



2020 年 港 股 中 期 展 望

2H2020 Hong Kong Market Outlook

国 泰 君 安 国 际 研 究 部

Guotai Junan International Research Department

2020 年港股中期展望

国泰君安国际研究部
2020 年 06 月 30 日

阅读提示：

本书行业及公司股价、分析、盈利预测和目标价均截止至 2020 年 06 月 30 日。有关更新请参阅最新的研究报告。同时，敬请阅读尾页免责声明。

Please subscribe GTJAI Research Wechat subscription account and service account. Wechat subscription account ID: 国泰君安国际研究部

Wechat service account ID: 国泰君安国际策略研究 Please scan the QR codes on the right-hand side.

Research Report Database: (1) www.gtjai.com – “Research” – “Focus: Company” / “Research Highlights”

(2) Bloomberg Report Page: RESP GJIR or NH GTJ

欢迎订阅国泰君安国际研究部微信公众号及服务号。 公众号账号：国泰君安国际研究部 服务号账号：国泰君安国际策略研究

研究报告库：(1) www.gtjai.com – “研究报告” – “公司点评” / “专题研究”

(2) Bloomberg 报告页面：RESP GJIR 或 NH GTJ



国泰君安国际研究部名单

Grace Liu	刘 谷	Head of Research, Market Strategy, Petrochemicals	主管, 市场策略、石化	grace.liu@gtjas.com.hk	(852) 2509 7516
Noah Hudson	Noah Hudson	Consumer (Hotels), Gaming	消费(酒店)、博彩	noah.hudson@gtjas.com.hk	(852) 2509 5441
Gary Wong	黄家玮	Environmental Protection, Infrastructure	环保、基建	gary.wong@gtjas.com.hk	(852) 2509 2616
Kevin Guo	郭 勇	Raw Materials, Gas	原材料、燃气	kevin.guo@gtjas.com	(86755) 2397 6671
Richard Cao	曹 柱	Banking	银行	caozhu013592@gtjas.com	(86755) 2397 6870
Jun Zhu	朱俊杰	Solar, Electric Equipment, Conglomerate	太阳能、电力设备、综合业务	junjie.zhu@gtjas.com.hk	(852) 2509 7592
Andrew Song	宋 涛	Consumer (Retailing), Home Appliances	消费(零售)、家电	andrew.song@gtjas.com.hk	(852) 2509 5313
Terry Hong	洪学宇	Consumer (Apparel)	消费(服装)	hongxueyu@gtjas.com	(86755) 2397 6722
Johnny Wong	王俊浩	Property	房地产	johnny.wong@gtjas.com.hk	(852) 2509 5348
Toliver Ma	马守彰	Aviation, Automobiles & Components	航空、汽车	toliver.ma@gtjas.com.hk	(852) 2509 5317
Barney Wu	吴宇扬	Consumer (Food & Beverage, Household Products)	消费(食品饮料、日用品)	wuyuyang@gtjas.com	(86755) 2397 6680
Jake Wang	汪昌江	Market Strategy, Wind Energy & others	市场策略、风电及其它	wangchangjiang@gtjas.com	(86755) 2397 6675
Wiley Huang	黄重钧	Insurance, Fixed-income	保险、债券	wiley.huang@gtjas.com.hk	(852) 2509 5409
Kay Mai	麦梓琪	Health care	医药	maiziqi@gtjas.com	(86755) 2397 6685
Danny Law	罗沛达	E-commerce	电子商务	danny.law@gtjas.com.hk	(852) 2509 7768
Jason Zhou	周桓藏	Internet	互联网	jason.zhou@gtjas.com.hk	(852) 2509 5347
David Feng	冯廷帅	Machinery, Construction Materials	机械、建材	david.feng@gtjas.com.hk	(852) 2509 2113
Gin Yu	余劲同	Telecommunication Service & Equipment	电信服务及设备	gin.yu@gtjas.com.hk	(852) 2509 2130
Jack Liu	柳 晨	Property	房地产	chen.liu@gtjas.com.hk	(852) 2509 2149
Andy Huang	黄凯鸿	Market Strategy	市场策略	kaihong.huang@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6702
Jack Wu	吴 狄	Market Strategy	市场策略	di.wu@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6718
Peter Shao	邵俊樨	Petrochemicals	石化	peter.shao@gtjas.com.hk	(852) 2509 5464
Kevin Zhuo	卓仕凯	Shipping & Logistics, Ports	航运物流、港口	shikai.zhuo@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6725
Teddy Lin	林荣叶	Research Assistant	研究助理	rongye.lin@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6692
Jerry Wang	王 瀚	Property	房地产	han.wang@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6756
Alfred Chen	陈 傲	Research Assistant	研究助理	ao.chen@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6672
Andy Chen	陈思超	Research Assistant	研究助理	andy.chen@gtjas.com.hk	(852) 2509 2665
Alex Bai	白 舸	Research Assistant	研究助理	ge.bai@gtjas.com.hk	(852) 2509 7202
Peter Huang	黄冠雄	Research Assistant	研究助理	peter.huang@gtjas.com.hk	(852) 2509 7204
Gordon Gong	龚悦来	Research Assistant	研究助理	gordon.gong@gtjas.com.hk	(852) 2509 2603
Esabella Zhao	赵舒蔓	Research Assistant, Translator	研究助理、翻译员	zhaoshuman013399@gtjas.com	(86755) 2397 6681
Penny Pan	潘凌蕾	Secretary, Translator	秘书、翻译员	penny.pan@gtjas.com.hk	(852) 2509 2632

目录

摘要	1
2020 年港股中期投资策略	2
一、 股市表现总结	2
1.1 市场表现总结	2
1.2 市场运行特征	4
1.3 覆盖行业表现	5
二、 新冠疫情	6
2.1 全球新冠疫情峰值仍未到来	6
2.2 新冠病毒的特性	8
2.3 其他疾病状况统计数字	8
2.4 对病毒认识加深，防控精准灵活提升	9
三、 国内经济稳步复苏	10
3.1 上半年经济数据受疫情干扰	10
3.2 疫情对全球经济影响同样严重	14
3.3 新增人口继续下滑，就业面临较大压力	15
3.4 2020 年下半年固定资产投资增速将持续回升	17
3.5 疫情后内需稳健，但出口压力仍待释放	20
3.6 后疫情时代内需消费将逐渐复苏	23
3.7 互联网发展及影响	28
3.8 房地产行业平稳发展	30
3.9 国内 GDP 将稳步回升	34
四、 全球启动财政与货币政策应对疫情	35
4.1 中国	35
4.2 美国	36
4.3 欧洲	36
4.4 日本及其他国家	37
4.5 政策的效果和可能的后果	38
五、 中美关系	39
5.1 建国后中美关系曲折前行，时而对立、时而协作	39
5.2 中美在贸易、区域安全、领土完整争端将持续，科技、金融领域不排除新制裁	40
六、 美国经济数据反弹，扩表放缓	42
6.1 美国经济显示复苏，疫情仍为最大不确定性	42
6.2 美国大选仍存悬念	45
6.3 美股估值相对较高，后续波动率预计抬升	46
6.4 美联储购债速度可能小幅上升，货币政策工具后续重心转向支持实体融资	48
6.5 美元短期可能回落，但中期将维持强势	50
七、 CPI 逐渐回落至较低水平	51
7.1 猪肉价格的预测	51
7.2 食品价格的论述及预测	52
7.3 油气、煤炭电力、水、基础材料、建筑材料价格	53
7.4 CPI 预计逐渐回落	55
八、 国内货币政策预测将维持	55
8.1 2020 年上半年央行的货币政策稳健且更加灵活适度	55
8.2 预计 2020 年下半年货币政策将维持	58
九、 资金流情况	58
9.1 港元流动性中性偏松，预期将维持	58
9.2 内地流动性预期将维持宽松	62

十. 人民币汇率波动性增强	64
10.1 央行维持人民币汇率稳定	64
10.2 人民币将继续双向波动, 保持在合理均衡水平	66
十一. 欧洲和日本	68
11.1 欧元区经济将呈 U 型复苏	68
11.2 日本外贸受疫情冲击, 经济前景存不确定性	70
十二. 互联互通及其他市场改革	72
12.1 沪港通统计数字	72
12.2 深港通统计数字	75
12.3 互联互通合计总结	76
12.4 港股市场改革	77
十三. 债券市场分析及预测	77
十四. 香港本地经济发展及预测	80
14.1 香港本地社会事件进展	80
14.2 香港应对疫情的财政措施	80
14.3 香港本地经济发展及预测	81
十五. 盈利预测	85
十六. 恒生指数及国企指数技术分析	91
十七. 市场策略、选股及主题性受益股	92
公司和行业	96
汽车行业	97
吉利汽车(00175 HK)	102
东风汽车(00489 HK)	103
华晨汽车(01114 HK)	104
耐世特(01316 HK)	105
浦林成山(01809 HK)	106
北汽汽车(01958 HK)	107
广汽集团(02238 HK)	108
长城汽车(02333 HK)	109
中国重汽(03808 HK)	110
航空行业	111
中国国航(00753 HK)	115
东方航空(00670 HK)	116
银行业	117
汇丰控股(00005 HK)	123
建设银行(00939 HK)	124
中信银行(00998 HK)	125
农业银行(01288 HK)	126
工商银行(01398 HK)	127
民生银行(01988 HK)	128
中银香港(02388 HK)	129
交通银行(03328 HK)	130
徽商银行(03698 HK)	131
招商银行(03968 HK)	132
中国银行(03988 HK)	133
水泥建材行业	134
海螺水泥(00914 HK)	139
华润水泥(01313 HK)	140
中国建材(03323 HK)	141
清洁能源行业—天然气	142
香港中华煤气(00003 HK)	146
北京控股(00392 HK)	147

华润燃气(01193 HK)-----	148
新奥能源(02688 HK)-----	149
滨海投资(02886 HK)-----	150
清洁能源行业—太阳能-----	151
协鑫新能源(00451 HK)-----	155
信义光能(00968 HK)-----	156
保利协鑫能源(03800 HK)-----	157
清洁能源行业—风电及其它-----	158
华电福新(00816 HK)-----	162
龙源电力(00916 HK)-----	163
大唐新能源(01798 HK)-----	164
综合业务公司-----	165
粤海投资(00270 HK)-----	165
上海实业控股(00363 HK)-----	166
消费—服装行业-----	167
思捷环球(00330 HK)-----	174
佐丹奴国际(00709 HK)-----	175
中国利郎(01234 HK)-----	176
361 度(01361 HK)-----	177
特步国际(01368 HK)-----	178
普拉达(01913 HK)-----	179
安踏体育(02020 HK)-----	180
申洲国际(02313 HK)-----	181
李宁(02331 HK)-----	182
中国动向(03818 HK)-----	183
消费—食品饮料及日用品行业-----	184
统一企业中国(00220 HK)-----	190
华润啤酒(00291 HK)-----	191
康师傅(00322 HK)-----	192
大家乐(00341 HK)-----	193
维他奶国际(00345 HK)-----	194
中国食品(00506 HK)-----	195
蒙牛乳业(02319 HK)-----	196
达利食品(03799 HK)-----	197
天韵国际(06836 HK)-----	198
恒安国际(01044 HK)-----	199
中国波顿(03318 HK)-----	200
维达国际(03331 HK)-----	201
消费—酒店-----	202
锦江资本(02006 HK)-----	205
华住集团(HTHT US)-----	206
携程集团(TCOM US)-----	207
消费—零售行业-----	208
周生生(00116 HK)-----	212
六福集团(00590 HK)-----	213
伟仕佳杰(00856 HK)-----	214
海尔电器(01169 HK)-----	215
新秀丽(01910 HK)-----	216
周大福珠宝(01929 HK)-----	217
高鑫零售(06808 HK)-----	218

电力设备行业	219
中国高速传动(00658 HK)	223
东方电气(01072 HK)	224
哈尔滨电气(01133 HK)	225
上海电气(02727 HK)	226
环保行业	227
中国光大国际(00257 HK)	231
北控水务(00371 HK)	232
中国水务(00855 HK)	233
东江环保(00895 HK)	234
博彩行业	235
银河娱乐(00027 HK)	239
永利澳门(01128 HK)	240
金沙中国(01928 HK)	241
美高梅中国(02282 HK)	242
新濠博亚 (MLCO US)	243
医药行业	244
四环医药(00460 HK)	250
石药集团(01093 HK)	251
国药控股(01099 HK)	252
基建行业	253
中国中铁(00390 HK)	258
中国铁建(01186 HK)	259
承达控股(01568 HK)	260
中国交通建设(01800 HK)	261
中国机械工程(01829 HK)	262
中石化炼化工程(02386 HK)	263
中国建筑国际(03311 HK)	264
中国通号(03969 HK)	265
中国能源建设(03996 HK)	266
保险行业	267
中国太平(00966 HK)	271
友邦保险(01299 HK)	272
人保集团(01339 HK)	273
中国财险(02328 HK)	274
众安在线(06060 HK)	275
互联网行业	276
腾讯控股(00700 HK)	282
友谊时光(06820 HK)	283
阿里巴巴-SW(09988 HK)	284
百度(BIDU US)	285
网易(NTES US)	286
京东(JD US)	287
拼多多(PDD US)	288
微博(WB US)	289
58 同城(WUBA US)	290
机械行业	291
海天国际(01882 HK)	296
中航科工(02357 HK)	297
中集安瑞科(03899 HK)	298

工业制造行业	299
创维集团(00751 HK)	299
中国中车(01766 HK)	300
中车时代电气(03898 HK)	301
有色金属行业	302
江西铜业(00358 HK)	306
中国忠旺(01333 HK)	307
中国宏桥(01378 HK)	308
洛阳钼业(03993 HK)	309
石油化工行业	310
中国石化(00386 HK)	315
中国石油(00857 HK)	316
中国海洋石油(00883 HK)	317
中国旭阳集团 (01907 HK)	318
港口行业	319
中远海运港口(01199 HK)	323
招商局港口(00144 HK)	324
贵金属行业	325
招金矿业(01818 HK)	328
中国黄金国际(02099 HK)	329
紫金矿业(02899 HK)	330
房地产行业	331
恒基地产(00012 HK)	341
信和置业(00083 HK)	342
恒隆地产(00101 HK)	343
深圳控股(00604 HK)	344
当代置业(01107 HK)	345
宝龙地产(01238 HK)	346
华南城(01668 HK)	347
融信中国(03301 HK)	348
奥园健康(03662 HK)	349
中国奥园(03883 HK)	350
绿城中国(03900 HK)	351
通信设备行业	352
中兴通讯(00763 HK)	356
中国铁塔(00788 HK)	357
联想集团(00992 HK)	358
小米集团-W(01810 HK)	359
瑞声科技(02018 HK)	360
舜宇光学(02382 HK)	361
电信服务行业	362
中国电信(00728 HK)	366
中国联通(00762 HK)	367
中国移动(00941 HK)	368
其他行业	369
中关村科技租赁(01601 HK)	369
中金公司(03908 HK)	370

2020 年港股中期展望

摘要

Grace Liu 刘谷
 Jake Wang 汪昌江
 Jack Wu 吴狄
 Andy Huang 黄凯鸿
 Alex Bai 白舸
 Noah Hudson
 Gary Wong 黄家玮
 Kevin Guo 郭勇
 Richard Cao 曹柱
 Jun Zhu 朱俊杰
 Andrew Song 宋涛
 Terry Hong 洪学宇
 Johnny Wong 王俊浩
 Toliver Ma 马守彰
 Barney Wu 吴宇扬
 Wiley Huang 黄重钧
 Kay Mai 麦梓琪
 Danny Law 罗沛达
 Jason Zhou 周桓葭
 Gin Yu 余劲同
 David Feng 冯廷帅
 Jack Liu 柳晨
 Peter Shao 邵俊樨
 Kevin Zhuo 卓仕凯
 Jermy Wang 王瀚

上半年国内经济活动受到了新冠疫情的扰动，就业面临较大压力，外围经济受影响同样严重。新冠病毒的传染性较强，致死性并不弱，处于已经普及的传染性疾病中间位置。在特效药和疫苗出现之间，随着对病毒的认识和防控经验累积，通过采取更精准和更灵活的措施，虽有反复其对经济层面的影响将减弱，经济活动有望逐渐恢复。国内新增人口继续下滑，大量有利于基建的政策令固定资产投资持续回升。疫情反复、美国试图减贸赤、全球化发展出现逆转、政治纷争不断，均令国内对外贸易形势复杂且不乐观。消费在政策支持下缓慢复苏，推动生鲜电商、社区团购、直播、在线教育等快速发展。国内城镇化继续深化，房地产调控政策灵活，与货币政策的共同作用下平稳发展并成为国内经济增长的重要支持。随着疫情的受控，预期国内经济稳步回升。

各国央行的货币和财政措施应不会再有大动作，但短期应会持续。美国经济数据反弹，美股受流动性支持，但扩表已大幅放缓。国内猪肉价格涨幅回落，经济有待恢复令其他非食品项价格受压，通胀预料逐渐回落至较低水平。国内货币政策空间仍受制于房地产价格，但预计维持，政策推动企业便利获得贷款和利率继续下行。

全球史无前例的货币政策宽松可能会为未来带来风险，各国政府债务风险也加大。中美关系除尚存的经济利益之外摩擦不可避免，施加贸易、科技、金融等领域制裁并导致外围环境不利。然而，香港市场互联互通资金流入预期不断增加，中概股加速回归，则对港股有利。

按照市值加权平均计算，我们覆盖的公司在 2020-2022 年的盈利增长预测分别为 0.8%、18.0%和 14.6%，恒生指数同期增长分别预计为-14.2%、17.9%和 11.6%。我们预计港股市场下半年将维持波动走势，阶段性回调后的市场估值预计将大概率出现均值回归。下半年疫情影响逐渐消退后，低估值、高股息率的优质港股标的或将迎来反弹。我们看好消费（服装、食品饮料、日用品）、医药以及互联网行业，而银行、清洁能源（风电、天然气）、房地产、水泥建材等行业则或有阶段性的交易机会。

国泰君安国际荐股名单

行业	公司名称	代码	评级	6 至 18 个月目标价(港元)
汽车及零部件	吉利汽车	00175 HK	收集	20.00
航空	中国国航	00753 HK	收集	5.60
银行	招商银行	03968 HK	买入	47.55
水泥和其他建材	中国建材	03323 HK	买入	10.60
清洁能源 -- 天然气	华润燃气	01193 HK	买入	47.50
清洁能源 -- 太阳能	信义光能	00968 HK	买入	9.45
清洁能源 -- 风电及其它	龙源电力	00916 HK	收集	5.25
综合	粤海投资	00270 HK	收集	17.00
消费 -- 服装	安踏体育	02020 HK	买入	83.40
消费 -- 食品饮料	蒙牛乳业	02319 HK	买入	35.50
消费 -- 日用品	恒安国际	01044 HK	买入	68.00
消费 -- 零售	高鑫零售	06808 HK	收集	14.00
电力设备	东方电气	01072 HK	买入	5.50
环保	中国光大国际	00257 HK	买入	6.20
医药	石药集团	01093 HK	买入	22.50
基建	中石化炼化	02386 HK	买入	4.25
基建	中国中铁	00390 HK	买入	6.70
互联网	阿里巴巴-SW	09988 HK	买入	255.00
互联网	腾讯	00700 HK	买入	555.00
机械	中集安瑞科	03899 HK	买入	4.70
港口	中远海运港口	01199 HK	收集	5.70
房地产	奥园健康	03662 HK	收集	10.20
通信设备	中兴通讯	00763 HK	买入	28.00
电信服务	中国电信	00728 HK	买入	3.20

资料来源：国泰君安国际。

2020 年港股中期投资策略

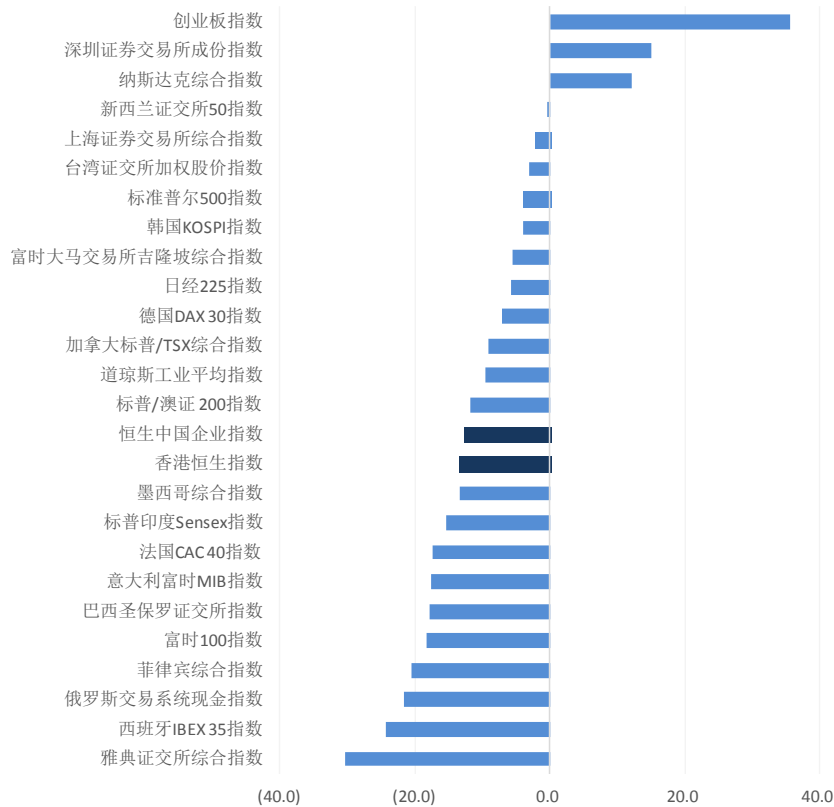
一. 股市表现总结

1.1 市场表现总结

年初国内、外爆发新冠肺炎疫情，港股承压，3月下旬恒指触及最低点 21,139 后震荡回升。美国 1 月 3 日空袭击杀伊朗圣战旅指挥官，美伊冲突升温，市场担心地缘风险加剧。中美 1 月 15 日签署第一阶段经贸协议，恒指一度涨破 29,000 点。1 月 20 日，中国官方确认武汉新型冠状病毒肺炎存在人传人现象，疫情在多地扩散，政府采取严厉措施减少传染途径。香港关闭多个口岸。随着中国下调部分美国货品关税，国内持续推出货币、财政、社保、医保等全面的逆周期调控政策，同时新冠肺炎疫情在中国逐步得到控制，市场风险偏好回暖。央行自 2 月中旬开始相继调降 MLF 操作利率和 2 月 LPR 利率，国内流动性维持偏宽松。2 月下旬，新冠肺炎疫情在海外扩散加快，美股多家公司发布盈利预警，称新型冠状病毒疫情或影响其业绩，港股继续下跌。市场出现流动性危机，3 月 4 日美联储紧急降息 50 个基点至 1.00%-1.25%，随后逐步拓宽货币政策工具并加码量化宽松政策，但美股仍持续回落并多次触发熔断，原油、美债、黄金等资产均遭抛售，港股跟随海外市场快速下跌，最低跌至 21,139 点。美国就业市场恶化显示新冠肺炎疫情已经影响实体经济。美联储 3 月 15 日再次紧急降息 100 个基点至 0.00%-0.25%，其他主要经济体央行跟进货币宽松政策并出台稳定经济措施。受美联储无限量宽及美国政府 2 万亿美元经济刺激计划的利好影响，港股呈回升趋势。美国总统特朗普 4 月 16 日宣布“重启美国”计划，将分三个阶段重启美国经济，随后签署规模为 4,840 亿美元的企业救助资金。5 月初美中因疫情问题再现矛盾，市场忧虑中美关系趋紧，美国再次制裁华为公司。中国两会并未设立 2020 年 GDP 增长目标，将重心放在“六稳”、“六保”方面，体现出底线思维，意在夯实经济基础。5 月 22 日人大宣布拟审议健全香港国安法，香港本地再现示威活动，美国总统特朗普表示可能推出进一步制裁措施。5 月 28 日人大表决通过健全港版国安法，美国政府宣布取消香港作为中国一个单独的海关和旅游地区所享有的优惠待遇等制裁措施。欧洲央行 6 月会议维持三大关键利率不变；将疫情紧急购债计划（PEPP）规模扩大 6,000 亿欧元，总额达 1.35 万亿欧元。美联储 6 月会议维持联邦基金利率不变，会后新闻发布会中提到考虑收益率曲线控制（YCC）行动。港股从 4 月中至年中大约以 24,000 点窄幅波动。年初至今（6 月 30 日），恒指累计下跌 13.35%至 24,427 点，国企指数累计下跌 12.6%至 9,759 点。

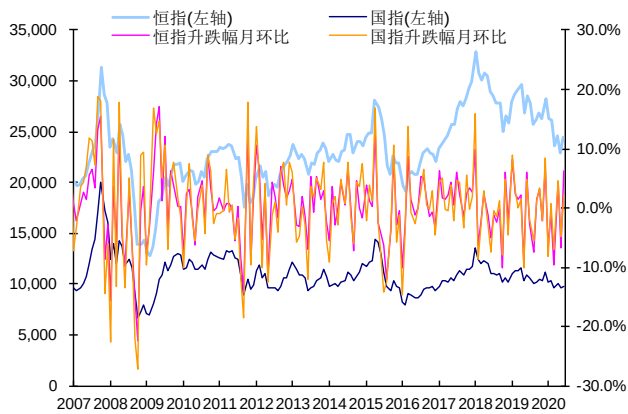
2020 上半年全球其它主要股指亦多数呈现“V”型走势。上半年 A 股受国内外疫情相继爆发的影响出现两次明显的阶段性回调，自 3 月下旬疫情基本受控后逐步反弹。截至 6 月 30 日，上证综指累计跌 2.15%。海外方面，1 月 15 日中美双方正式达成第一阶段贸易协议利好，中美摩擦现缓解迹象，带动欧美股市逐步回暖。自 2 月下旬起新冠疫情开始在全球蔓延，美国确诊病例迅速增加，导致美股大幅回落并多次触发熔断，市场现流动性危机。随后美联储推出无限量化宽松政策和多项紧急贷款工具促使美股企稳。2020 上半年，道指收于 25,813 点，累计跌 9.55%；标普 500 收于 3,100 点，累计跌 4.04%；纳指收于 10,059 点，累计升 12.11%。欧洲及日本股市上半年亦呈现类似走势，随着全球疫情的缓解，多国放宽疫情管控措施，经济复苏持续，各主要股指逐步回升。总结 2020 上半年，富时 100 指数累计下跌 18.20%至 6,170 点，法国 CAC40 指数累计下降 17.43%至 4,936 点，德国 DAX30 指数累计下跌 7.08%至 12,311 点，日经 225 指数累计下跌 5.78%至 22,288 点。

