01	23.23	3.66	3.30	1.01	1.31
睿见教育	6068 HK	买入	4.7	36.2	22.46	16.60	3.73	3.06	0.15	0.21

来源: 彭博、农银国际证券预测



正面 中国电信业 - 5G 网络正式启动 黎柏坚

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2020E 市盈率均值(x)	10.9	1 个月 (2.9%)	4.2%
2020E 市净率均值(x)	0.9	3 个月 (5.0%)	0.3%
2020E 股息率均值(%)	3.5	6 个月 (8.6%)	10.5%
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

- 2019 年 11 月，电信运营商在中国正式启动 5G 服务
- 截至 2019 年 9 月，中国 4G 用户普及率达到 79.1%，与其他国家相比仍然较低。我们预计 2020 年仍有增长空间
- 我们的行业首选是**中国移动(941 HK)**。中国移动有较高的股息收益率，及良好的资产负债表状况，并在中国的移动业务中占据主导地位



来源:彭博、农银国际证券

5G 电信服务于 2019 年正式启动。电信运营商已于 2019 年下半年在中国正式启动 5G 网络服务。与 4G 网络相比，5G 电信服务费相对保守，原因是需要遵循监管机构降低移动服务资费的指示。我们预计 5G 服务对电信运营商的移动 ARPU 的刺激作用有限。为了应对昂贵的 5G 资本开支，相对较小的电信运营商(中国联通[762 HK]和中国电信[728 HK])已经联手共同分享和共同建设 5G 网络，试图与中国移动抗衡。

中国移动在移动用户市场上维持最大的市场份额。工信部宣布 2019 年电信运营商下调 20%移动服务费，下调 15%中小企业的宽带费，以提高互联网渗透率并改善网络覆盖。我们预计移动 ARPU 将受到数据服务费降低的影响。降低移动数据资费刺激了用户的数据使用。2019 年 9 月每位用户的平均移动数据量超过 8.54GB，同比增长 62.9%。2019 年 9 月，中国的移动用户达到 16 亿，同比增长 3.3%。根据工信部的数据，截至 2019 年 9 月，4G 用户达到 12.6 亿，占中国移动用户总数的 79.1%。我们预计，由于低端用户(从 2G / 3G 平台到 4G)的迁移，双 SIM 卡智能手机的广泛使用以及较低的移动服务资费，4G 渗透率将进一步提高，并在 2020 年达到 85.0%。截至 2019 年 9 月，中国移动，中国联通，中国电信 4G 市场份额分别为 53.2%，23.2%和 23.6%。

电信运营商已推出捆绑服务，以提高用户普及率。市场上有与家庭相关的各种电信产品，包括智能家居服务，IPTV，视频内容，在线游戏等。这些产品可以帮助电信运营商提高增值服务收入，从而增加收入增长。用户正在寻求高质量的 IPTV，视频内容和稳定的在线游戏，这些要求高速有线宽带传输。我们预计，随着网络速度和 IPTV 利用率的提高，2019 年中国有线宽带市场将稳定增长。根据工信部的数据，到 2019 年 9 月，有线宽带用户达到 4.5 亿，而光纤到户(FTTH)用户达到 4.11 亿，占有线用户总数的 91%。我们预测，受 IPTV，在线游戏和高质量视频的需求推动，中国的 FTTH 用户到 2020 年将达到 92%以上。

全球智能手机出货量在 2019 年第 3 季度反弹。根据 IDC 的数据，由于智能手机制造商推出旗舰智能手机，2019 年第 3 季度的全球智能手机出货量为 3.583 亿，同比增长 0.8%，好于 2019 年第 2 季度则下降 2.3%。由于品牌知名度的提高以及国内市场客户的支持，华为在 19 年第 3 季度的智能手机出货量增长最快。由于 5G 电信服务的正式推出，我们预计 2020 年全球智能手机出货量将温和增长。许多智能手机制造商已经为智能手机引入了高分辨率相机和新功能，以改善用户体验，从而获得市场份额。