年初至今主要股指表现对比

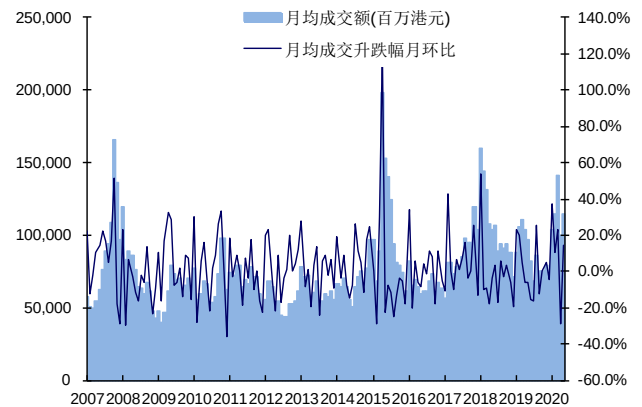


资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。注: 股指价格截至6月30日。

恒指和国指走势



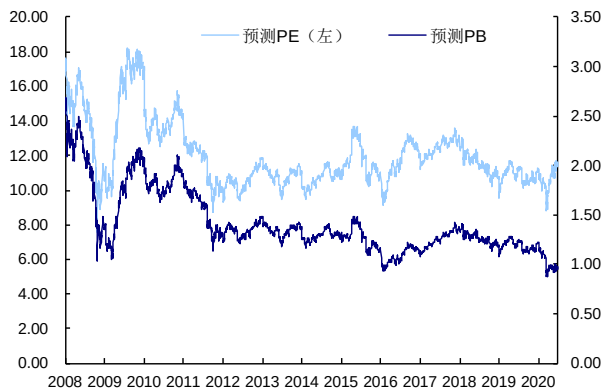
港股成交



资料来源: 港交所、国泰君安国际。

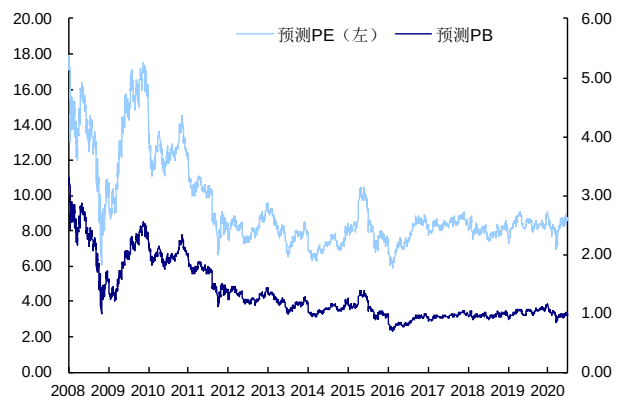
资料来源: 港交所、国泰君安国际。

恒指预测估值



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

国指预测估值

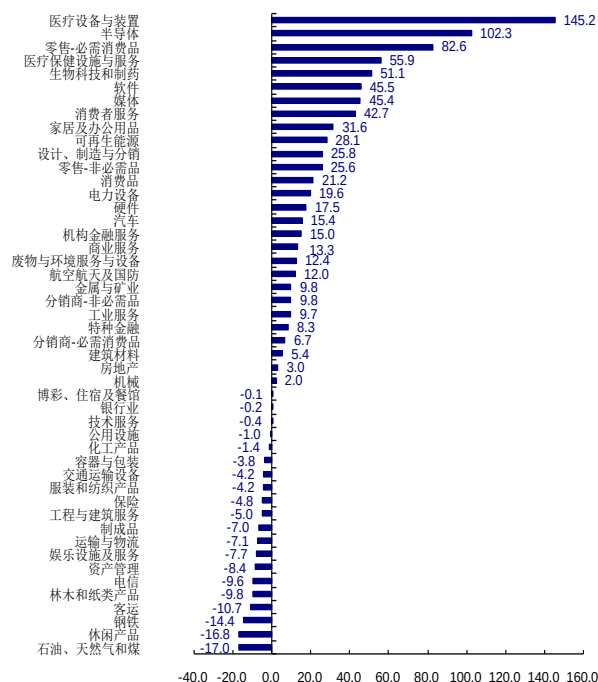


资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

1.2 市场运行特征

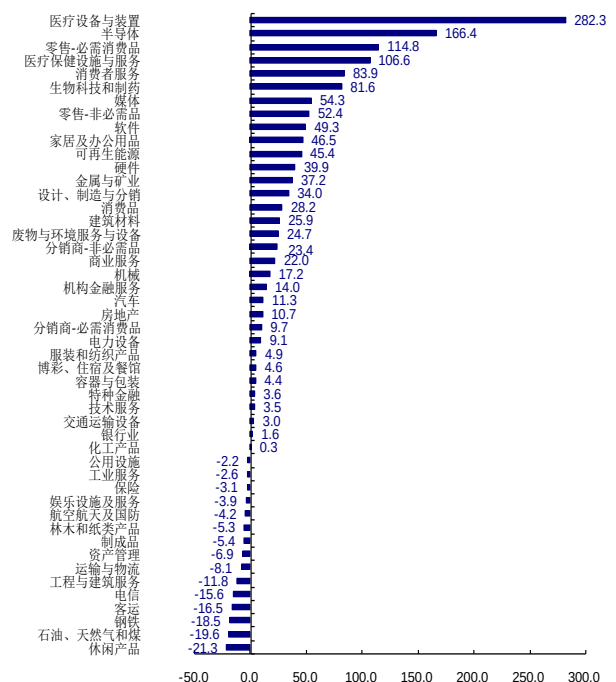
2020 上半年港股经历显著回调后逐渐复苏,市场风险偏好有所收紧;跑赢指数的行业主要集中在医疗、高新制造、消费等领域。2020 上半年港股日均成交额为 1,172.80 亿港元,同比增长 20.0%。受国内外新冠疫情发展的影响,上半年港股市场遭遇数次显著回调,其后受估值因素驱动出现不同程度的反弹。截至 6 月 30 日,全市场 2,470 只个股平均累计下跌 12.7%,跑赢同期恒指 0.7 个百分点。上半年股价累计实现上涨的股票数量为 501 只,占全市场比例为 20.3%。以彭博 BICS 衍生分类来看,48 个行业当中,医疗设备与装置,半导体,化工产品以及零售-必需消费品等行业于 2020 上半年跑赢恒指,相对回报介于 2.0 - 145.2 个百分点。另一方面,石油、天然气和煤,休闲产品,钢铁等行业则跑输恒指,上半年的相对回报介于负 0.1 - 17.0 个百分点。根据以市值划分的市场表现来看,500 亿~1,000 亿市值的企业表现相对较好,于 2020 上半年共录得 5.6%的平均涨幅;50 亿市值以下的小盘股表现则相对疲软,上半年平均下跌 16.5%并跑输指数 3.2 个百分点。

过去半年主板上市公司行业相对恒指表现(百分点)



资料来源: Bloomberg。注: 行业分类来自彭博BICS分类法。

过去 1 年主板上市公司行业相对恒指表现(百分点)



资料来源: Bloomberg。注: 行业分类来自彭博BICS分类法。

全市场股价表现（以市值划分）

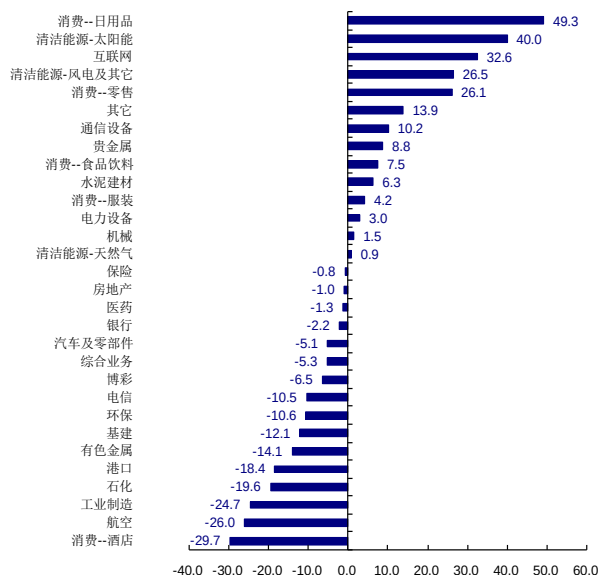
市值（港元）	公司数目	绝对回报 %		相对回报 %	
		过去半年	过去 1 年	过去半年	过去 1 年
恒指	50	(13.3)	(14.4)		
1000 亿以上	82	(2.2)	8.4	11.1	22.9
500 亿~1000 亿	68	5.6	19.3	19.0	33.8
100 亿~500 亿	257	3.4	12.8	16.8	27.3
50 亿~100 亿	179	(6.6)	(9.1)	6.7	5.3
50 亿以下	1,884	(16.5)	(25.1)	(3.2)	(10.7)
全市场合计	2,470	(12.7)	(17.7)	0.7	(3.3)

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。注: 回报率以算术平均计, 收盘价截至 6 月 30 日。

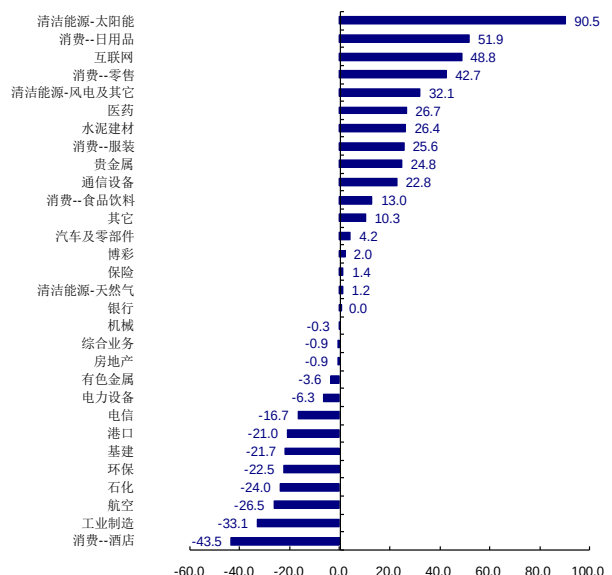
1.3 覆盖行业表现

在我们覆盖的行业当中, 消费—日用品、清洁能源—太阳能以及互联网行业明显跑赢大市; 石化、航空和消费—酒店等行业则跑输大市。由于疫情期间诸如洗手液、纸巾等生活用品的需求十分刚性, 基本不受到疫情影响, 叠加低迷的木浆价格利好日用品生产商的利润增长, 推动行业龙头企业估值上行; 光伏行业表现优于指数主要受市场对行业 2020 年竞价、平价项目装机规模的高增长预期所带动, 此外光伏玻璃为近期较受市场追捧的投资标的; 由于疫情导致的消费模式的转变, 利好电商线上销售, 同时腾讯等行业权重股利润预计将出现较大增幅, 为互联网行业估值提供持续支撑; 另一方面, 2020 年 1 季度国内外疫情的先后爆发使得需求端大幅受限, 随后沙特、俄罗斯等主要产油国接连宣布增产, 石化行业整体表现疲软; 航空行业是受新冠疫情影响最深的行业之一, 2020 年国内及国际航线客运水平均出现明显下跌, 未来航空出行的复苏可能需要更长时间, 使得行业估值承压; 同样受疫情严重冲击的还有酒店行业, 目前国内公路及民航旅客周转量仍处于较低水平, 2020 年国内酒店和旅游收入或将下降 30%-50%, 在国内外旅游限制逐渐放宽之前行业仍面临诸多不确定性。

过去半年覆盖行业相对恒指表现 (百分点)



过去 1 年覆盖行业相对恒指表现 (百分点)



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注1: 「其它」为中金公司及中关村科技租赁。

注2: 部分行业因覆盖个股为美股, 行业表现为相对纳指计算。

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注1: 「其它」为中金公司及中关村科技租赁。

注2: 部分行业因覆盖个股为美股, 行业表现为相对纳指计算。

二. 新冠疫情

2.1 全球新冠疫情峰值仍未到来

全球情况：峰值仍未到来。新冠肺炎疫情继续在全球蔓延。根据世界卫生组织，截至 2020 年 6 月 27 日，全球共确诊 9,653,996 例新冠肺炎病例；近期，单日新增确诊病例数继续呈增长趋势，于 2020 年 6 月 27 日达到 180,264 人，主要是美洲、非洲和东南亚地区中多个人口众多的国家如美国、巴西以及印度的患者数目仍在快速上升；累计死亡人数于 2020 年 6 月 27 日增至 491,148 人，病死率达 5.1%。考虑到严重急性呼吸综合征冠状病毒 2（新冠病毒）的世代间隔约为 7 天，即产生新一代发病者需要 7 天左右，因此，如果用最新的单日新增确诊病例数与近 7 天平均单日新增确诊病例数以及近 14 天平均单日新增确诊病例数对比，可以推断出全球疫情目前仍处于快速扩散期。

各地区疫情蔓延形势不一。疫情爆发较早的西太平洋地区的情况由于防控措施得当已基本得到控制，单日新增病例数目维持在较低水平，但随着经济开放力度进一步加大，疫情在低水平略有反复。美洲地区情况持续恶化，其单日新增确诊病例数占全球单日新增确诊病例数超过一半：南美大部分国家尤其是人口较多的巴西和墨西哥单日新增确诊病例数仍远未看到达峰迹象；美国亦有多个州在近期创下单日新增确诊病例数新高。东南亚地区与非洲地区的患者数目仍在快速上升，但由于检测能力等客观因素，患者数目预计存在低估。欧洲地区情况实现初步可控：西欧大部分国家如意大利、西班牙、德国、英国等的单日新增病例数在一季度末至二季度中已达到峰值，随后稳步下降；随着经济重启，西欧多国出现单日新增确诊病例数反弹的情况，但仍处于可控范围；而东欧国家如俄罗斯等疫情的拐点预计将来临。东地中海地区多国单日新增确诊病例均在区间内波动，疫情进入“平台期”。

中国情况：北京疫情已得到控制。根据中国卫健委，截至 2020 年 6 月 27 日，中国大陆报告新增确诊病例 17 例，包括 3 例境外输入病例与 14 例本土病例（均在北京）；新增无症状感染者 7 例，其中 4 例病例是由境外输入。截至 2020 年 6 月 27 日，中国大陆的新冠肺炎确诊病例累计达 83,500 例，累计死亡 4,634 例（病死率：5.5%），累计治愈出院病例 78,451 例（治愈率：94.0%）；但仍有 415 例现存确诊病例（包括 86 例境外输入病例）以及 8 例疑似病例；现有 7,445 人正在接受医学观察；香港特别行政区/ 澳门特别行政区/ 台湾省等地区通报确诊病例分别为 1,197/ 46/ 447 例。过去几日，我国单日新增病例数目已呈现出下降趋势且新增病例大部分属于政府管理范围内病例，说明在政府精准防控下病毒感染并未进一步大幅扩散，疫情目前已得到较好的控制。张伯礼院士表示本次北京聚集性疫情扩散势头已经基本控制，估计患病人数到 7 月中下旬清零。另外，华山医院感染科主任张文宏指出，在疫情全球蔓延以及经济逐步重启的背景下，未来中国局部地区出现散发性病例，甚至于在局部的条件下面临一些疫情的反弹难以避免。

全球新冠肺炎疫情概况

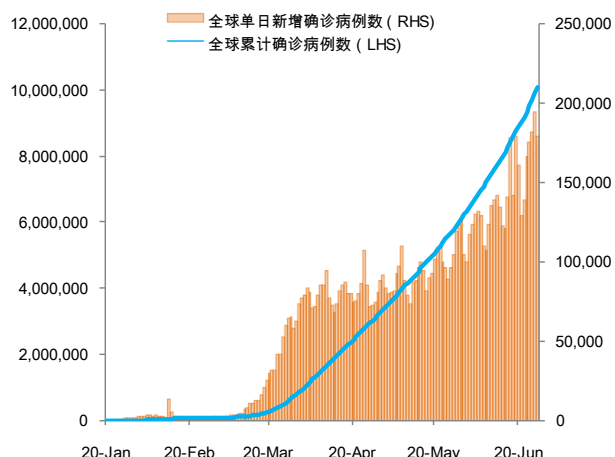
地区与国家	人口 ('000)	单日新增确诊病例				累计确诊病例				单日新增死亡人数		累计死亡人数		人口感染比例 (%)	死亡率 (%)	病死率 (%)
		最新 2020/6/27	占全球比例 (%)	近 7 日平均	近 14 日平均	近 21 日平均	近 28 日平均	最新 2020/6/27	占全球比例 (%)	最新 2020/6/27	占全球比例 (%)	最新 2020/6/27	占全球比例 (%)			
全球	7,594,696	180,264	100.0	161,269	150,053	142,411	136,183	9,653,996	100.0	6,886	100.0	491,148	100.0	1.27	0.06	5.1
美洲	1,001,647	106,867	59.3	93,283	84,162	79,115	75,646	4,816,794	49.9	5,134	74.6	238,762	48.6	4.81	0.24	4.96
巴西	209,469	39,483	21.9	35,710	30,378	29,199	28,210	1,228,114	12.7	1,141	16.6	51,752	10.5	5.86	0.25	4.21
美国	327,096	40,526	22.5	33,625	28,371	26,177	24,697	2,407,590	24.9	2,516	36.5	120,720	24.6	7.36	0.37	5.01
智利	18,729	4,296	2.4	4,567	7,322	6,708	6,169	263,360	2.7	165	2.4	4,640	0.9	14.06	0.25	1.76
墨西哥	126,191	6,104	3.4	5,357	4,927	4,632	4,341	202,951	2.1	736	10.7	22,621	4.6	1.61	0.18	11.15
秘鲁	31,989	3,913	2.2	3,459	3,844	4,067	4,529	268,602	2.8	175	2.5	8,220	1.7	8.40	0.26	3.06
哥伦比亚	49,661	3,486	1.9	2,912	2,528	2,166	1,973	80,599	0.8	163	2.4	2,324	0.5	1.62	0.05	2.88
阿根廷	44,361	2,606	1.4	2,135	1,792	1,536	1,348	52,457	0.5	43	0.6	1,059	0.2	1.18	0.02	2.02
洪都拉斯	9,588	795	0.4	661	550	452	379	15,366	0.2	9	0.1	388	0.1	1.60	0.04	2.52
玻利维亚	11,353	1,016	0.6	1,001	881	774	718	28,503	0.3	37	0.5	812	0.2	2.51	0.07	2.85
巴拿马	4,177	1,007	0.6	812	747	666	604	29,037	0.3	17	0.2	521	0.1	6.95	0.12	1.79
多米尼加	10,627	623	0.3	671	554	526	473	29,764	0.3	14	0.2	680	0.1	2.80	0.06	2.29
欧洲	926,911	19,580	10.9	18,576	18,630	18,561	18,493	2,639,851	27.3	641	9.3	196,189	39.9	2.85	0.21	7.43
俄罗斯	145,734	6,852	3.8	7,242	7,680	8,046	8,253	627,646	6.5	188	2.7	8,506	1.7	4.31	0.06	1.36
英国	67,142	1,380	0.8	1,078	1,172	1,240	1,362	309,364	3.2	184	2.7	42,931	8.7	4.61	0.64	13.88
土耳其	82,340	1,396	0.8	1,324	1,378	1,246	1,157	194,511	2.0	19	0.3	4,998	1.0	2.36	0.06	2.57

乌克兰	44,246	948	0.5	891	826	741	674	42,065	0.4	24	0.3	1,052	0.2	0.95	0.02	2.50
白俄罗斯	9,453	331	0.2	483	585	659	712	60,713	0.6	6	0.1	357	0.1	6.42	0.04	0.59
德国	83,124	687	0.4	587	516	455	430	193,243	2.0	6	0.1	8,915	1.8	2.32	0.11	4.61
哈萨克斯坦	18,320	569	0.3	506	434	372	355	20,319	0.2	11	0.2	134	0.0	1.11	0.01	0.66
阿塞拜疆	9,950	517	0.3	515	439	405	371	15,369	0.2	7	0.1	167	0.0	1.54	0.02	1.09
西班牙	46,693	0	0.0	333	335	330	334	247,905	2.6	0	0.0	28,328	5.8	5.31	0.61	11.43
亚美尼亚	2,952	662	0.4	600	565	550	535	23,909	0.2	10	0.1	385	0.1	8.10	0.13	1.61
罗马尼亚	19,506	411	0.2	328	307	266	240	25,697	0.3	14	0.2	1,539	0.3	1.32	0.08	5.99
波兰	37,922	276	0.2	297	344	380	366	33,395	0.3	17	0.2	1,382	0.3	0.88	0.04	4.14
葡萄牙	10,256	451	0.3	343	335	328	319	40,866	0.4	6	0.1	1,540	0.3	3.98	0.15	3.77
摩尔多瓦	4,052	323	0.2	317	335	311	281	15,776	0.2	13	0.2	491	0.1	3.89	0.12	3.11
意大利	60,627	255	0.1	279	261	259	275	239,961	2.5	30	0.4	34,658	7.1	3.96	0.57	14.44
法国	64,991	1,069	0.6	288	292	317	339	156,156	1.6	25	0.4	29,629	6.0	2.40	0.46	18.97
东地中海	699,019	18,745	10.4	18,264	19,188	19,107	18,441	1,006,279	10.4	500	7.3	22,964	4.7	1.44	0.03	2.28
巴基斯坦	212,228	3,138	1.7	3,888	4,748	4,995	4,730	198,883	2.1	73	1.1	3,777	0.8	0.94	0.02	1.90
沙特阿拉伯	33,703	3,938	2.2	3,469	3,903	3,754	3,315	174,577	1.8	46	0.7	1,348	0.3	5.18	0.04	0.77
伊朗	81,800	2,628	1.5	2,495	2,513	2,408	2,538	217,724	2.3	109	1.6	9,871	2.0	2.66	0.12	4.53
伊拉克	38,434	2,054	1.1	1,977	1,673	1,493	1,261	41,193	0.4	122	1.8	1,265	0.3	1.07	0.03	3.07
埃及	98,424	1,625	0.9	1,506	1,532	1,507	1,453	62,755	0.7	87	1.3	2,364	0.5	0.64	0.02	3.77
阿曼	4,829	1,132	0.6	1,195	1,069	998	936	36,034	0.4	9	0.1	139	0.0	7.46	0.03	0.39
卡塔尔	2,782	946	0.5	1,046	1,157	1,299	1,424	92,784	1.0	3	0.0	101	0.0	33.35	0.04	0.11
科威特	4,137	915	0.5	718	625	622	661	43,703	0.5	2	0.0	332	0.1	10.56	0.08	0.76
东南亚	1,982,238	24,263	13.5	21,453	19,365	17,804	16,370	710,455	7.4	488	7.1	20,139	4.1	0.36	0.01	2.83
印度	1,352,642	18,552	10.3	16,272	14,283	12,966	11,971	508,953	5.3	384	5.6	14,474	2.9	0.38	0.01	2.84
孟加拉	161,377	3,868	2.1	3,563	3,497	3,337	3,067	130,474	1.4	40	0.6	1,543	0.3	0.81	0.01	1.18
印度尼西亚	267,671	1,240	0.7	1,089	1,073	1,043	916	51,427	0.5	63	0.9	2,544	0.5	0.19	0.01	4.95
尼泊尔	28,096	593	0.3	497	478	421	370	11,755	0.1	1	0.0	24	0.0	0.42	0.00	0.21
非洲	1,063,740	9,350	5.2	8,510	7,632	6,740	6,114	268,102	2.8	109	1.6	5,673	1.2	0.25	0.01	2.12
南非	57,793	6,215	3.4	5,268	4,476	3,865	3,405	124,590	1.3	48	0.7	2,105	0.4	2.16	0.04	1.69
喀麦隆	25,216	0	0.0	279	275	248	256	12,592	0.1	0	0.0	305	0.1	0.50	0.01	2.42
加纳	29,767	361	0.2	376	356	317	294	15,834	0.2	8	0.1	92	0.0	0.53	0.00	0.58
尼日利亚	195,875	684	0.4	593	625	545	500	23,298	0.2	5	0.1	532	0.1	0.12	0.00	2.29
肯尼亚	51,393	149	0.1	166	159	146	135	5,533	0.1	5	0.1	128	0.0	0.11	0.00	2.31
西太平洋	1,921,140	1,459	0.8	1,183	1,076	1,083	1,119	211,774	2.2	14	0.2	7,408	1.5	0.11	0.00	3.50
菲律宾	106,651	1,004	0.6	802	663	640	623	34,073	0.4	12	0.2	1,189	0.2	0.32	0.01	3.49
新加坡	5,758	219	0.1	191	222	275	325	42,955	0.4	0	0.0	26	0.0	7.46	0.00	0.06
日本	127,202	100	0.1	71	65	57	53	18,297	0.2	2	0.0	962	0.2	0.14	0.01	5.26
澳大利亚	24,898	37	0.0	27	22	16	15	7,595	0.1	0	0.0	103	0.0	0.31	0.00	1.35
中国	1,435,651	24	0.0	29	36	26	22	85,172	0.9	0	0.0	4,647	0.9	0.06	0.00	5.46
韩国	51,172	51	0.0	40	43	44	43	12,653	0.1	0	0.0	281	0.1	0.25	0.01	2.22
马来西亚	31,528	6	0.0	10	15	16	31	8,606	0.1	0	0.0	121	0.0	0.27	0.00	1.41
新西兰	4,743	2	0.0	2	1	1	1	1,172	0.0	0	0.0	22	0.0	0.25	0.00	1.88
未定义	n.a.	0	0.0	0	0	0	0	741	0.0	0	0.0	13	0.0	n.a.	n.a.	1.75