长线展望

我们预计 5G 用户在电信领域将适度增长，这将增加移动数据的使用。电信运营商将加快中国 5G 网络的发展速度，并在 2020 年提高 5G 网络发展的资本支出，因为商业化推出将需要更多的基站和更广阔的光纤网络覆盖范围。电信运营商可能会推出更多激励措施和补贴，以吸引用户使用 5G 网络平台。与 4G 电信网络相比，5G 网络具有更高的传输速率和更低的延迟。降低移动数据服务的资费影响了收入增长，但是电信运营商已经推出了各种增值服务，IPTV 和视频内容，以促进使用。

短线展望

在短期内，我们预计电信运营商的收入将受到提速降费的影响。预计将降低 20% 以上的移动服务资费将对电信运营商的 ARPU 造成压力。电信运营商可能会有一些 5G 计划或手机补贴，以吸引用户使用 5G 网络服务。与 4G 网络相比，用户正在为 5G 网络使用更多的高速应用程序，包括视频和在线游戏，具有更好的用户体验。企业客户对大数据和云计算的需求在最近几个季度不断增长，这可能会进一步改善可持续电信运营商的收入增长。

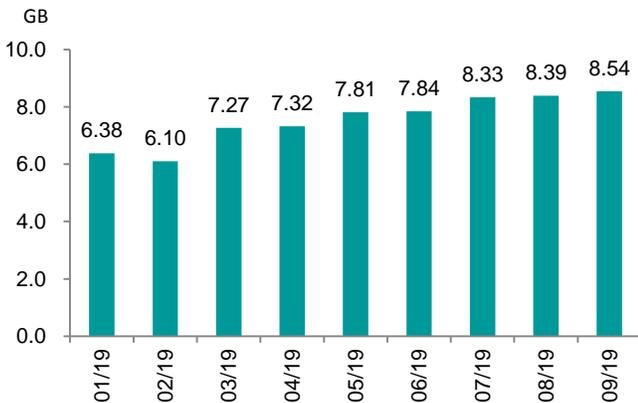
股票推荐

中国移动(941 HK)是我们的行业首选。中国移动凭借其网络优势，更好的覆盖范围和资源，在中国市场保持着最大的移动用户市场份额。我们预计，由于数据服务资费降低，集团将受益于移动数据消费的增长。我们对公司的目标价为 80.0 港元，相当于 4.5 倍 / 4.2 倍 2019 年 / 2020 年市盈率。

风险因素

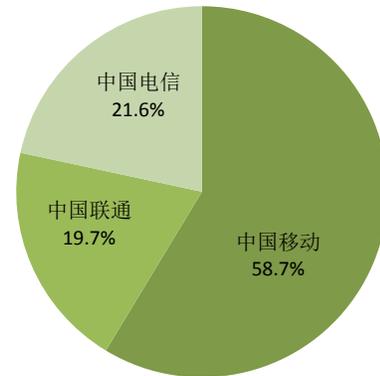
1)行业进一步推行提速降费; 2)用户饱和; 3)市场竞争加剧可能导致价格战; 4)智能手机出货量增长放缓。