资料来源：世界卫生组织。

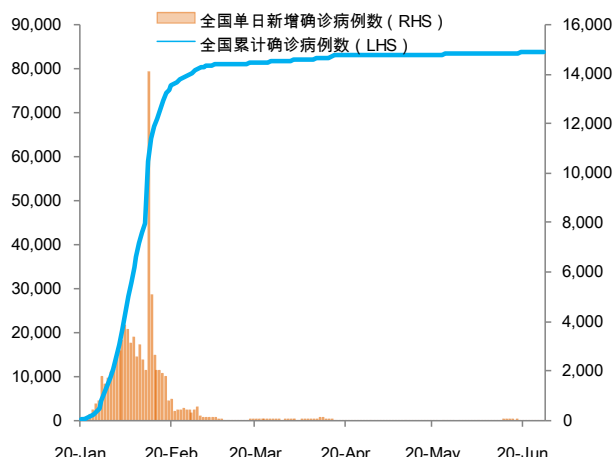
注：全球按照世界卫生组织标准分成六个区域，分别是：非洲区域、美洲区域、东南亚区域、欧洲区域、东地中海区域、西太平洋区域。

全球新冠肺炎累计确诊病例数及单日新增确诊病例数



资料来源: Wind、国泰君安国际。

中国新冠肺炎累计确诊病例数及单日新增确诊病例数



资料来源: 中国卫健委、国泰君安国际。

2.2 新冠病毒的特性

新冠病毒的特征概况

病毒特征	详情
传播途径	人传人, 包括直接传播, 即喷嚏、咳嗽、说话的飞沫, 呼出的气体近距离直接吸入导致的感染; 气溶胶传播, 即飞沫混合在空气中, 形成气溶胶, 吸入后导致感染; 以及接触传播, 即指飞沫沉积在物品表面, 接触污染手后, 再接触口腔、鼻腔、眼睛等粘膜, 导致感染。截至目前, 全球还没有发现因为蚊蝇等媒介生物导致人感染新冠病毒的病例。
传染能力	世界范围内多份学术研究表明新冠病毒的 R_0 值在没有干扰的情况下介于 2.0~3.0 之间, 也有研究认为它可高达 5.7。另外, 真实数据表明感染者在发病前 3 天已具备传染力。
潜伏期	1~14 天, 多数病例在 3~7 天, 但亦有长达多于 20 天。
易感人群	人群普遍易感。
主要症状	以发热、干咳、乏力为主要表现。少数患者伴有鼻塞、流涕、咽痛、肌痛、腹泻以及味觉与嗅觉改变等症状。重症患者多在发病一周后出现呼吸困难和/或低氧血症, 严重者可快速进展为急性呼吸窘迫综合征、脓毒症休克、难以纠正的代谢性酸中毒和出现凝血功能障碍及多器官功能衰竭等。
无症状感染者占比	世界卫生组织表示一些模型估计高达 40% 的新冠肺炎病例可能是由无症状感染者传播导致, 但有多少人感染新冠病毒却没有出现症状以及在无症状感染者中传染他人的人数占有多少比例这两个问题仍需研究。
病死率	截至 2020 年 6 月 27 日, 全球粗病死率为 5.1%。
致病机理	新冠病毒刺突蛋白 (S 蛋白) 可与人血管紧张素转换酶 2 (ACE2) 结合。ACE2 在几乎所有器官的内皮细胞和平滑肌细胞上均有表达, 而在肺部组织和小肠组织表达最为丰富。ACE2 在肺部的大量表达或可解释 2019 新型冠状病毒肺炎(COVID-19)中的肺部损伤。
基因突变	研究发现新冠病毒每约两代发生一次变异而该病毒世代间隔约为 7 天, 也就是说每半个月, 病毒将发生一次突变。世界卫生组织表示, 目前导致疾病严重性和免疫反应等关键部分尚未显示出变异。

资料来源: 世界卫生组织、中国卫健委、美国疾控中心、新英格兰医学期刊、柳叶刀期刊。

2.3 其他疾病状况统计数字

新冠病毒的传染能力较强而致死性不弱, 对卫生健康整体影响较深。据世界范围内多份学术研究, 新冠病毒的 R_0 值介于 2.0~3.0 之间, 要显著高于大部分在近年内发现的新型病毒以及已经普及的传染性疾病的病原体, 说明病毒的传染能力较强。新冠病毒的粗病死率在近年发现的新型病毒以及已经普及的传染性疾病的病原体中处于中间位置, 说明病毒的致死性并不弱。自新冠肺炎病毒于 2019 年 12 月被发现至 2020 年 6 月 27 日的半年时间中, 该病毒已经造成了全球共 49.1 万人死亡。目前, 部分专家认为截止 2020 年底, 新冠病毒将会造成超过 100 万人死亡, 也就是说新冠病毒的年死亡率预计将超过 13/10 万人。对比已经普及的传染性疾病的死亡率, 新冠肺炎对人类社会的影响确实比较大, 尽管它年致死人数与常见的非传染性疾病仍有一定距离。

新冠病毒与其他病毒和疾病的对比

	死亡人数	死亡率 (每 100,000 人)	病死率 (%)	R0
新病毒:				
新冠病毒/严重急性呼吸综合征冠状病毒 2 (SARS-CoV-2)	491,148	6.5	5.1	2.0-3.0
严重急性呼吸综合征冠状病毒 (SARS-CoV)	8,069	0.1	9.5	2.0-5.0
中东呼吸综合征冠状病毒 (MERS-CoV)	2,492	0.03	34.4	<1.0
埃博拉病毒 (2014-2016)	11,323	0.2	25.0-90.0	2.3
H1N1 病毒(2009)	19,449	0.3	0.02-0.4	1.2-1.6
传染性疾病:				
疟疾	445,000	6.1	0.2	<1.4
艾滋病	770,000	10.5	2.0	3.4
结核病	1,300,000	17.8	11.3	
肝炎 (乙肝+丙肝)	1,286,400	17.6	0.4	
流感	290,000-650,000	4.0-8.9	0.1	1.3
非传染性疾病:				
心血管疾病	17,920,000	245.5	4.2	n.a.
癌症	9,600,000	131.5	7.6	n.a.
慢性阻塞性肺病	3,170,000	43.4	1.3	n.a.
痴呆	2,100,000	28.8	4.2	n.a.
糖尿病	1,600,000	21.9	0.4	n.a.

资料来源: 世界卫生组织、联合国、美国心脏病学会杂志、新英格兰医学期刊、柳叶刀期刊。

注 1: 心血管疾病包括冠心病、脑血管疾病、外周动脉疾病、风湿性心脏病、先天性心脏病、深静脉血栓形成与肺栓塞。

注 2: 传染性疾病和非传染性疾病的死亡人数的数据为 2015 年, 埃博拉病毒的数据为 2014-2016 年以及 H1N1 的数据为 2009-2010 年, 而严重急性呼吸综合征冠状病毒 2 (新冠病毒)、严重急性呼吸综合征冠状病毒及中东呼吸综合征冠状病毒的死亡人数的则代表自疫情发生以来的数据。死亡人数的数据主要来源为世界卫生组织。

2.4 对病毒认识加深, 防控精准灵活提升

各地专家普遍认为病毒不会消失, 疫情将延续。6 月 23 日, 钟南山院士表示, 在“今冬明春”交际时, 预计新冠肺炎疫情仍不会消失, 但不会像第一波疫情出现这么大的爆发。我们认为有几个原因可以限制下一轮疫情的规模:

1) 有一部分人在第一轮疫情中已经获得免疫; 2) 目前, 大部分疫情已经得到有效控制的政府的防控措施仅为适度放松而并未取消; 3) 全球公共卫生基础设施正在升级而医疗物资产能以及核酸检测能力也在提高; 以及 4) 群众的卫生意识有了极大的提高。

世界卫生组织表示: 全世界只有一种办法可以摆脱这次大流行, 那就是通过科学。我们需要诊断制剂来检测和限制这种病毒的传播, 需要疫苗来提供长期保护, 需要治疗来在短期内拯救生命, 需要社会科学来理解行为和社会影响。众多专家包括华山医院感染科主任张文宏均认为, **对于遏制疫情的蔓延而言, 最终仍是要依靠疫苗的研发。**但倘若疫苗研发失败, 那疫情结束的方式将可能是: 1) 实现群体免疫, 全球约 60% 人口将感染新冠病毒; 2) 找到特效药, 降低病死率, 令新冠病毒的影响趋向流感; 3) 实施长期隔离; 以及 4) 病毒突然自我“失活”。

新冠疫苗有望在 2021 年开始量产。6 月 23 日, 世界卫生组织表示全球至少有 142 种新冠病毒疫苗正在研制; 其中 13 种候选疫苗正在接受临床评估, 129 种处于临床前研究阶段。世界卫生组织首席科学家苏米娅·斯瓦米纳坦表示, 中国有几个候选疫苗, 临床一期和二期试验结果显示希望。苏米娅·斯瓦米纳坦还表示, 今年年底前, 可能会出现一到两个成功的候选疫苗。另外, 世界卫生组织正和合作伙伴一起, 加快针对新冠病毒的疫苗开发、生产、和平等分配; 其目标是在 2021 年底之前, 为全球的高风险人群提供 20 亿剂安全有效的新冠病毒疫苗。目前, 就新冠疫苗产能方面, 我们已看到美国以及中国在加快建设之中。

全球新冠疫苗研究进展（节选）

项目名称	疫苗种类	研发方	临床状态	预计上市时间
mRNA-1273	mRNA 疫苗	美国 Moderna	2 期	
Ad5-nCoV	Ad5 腺病毒载体疫苗	中国军事科学院军事医学研究院生物工程研究所/ 康希诺生物/ 加拿大达尔豪斯大学	2 期	
Corona Vac	灭活疫苗	科兴中维	1/2 期完成	2021 年 6 月
未知	灭活疫苗	中国生物武汉所	3 期	2020 年底-2021 年初
未知	灭活疫苗	中国生物北京所	1/2 期完成	
BBIBP-CorV	灭活疫苗	中国医学科学院医学生物学研究所	1/2 期	
AdOx1 nCoV-19	腺病毒载体疫苗	英国 AstraZeneca/ 英国牛津大学	2/3 期	最早于 2020 年 9 月
BNT162	mRNA 疫苗	德国 BioNTech/ 美国 Pfizer/ 复星医药	1/2 期	
INO-4800	DNA 载体疫苗	美国 Inovio/ 北京艾棣维欣	1/2 期	
NVX-CoV2373	重组蛋白疫苗	美国 Novavax	1/2 期	
SCB-2019	重组蛋白疫苗	三叶草生物制药	1 期	

资料来源：世界卫生组织、公司公告、新闻。

注：统计数据截至 2020 年 6 月 27 日。

随着对新冠病毒的进一步了解以及防控经验的积累，防疫和经济平衡点或将逐渐更多偏向生活生产。新冠肺炎疫情是新中国成立以来（相信亦是全球不少国家近数十年）发生的传播速度最快、感染范围最广、防控难度最大的一次重大突发公共卫生事件。但幸运的是，随着对病毒特性进一步了解以及包括我国在内的许多其他国家的成功范例表明，通过隔离和治疗患者、发现和检测疑似病例、追踪和隔离接触者、保护卫生工作者、在社交中保持距离并于适当场合佩戴口罩则可以有效抑制病毒。未来，在特效药以及疫苗出现之前，通过技术手段及公共卫生体系的升级进化实现更精准的、更灵活而非一刀切的防控，并加快推动经济恢复相信或将是更多国家的重点任务。

三. 国内经济稳步复苏

3.1 上半年经济数据受疫情干扰

新冠肺炎疫情严重扰乱国内第一季度经济活动，两会将工作重点放在“六稳”、“六保”。2020 年第一季度实际国内生产总值（GDP）当季同比下降 6.8%，2019 年全年累计同比增长 6.1%，主要是新型冠状病毒疫情在国内 1 月份开始爆发，严重扰乱国内第一季度经济活动。第二产业受疫情冲击影响最大，其当季同比下降 9.6%（前值升 5.8%），拉动当季 GDP 同比下降 3.7 个百分点。第一和第三产业当季同比分别下降 3.2%（前值升 3.4%）和下降 5.2%（前值升 6.6%），拉动 GDP 同比分别下降 0.1 个百分点和下降 3.0 个百分点。按支出法来看，对当季 GDP 贡献率 64.1% 的最终消费支出拉动当季 GDP 同比下降 4.4 个百分点，资本形成总额和货物和服务进出口分别拉动 GDP 同比下降 1.5 个百分点和下降 1.0 个百分点。规模以上工业增加值累计同比增速在 2 月下降 13.5% 后，降幅持续收窄，1-5 月累计同比下降收窄至 2.8%。主要是在复工复产的背景下，对务工人员依赖较高的制造业快速恢复，带动工业增加值恢复。单月来看，5 月工业增加值同比上升 4.4%，但增速低于市场预期，且不及 2019 年同期同比增长 5.0% 的水平，表明经济在复工复产的推进中恢复，但仍面临压力。5 月 22 日，十三届全国人大三次会议在北京召开，国务院总理李克强作 2020 年《政府工作报告》。新冠肺炎的爆发给全球各国带来极大的挑战，《政府工作报告》中首次未设定 GDP 增速目标，而将工作重点放在“六稳”、“六保”方面，凸显出政策的底线思维。

防疫措施抑制经济活动，居民就业压力增大，物价指数疲弱。2020 年 1-6 月消费者物价指数（CPI）累计同比上涨 3.8%。CPI 由 1 月同比增长 5.4% 快速下降至 6 月同比增长 2.5%，主要是期内食品项 CPI 同比涨幅快速收窄导致。猪肉价格同比涨幅收缩是食品项 CPI 涨幅收窄的主要驱动因素，鲜果和蔬菜价格同比由升转跌也是拉低食品项 CPI 涨幅的因素。非食品项 CPI 涨幅下降主要是新冠疫情冲击消费需求和石油价格下跌所导致。生产者物价指数（PPI）1-6 月累计同比下降 1.9%，连续多个月处于通缩区间，且通缩情况有所加剧，主要是新冠疫情冲击全球经济，内外需求疲弱，石油等大宗商品价格下跌导致。劳动力市场方面，5 月城镇调查失业率为 5.9%，较 2019 年全年均值 5.15% 上升 0.75 个百分点。1-5 月城镇新增就业人数 460 万人，2019 年同期为 597 万人，就业情况

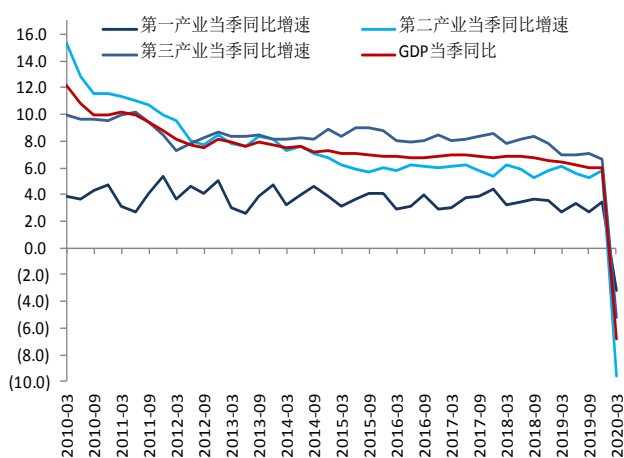
受停工抗疫等措施影响。面对新冠疫情带来的挑战，两会强调要优先稳就业保民生，目标城镇就业新增 900 万人以上，城镇调查失业率在 6% 左右，城镇登记失业率在 5.5% 左右，将 CPI 通胀目标设定为 3.5%。

疫情冲击内、外贸易。以美元计，1-5 月，外贸进出口累计总额 16,486 亿美元，同比下降 8.0%。出口方面，防疫物资和电子产品出口增速上升，支撑中国出口。出口 1-5 月累计金额 8,850 亿美元，同比下降 7.7%，较前值上升 1.3 个百分点。进口方面，疫情冲击海外产能，叠加原油等大宗商品价格下跌，中国进口复苏水平不及预期。1-5 月进口累计金额 7,636 亿美元，同比下降 8.2%，较前值下降 2.2 个百分点。1-5 月累计贸易顺差环比扩大 629 亿美元至 1,214 亿美元。2020 年一季度，实际全国居民人均可支配收入累计同比下降 3.9%，较 2019 全年增速下降 9.7 个百分点。全国居民实际人均消费支出累计同比下降 12.5%，较去年全年增速下降 18.0 个百分点。延长假期、居家隔离和封城等防疫措施降低居民的消费活动。随着疫情逐渐受到控制，1-5 月社会消费者零售累计同比降幅收窄至 13.5%，较 1-2 月疫情爆发时期收窄 7.0 个百分点。

基建投资是“稳增长”的重要切入点。固定资产投资（不含农户）1-5 月累计下降 6.3%，较 1-2 月最大跌幅 24.5% 恢复 18.2 个百分点，主要是受制造业投资所拖累。制造业投资 1-5 月累计同比下降 14.8%，较 1-2 月最大跌幅 31.5% 收窄 16.7 个百分点，修复节奏相对缓慢，主要是工业品价格持续回落，工业产能利用率下降，工业企业利润大幅收缩和库存水平较高，企业资本开支意愿与能力有限。1-5 月，工业企业利润总额累计同比下降 19.3%，产成品库存累计同比上升 9.0%。《政府工作报告》明确 2020 年将进一步让利实体经济，通过减税降费为市场主体减轻负担，提高企业利润。房地产开发投资 1-5 月累计同比增速较 1-2 月份最大跌幅收窄 16.0 个百分点至降 0.3%，土地成交价款上涨拉升房地产开发投资。基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）1-5 月累计同比下降 6.3%，较 1-2 月份累计增速提升 24.0 个百分点。《政府工作报告》提出将新增地方政府专项债限额提高至 3.75 万亿元，较 2019 年大幅提高 1.6 万亿元，首提“两新一重”。

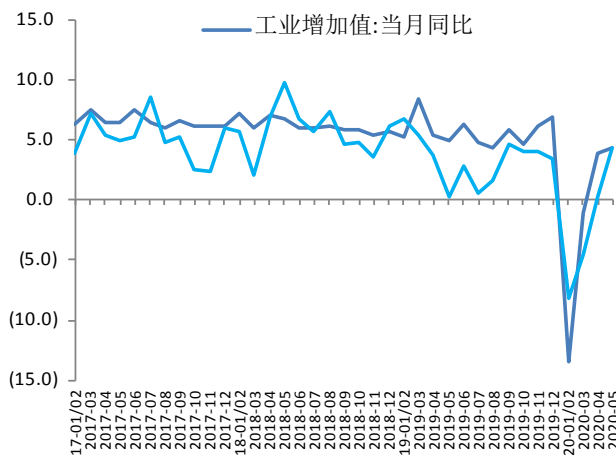
2020 年上半年社会融资规模增量超预期，市场流动性偏宽松。2020 年 1-5 月，新增社会融资规模累计 17.4 万亿元，较 2019 年同期多增 5.4 万亿元，主要是人民币贷款、企业债券和政府债券同比多增推动；社会融资存量达 268.39 万亿元，比 2019 年同期存量多 12.5%。1-5 月，新增人民币贷款累计 10.4 万亿元，较 2019 年同期多增 2.1 万亿元。年初至 5 月，M1 和 M2 当月同比增速呈上升趋势，5 月同比分别增长 6.8% 和 11.1%，增速较去年同期分别上升 3.4 个百分点和 2.6 个百分点。M2 同比增速上升主要是受“宽货币”推动，央行年初至今多次实施降准、降息。为降低社会融资成本，支持实体经济发展，央行于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，并在 4 月 15 日和 5 月 31 日再分别定向下降存款准备金率 0.5 个百分点。年初至今（6 月 30 日），7 天期、14 天期逆回购利率和中期借贷便利（MLF）均累计下降 30 个基点，分别为 2.20%、2.35% 和 2.95%。

中国 GDP 与三大产业季度同比增速 (%)



资料来源：中国统计局，国泰君安国际。

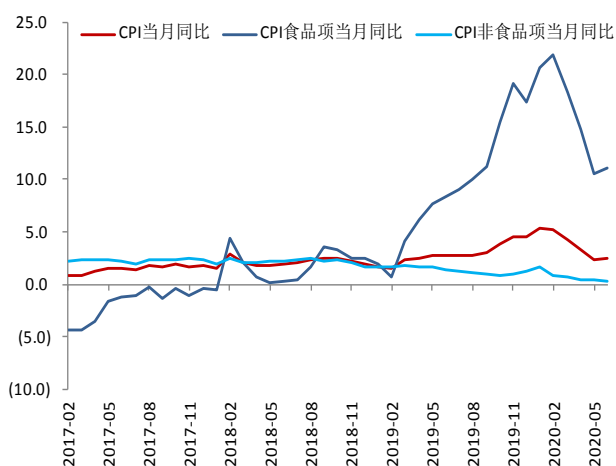
中国工业表现 (%)



资料来源：中国统计局，国泰君安国际。

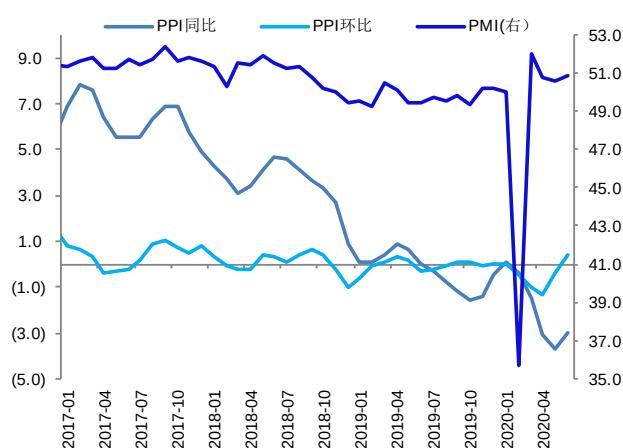
注：图中 2 月数值为 1-2 月的累计值。

消费者物价指数 (%)



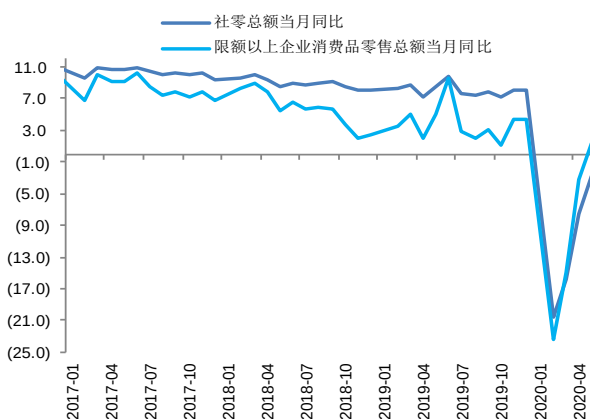
资料来源：中国统计局，国泰君安国际。

中国官方制造业 PMI 和 PPI (%)



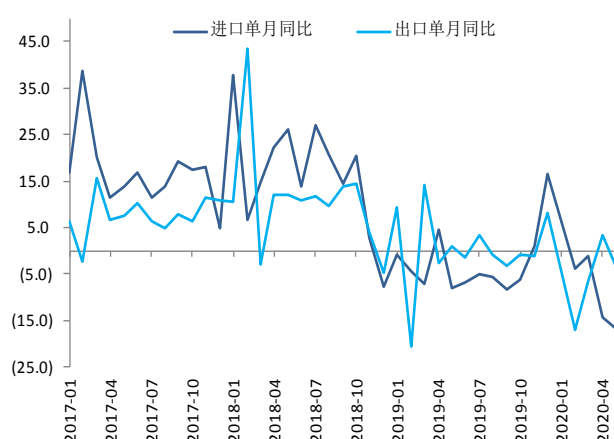
资料来源：中国统计局，国泰君安国际。

中国消费表现 (%)



资料来源：中国统计局，国泰君安国际。

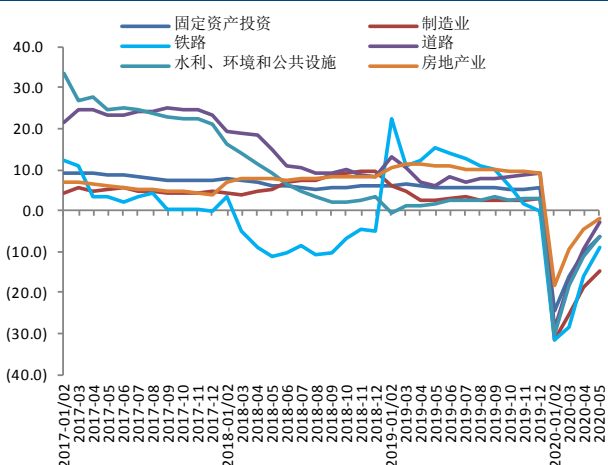
中国进出口同比增速 (%)



资料来源：中国海关总署，国泰君安国际。

注：图中2月数值为1-2月的累计值。

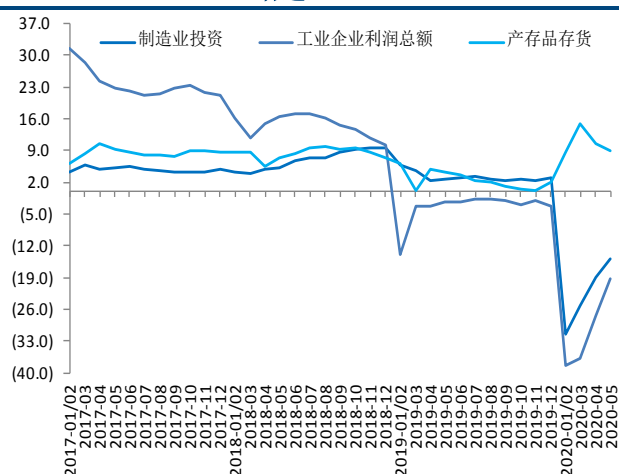
中国固定资产投资累计同比增速 (%)



资料来源：中国统计局，国泰君安国际。

注：图中2月数值为1-2月的累计值。

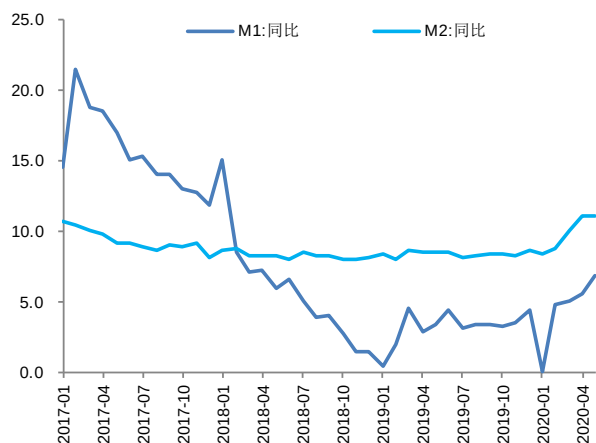
制造业投资、工业企业利润总额与产成品库存累计同比增速 (%)



资料来源：中国统计局，国泰君安国际。

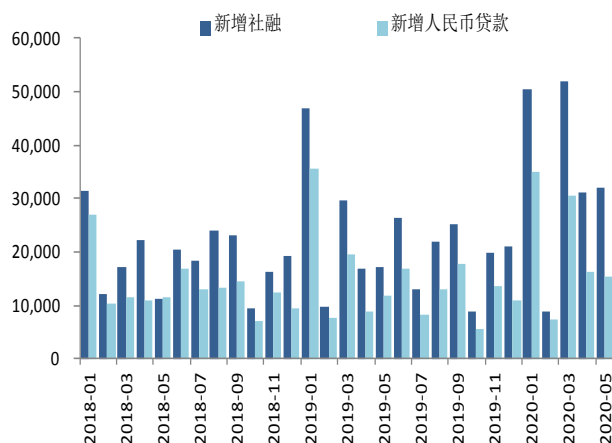
注：图中2月数值为1-2月的累计值。

中国货币供应增长 (%)



资料来源: 中国人民银行, 国泰君安国际。

中国信贷投放 (亿元人民币)



资料来源: 中国人民银行, 国泰君安国际。

2020 年上半年中国主要宏观经济数据同比增速(%)

指标/期间	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jan-May 2020/ Jan-Jun 2020
官方 PMI	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	n.a.
CPI	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	3.8
PPI	0.1	(0.4)	(1.5)	(3.1)	(3.7)	(3.0)	(1.9)
名义社会消费品零售总额	(20.5)		(15.8)	(7.5)	(2.8)	n.a.	(13.5)
实质社会消费品零售总额	(23.7)		(18.1)	(9.1)	(3.7)	n.a.	(15.9)
固定资产投资累计	(24.5)		(16.1)	(10.3)	(6.3)	n.a.	(6.3)
房地产开发投资累计	(16.3)		(7.7)	(3.3)	(0.3)	n.a.	(0.3)
房屋施工面积累计	2.9		2.6	2.5	2.3	n.a.	2.3
房屋新开工面积累计	(44.9)		(27.2)	(18.4)	(12.8)	n.a.	(12.8)
工业增加值	(13.5)		(1.1)	3.9	4.4	n.a.	(2.8)
出口, 美元值	(17.1)		(6.6)	3.4	(3.3)	n.a.	(7.7)
进口, 美元值	(3.9)		(1.0)	(14.2)	(16.7)	n.a.	(8.2)
出口 SA, 美元值	n.a.		(6.0)	2.2	(0.8)	n.a.	n.a.
进口 SA, 美元值	n.a.		(4.3)	(14.1)	(8.9)	n.a.	n.a.
发电量	(8.2)		(4.6)	0.3	4.3	n.a.	(3.1)
新增人民币贷款 (亿元)	34,924	7,202	30,390	16,239	15,502	n.a.	104,257
新增人民币贷款(yoy,%)	(2.1)	(5.7)	55.2	85.9	30.8	n.a.	24.9
M1	0.0	4.8	5.0	5.5	6.8	n.a.	n.a.
M2	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	n.a.	n.a.
社会融资规模增量 (亿元)	50,518	8,737	51,830	31,042	31,907	n.a.	174,034
社会融资规模增量 (yoy,%)	8.0	(9.6)	75.1	85.8	86.3	n.a.	45.2
GDP 单季度 (yoy)			(6.8)				(6.8)

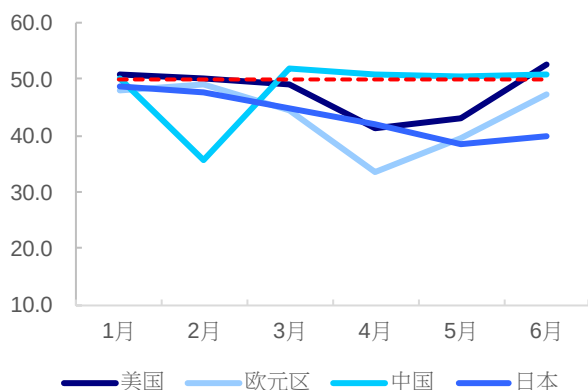
资料来源: 中国统计局、中国海关、国家能源局、中国人民银行、国泰君安国际。

注 1: 社零、固定资产投资、房地产投资、工业、发电量的 2 月份数字为 1-2 月累计值。

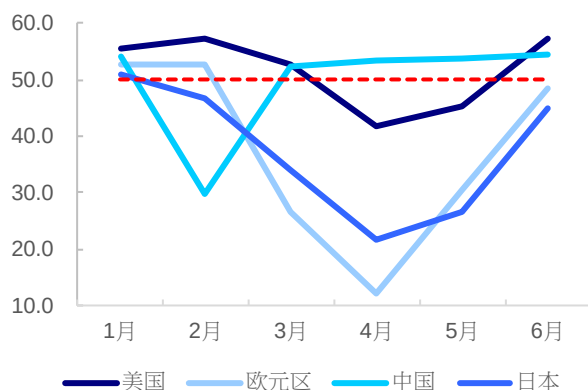
3.2 疫情对全球经济影响同样严重

新冠疫情对全球经济造成剧烈冲击，经济活动受各类封锁政策影响严重。新冠疫情在几个月内迅速扩散全球，累计造成超过一千万人感染。疫情短期内对全球近经济造成剧烈冲击。世界各国为控制疫情扩散纷纷采用各类封锁措施，对经济活动造成了显著的负面影响，供给与需求均遭受严重破坏。全球多个主要经济体的经济数据均出现大幅下滑。中国最先于1月底爆发疫情，疫情持续到2月底逐步得到控制。2月中国各项经济数据出现极值，当月制造业 PMI 跌至 35.7，非制造业 PMI 跌至 29.6，均创历史记录。中国一季度 GDP 同比降 6.8%，是几十年来的首次萎缩。欧美各国则在3月下旬爆发疫情。美国一季度实际 GDP 环比年化增速为-5.0%，同比为增 0.32%。欧元区一季度 GDP 环比下降 3.6%，同比下降 3.1%，创下 1995 年以来最大的季度跌幅。随着疫情发展，4 月份欧美各国的多项经济指标纷纷出现创纪录的下降。美国失业率在 4 月一个月内飙升 10% 至 14.7%，创大萧条时代以来的最高值。4 月全球制造业 PMI 降至 39.6，服务业 PMI 降至 23.7，均创有记录以来的最低值。随着疫情对供应链和服务贸易的冲击，联合国统计一季度全球贸易额环比下降 3%，预计二季度降幅将进一步扩大至 26.9%。同时，资本市场也遭受了前所未有的剧烈波动。全球股市在 3 月份大幅下跌，美股在 3 月经历了 10 天内四次熔断。而受需求暴跌及胀库的影响，WTI 5 月原油期货合约临近交割日历史首次收于负值。面对疫情冲击，全球各主要经济体均采用大规模的货币和财政政策刺激经济。

全球主要经济体上半年制造业 PMI



全球主要经济体上半年服务业 PMI

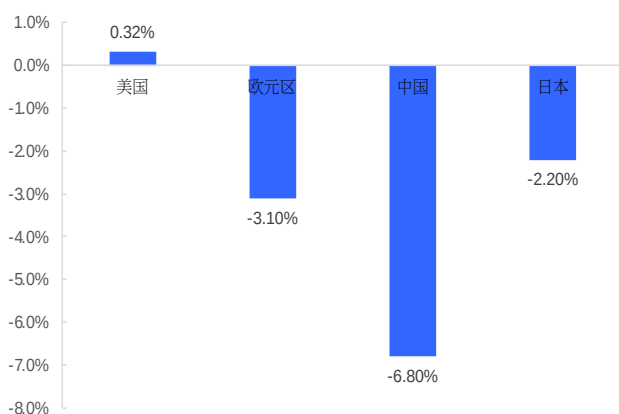


资料来源：Markit、ISM、国家统计局、国泰君安国际。

资料来源：Markit、ISM、国家统计局、国泰君安国际。

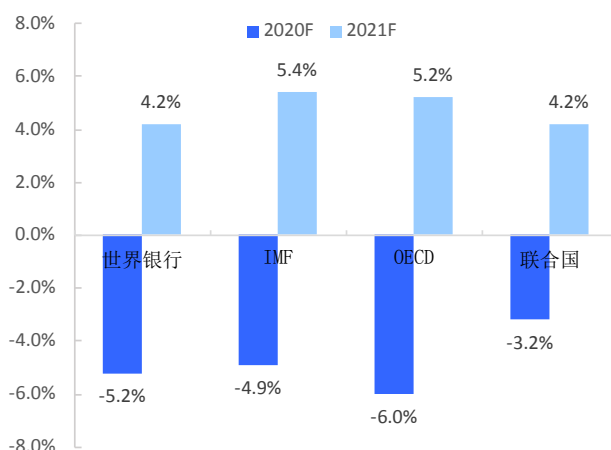
5 月以来世界各国纷纷重启经济，当前全球经济处于弱势复苏状态。5 月以来随着疫情有所好转，美国、欧盟、日本、印度等经济体陆续停止隔离措施重启经济。在货币和财政政策的刺激下，全球各个经济体的多项经济指标有所好转。5 月、6 月全球制造业和服务业 PMI 环比均有所回升，但仍然处于扩张线以下，显示当前全球经济复苏势头仍然较弱。美国受益于创纪录的刺激政策，5 月失业率回落至 13.3%，6 月继续回落至 11.1%。美国 5 月消费者支出增长 8.2%，增幅创历史记录。欧元区恢复则较为疲弱，5 月失业率继续维持在高位 7.4%。当前疫情的扩散仍未得到完全遏制，在美国、巴西、印度等地则出现了加速扩散的迹象。疫情对经济的影响将长期持续，生产和消费活动将在疫情的长期干扰下缓慢恢复。世界银行、IMF、OECD、联合国等多个世界组织最新发布的经济展望预测 2020 年全球经济将出现负增长，但依然对 2021 年经济前景保依然乐观。综合各个组织的预测，2020 年和 2021 年世界 GDP 增速将分别介乎-6.0%--3.0%及 3.4%-5.4%之间。

全球主要经济体一季度 GDP 增速同比



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

世界 GDP 年增长预测

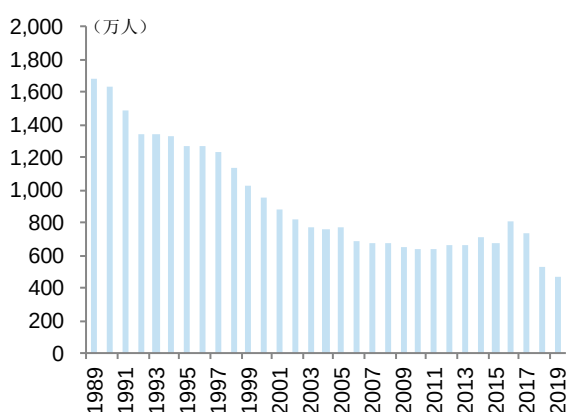


资料来源: 国泰君安国际根据各机构最新报告整理。

3.3 新增人口继续下滑, 就业面临较大压力

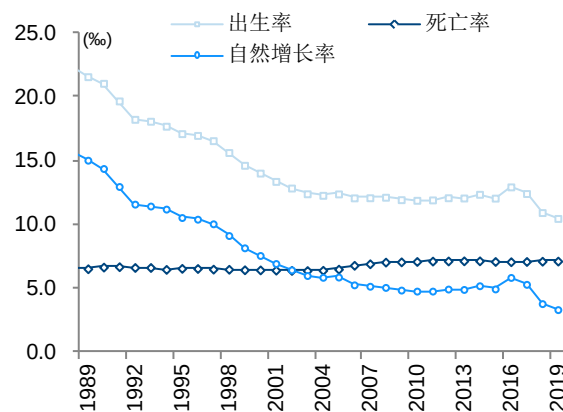
中国大陆总人口突破 14 亿人, 出生人口和出生率均连续第三年下滑。根据 2019 年统计公报, 中国大陆人口净增长 467 万人至 140,005 万人, 净增人口较 2018 年减少 63 万人。其中, 出生人口和出生率分别为 1,465 万人和 10.48‰, 均低于 2018 年 1,523 万人和 10.94‰。虽然出生人口和出生率连续第三年录得下降, 但是 2019 年这两项指标的下降幅度均有所收窄。中国统计局官员表示, 2019 年的出生人口中, 二孩及以上孩次的比例达到了 59.5%, 较 2018 年提高 2.1 个百分点, 说明全面放开二孩政策仍然起到了重要作用。考虑到二胎生育的较大占比, 2019 年的一胎生育率情况并不乐观。统计局认为导致出生人口和生育率持续下滑的原因应该是育龄妇女人数 (特别是生育旺盛年龄 (20-29 岁) 妇女人数) 的减少以及生育水平的下降。“全面两孩”政策实施四年来, 政策累积效应在前两年集中释放, 导致生育率呈现先升后降的现象。2018 年后, 生育进入政策调整后的平稳期。展望 2020 年, 由于影响生育的因素仍然存在, 我们认为出生人口和出生率的下滑趋势将会持续。此外, 我们认为新冠疫情对于生育的负面影响预计将在 2020 年年末和 2021 年年初逐步显现。

中国当年新增人口



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

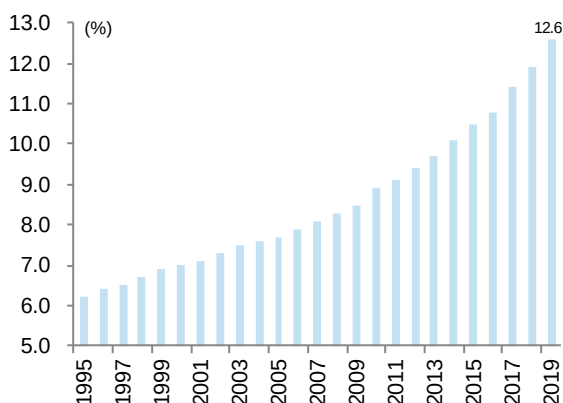
中国人口出生率、自然增长率和死亡率



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

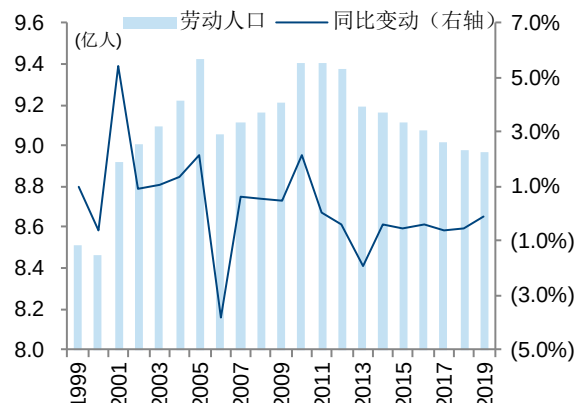
人口老龄化速度加快, 预计 2035 年中国老年人口将突破 3 亿大关。2019 年统计公报显示, 60 岁及以上人口增加 439 万人至 2.54 亿人, 占比上升 0.2 个百分点至 18.1%。其中, 65 岁人口同比增加 945 万至 17,603 万人, 占比上升 0.7 个百分点至 12.6%。统计局指出中国目前面临人口结构的变化, 同时也存在着老龄化的趋势。中国发展研究基金会的《中国发展报告 2020: 中国人口老龄化的发展趋势和政策》报告指出, 中国老年人口基数庞大, 增长速度快。65 岁及以上人口占比从 2000 年的 7% 上升至 2019 年的 12.6%。该比例在 2035 年将达到 22.3%, 老年人口数量将超 3 亿。在应对老龄化方面, 报告提出既要继续调整生育政策及鼓励生育, 又要探索老龄化社会下的经济增长动力。此外, 也有专家提出应建立适合国情的延迟退休年龄政策。

中国人口结构：65岁及以上占总人口比例



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

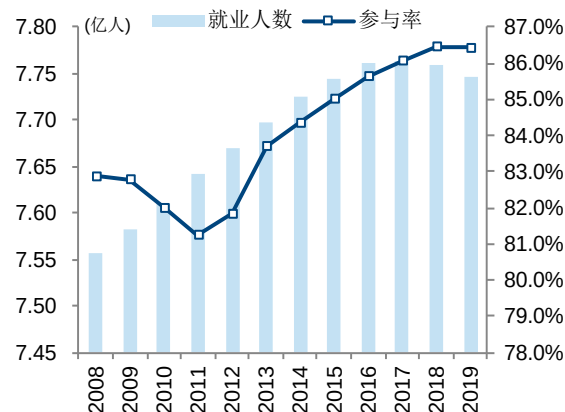
中国劳动年龄人口与同比变动



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

劳动年龄人口下继续下滑，疫情对就业造成的压力仍不容忽视。2019年统计公报显示劳动年龄人口（16岁-59岁）为8.96亿人，比2018年减少89万人，占比也相应下降0.3个百分点至64.0%。就业人员减少115万人至7.75亿人。农民工总量增加241万人至2.91亿人，继续保持增长趋势。虽然劳动年龄人口出现下滑，但是劳动年龄人口和就业人员的总量规模依旧较大。近年来，通过每年800万高校毕业生和400万的中专毕业生，劳动力市场可以获得高质量的劳动，为高质量发展和现代化建设提供保障。受到新冠疫情的影响，就业市场在2020年上半年面临较大压力。虽然全国城镇调查失业率从2月的6.2%恢复至5月的5.9%，但是仍然高于2019年同期的5.0%。统计局指出，疫情导致的企业经营困难和吸收就业减少使得就业总量压力较大。同时，就业不充分现象也较为明显，在5月份约1.2%的就业人员处于在职未就业状态，高于往年正常水平。由于2020年高校毕业生规模达到创历史新高的874万，大学生失业率也可能继续上升。我们认为政府的稳就业和保就业政策有利于减轻疫情的负面影响，但是就业市场承压的情况将会继续存在。

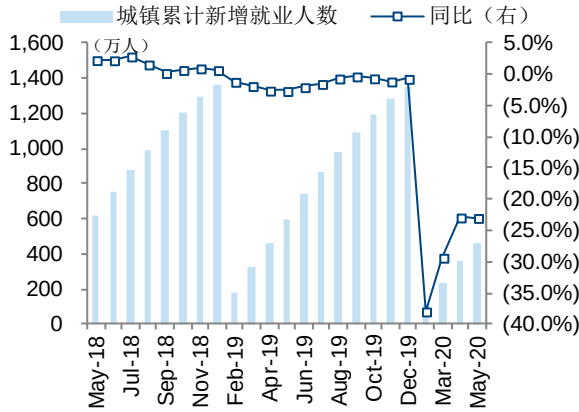
中国就业人口总数及参与率



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

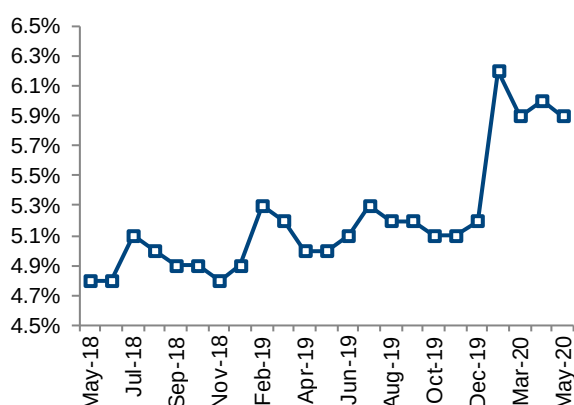
注：参与率=就业人数/劳动年龄人口总数。

中国月度城镇新增就业人数



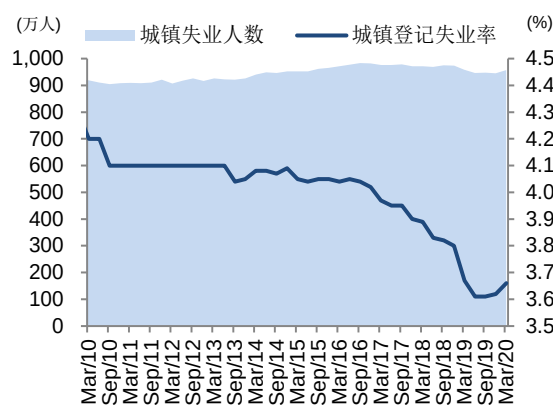
资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

全国城镇调查失业率



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

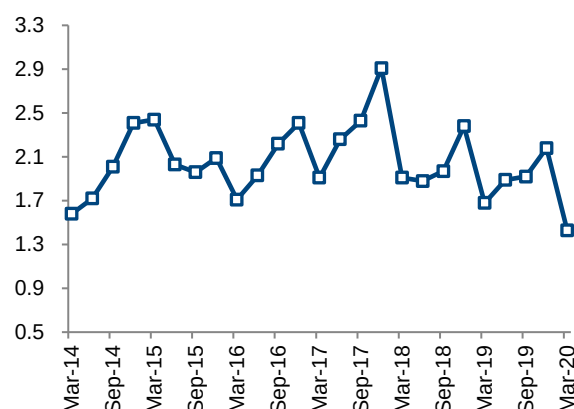
全国城镇登记失业率



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

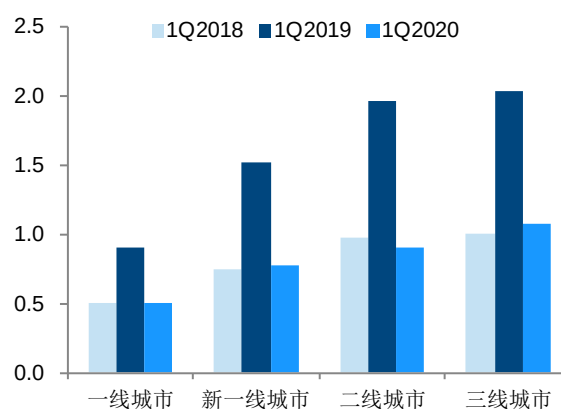
疫情冲击市场，2020 年第一季度就业市场景气度大幅下行。根据中国就业研究所的《2020 年第一季度中国就业市场景气度报告》，2020 年第一季度的 CIER 指数从去年四季度的 2.18 大幅下降至 1.43，其中 3 月份更降至 1.02 的历史低位。同比方面，第一季度招聘需求人数和求职申请人数均同时减少。导致 CIER 指数大幅下降的原因是新冠疫情以及季节性因素的影响。从行业来看，教育/培训/院校行业排名升至首位，中介服务行业降至第二，保险、专业服务/咨询和互联网/电子商务等行业就业景气也仍较好。从城市等级来看，一线和新一线城市招聘需求人数和求职申请人数降幅都相对较大，二线和三线城市供求变化则相对较小。就业形势较好的城市主要仍是长三角、珠三角和东部沿海地区的二三线城市，一线和新一线城市就业仍较差。从企业规模来看，大型企业 CIER 指数相对较高，中小微型企业 CIER 指数相对较低。2020 年第一季度各类规模企业 CIER 指数环比均有所下降；大型和中型企业 CIER 指数同比下降，小型和微型企业则基本保持去年同期水平。中国就业研究所预计 2020 年第二季度 CIER 指数将高于第一季度，但低于去年同期水平。由于国外疫情发展趋势不容乐观，料将拖累全球经济，进而对中国就业市场产生负面影响，2020 年第二季度的就业形势存在很大的不确定性，就业景气程度可能弱于其模型预测结果。

中国就业市场景气指数



资料来源：中国就业研究所、国泰君安国际。

分城市的就业市场景气指数



资料来源：中国就业研究所、国泰君安国际。

3.4 2020 年下半年固定资产投资增速将持续回升

2020 年 1-5 月全国固定资产投资同比跌 6.3%，较预期低 0.3 个百分点。据中国统计局的数据显示，2020 年 1-5 月全国固定资产投资额(不含农户)为 199,194 亿元(人民币,下同)，同比跌 6.3%，较预期低 0.3 个百分点。单以 5 月计增速为 3.9%，较 4 月增速提高 3.1 个百分点，今年以来连续两个月单月增速为正。分行业看，1-5 月制造业投资增速为-14.8%，较 1-4 月的降幅收窄 4.0 个百分点；房地产开发投资增速为-0.3%，较 1-4 月的降幅收窄 3.0 个百分点；基建投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)的增速为-6.3%，较 1-4 月的降幅收窄 5.5 个百分点。基建投资细分行业中，1-5 月水利、环境和公共设施管理业投资增速为-6.5%，较 1-4 月的降幅收窄 4.7 个百

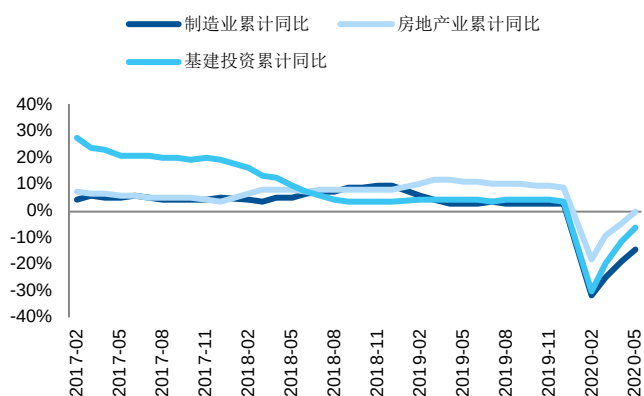
分点；交通运输、仓储和邮政业投资增速为-6.1%，较1-4月的降幅收窄6.0个百分点至。数据显示整体投资增速虽在回升，但除了房地产投资增速反弹力度较大外，其他投资增回升力度仍弱于预期。

我们预计2020年制造业投资额将与2019年持平。据中国统计局的数据显示，1-5月民间投资增速为-9.6%，同比下降14.9个百分点，但跌幅已较1-4月的-13.3%收窄3.7个百分点。在各行业中，制造业占整体民间投资额的比例较高。1-5月制造业投资增速为-14.8%，降幅高于整体民间投资的-9.6%。我们认为制造业投资增速的低迷是造成民间投资下滑最主要的原因。制造业投资主要受库存周期、进出口贸易增速，以及工业产能利用率等因素影响。我们观察到工业企业产成品存货的同比增速于2019年11月达到0.3%后逐步回升，反映三年一次的库存周期低点已经出现（对上一个低点为2016年6月的-1.9%）。由于制造业投资短周期与工业成品库存周期高度同步（一般相差仅2至3个月），我们原预计2020年的制造业投资应将回升。但受新冠疫情影响，2020年第1季度工业产能利用率仅为67.3%，远低于2019年同期的75.9%，部份缓解了产能的压力；此外，大量原本预计于1季度进行的投资工程延至4月中才重新开展，对2020年整体投资计划造成严重滞后；另一方面，2020年1-5月进出口贸易同比增速为-8.0%，远差于去年同期的-1.3%，主要由于国外疫情严重而导致外部需求显著减少影响。由于国外疫情仍未有非常显著的改善，预计2020年整体进出口贸易增速将低于预期，在利润减少的情况下将对制造业主的投资能力造成实质打击；加上美国威胁要将部份产业链搬出中国以及阻拦部份企业加大在华投资，亦将减低制造业主加大资本开支的信心。我们认为即使在存货周期已见底并开始回升，但制造业投资受中美贸易战及疫情的双重打击，2020年投资增速将差于预期。我们预计2020年制造业投资将最多与2019年持平。