图表 1: 中国每月平均数据使用量



来源：工信部、农银国际证券

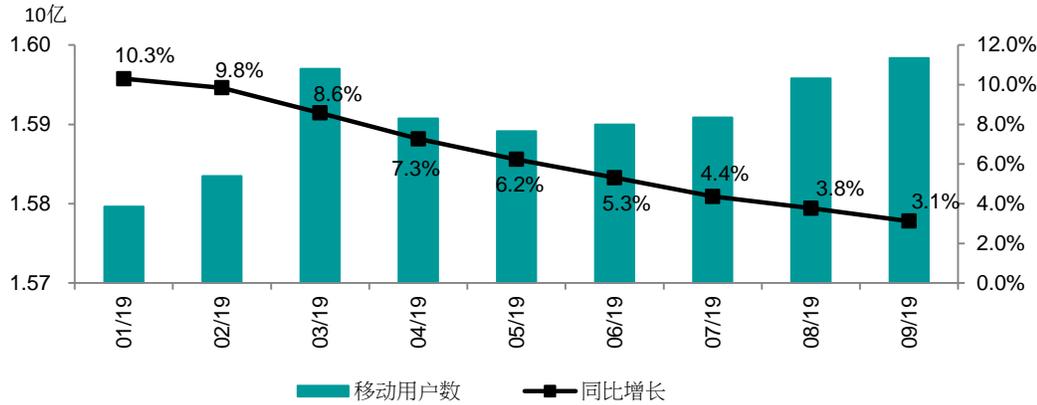
图表 2: 中国的 4G 用户市场份额



来源：工信部、农银国际证券

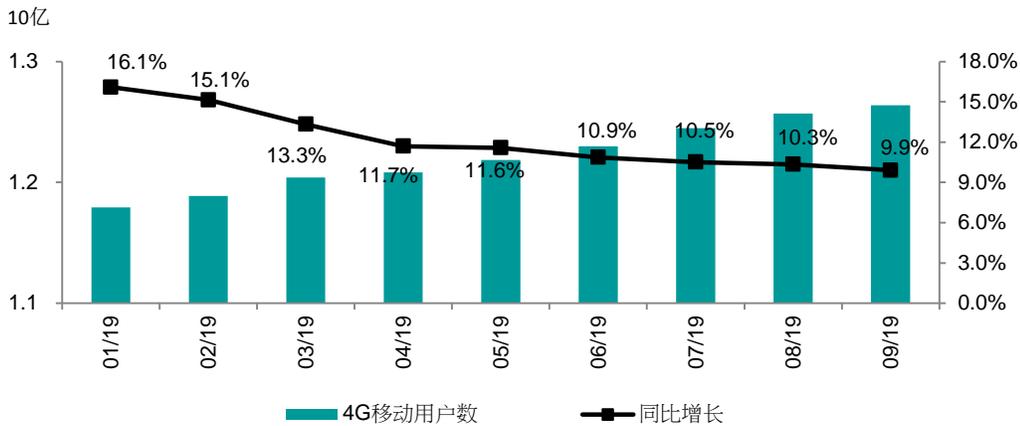


图表 3: 中国移动用户和同比增长



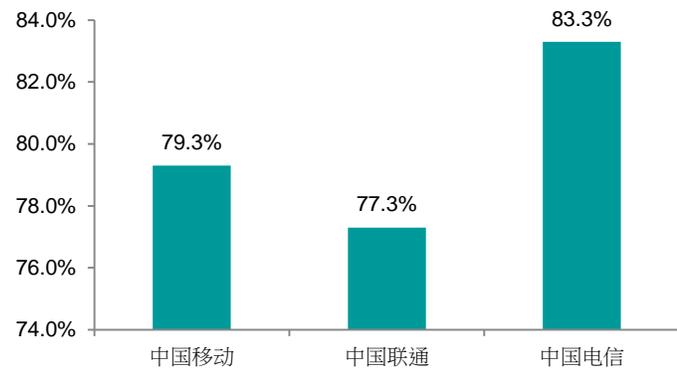
来源: 工信部、农银国际证券

图表 4: 中国 4G 用户和同比增长



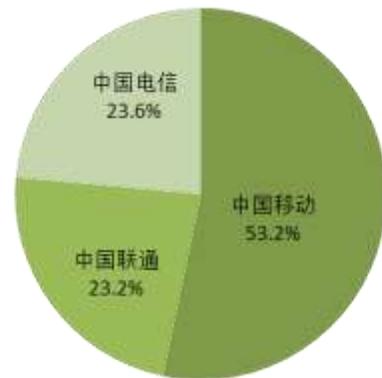
来源: 工信部、农银国际证券

图表 5: 中国的 4G 用户渗透率



来源: 工信部、农银国际证券

图表 6 中国的移动用户市场份额



来源: 工信部、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 7: 行业首选 (截至 2019 年 11 月 29 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市账率 (x)	FY20E 市账率 (x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中国移动	941 HK	买入	80.00	35.6	14.3	13.6	1.3	1.2	3.6	3.8

来源: 彭博、农银国际预测

权益披露

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

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去12个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。陈宋恩持有农业银行(1288HK)H股股份

评级的定义

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

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率
市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率：自 2005 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数的复合增长率为 10%)

目标价的时间范围：12 个月

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

免责声明

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

版权所有 2019 年农银国际证券有限公司

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

办公地址:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司
电话:(852)21478863