我们预计2020年房地产投资增速将可达5%。据中国统计局的数据显示，2020年1-5月全国房地产开发投资达45,920亿元，同比降0.3%，降幅较1-4月的-3.3%收窄3.0个百分点。在供给端方面，1-5月房地产开发企业房屋施工面积762,928万平方米，同比增2.3%，增速比1-4月回落0.2个百分点；房屋新开工面积则为69,533万平方米，下降12.8%，降幅比1-4月收窄5.6个百分点。在需求端方面，1-5月全国商品房销售额及销售面积增速分别为-10.6%及-12.3%，降幅比1-4月份分别收窄8.0及7.0个百分点，皆为自1-2月跌幅超过35%的连续3个月的回升，反映在供应小幅回升的同时，需求以更快的速度恢复。此外，1-5月全国房地产开发企业到位资金同比下降6.1%，降幅比1-4月收窄4.3个百分点；5月份房地产开发景气指数则为99.35，环比提高0.49点，自2月下跌至97.42以来的已连续3个月上升。作为综合反映全国房价的重要指标，5月份70大中城市新建商品住宅销售价格指数按年升4.9%，虽低于4月时的5.2%升幅，但自2020年以来一直维持正数，而5月新房和二手房价格环比上涨城市数量已经连续3个月提升，至5月份新房价格环比上涨城市达57个，二手房价格环比上涨城市41个，反映楼市持续回暖。虽然2020年政府工作报告重申“房住不炒”的地位，但在经济下行压力加大的情况下，房地产作为稳定经济增长的重要动力仍将被倚重。加上人民银行今年以来多次减息降准，对楼市将构成有力支持，2020年房地产投资维持较快增长将是大概率的事件。我们预计即使在2019年房地产投资增速略超预期的情况下，2020年的投资仍将维持较快增长，预计可达5%。

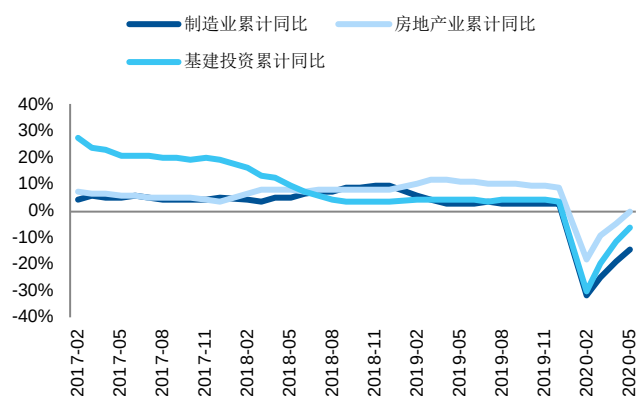
我们预计2020年基建投资增速预测可达4%。据中国统计局的数据，2020年1-5月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速为-6.3%，降幅较1-4月的-11.8%收窄5.5个百分点。数据反映在经历1季度的疫情严重打击后，基建投资增速正稳步回升。财政部于6月中旬完成发行1万亿元特别国债，并将其中的7,000亿元用于基建投资；国务院总理李克强于5月22日发表的“2020年政府报告”中提到多项支持基建投资的政策，包括将提高今年专项债发行规模至3.75万亿元，并将重点支持新基建、新型城镇化及重大工程等“两新一重”的投资，及罕有地向铁路投资注入1,000亿元的资本金等。我们认为短期看这些财税支持政策将为基建投资增速构成重要托底。此外，中国证监会及发改委等于4月30日发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，将有利于盘活存量资产，并将回收资金用于新的基础设施和公用事业项目建设，为基建投资项目提供新的资金来源。而国务院于5月17日发布“关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见”则提及，规划到2035年西部地区基础设施通达程度与东部地区大体相当等目标，并将强化基础设施规划建设、强化开放大通道建设、及加大地方政府债券对基础设施建设及财税政策的支持力度。从长期看，这些政策及规划将对基建投资形成长期的拉动。加上2020年为“十三五”规划的收官之年，在中美贸易战及疫情的影响下经济下行压力加大，基建投资在稳经济的角色必然更为重要。我们预计2020年上半年基建投资增速为-3%，假设下半年基建投资增速加快至5%-10%，对应2020年全年基建投资增速为1.5%-4.3%。由于4月开始基建项目基本全面复工，加上政府支持力度持续加大，我们认为全年基建投资增速更有可能接近预测的上限。因此，我们预计2020年基建投资增速可达4%。

图 1: 固定资产及民间固定资产投资



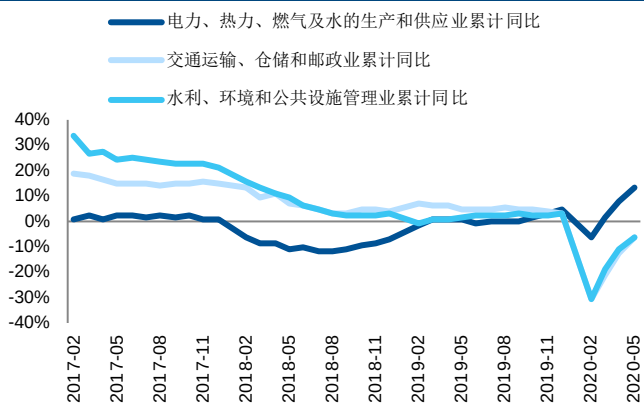
资料来源：中国统计局。

图 2: 基建、制造业及房地产固定资产投资增速



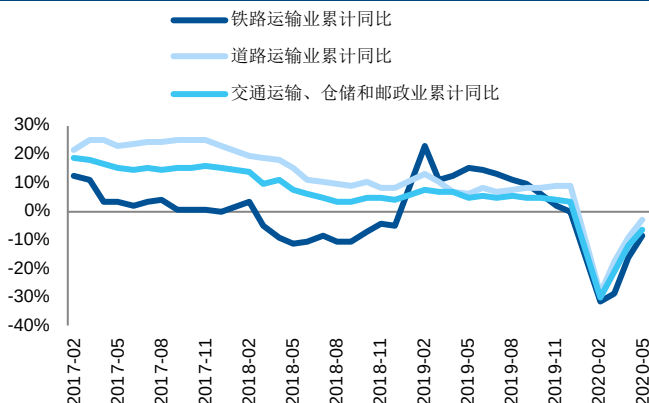
资料来源：中国统计局。

图 3: 基建分部固定资产投资增速



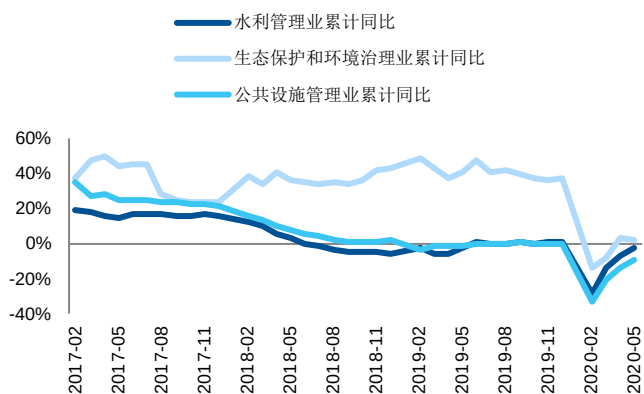
资料来源：中国统计局。

图 4: 交通分部固定资产投资增速



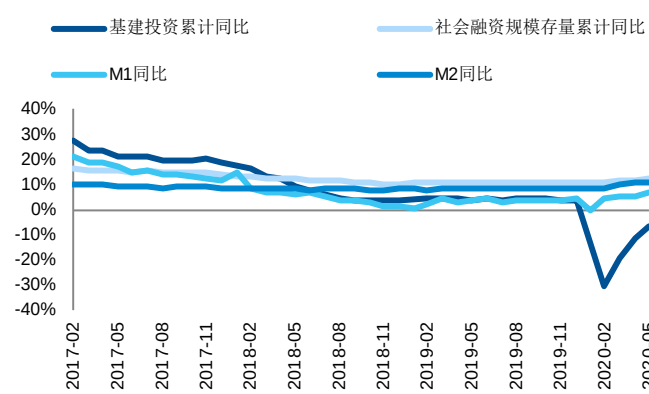
资料来源：中国统计局。

图 5: 水利、环境和公共设施管理固定资产投资增速



资料来源：中国统计局。

图 6: 基建投资与货币及社融增速对比



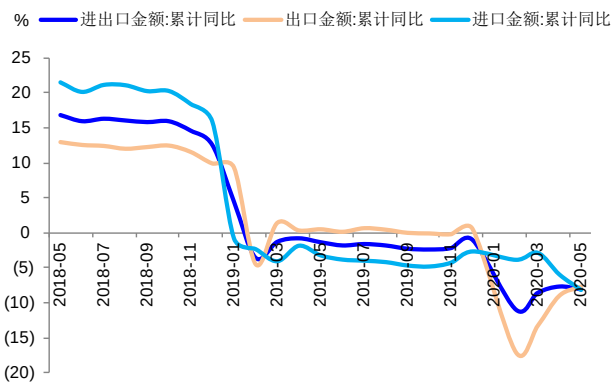
资料来源：中国统计局，中国人民银行。

我们预计 2020 年全国固定资产投资增速可达 3.8%。即使预计制造业投资增速在库存周期见底后应逐步回升，但在工程受疫情影响延期、行业信心转弱等因素影响下，我们预计 2020 年制造业投资额最多与 2019 年持平，即增速为 0%。此外，我们预计 2020 年房地产行业在市场供需相对健康，以及经济维稳压力加大的情况下，投资增速至少可达到 5%。最后，我们预计基建投资进度虽在第 1 季度受疫情影响而有所阻延，但在中央连续推出大量有利于基建投资的政策以及货币政策适度放松的情况下，全年增速预计可回升至 4%。假设其他项目的增速能达到 5%，我们预计 2020 年全国固定资产投资增速可达 3.8%。

3.5 疫情后内需稳健，但出口压力仍待释放

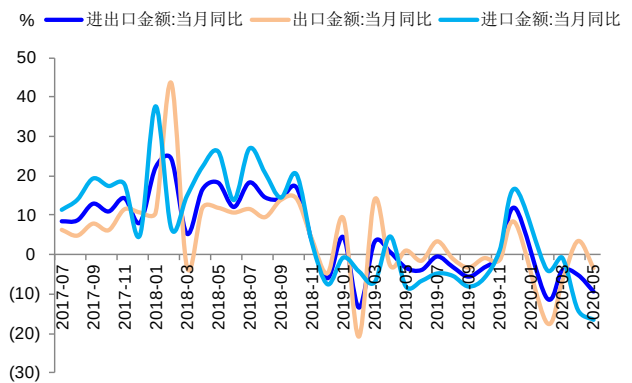
疫情对进出口拖累仍待释放。2020年1-5月，中国外贸基本面由于新冠疫情的爆发受挫明显。以美元计，中国进出口同比下降8.0%至16,486.2亿美元，其中出口同比减少7.7%，进口同比减少8.2%。其中2020年1-2月，由于新冠病毒在中国的爆发，工厂停工和交通限制对外贸造成显著打击。中国进出口在1-2月同比骤降10.9%，其中出口降17.1%。随疫情在中国受控，工厂产能恢复使得中国出口降幅出现缓和。但3月后随疫情全球扩散趋势加重，海外供给端和需求端同时受压，拖累中国进口及出口恢复进度。进入5月份，海外各国陆续复工，但由于疫情仍未有效受控，我们认为海外工业产能恢复可能受限，不利于中国进口的恢复。根据世界贸易组织在4月给出的预测，由于新冠疫情的大流行，2020年全球商品贸易将出现13%至32%的跌幅。从制造业PMI上看，欧元区，美国和日本2020年3-6月均处收缩区间，外需表现疲惫。区别于中国，由于海外疫情仍未出现显著缓解，我们认为总体上中国进出口仍将在第三季度承压。

中国累计进出口额同比（按美元计）



资料来源：海关总署。

中国月度进出口额同比（按美元计）

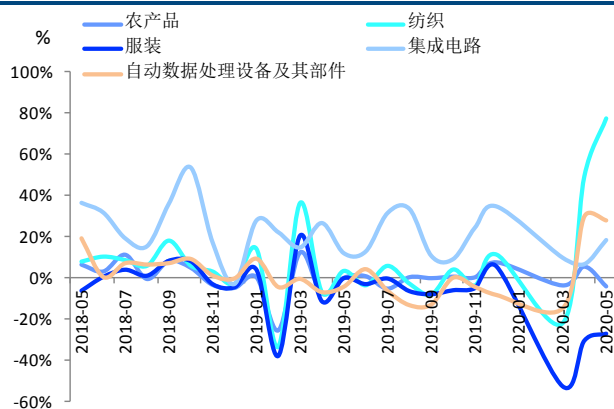


资料来源：海关总署。

进入4月后中国出口明显好转，但下行压力仍未完全释放。随着疫情受控，中国进入积极复工复产阶段，受产能快速恢复和前期积压订单的影响，叠加海外疫情促使医疗物资的出口，中国出口额（以美元计）在4月和5月分别同比增长3.5%和下降3.3%。对比第一季度双位数的同比跌幅明显好转。2020年5月，从出口商品结构上看，纺织品、自动数据处理设备和集成电路为重要拉动要素。其中，海外疫情大流行下，中国医疗物资出口同比快速攀升。在口罩和防护服等出口拉动下，纺织品出口在2020年5月同比骤增77.3%至206.5亿美元，拉动出口约4.2个百分点。自动数据处理设备及其部件自4月同比恢复正增长，5月出口额同比上升28.2%。随着积压订单的消耗，自动数据处理设备及其部件出口同比增长预计回落。另外，集成电路出口在疫情期间保持正增长，但增速略有放缓，1-5月累计同比上升10.9%，其中5月同比上升18.7%。展望未来，在海外疫情仍未有效受控和前期积压订单不断消耗的情况下，我们认为外需将持续在第三季度承压，中国出口的下行压力仍未完全释放。然而海外疫情仍未得到有效控制，预计对中国医疗物资需求仍存，我们认为中国医疗物资出口将在未来几个月保持强劲同比增长，进而部分支撑中国出口。

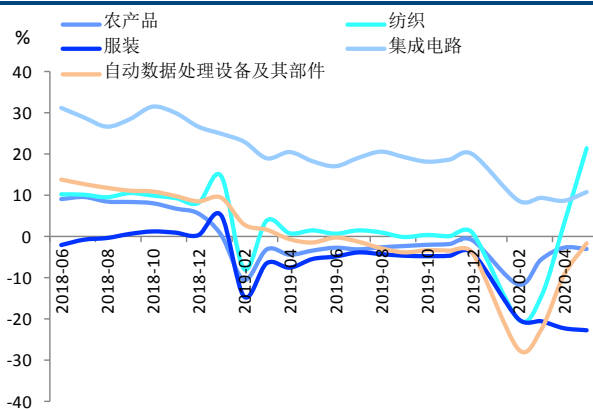
出口结构转型仍将继续，高端精细化制造或成中国出口拉动主要动力。随着劳动力成本的上升，劳动密集型商品出口增长预计进入瓶颈期。如纺织、服装及鞋类等劳动密集型商品由于涉及供应链较短、技术要求偏低等特性，具备产业向低劳动力成本国家转移的条件。2020年6月8日，越欧自贸协议的通过预计加强欧盟和越南外贸关系。协议生效后，越南对欧盟出口商品的70%以上税目被取消，并将在后续7年内提升至99%。这将使得越南有望承接更多的中国低端制造如衣服，玩具等对欧盟的出口，但是我们认为由于该协议在商议时期部分低端制造已陆续迁移至越南，协议的签订不会造成中国进出口的剧烈波动。而对于资本密集型和技术密集型制造的出口，中国仍具备优势，我们认为外贸格局的变化将推动和倒逼中国出口结构由低端、低附加值商品向高端、高附加值商品转移加速。

主要出口货品出口额当月同比（按美元计）



资料来源：海关总署。

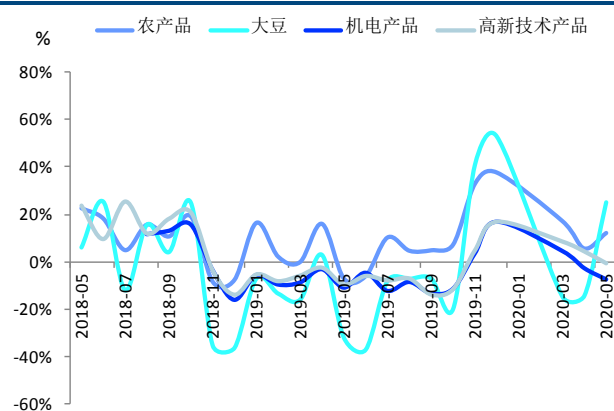
主要出口货品类型出口额累计同比（按美元计）



资料来源：海关总署。

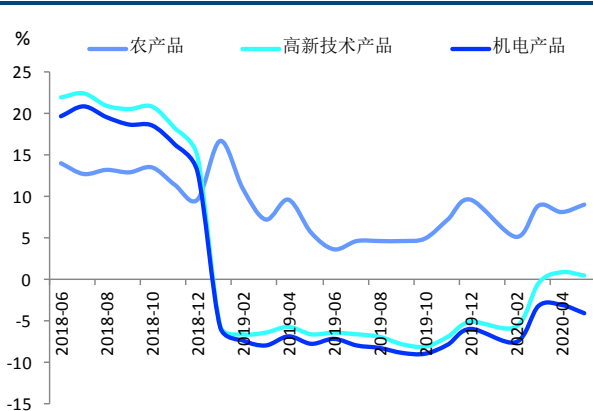
由于原材料及原油价格影响，中国进口自4月出现双位数下滑。2020年1-5月，中国进口同比下降8.2%至7,636.3亿美元。其中，虽受疫情影响，1-3月进口额仅出现单位数同比微跌。但受大宗原材料及原油价格下挫影响，2020年4月和5月进口额同比分别下滑14.2%和16.7%。从主要商品类型上看，2020年1-5月，农产品进口保持较高增速，累计同比增长9.0%至655.8亿美元，5月同比上升12.2%，其中大豆5月同比上升25.0%。高新技术产品进口1-5月累计同比上升0.5%，其中5月同比减少0.7%。机电产品1-5月累计进口同比减少4.1%，5月同比下跌7.5%。另外，铁矿砂进口需求保持强劲，1-5月同比上升8.6%，5月由于价格因素同比下滑2.0%。原油进口额1-5月同比减少19.6%，主要受原油价格影响，5月同比减少55.1%。鉴于中国疫情后内需恢复强劲，加之“新基建”对进口的拉动，随着大宗原材料和原油价格的回升，中国进口额同比有望回暖。

主要进口货物类型进口额当月同比（按美元计）



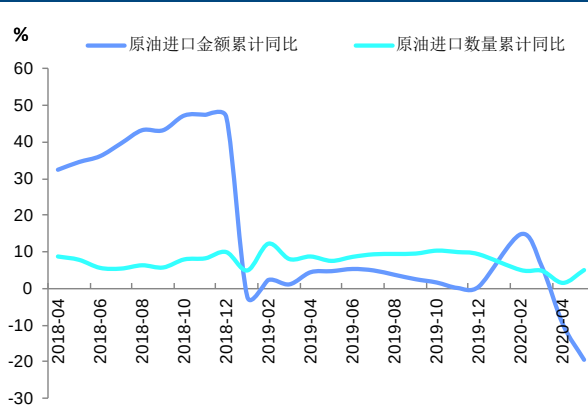
资料来源：海关总署。

主要进口货物类型进口额累计同比（按美元计）



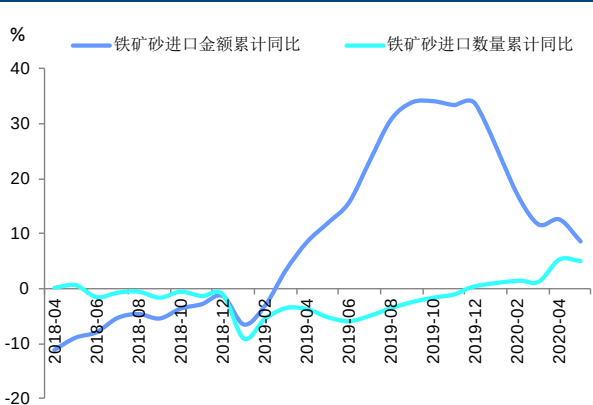
资料来源：海关总署。

原油进口数量及金额累计同比（按美元计）



资料来源：海关总署。

铁矿砂进口数量及金额累计同比（按美元计）

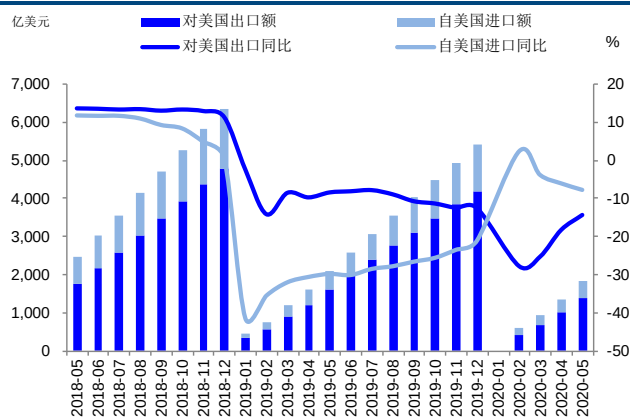


资料来源：海关总署。

受疫情影响，“两头在外”的进料加工贸易受压可能更为明显。作为全球制造产业链中的重要一环，中国进料加工进出口贸易在外贸中占据重要地位。2020年5月，中国进料加工进口额同比减少15.1%至220.7亿美元，进料加工出口额同比下降6.5%至500.7亿美元。我们认为，受疫情影响，海外上游产业链受阻是进料加工贸易减少的主要原因。进料加工贸易需求端和供给端同时受海外疫情挤压，疫情下存在较大不确定性。原材料、设备及零配件等半成品的供应如出现困难，将同时对加工成品的出口造成压力。

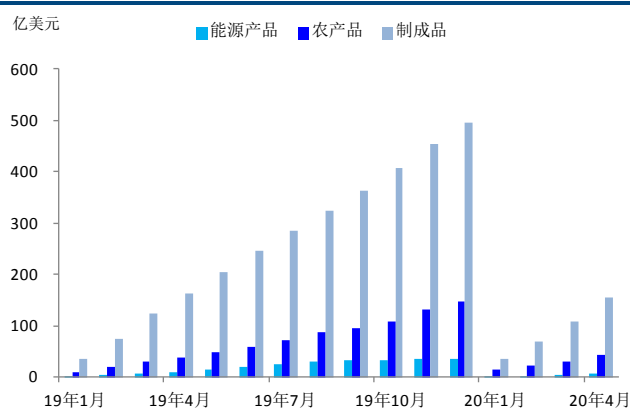
中美第一阶段贸易执行低于预期，后期落实有望拉动中国进口。根据中美第一阶段贸易协议，2020年中国在制成品、农产品和能源产品上的采购应分别在2017年的基础上增加329亿美元、125亿美元和185亿美元。根据我们测算，2020年中国在制成品、农产品及能源产品的采购据协议应相应达到831亿美元，334亿美元及262亿美元，对应同比增速要求分别为68.1%、125.7%及634.0%。根据USITC公布数据，截止2020年4月，美国对中国出口制成品、农产品及能源产品同比增长分别为-5.5%，14.1%及-9.2%。除农产品为正增长外，其余两大类别均出现负增长。我们认为疫情等不可抗力影响是协议执行的主要障碍。同时，2020年4月份，随着中国疫情受控，美国对中国在制成品、农产品及能源产品的出口上分别同比增长13.9%、62.7%和232.8%。我们认为中国内需稳健，虽受疫情影响中美第一阶段的执行存在阻力，但随疫情受控中美第一阶段贸易协议的执行将支撑中国进口增长。

中国对美国累计进出口额及同比



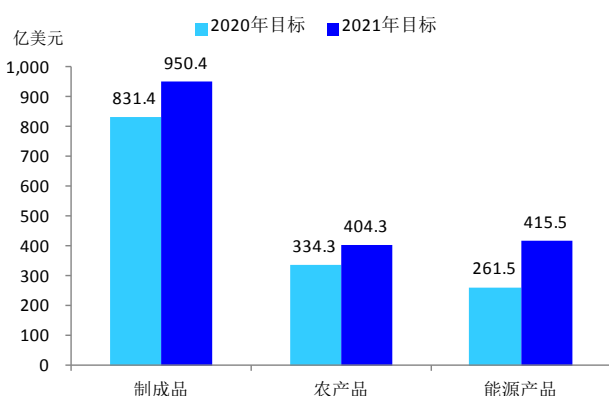
资料来源：中国海关。

中美第一阶段经贸协议对应商品类型累计进口额



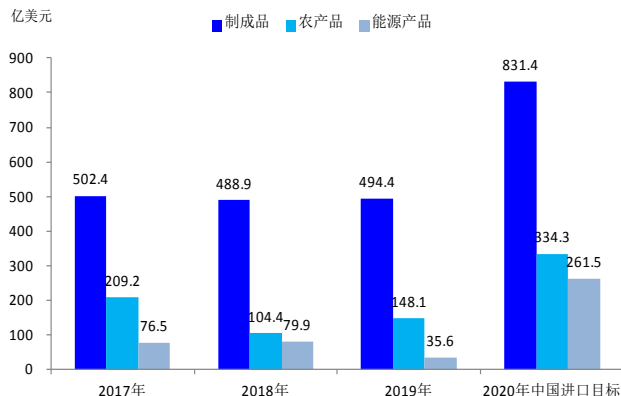
资料来源：USITC。

中美第一阶段经贸协议下具体采购目标额



资料来源：USITC。

中国自美国进口各部分商品额

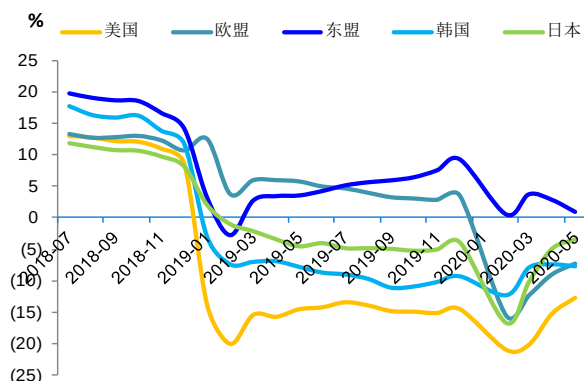


资料来源：USITC。

东盟成为第一大外贸伙伴。从地区结构上看，在疫情的干扰下，2020年1-5月中国对主要进出口地区外贸额存在不同程度下滑。截止5月份，中国对欧盟、美国、日本和韩国进出口额分别同比下挫7.3%、12.7%、3.4%和7.6%。但与东盟国家间外贸仍逆势保持上升趋势，同比保持0.9%的正增长。2020年截止5月，中国与东盟国家间外贸总额达2,424亿美元，占比中国进出口总额14.7%，同比上升1.3个百分点。东盟超越欧盟成为中国第一大贸易伙伴。其中，截止5月，越南占比与东盟外贸总额的27.8%，马来西亚、泰国和新加坡紧随其后。中国对东盟集成电路出口增速较高，我们认为随全球半导体产业链合作的加深，这一趋势有望持续。东盟对中国的初级产品及农产品出口已形成一定规模并持续增长。另外，从外部环境上看，欧洲和美国经济增速趋于放缓。随着中国和东

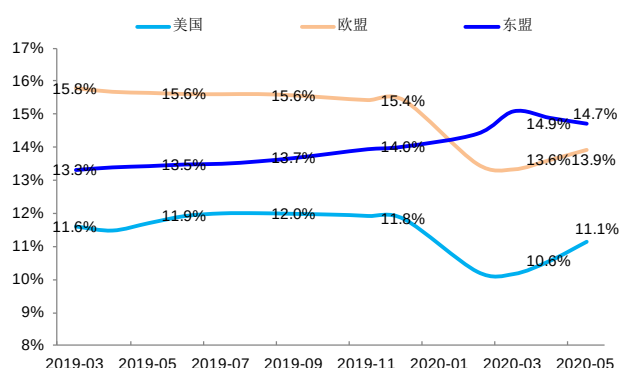
盟自贸区升级《协议书》的全面生效，我们认为中国对东盟出口和进口均存在较大增长空间，预计同比增长有望持续。

中国对主要贸易伙伴外贸额累计同比（按美元计）



资料来源：海关总署。

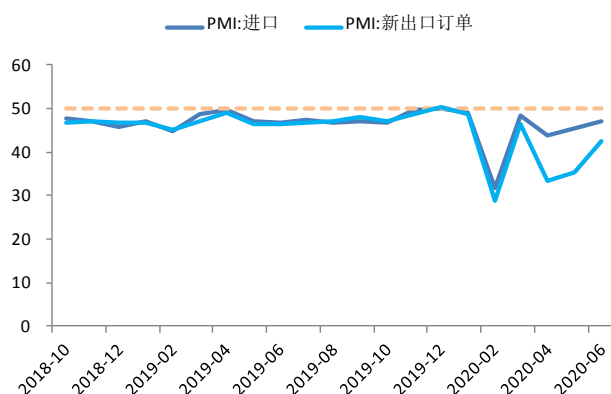
中国对美国、欧盟、东盟外贸额累计占比（按美元计）



资料来源：海关总署。

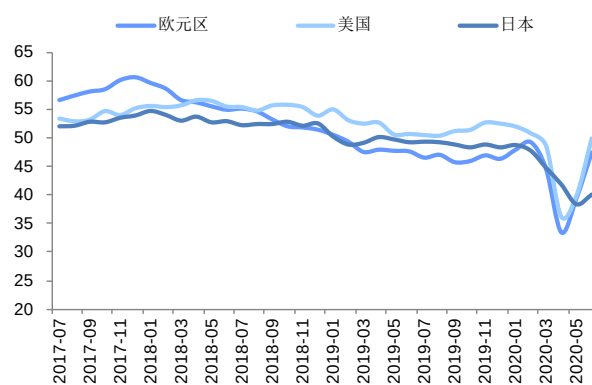
外需压力较大，内需回暖有望托底进口，但整体贸易格局复杂化。受疫情干扰，欧元区，日本和美国制造业 PMI 均连续四个月处于收缩区间。中国新出口订单 PMI 于 6 月录得 42.6，连续 6 个月处收缩区间，中国工厂出口订单面临一定打击。疫情期间，中国工厂出口订单存在被取消和延迟的现象，从 4-5 月出口数据上看，虽积压订单部分抬升出口额，但海外疫情对消费的打击预计将持续打击中国后续出口。和 4-5 月中国出口回暖逻辑不同，后续中国出口将取决于海外需求的恢复程度。海外疫情已导致多国出现失业率上升，在经济体受打击情况下海外消费力的恢复可能较中国工厂产能恢复时间更长，我们认为疫情对外需的影响将在第三季度持续。另外，中国制造业 PMI 连续四个月处于扩张区间，表明中国疫情后内需恢复比较稳健，加上新基建、中美第一阶段经贸协议和进博会的推进，中国进口后期走稳可能性较大。另一方面，疫情催化下外部贸易环境复杂化。印度出现抵制中国商品浪潮，中国对澳洲部分出口商品加强壁垒等事件可能对中国进出口造成不确定性。但由于对应商品占比中国进出口份额较小，影响预计有限。鉴于中国强大的供应链和庞大的消费市场，我们对中国外贸长期向好持积极态度。

中国制造业 PMI 新出口订单与 PMI 进口指数



资料来源：国家统计局。

美国、日本、欧元区制造业 PMI



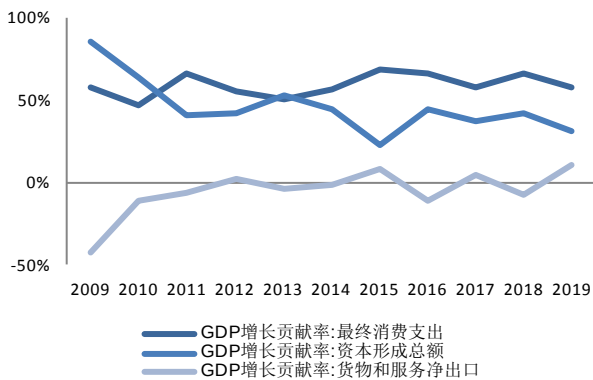
资料来源：Markit。

3.6 后疫情时代内需消费将逐渐复苏

消费支出仍是经济增长重要引擎，预计将能在下半年复苏。尽管 2019 年整体经济受到中美贸易争端等因素的影响，GDP 增速放缓，但最终消费支出仍然是三驾马车中对经济增长拉动最强的部分。根据国家统计局数据，2019 年最终消费支出对 GDP 同比增速的拉动为 3.5 个百分点，同比有所下降；对 GDP 的增长贡献率为 57.8%，虽然由于货物和服务净出口增速由负转正，消费支出的贡献率同比减少，但仍然是 GDP 增长中最重要的增长引擎。按消费支出的绝对值统计，2019 年最终消费支出为 55.1 万亿元人民币，占 GDP 总量的 55.4%，再次创下新高。2020 年 1 季度，由于新冠疫情的爆发，各地政府采取了封城和居家隔离等措施以阻断病毒传播，各地停工停产并关闭各类有人群聚集的公共场所和消费场所。在此背景下，1 季度的 GDP 增速倒退 6.8%，除民生必需品以外的消费

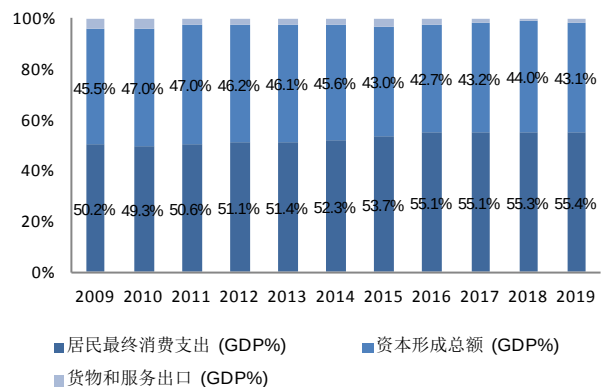
也都被暂停。随着国内疫情得到有效控制，各地复工复产和恢复日常经营消费活动，我们看到整体消费在二季度逐渐复苏并预期下半年的消费，特别是服务消费，会进一步恢复并拉动 GDP 增长。

支出法下中国 GDP 增长贡献率



资料来源：中国统计局。

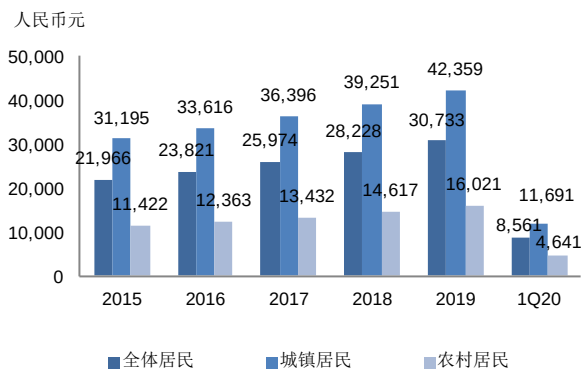
支出法下中国 GDP 构成



资料来源：中国统计局。

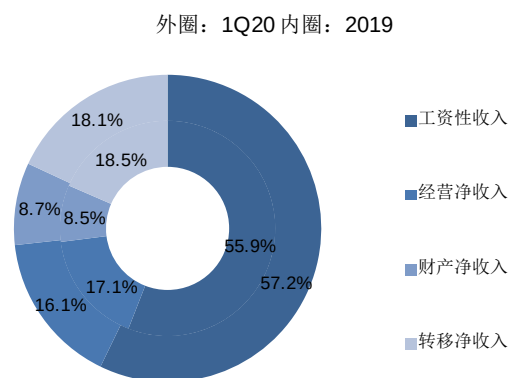
居民人均可支配收入增速保持稳定。2019 年全国居民人均可支配收入同比名义增速 8.9%，实际增速 5.8%，增速基本保持稳定；其中城镇居民和农村居民的实际人均可支配收入增长分别为 5.0%和 6.2%，相比去年同期分别放缓 0.6 个百分点和 0.4 个百分点。按收入绝对值比较，城镇居民人均可支配收入为 42,359 元人民币，而农村居民则仅为 16,021 元人民币，城乡居民收入水平差距仍然明显，农村居民上升潜力巨大。在 2020 年第 1 季度，由于新冠疫情导致的停工停产影响了居民人均可支配收入的增长，全国人均可支配收入同比下降 3.9%，其中城镇居民和农村居民人均可支配收入分别同比下降 3.9%和 4.7%。从收入结构上来看，疫情主要影响了经营净收入，同比降幅达到 7.3%，而工资性收入、财产性收入和转移净收入则仍然维持了正增长，同比增速分别为 1.2%、2.7%和 6.8%。分行业来看，旅游、餐饮、线下娱乐和交通运输等行业受到较为直接的打击，相关行业的从业人员收入水平受影响较大。随着第 2 季度开始的复工复产和解除隔离限制，我们认为人均可支配收入尤其是经营性收入将会在今年余下时间恢复增长，为消费支出提供坚实基础。

城镇居民与农村居民人均可支配收入



资料来源：中国统计局。

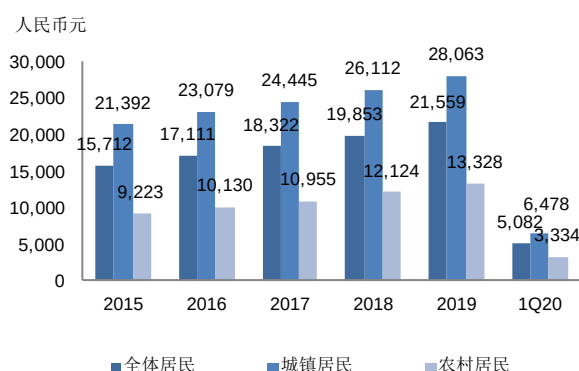
全国居民人均可支配收入结构



资料来源：中国统计局。

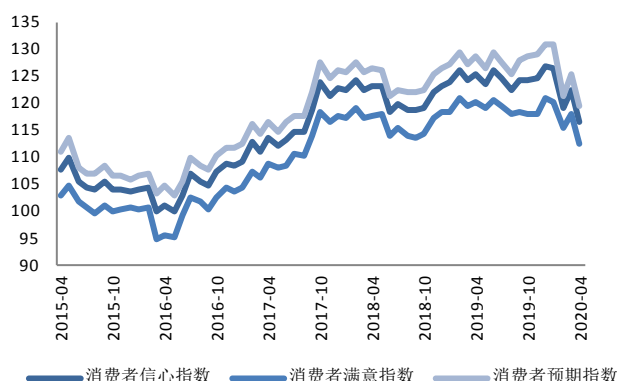
居民消费支出在 1 季度暂时下滑，但全年复苏可期。根据国家统计局数据，2019 年总体居民消费支出累计实际同比增长 5.5%至 21,559 元人民币，其中城镇居民人均消费支出实际同比上升 4.6%，同比持平；农村居民人均消费支出则实际同比上升 6.5%，同比增速由于基数升高以及收入增长放缓同比下降了 1.9 个百分点。2020 年 1 季度受新冠疫情影响，大量服务型消费场所和购物中心、百货店等销售非必需消费品的店铺暂时关闭，因此期内全国人均消费支出同比大幅下降 12.5%。从消费结构来看，教育文化娱乐、其他用品及服务、交通通信和衣着类消费支出下降最为显著。然而，随着疫情得到控制以及消费场所的放开，以社会消费品零售总额的口径来看，我们看到社零总额增长的同比降幅正在逐步收窄。2020 年 3-5 月的同比降幅分别为 15.8%、7.5%和 2.8%。尽管我们并没有看到疫情后的报复性消费，但我们认为此前所累积的消费需求将会在下半年逐渐释放。

城镇居民与农村居民人均消费支出



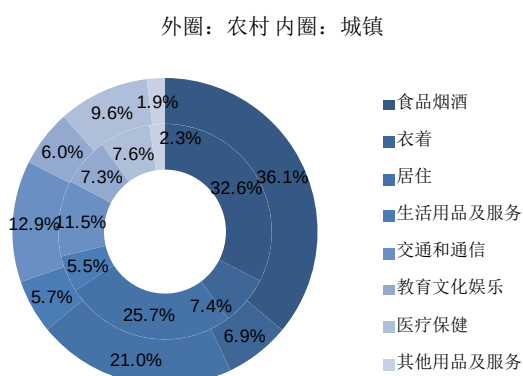
资料来源：中国统计局。

消费者景气指数



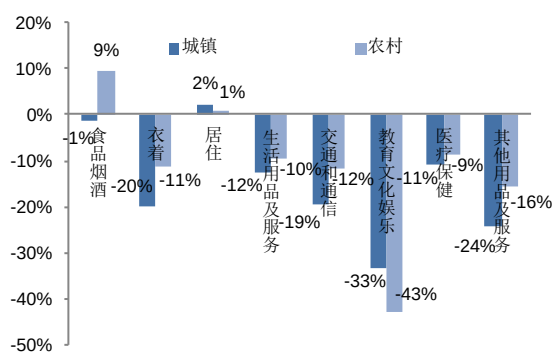
资料来源：中国统计局。

2020 年 1 季度城镇居民与农村居民消费支出构成



资料来源：中国统计局。

2020 年 1 季度消费支出构成名义同比增长



资料来源：中国统计局。

促销费政策加持下，国内消费有望回暖。在上半年的新冠疫情冲击之下，国内消费尤其是可选消费出现了短期回落。从国内政策方向来看，促进居民消费意愿的政策主要分为直接提高居民消费能力和间接提高居民消费意愿。从提高居民消费能力来看，首先，疫情对经济所造成的打击较为直接的影响了居民收入。在复工复产后，国家已经推出多项政策稳定就业，包括鼓励自主创业、增加应届毕业生就业岗位，以保障最基本的居民收入。其次，各类减税降费措施其实已经在过去几年内相继出台，包括消费税、关税、车辆购置税等税项的减免，而之后对家电、汽车的节能补贴和换新补贴也在可选政策之列。最后，最为直接的消费补贴政策就是消费券的发放，我们看到各地政府已经开始大量发放消费券。截至 2020 年 5 月，全国 170 多个地市已累计发放 190 多亿消费券；而从 6 月开始，北京更会持续发放 122 亿元消费券以拉动消费。此外，在增加居民消费能力的同时，提高消费意愿也是重要的一环。在完善居民生活保障方面，人社部在 5 月发布通知延长大龄失业人员领取失业保险金期限并阶段性扩大保障范围和补贴标准。另一方面，对医疗保险和养老保险等保障政策的完善也可以消除居民消费时的后顾之忧，增强消费意愿。最后，汽车作为消费的一个重点品类，在重点城市有着较多的购买限制条件，在疫情后适度放松限购条件并增加限购指标将能有效促进汽车消费需求的释放。

新冠疫情对各消费子行业的影响及预期

消费子行业	2020年上半年	2020年下半年
必选消费品	食品饮料 在疫情期间，宅家烹饪的必需用品，如调味品、方便食品和速冻食品等，表现出超出平常的增长。方便食品包括方便面和其他特殊方便食品（螺蛳粉、自热米饭、自热小火锅等）。食品饮料里面的婴幼儿奶粉属于生活必需品，需求非常刚性，基本不受到疫情影响。受到疫情影响比较大的是有年货属性的乳制品，以及啤酒、饮料等社交性产品。由于零售网点逐渐恢复运营，乳制品在第2季度已经完全复苏，但是啤酒、饮料因为部分消费场景没有完全复苏，同比仍将录得下降。	随着防疫常态化，消毒杀菌功能的产品和宅家烹饪的食品仍然会在下半年取得不错的增长。下半年，有限影响品类如婴幼儿奶粉的发展态势亦不会发生太大变化。由于消费者对于健康和营养需求更加关注，我们预计乳制品在下半年将保持较快增长态势。旺季到来有利于啤酒和饮料行业的复苏。饮料行业在下半年的复苏情况取决于户外人流量的复苏以及天气的好坏。啤酒行业的复苏取决于餐饮行业的复苏情况，但是由于防疫常态化，夜场渠道仍然承压。大型体育赛事和大型音乐节不能举办，对于啤酒行业复苏不利。整体来看啤酒行业更难在下半年实现增长。
	日用品 在疫情期间，具有消毒杀菌功能的产品，例如洗手液、消毒水和湿纸巾和，表现出超出平常的增长。而纸巾、女性护理用品和烟草制品（包括电子烟）等有限影响品类，属于生活必需品，需求非常刚性，基本不受到疫情影响。	随着防疫常态化，消毒杀菌功能的产品仍然会在下半年取得不错的增长。下半年，有限影响品类如纸巾、女性护理用品和烟草制品（包括电子烟）的发展态势亦不会发生太大变化。
	零售 在疫情期间，非民生必需品的零售销售企业如购物中心、百货店及各类专卖店暂停经营，受到较大影响。恢复经营后客流量缓慢回升但仍然没有恢复到疫情前的水平。而超市、生鲜店等经营民生必需品的零售企业则在疫情期间照常营业。由于消费者在家期间对生鲜、卫生用品的需求上升，拥有电商及配送能力的零售企业在此期间销售额还录得上升。	在疫情过后消费者对生鲜、日用品的需求仍将保持，且更多消费者已习惯线上下单，预计下半年的超市、生鲜电商等零售模式仍将取得稳定增长。此外，随着日常生活的逐渐恢复，此前积压的部分消费需求将会得到释放，但我们并不预期会有报复性消费。受制于收入和消费信心，购物中心和百货店的销售将会逐渐复苏但可能无法达到去年同期水平。
	可选消费品 服装 疫情对国内服装行业的影响主要集中在1月底至3月初，在此期间线下店铺暂停营业、工厂停工，导致很多企业现金流压力骤增甚至出现倒闭，同时物流系统部分瘫痪，使得网上购物渠道也受阻；从3月初开始，随着复工复产的推进，国内服装行业逐渐恢复生机。然而，海外的疫情爆发始于3月份，直至6月底仍然愈演愈烈，这对拥有海外业务及出口型的服装企业造成了严重影响。	预计下半年国内服装行业受疫情的影响将保持在可控的范围内，而涉及海外业务的服装企业则仍将受到较大冲击，或将通过外销转内销来弥补部分损失。然而，疫情导致消费者情绪更加低迷，这使得我们对下半年国内服装行业的增长展望偏于保守。疫情通过淘汰过剩产能和低效企业加速了行业集中度的提升，因此行业内处于领先地位的服装企业将具备更强的竞争优势。在行业内各板块中，我们认为体育用品板块将更快从疫情中恢复，并取得好于行业整体的表现。
出行服务类	家电 疫情对家电企业的影响主要在2-3月的门店暂停经营以及停工停产。从4月开始企业的生产经营开始陆续恢复，但销售状况仍然不理想。与地产相关程度较高和需要上门安装的大家电受到影响最大，但与健康相关的小家电则表现相对较好。	我们认为下半年随着日常生活和消费的正常化，前期累积的家电消费需求将会逐渐释放，同时家电的促销集中在下半年，预计会提振家电消费。然而，随着海外疫情的扩散，出口占比较大的家电企业可能会受到影响。
	酒店 酒店行业是受新冠肺炎疫情影响最严重的行业之一。但由于中国政府采取有效措施控制新冠肺炎疫情，最坏的时候已经过去，旅游业已开始复苏。	我们认为2020年中国的酒店和旅游收入可能将下降30%至50%。中国酒店行业的复苏速度将取决于旅游限制放松及最终取消的速度。预计中国的在线旅行社和酒店企业将开始复苏，但部分企业要到2020年第3季度。
	博彩 澳门赌场在关闭15天后于2月20日被允许重新开业，但只保留约一半的接待能力。在当前的管制下，为了确保赌台之间的距离，每个博彩区只有一半的赌台能被开放。开放赌台中只有一半或4/7的座位能被使用。赌客下注时必须就座，不能站立。从澳门返回中国内地或香港须在政府指定地点强制隔离14天，限制了赌客到访澳门的数量。	对于澳门博彩业，我们认为行业复苏可能不会在2021年之前到来。我们认为中国内地、澳门和香港之间的严格旅行管制可能至少会持续到2021年第1季度。我们认为2020年博彩总收入可能下降约78.4%。贵宾分部将比中场分部恢复得更快。与大多数长期封锁可能导致企业破产和高失业率的经济体不同，我们认为澳门及其赌场可以维持严格的旅行管制、极低的博彩收入和赌场营运现金流为负的状况直至2021年。

资料来源：国泰君安国际。

疫情后促进消费的主要可行政策



资料来源：国泰君安国际。

2020 年上半年促进消费发展的相关政策汇总

日期	部委	政策	主要内容
2020.2.28	发改委、中宣部、财政部等	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	1) 大力优化国内市场供给；2) 重点推进文旅休闲消费提质升级；3) 着力建设城乡融合消费网络；4) 加快构建“智能+”消费生态体系；5) 持续提升居民消费能力；6) 全面营造放心消费环境。
2020.3.19	商务部	《关于用好内外贸专项资金支持稳外贸稳外资促消费工作的通知》	1) 外经贸发展专项资金要对受疫情影响较大的外经贸领域予以倾斜，帮助企业开拓多元化市场，鼓励服务贸易创新发展，引导加强信贷保险支持，加大对中小外贸企业的扶持力度；2) 用好流通领域供应链体系建设资金，按规定统筹结余资金支持疫情防控相关生活必需消费品保供。用好农产品供应链体系建设资金，做好农商互联，支持农产品保供。
2020.4.30	发改委	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	1) 调整国六排放标准实施有关要求；2) 完善新能源汽车购置相关财税支持政策；3) 加快淘汰报废老旧柴油货车；4) 畅通二手车流通交易；5) 用好汽车消费金融。
2020.5.18	发改委	《关于完善废旧家电回收处理体系推动家电更新消费的实施方案》	畅通家电生产、消费、回收、处理全链条，加快适应、引领、创造新需求，激发市场消费活力，增强消费支撑能力，促进形成强大国内市场：1) 健全回收网络；2) 优化回收渠道；3) 增强处理能力；4) 组织开展以旧换新；5) 促进家电加快更新升级；6) 探索家电新型消费模式；7) 培育行业先进典型；8) 加大资金支持。
2020.5.26	财政部	《关于做好 2020 年电子商务进农村综合示范工作的通知》	大力发展农村电子商务，促进形成农产品进城和工业品下乡畅通、线上线下融合、涉农商品和服务消费双升级的农产品流通体系和现代农村市场体系，培育一批各具特色、经验可复制推广的示范县。示范县重点商贸流通企业依托电商实现转型升级，物流成本明显降低，农产品进城和工业品下乡有效畅通，农村网络零售额、农产品网络零售额年均增速高于全国平均水平，农村消费产品质量明显提升。
2020.5.29	国务院	《2020 政府工作报告》	通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合。促进汽车消费，大力解决停车难问题。发展养老、托幼服务。发展大健康产业。改造提升步行街。支持电商、快递进农村，拓展农村消费。要多措并举扩消费，适应群众多元化需求。

资料来源：中国国务院、中国发改委、中国财政部、中国商务部、国泰君安国际。

新的消费方式崛起帮助品牌商渡过难关。突如其来的疫情，使得线下渠道遭受重创，到家业务（生鲜电商、社区团购）和直播带货受疫情催化，逐渐成为重要的购物方式和销售渠道。新冠肺炎疫情爆发后，生鲜电商取得爆发性增长。由于疫情爆发后，居民被限制出门，生鲜电商成为了一、二线城市居民最方便和安全的买菜方式。就像当年 SARS 疫情催生了电商一样，这次新冠疫情也将加速培养一、二线消费者在线买菜的生活方式。春节期间，京东生鲜全平台销售额相比 2019 年同期增长 470%；美团买菜在北京地区的日订单量达到了节前单量的 2-3 倍。根据艾媒数据，中国生鲜电商市场规模预计到 2020 年将升至 2,638 亿元，同比增长 62.9%，主要因为消费购物方式发生重大转变。而在三、四线城市，社区团购同样迎来了爆发式增长。疫情期间，各大社区团购平台销售暴增并且获得大量盈利现金输血。经过疫情教育，社区团购从家庭集中式采购的可替代性渠道，成长为家庭日常性的、常态消费渠道的可能性，已经从一种补充业态，逐渐演变成为一种常态的购物方式。啤酒企业也大举进入社区团购，大规模招募社区团长，努力实现货找人，抵消终端门店大量关闭的影响。另外直播电商也是因为疫情呈现加速发展态势。2018 年淘宝主播人数仅有 6,000 人，而在 2020 年 3 月底，淘宝宣布已经与 100 万以上的主播形成合作。对于零售行业而言，不管是从时效性还是体验感方面来说，视频直播远远会比文字、图片较为浅度的信息交流互动性要强的多，也更能激起用户的兴趣，更好的推广其产品。此外，用户与主播之间形成了信任纽带，主播通过自身团队帮助用户发现需求、选择商品、对比性价比，大大缩短了用户消费决策。到了 2020 年，直播带货的形态更加多样化，不仅有美妆、个护、日用品、快消这些品类的产品，甚至 3C 数码、汽车、房产，甚至 2B 高价商品都频繁出现在直播间。直播带货向全品类的渗透，甚至线下餐饮、旅游、零售也加入了直播大军。另外除了网红带货，明星、企业 CEO 也加入直播带货，充分地变现其影响力。受疫情影响，绝大多数快消品品牌商面临库存积压时，部分品牌商看到了直播带货的利好，率先加入直播大军。

“地摊经济”为后疫情时代注入新的活力。新冠肺炎疫情导致中国经济短期停滞，在此期间很多企业倒闭，很多人失去了收入来源。虽然复工复产后经济重新开始运转，但消费者情绪仍然低落，小微企业也面临很大的生存压力。因此，在政府的号召下，过去十几年被大力整治的“地摊经济”重新登上舞台，并被李克强总理称为“人间的烟火，中国的生机”。从 5 月底开始，中国多个城市允许居民在指定时间、指定地点摆设摊位。地摊经济这种基层的经营模式门槛相对较低，经营内容的弹性也比较大，一旦监管放开，便可以迅速成为就业岗位的重要来源，无论是个人还是小微企业都能以很低的成本重新获得收入来源。此外，这种商业模式的资金流动性相对较强，回款比较快，这对于解决个人和企业资金周转的燃眉之急有着非凡的意义。我们认为地摊经济将对国内消费行业产生以下几点影响：1）低端消费品短期受益，但中长期竞争将更加激烈。地摊商品主要为日用品、食品、服装、小装饰品等，价格区间以低端为主。受益于地摊形式节省的租金成本和推广成本，低端消费品利润空间提升，将迎来一波高速发展浪潮，然而这种局面并不能持久，因为低端消费品同质化严重，很容易陷入价格战，中长期来看竞争将更加激烈。2）地摊经济或将迫使店铺租金下调。过去几年商铺租金节节攀高，压缩了实体零售店铺的利润空间。而摆地摊不用缴纳租金，这意味着未来对商铺的需求可能会出现减少，因此各地商铺的租金就有可能下降。3）地摊与周边实体店同时存在竞争与互利的关系。地摊一般占据非常显眼的位置，必然会抢夺周边实体店的客流，同时又不需缴纳租金，可以给出比实体店更有竞争力的价格，因此地摊经济将会对规模较小偏低端的实体店造成一定伤害。然而，一旦地摊聚集区形成一定规模，将会吸引大量人流，这反而会进一步带动周边实体商铺的客流。整体来说，我们认为地摊经济的意义不仅仅在于提振经济，更重要的是为个人和小微企业创造了收入来源，而收入将进一步刺激消费，从而促进经济进入正向循环。

短期内中国居民的收入和消费欲望受到疫情影响，但影响在逐渐减退。尽管国内的新冠疫情已经得到有效控制，但海外的新冠疫情案例的快速增加可能会给中国消费者情绪和需求造成负面影响。美国在 6 月有暴乱和抗议活动以后许多州的新增新冠案例增速明显。许多企业刚刚恢复经营不久就要重新关闭。苹果 3 月份关闭所有在大中国区外的零售店，5 月份恢复经营，但是因为目前情况所以在 6 月最后一周在美国又关闭 32 家零售店。6 月 26 日，佛罗里达州禁止在酒吧里销售酒，德克萨斯州推出新措施包括关闭所有的酒吧。美国更多企业的关闭将让美国经济恢复放缓并且减少对中国进口产品的需求，因此给中国经济和消费者收入和需求造成负面影响。此外，中国消费者越担忧或者害怕去公共场所，消费业越容易受到负面影响。不过，随着新冠疫情在国内被有效控制，新冠病毒造成的恐惧将持续减少。在北京新发地本土传染新冠病毒的案例发生后，中国政府作出了迅速且高效的反应，情况很快得到控制并且停止扩散。中国政府的高效举措证明其有能力在病毒再次局部爆发时迅速将传染途径遏制而不必采用大规模的封城策略，消费者也更有信心逐渐恢复其疫情前的生活模式。

3.7 互联网发展及影响

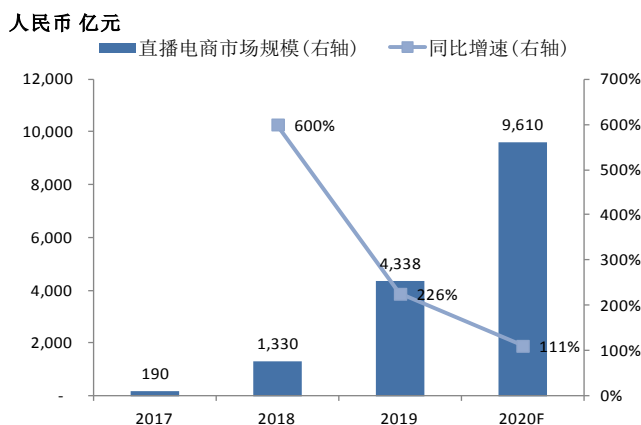
新冠肺炎疫情和 5G 预计将推动远程会议、在线教育、在线医疗等领域的发展。在新冠肺炎爆发的期间，大量公

司采用了远程办公的模式从而减少员工受到病毒感染的几率，远程会议系统的需求急速上升。由于远程会议系统对于时延的高要求性，因此 5G 的逐渐成熟预计将提高远程会议系统的用户体验，从而进一步刺激远程会议的需求。与远程会议类似，在线教育以及在线医疗在抗击疫情中也起到了重要的作用，5G 的发展也将促进这些领域的发展。此外，随着 AR、VR、机器人技术的进步，未来 5G 在在线医疗中的应用会进一步扩大，例如进行 5G 远程检测甚至 5G 远程手术等。

高频及刚性需求为主的消费品在疫情中成了主要的网购产品类别。根据 KANTAR WORLDPANEL 于 4 月份的新闻稿提及截至 2020 年 3 月 20 日的过去 12 周中，有 62.6% 的中国城市家庭在网上购买了快速消费品，与去年同期相比增长了 8.2 个百分点。KANTAR WORLDPANEL 亦提到现时电子商贸交易现占整体快消品交易 19%，并预期于 2020 年持续增长。同时，在阿里巴巴及京东的业绩会中亦提及，该些快消品，新鲜食品等在疫情中需求甚大，因此在该些产品的强劲需求的推动下使两家公司均有利于预期业绩。另外，两公司亦提到，虽然疫情已有缓和迹象，但该些产品类别在 4 月至 5 月仍以较快速度增长，相信是消费者习惯已经转移所致。而根据中国统计局于 4 月及 5 月的实物商品网上零售额中，其中吃类商品分别增长 36.7% 及 37.0%，而用类商品则分别增长 12.4% 及 14.9%，两者均优于实物商品网上零售额的增长，从此可看到增长动力依然存在。鉴于高频及刚性需求为主的消费品在配送，处理上对电商来说是一个更大的挑战，但随着电商在物流，云计算，及线下网点积累了更多经验及能力后，电商现视该些高频及刚性需求消费品为公司一个发展潜力更大的蓝海。而这次疫情正好提供电商企业一个机遇，疫情逼使用户更愿意去网购该些产品，并得到了良好的用户体验后，继而变成了用户习惯。与此同时，在积累更多用户的基础下，将诱使更多商家进行线上转换，令整个市场增长更快并规模变得更大。

疫情和 5G 预计将推动直播行业的发展。随着新冠肺炎疫情的爆发，由于其较强的互动性，直播行业逐渐变得火热。由于 5G 网络有用高速率、低时延、大容量等特性，5G 网络可以提升直播的清晰度以及稳定性，从而提升直播的用户体验。国家发展改革委等 23 个部门日前联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》中提到支持利用 5G 技术对有线电视网络进行改造升级，实现居民家庭有线无线交互，大屏小屏互动。同时，国家也支持高清视频行业的发展。此外，5G 未来丰富的应用场景可能会为直播行业带来新的交互模式和业态。因此我们预计直播行业将受到 5G 发展的推动作用。

直播电商市场规模



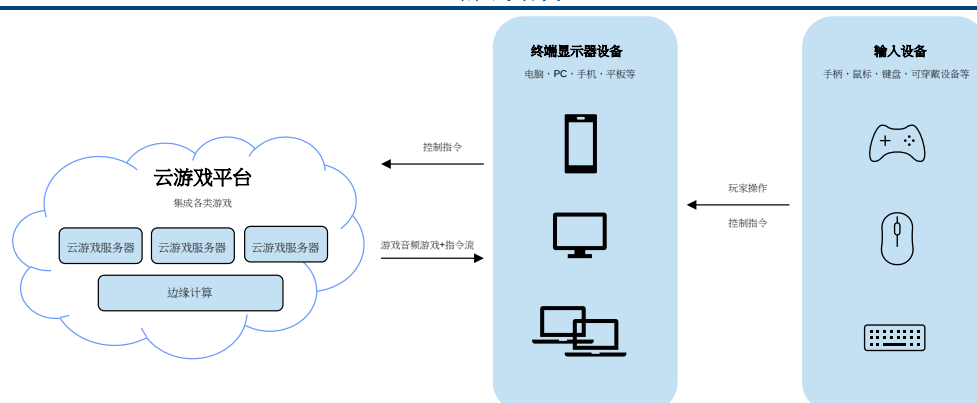
资料来源: iimedia, 国泰君安国际。

直播引导成交成各行业在新冠疫情的意外机遇。据阿里研究院报告提到 2020 年 2 月淘宝直播新开播商家数量月环比大幅增长 719%，而直播人才需求同比增长 132%。在疫情期间，直播场景亦都包罗万有，包括卖房，卖车，健身，旅游观光等等，报告内并提到直播装修表现最为亮眼，成交比 1 月大涨 16 倍，而线下餐饮相关的直播引导成交则环比上涨 4.4 倍，此外直播健身产品，直播阅读，直播办公相关产品的成交引导亦同样表现亮丽。从以上数据，可看到一些传统线下场景受疫情所累不能如常营运，而推动更多线下场景走向在线，而当中亦包括新的消费场景诞生，如直播健身，直播阅读等。我们相信随着更多用户观看直播，将诱使更多商家会利用直播作成交引导，从而衍生更多不同的意想不到消费场景，而消费场景越丰富，将吸引更多不同类型的用户观看直播，形成一个闭环。据 CNNIC 最新报告显示 2019 年的电商直播用户规模则达到 2.65 亿，占中国整体网民 29.3%，显示用户规模仍有很大的增长空间。由于一众传统线下业务在疫情所逼下加快数字化走向在线，并在该时期亦录得不俗成绩，相信往后将会有更多线下商家会选择以直播作成交引导并加快创造在线场景，利用在线场景跟线下场景进

行互补。相信往后直播作成交引导将会成为各行各业重要的销售渠道，并会更多利用直播跟用户进行互动增加用户粘性。

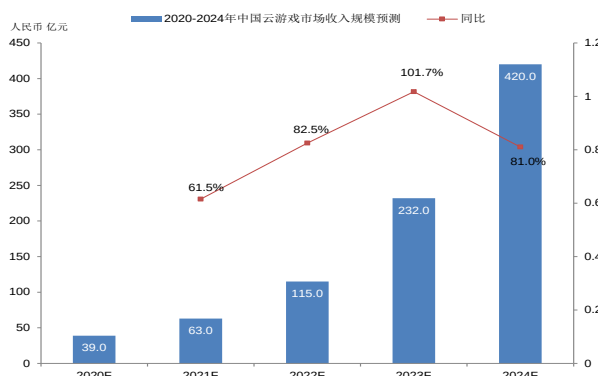
受疫情影响，企业上云意识增强且线上娱乐多元化，预计在5G发展推动下，云游戏(Game as a service, “GAAS”)市场迎来上升。我们认为从5G三大应用场景看，预计1) 5G可优化游戏算力，降低游戏对终端性能的依赖。加强移动宽带场景为优质游戏需要的高清视频传输提供更快的传输通道；2) 通过5G的大连接场景可实现真正意义上的游戏载体无处不在；3) 低延时高可靠场景则拓宽了对时延及其敏感的应用场景，包括电竞，VR/AR等。因此，5G的发展可将云游戏的“可移动性”大幅提升，同时也推动了VR/AR，体感，交互类游戏终端的发展，以及游戏分发与内容模式的改变。同时我们认为，伴随5G的发展，游戏的用户体验将在很大程度上得以提高，并且预计使用场景也会随之多元。换句话说，我们认为在“云游戏”的推动下，游戏用户规模将得以提振。根据艾瑞咨询的预测，云游戏在2024年的收入规模将达到人民币420亿元左右。

云游戏结构



资料来源：信通院，前瞻产业研究，国泰君安国际。

云游戏市场收入规模预测



资料来源：艾瑞咨询，国泰君安国际。

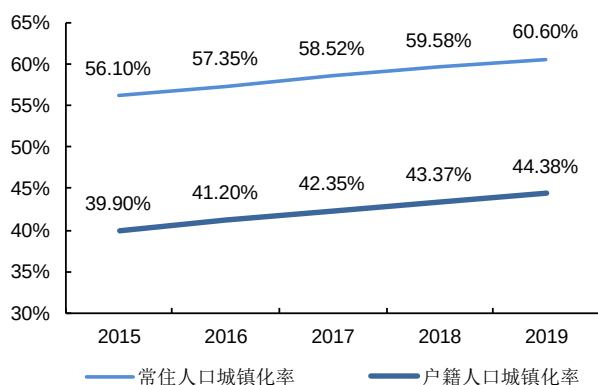
3.8 房地产行业平稳发展

2020年下半年房地产行业政策将维持稳定。2020年政府工作报告中既提到了“房住不炒”，同时也提到“因城施策”。这说明中国政府控制房价保障民生的决心是坚定的，也不会将房地产作为短期刺激经济的手段。但各地根据实际情况在地产调控政策的制定与实施中依然有一定程度的自主权，因此不排除一些地方的调控政策出现边际放松。年初以来，许多中央级别的会议在多次强调“稳金融、稳就业、稳外贸、稳外资、稳预期、稳投资”的“六稳”目标之外，又提出了“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”目标。我们认为这与房地产行业“稳地价、稳房价、稳预期”的“三稳”调控目标是高度契合的。同时我们也认为政府的调控目标并不在于单纯打压楼市造成量价齐跌，而是希望房价涨幅不要过快过猛。国家统计局公布的70个大中城市新建商品住宅价格指数显示，2020年2月至5月的各个单月新建商品住宅销售均价同比涨幅都在6%以下，而去年同期的单月涨幅都在11%以上。在2020年“六保六稳”的政策基调下，我们认为当前的房地产行业政策并没有进一步收紧的空间，行业政策的目标应当是促进房地产市场长期的平稳健康发展。

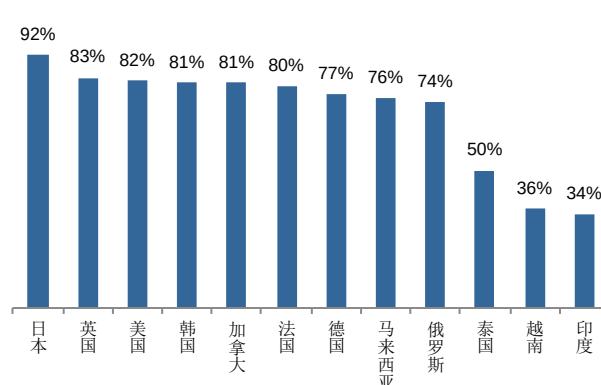
新型城镇化深入推进，户籍制度改革进入关键期。2020 年政府工作报告中提到，要深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，同时要深入推进京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设和长三角一体化发展。发改委主任宁吉喆在 5 月的国新办新闻发布会上表示，今年要推动一亿非户籍人口在城市落户的目标。国家统计局和发改委的数据显示，2019 年我国常住人口城镇化率首次超过 60%，达到 60.6%。而 2019 年户籍人口城镇化率仅为 44.4%，与同期的常住人口城镇化率还有较大差距。在大部分有商品住房购买资格限制的中国城市中，是否拥有当地的户籍是购房者能否获批购房资格的关键因素之一。目前一些省市已经陆续出台了户籍制度改革的相关意见，我们预计 2020 年将是各地户籍制度改革落地的关键期。随着户籍制度改革而落户到城市的新居民将为当地的房地产市场创造大量刚性的购房需求。我们认为在大城市放开落户的背景下，大量人口将自由迁移至中国基础设施较为完善，经济发展程度较好，工作机会较多的区域。这将利好二线城市和重点城市群（长三角、大湾区、成渝等）的房地产市场。而一些房价虚高或本身经济发展较为落后的三四线城市有可能出现一定程度的人口流出，房屋销售压力将加大。

中国城镇化率仍有较大上升空间。世界银行与联合国的人口统计数据显示，2018 年全球高收入、中等收入与低收入国家的平均城镇人口占总人口比重分别为 81.3%，52.5%和 32.6%。中国目前城镇化率已经超过了中等收入国家的平均水平，但与高收入国家平均水平相比仍有较大差距。部分发展中国家例如马来西亚和俄罗斯的城镇化率也高于中国。总体而言，我们认为中国的城镇化率仍然有较大的上升空间。未来持续的城镇化进程将支撑中国房地产行业的长期发展。

中国常住人口和户籍人口城镇化率



2018年部分国家城镇人口占总人口比重



资料来源：中国统计局、发改委、国泰君安国际。

资料来源：世界银行、联合国、国泰君安国际。

房地产税实施进度趋缓。先前连续两年的两会都提及要加快房地产税的落地实施，而今年两会却并未提及。这说明中国政府暂不急急于在 2020 年年内全面实施房地产税政策。我们认为房地产税是房地产市场发展到成熟期的结果，许多其他国家和地区也都实行了各种各样的房地产税政策。考虑到新冠疫情在 2020 年上半年对中国经济和房地产市场的构成的下行压力，我们认为 2020 年并非房地产税落地的最佳时机。

2020年初以来中央及各部委影响房地产行业的会议纪要和政策文件

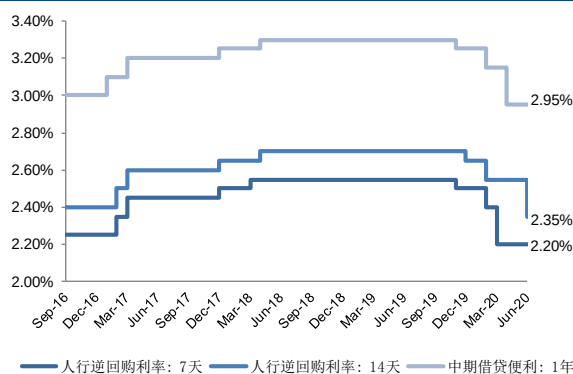
会议/政策	时间	涉及房地产行业主要内容
人民银行 2020 年工作会议	1 月 3 日	注重用改革的办法疏通货币政策传导，改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，打破贷款利率隐性下限，千方百计降低企业融资成本。
发改委 1 月新闻发布会	1 月 19 日	2020 年要继续推动城镇落户，保证全面完成 1 亿人落户目标。推动成渝地区双城经济圈建设，着力提高重点都市圈交通基础设施联通水平，规范发展特色小镇和特色小城镇。
人民银行 2020 年金融市场工作电视电话会议	2 月 21 日	保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。
银保监会银行保险业支持复工复产问题媒体通气会	2 月 25 日	银保监会首席风险官肖远企在回答记者相关提问时表示，房地产金融政策目前没有调整和改变，但是会进一步检测，动态掌握，原来也是一城一策。
发改委《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》	4 月 9 日	(i) 督促城区常住人口 300 万以下城市全面取消落户限制。督促 II 型大城市和中小城市（含设区市和县级市）全面取消落户限制，推动城区常住人口 300 万以上城市基本取消重点人群落户限制； (ii) 加快发展重点城市群、编制成渝地区双城经济圈建设规划纲要、大力推进都市圈同城化建设、提升中心城市能级和核心竞争力、推进以县城为重要载体的新型城镇化建设、规范发展特色小镇和特色小城镇。

政治局会议	4月17日	降低融资成本和房屋租金。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年全国两会 《2020年政府工作报告》	5月22日	(i)坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展； (ii)深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群综合带动作用； (iii)新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。

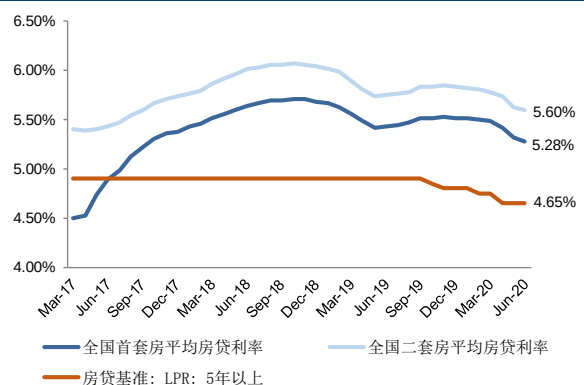
资料来源：中国政府网、新华社、国泰君安国际。

2020年下半年货币环境将延续适度宽松，同时利好房企和购房人。2020年2月的政治局会议上提到“积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度”。这一表述与之前相比突出了两个“更加”。在这一政策基调的推动下，1年期的中期借贷便利(MLF)和7天以及14天公开市场操作(OMO)逆回购在2020年2-4月多次下调。通过改革后的货币政策传导机制，降低的利率水平很快也传导至贷款市场报价利率(LPR)。2019年10月至今，商业银行的个人住房按揭贷款的利率基准已经由5年以上中长期贷款利率转换为5年期LPR利率。融360的监测数据也显示，全国平均的首套及二套房贷利率自2020年初以来都出现了较大的降幅。与此同时，更低的利率水平也将使得房企开发贷和人民币公司债券等融资渠道的资金成本下降。2020年6月，人民银行行长易纲在第12届陆家嘴论坛表示，2018年以来人民银行已经进行了10次降准，释放流动性约8万多亿元，平均法定存款准备金率从15%降至目前的9%左右。展望下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近20万亿元，社会融资规模增量将超过30万亿元。总而言之，我们预计更为宽松的货币环境将使购房人与房企受益，并利好整个房地产业的运行和发展。

人民银行MLF利率和逆回购利率



中国房贷利率和LPR



资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

资料来源：融360、中国人民银行、国泰君安国际。

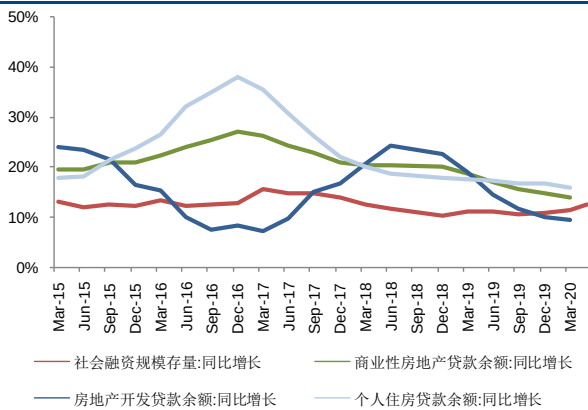
2020年部分降准和降息政策

调控工具	时间	主要内容
全面降准	2020年1月	下调金融机构存款准备金率 50 bps，释放长期资金约 8,000 亿元。
1年期 MLF	2020年2月	降低 10 bps 至 3.15%。
7天和14天 OMO 逆回购	2020年2月	7天和14天 OMO 逆回购利率分别降低 10 bps 至 2.40%和 2.55%。
1年和5年期 LPR	2020年2月	1年期 LPR 降低 10bps 至 4.05%，5年期 LPR 降低 5 bps 至 4.75%。
定向降准	2020年3月	对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。两项降准共释放长期资金 5,500 亿元。
1年和5年期 LPR	2020年3月	1年期 LPR 降低 20bps 至 3.85%，5年期 LPR 降低 10 bps 至 4.65%。
7天 OMO 逆回购	2020年3月	降低 20bps 至 2.20%。
1年期 MLF	2020年4月	降低 20 bps 至 2.95%。
全面+定向降准	2020年4月	(i)将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%； (ii)对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。
14天 OMO 逆回购	2020年6月	降低 20 bps 至 2.35%。

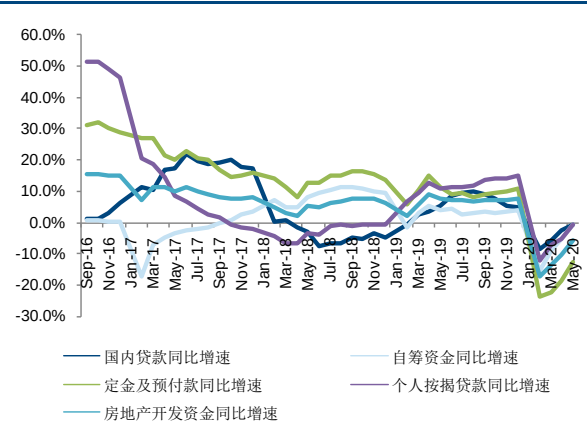
资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

房企融资规模仍将受到一定程度的限制。虽然整体的货币环境偏宽松，但在中央“房住不炒”的指导意见影响下，地产开发企业仍然面临一些有针对性的融资限制。2019 年银保监会的“23 号文”曾经要求各金融机构严控地产融资，一些信托机构接到窗口指导要求严控地产信托规模，而发改委则要求房企发行海外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。人民银行 2020 年金融市场工作电视电话会议曾强调，要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行。人民银行副行长刘国强在接受记者采访时也表示，房住不炒仍然是当前房地产调控政策的主导方向。中国人民银行数据显示，截至 2020 年 3 月，商业性房地产贷款余额增速同比减少 4.8 个百分点至 13.9%，与上升的社会融资规模存量增速趋势相反。同时，国家统计局数据显示，1-5 月房地产开发资金来源累计同比下降 6.1%，远低于去年同期的上升 7.6%。房地产资金受限的背后是中央坚持“房住不炒”和不搞大水漫灌的决心。因此，我们预计 2019 年以来实施的一系列针对房地产行业的融资限制在 2020 年下半年仍将持续。即房企获取资金的成本会随货币环境的适度宽松而有所下降，但总量和规模仍将受限。

社会融资规模存量和商业性房地产贷款余额



房地产开发资金来源

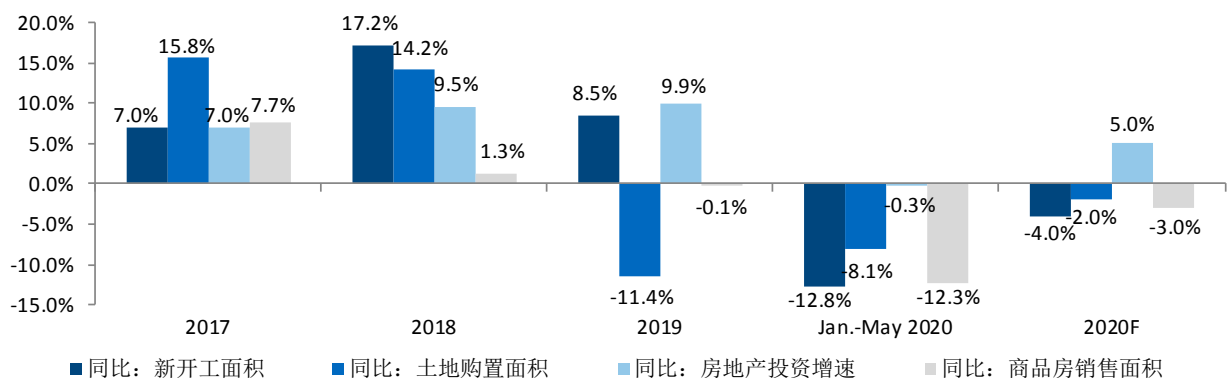


资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

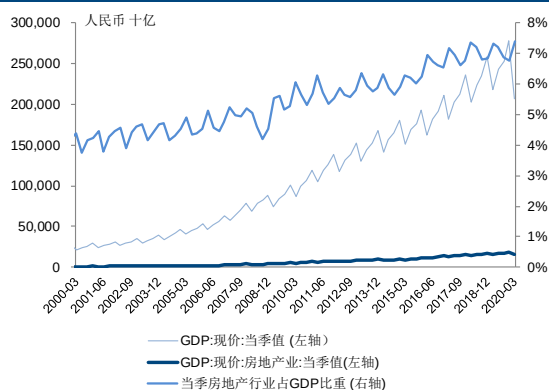
2020 年行业基本面差于去年，全年开发投资有望恢复至中单位数增幅。新冠疫情给中国经济和房地产市场在 2020 年初造成了较为严重的打击，同时中美贸易战持续。内部外部的双重压力使得房地产行业的基本面快速恶化，购房人的观望情绪加重，房企的运营压力陡增。我们认为 2020 年行业的基本面是差于 2019 年的。从最近国家统计局公布的数据来看，地产行业一些关键性的指标在 2020 年 3-5 月均显示了较为强劲的复苏，例如商品房销售、土地购置面积、新开工面积以及地产开发投资完成额的增速等等。其中 2020 年 5 月的累计地产开发投资完成额增速已经恢复至负 0.3%，而 3 月、4 月和 5 月的单月地产开发投资完成额均是正增长。我们认为地产开发投资增速的快速恢复主要受 2020 年上半年较热的土地市场所推动。我们预计下半年一些现金流充裕的中大型房企会继续通过招拍挂和收并购等手段补充土地储备。疫情在上半年压制了一定的购房需求，同时也使得大部分房企相应减少了推盘量。我们预计各大房将于下半年加速推盘以完成各自的年度销售目标，先前被抑制的购房需求也将于下半年逐步释放。因此房企合约销售的现金回款情况应在下半年大幅改善，推动地产项目的复工以及新开工。由于中国政府卓有成效的管控，建筑工地与售楼处已经陆续复工复产，而下半年再次大面积停工的可能性不大。因此，我们预计在土地购置与新开工的恢复将带动 2020 年地产开发投资维持 5.0% 左右的中单位数增幅。

房地产行业关键数据

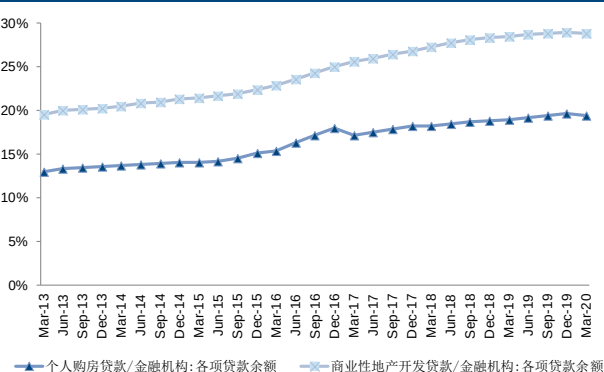


资料来源：中国统计局，国泰君安国际。

作为中国经济的稳定器之一，房地产行业仍将会长期稳定发展。2019 年全年，房地产业 GDP 占比为 7.03%，与 2018 年占比持平。2020 年 1 季度，以现价计算的房地产业 GDP 同比下降 4.4% 至人民币 15,268.3 亿元，而房地产业的 GDP 占比则提升至 7.39%。2020 年 1 季度，商业性房地产贷款余额占到了金融机构各项贷款余额的 28.8%，而个人购房贷款余额占到了金融机构各项贷款余额的 19.4%。目前房地产行业仍在中国经济中扮演着重要角色，并推动钢铁、煤炭、机械、水泥、家具及家电行业等其他行业的发展。短期来看，今年初的新冠疫情给中国经济和房地产行业造成了一定打击，同时中国面临的外部挑战也未有减弱。中央政府虽然对 2020 年 GDP 增长不设具体目标，但要实现全国“六保六稳”的新要求依然是具有挑战性的。我们认为随着中国产业结构的调整，房地产业不会成为短期刺激经济的手段和经济增长的最主要推动力。长期来看，地产业将作为中国经济的稳定剂之一。中国城镇化的进一步深入和灵活的地产调控与货币政策将确保中国房地产市场长期稳定发展。

1999-2019年中国GDP及房地产行业的GDP


资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

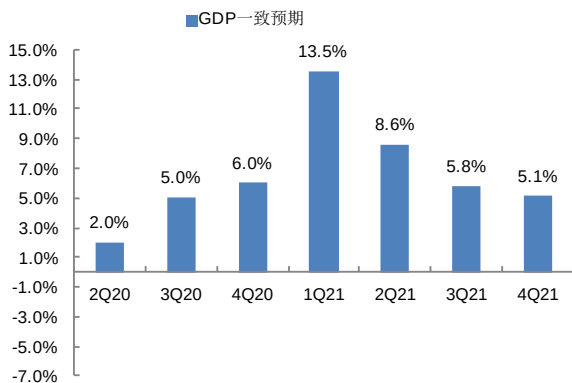
中国房地产相关贷款占贷款总量比例


资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

3.9 国内 GDP 将稳步回升

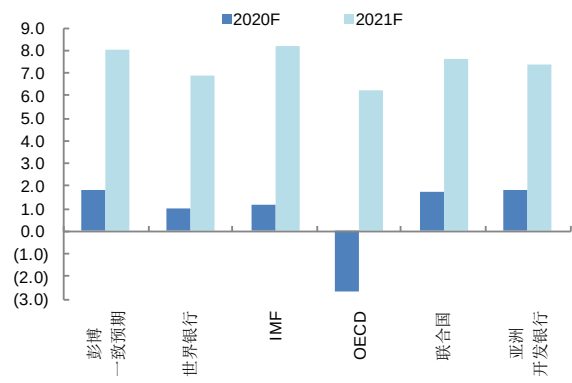
疫情在中国受控，经济增速稳步回升。全球经济增速放缓，国际贸易存不确定性，地缘政治不断摩擦，新冠肺炎疫情在 2020 年初爆发，给全球各国增加巨大的挑战。新冠肺炎疫情的爆发严重扰乱国内经济活动，各地政府采取停工、延长假期、封城和居家隔离等防疫措施。2020 年第一季度实际 GDP 当季同比下降 6.8%，较 2019 年全年累计同比增速下降 12.9 个百分点。政府今年首次不设定 GDP 增长目标，出台多项措施，将工作重点放在“六稳”、“六保”。央行也加大了逆周期调节力度，通过降准、降息等方式助力实体经济。消费方面，疫情的冲击使居民就业压力上升，收入增速放缓，2020 年上半年居民对可选消费品态度谨慎，必选消费品受到的影响较小。《政府工作报告》中强调稳就业，并加大减税降费力度，让利于市场主体，从而保障居民收入，稳定居民消费能力。其次，政府通过发放消费券等消费补贴提高居民消费意愿，释放居民消费需求。预计整体消费会逐渐恢复。投资方面，制造业投资受疫情影响较大，工业产能利用率和利润率下降。在产成品库存较高的情况下，预计制造业投资缓慢恢复。房地产投资在上半年恢复较快，主要是受土地成交价款上涨拉动。为恢复商业活力，政府提出“地摊经济”或间接使商业店铺租金下降，在“房住不炒”的定位下，开发商短期竣工意愿不强，预计房地产投资温和增长。《政府工作报告》首提“两新一重”，提出将新增地方政府专项债限额提高至 3.75 万亿元。财政部 6 月中旬完成发行 1 万亿元特别国债，将其中的 7,000 亿元用于基建投资，基建投资是“稳增长”的重要切入点。中美达成第一阶段贸易协议，受疫情影响，贸易协议执行进度低于预期，但随着疫情受控，首阶段协议有助于支撑进口增长。综合各家主流机构的预测，我们预计 2020 年和 2021 年中国的 GDP 增速将分别介乎 1.0%-1.8% 及 7.1%-7.6% 之间。

中国 GDP 季度增长预测



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

中国 GDP 年增长预测 (%)



资料来源: 国泰君安国际根据各机构最新报告整理。

四. 全球启动财政与货币政策应对疫情

4.1 中国

中国的货币与财政政策

	货币政策	财政政策
中国	1月31日, 央行设立3,000亿元专项再贷款, 提供低成本再贷款资金, 向重点医用物品和生活物资的生产、运输和销售的重点企业提供优惠利率信贷支持。 2月3日-2月4日央行公开市场操作逆回购投放资金1.7万亿元, 为市场提供短期流动性。 2月17日, 开展1年期MLF的中标利率为3.15%, 下降10个基点。 2月20日, 央行1年期LPR报4.05%, 下降10个基点; 5年期以上LPR报4.75%, 下降5个基点。 2月26日, 央行新增再贷款再贴现额度5,000亿元用于支持企业复工复产, 下调支农支小再贷款利率0.25个百分点。 3月16日, 央行实施普惠金融定向降准, 对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。除此之外, 对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点, 支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金5,500亿元。 4月3日, 央行对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点, 于4月15日和5月15日分两次实施到位, 每次下调0.5个百分点, 共释放长期资金约4,000亿元。同时自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。 4月15日, 开展1年期MLF中标利率为2.95%, 下降20个基点。 4月20日, 央行1年期LPR报3.85%, 下降20个基点; 5年期LPR报4.65%, 下降10个基点。 4月20日, 增加再贷款再贴现额度1万亿元, 以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款, 支持扩大对涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。6月1日, 央行会同财政部使用4,000亿元再贷款专用额度, 通过创新货币政策工具按照一定比例购买符合条件的地方法人银行业金融机构普惠小微信用贷款, 促进银行加大小微企业信用贷款投放, 支持更多小微企业获得免抵押担保的信用贷款支持。	2月6日, 财政部发布《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》对符合要求的企业减免增值税。 2月7日, 财政部公告对享受人民银行专项再贷款支持的企业, 中央财政按企业实际获得贷款利率的50%进行贴息支持。贴息期限不超过1年。 2月18日, 国务院常务会议决定阶段性减免企业社保费、医保费和实施缓缴住房公积金政策至6月份。据财政部初步测算, 减免企业社保费可为企业节省5,000亿元费用, 减免医保费可为企业节省1,500亿元费用。 2月28日, 财政部公告自2020年3月1日至5月31日, 对湖北省增值税小规模纳税人, 适用3%征收率的应税销售收入, 免征增值税; 适用3%预征率的预缴增值税项目, 暂停预缴增值税。除湖北省外, 其他省、自治区、直辖市的增值税小规模纳税人, 适用3%征收率的应税销售收入, 减按1%征收率征收增值税; 适用3%预征率的预缴增值税项目, 减按1%预征率预缴增值税。 4月10日, 财政部公告自2020年4月15日起至2020年12月31日, 暂免征收加工贸易企业内销税款缓税利息。 4月16日, 财政部公告自2021年1月1日至2022年12月31日, 对购置的新能源汽车免征车辆购置税。 4月26日, 财政部公告于2019年12月31日执行到期的支持小微企业、个体工商户和农户的普惠金融服务税收优惠政策, 实施期限延长至2023年12月31日。 5月22日, 全国人大通过2020政府预算报告。根据报告, 今年政府赤字率将按3.6%以上安排, 财政赤字规模比去年增加1万亿元, 达到3.76万亿元, 同时发行1万亿元抗疫特别国债。此外, 拟安排地方政府专项债券3.75万亿元, 比去年增加1.6万亿元。 6月17日, 国务院常务会议决定, 通过将降低工商业电价5%、免征航空公司民航发展基金和进出口货物港口建设费、减半征收船舶油污损害赔偿基金政策延长至年底, 并降低宽带和专线平均资费15%, 连同上半年降费措施, 全年共为企业减负3,100多亿元。 6月22日, 人力资源社会保障部、财政部、税务总局发布通知决定对中小微企业延长减免社保费至2020年12月底。

资料来源: 国泰君安国际根据公开资料整理。

4.2 美国

美国的货币与财政政策

	货币政策	财政政策
美国	3月3日，美联储宣布降息50个基点至1.00%-1.25%，同时将超额准备金率（IOER）下调50个基点至1.1%。 3月15日，美联储宣布降息100个基点至0-0.25%区间，并将购买5,000亿美元国债和2,000亿美元MBS。美联储还将银行的紧急贷款贴现率下调了125个基点，至0.25%，并将贷款期限延长至90天。 3月17日，美联储宣布重启商业票据融资机制，至2021年3月17日。 3月23日，美联储宣布开放式量化宽松政策，将继续购买美国国债和MBS以支持市场平稳运行，不设额度上限。 3月31日，美联储宣布将为外国中央银行和其他国际货币当局设立一项临时回购协议安排，使它们可以用其持有的美国国债从美联储换取美元，以帮助支持美国国债市场平稳运行和缓解全球美元融资市场面临的压力。 4月1日，美联储宣布暂时放宽对大型银行的杠杆率规定。大型银行在计算其补充性杠杆率的时候，可以将持有的美国国债和存款从中剔除。 4月6日，美联储宣布将社区银行杠杆率暂时降低至8%。 4月9日，美联储推出2.3万亿美元的贷款支持政策，主要措施有：一是扩大一级和二级市场企业信贷工具（PMCCF、SMCCF）以及定期资产抵押贷款证券工具（TALF）的规模至8,500亿美元。二是通过贷款支持计划（MSLP）给中小企业6,000亿美元提供资金支持，为中小企业资金周转和降低失业率提供支持。三是设立薪资保护计划流动性便利（PPPLF）为发放小企业薪资保障计划（PPP）贷款的金融机构提供流动性。四是建立市政流动性便利（MLF）购买州市地方政府的短期票据，提供5,000亿美元的贷款，贷款将主要用于支持中小企业和居民部门。 6月15日，美联储宣布更新二级市场企业信贷工具（SMCCF），该工具将开始购买广泛而多样化的企业债券组合，以支持市场流动性和大型雇主的信贷便利。	3月6日，美国总统特朗普签署《冠状病毒准备和响应补充拨款法案》，提供83亿美元用于支持测试、开发疫苗或生产相关药物的实验室硬件建设和升级，以及购买国家战略储备所必需的疫苗、检测试剂、药物和必需的医疗救护用品。 3月18日，美国总统特朗普总统签署《家庭优先新冠病毒应急法案》拨款1,040亿美元，该法案旨在通过提供带薪病假、税收抵免和免费新冠病毒测试，扩大食品援助和失业救济，以及增加医疗补助资金，减轻疫情对美国工薪阶层的影响。 3月27日，美国总统特朗普签署《新冠病毒援助、救济与经济安全法案》，提供2.2万亿美元的资金支持。具体内容包括：1、向个人提供1,200美元一次性退税，共涉及2,500亿美元；2、提供2,500亿美元失业救助金；3、为影响严重企业和行业提供5,100亿美元贷款；4、为小型企业提供3,590亿美元的贷款；5、向企业和个人提供税收减免，共计4,000亿美元；6、向医院提供1,000亿美元资金；7、向各州政府提供1,500亿美元资金援助；8、为弱势群体提供240亿美元的食品救助；9、用于其他联邦支出共计2,000亿美元。

资料来源：国泰君安国际根据公开资料整理。

4.3 欧洲

欧洲的货币与财政政策

	货币政策	财政政策
欧元区	3月12日，欧洲央行决定主要再融资业务利率、边际贷款利率、存款利率分别保持在0.00%、0.25%和-0.50%不变。启动长期再融资操作工具（LTROs），为欧元区金融体系提供即时流动性；且在2020年6月至2021年6月期间，长期定向再融资操作（TLTRO III）的利率将为-0.25%。此外，欧央行将额外增加1,200亿欧元的净资产购买，直至今年底。 3月18日，欧洲央行启动7,500亿欧元的紧急购债计划。 3月26日，欧洲央行公布的一份法律文件取消7500亿欧元疫情紧急资产购买计划（PEPP）的购债结构限制，并表示这一计划不会在2020年底终止。按照此前欧洲央行资产购买规定，最多可从每个成员国购买三分之一的主权债务。 4月30日，欧洲央行宣布决定在2020年6月至2021年6月间将第三轮长期定向再融资操作（TLTRO III）利率下调25个基点至-0.5%。 6月4日，欧洲央行决定，增加疫情紧急资产购买计划（PEPP）6,000亿欧元，其总额达1.35万亿欧元，并将期限至少延长至2021年6月底，直至疫情危机结束。资	3月10日，欧盟宣布设立250亿欧元规模的“危机基金”。 3月30日，欧盟成员国达成协议同意使用欧洲预算中未使用的资金，可以提供最多370亿欧元来对抗疫情带来的冲击。成员国可将这笔钱用于购买医疗设备，援助中小企业和劳动力市场。 4月9日，欧盟成员国财政部长9日就5,400亿欧元抗疫救助计划达成一致。救助计划中1,000亿欧元用于欧盟委员会推出的劳动者保障项目，向企业发放工资补贴以尽量避免裁员。欧洲投资银行将向受疫情影响严重的企业提供2,000亿欧元贷款担保，作为欧元区国家救助基金的欧洲稳定机制将向意大利和西班牙等国政府提供总额2,400亿欧元的低息贷款。 5月27日，欧盟委员会主席冯德莱恩向欧洲议会提交了一项命名为“欧盟下一代”的全面复苏计划。欧盟将在金融市场融资7,500亿欧元，其中5,000亿欧元以拨款的方式发放给成员国，2,500亿欧元则以贷款的形式帮助有需要的国家度过新冠肺炎疫情危机。这一计划需要得到27个欧盟成员国的同意和欧洲议会批准方能生效。

产购买计划（APP）将继续以每月 200 亿欧元的规模进行，并在年底前增加 1,200 亿欧元的额外临时额度。

德国	3 月 23 日，德国推出第一轮刺激计划，总额 7,500 亿欧元，包括 1,560 亿欧元的联邦政府补充预算，这笔款项将通过发行新债来筹集，还包括 6,000 亿欧元的稳定基金，用于向陷入困境的企业提供贷款，以及直接购买企业股权。 6 月 3 日，德国推出第二轮刺激计划，总额达 1,300 亿欧元，主要包括降低增值税、为儿童提供补助、补贴社会保险等措施，为期两年。
法国	3 月 16 日，法国政府宣布将为大约 13 万家企业提供由国家担保的贷款，贷款总额高达 3,000 亿欧元，同时将拨出 450 亿欧元应急计划协助企业和劳工度过危机。 4 月 16 日，法国将应急计划的规模提高至 1,100 亿欧元。 5 月 27 日，法国推出 80 亿欧元刺激计划推进电动车销售，主要是给购买电动车的消费者提供 7,000 欧元政府补贴。
意大利	3 月 16 日，意大利内阁通过了总额为 250 亿欧元的经济纾困措施。措施的具体内容包括：拨款 12 亿欧元给有未成年子女的家庭提供半薪休假，或领取补贴雇用保姆照看子女；年营业额 200 万欧元以下的企业暂停缴税；向失业人员提供 9 个星期的保障性收入；紧急拨款雇用医务专业人员加强港口机场等场所的防疫检验。 4 月 6 日，意大利政府宣布将以国家担保贷款的形式向企业追加提供 4,000 亿欧元流动资金，其中 2,000 亿用于帮助国内市场企业，另外 2,000 亿用于加强出口市场。 5 月 13 日，意大利政府批准了 550 亿欧元的援助计划，其中 256 亿欧元用于为收入受到疫情影响的职工发放补贴，约 50 亿欧元用于资助中小企业，32.5 亿欧元用于加强医疗系统，28 亿欧元用于教育和科研系统。
英国	3 月 11 日，英国央行将利率下调 50 个基点，至 0.25%。 3 月 19 日，英国央行将基准利率从 0.25% 下调至 0.1% 的历史低位。同时宣布增持 2,000 亿英镑的英国政府和公司债券，总持有量将达到 6,450 亿英镑。 4 月 9 日，英国央行和财政部联合声明，为抗击冠状病毒提供资金，英国央行将暂时可以直接货币化政府债务，直到疫情平息。声明中宣布，将扩大财政部在英国央行的透支账户规模，该账户可以上升到实际不受限制的数额，使财政部能够在短期内增加支出，而不必动用英国国债市场。 6 月 18 日，英国央行宣布增加 1,000 亿英镑债券购买计划。 3 月 11 日，英国政府宣布规模达 300 亿英镑的一揽子经济刺激计划，其中 120 亿将专门用来抗击疫情：50 亿将拨给英国国家医疗服务体系（NHS）以遏制新型冠状病毒的传播，70 亿将用于支持英国企业和工人。 3 月 17 日，英国政府发布总额 3,300 亿英镑的政府担保贷款计划，以帮助企业应对新冠肺炎疫情造成的冲击。

资料来源：国泰君安国际根据公开资料整理。

4.4 日本及其他国家

日本及其他国家的货币与财政政策

	货币政策	财政政策
日本	3 月 16 日，日本央行扩大资产购买计划，通过增加购买 ETF 和企业债来稳定金融市场。将把 ETF 的年购买规模从目前的 6 万亿日元增至 12 万亿日元，房地产投资信托基金年购买规模增加至 1,800 亿日元，同时承诺到今年 9 月底，增加购买 2 万亿日元的商业票据和企业债。 4 月 27 日，日本央行宣布取消购买国债的上限，通过扩大购买国债和企业债等手段进一步加大目前的货币政策宽松力度。日本央行将购买总额为 20 万亿日元的企业债券和商业票据。具体的行动包括维持当前 5 万亿企业债券和商业票据的持有规模，并在未来两年将企业债和商业票据购买规模从之前每年分别 1 万亿日元扩大到每年分别 7.5 万亿日元。	4 月 7 日，日本内阁会议通过史上最大规模经济刺激计划，总额达 108 万亿日元。 4 月 20 日，日本内阁将此前财政刺激计划的规模上调至 117 万亿日元。 5 月 27 日，日本政府推出第二轮 117 万亿日元的刺激计划。
印度	3 月 27 日，印度央行宣布将基准回购利率下调 75 个基点	3 月 26 日，印度政府公布总额为 1.7 万亿卢比的救助计

	至 4.4%；将存款准备金率下调 100 个基点至 3%，将释放 1.37 万亿卢比的现金；进行定向长期再融资操作，规模将高达 1 万亿卢比。 5 月 22 日，印度央行宣布将回购利率下调 40 个基点至 4%。	划。 5 月 12 日，印度政府推出约 20 万亿卢比的刺激计划。
韩国	3 月 16 日，韩国央行决定把基准利率下调 50 个基点至 0.75%。 3 月 26 日，韩国央行宣布将通过与更多证券公司及其它金融机构进行每周回购协议交易来提供无限量流动性，这项举措将持续到 6 月份。 4 月 9 日，韩国央行宣布将直接购买总值 1.5 万亿韩元国债，以稳定债市。 5 月 28 日，韩国央行将基准利率下调 25 个基点至创纪录低点 0.50%。	3 月 19 日，韩国政府宣布将向中小企业提供 50 万亿韩元紧急财政援助，以防止中小企业破产。 3 月 24 日，韩国政府表示，将把此前计划的 50 万亿韩元紧急援助计划的规模翻番至 100 万亿韩元，计划包括向中小企业提供 29.1 万亿韩元贷款，20 万亿韩元将用于购买面临信贷紧缩的公司的债券和商业票据，10.7 万亿韩元将用于稳定股市。 4 月 30 日，韩国国会通过了旨在向全体国民发放紧急灾难支援金的第二轮追加预算案，规模达 12.2 万亿韩元。 6 月 3 日，韩国宣布一项 35.3 万亿韩元的补充刺激预算，其中财政收入更正预算为 11.4 万亿韩元，扩大财政支出预算为 23.9 万亿韩元。
澳大利亚	3 月 3 日，澳大利亚央行宣布将基准利率下调 25 个基点至 0.5%，创历史新低。 3 月 19 日，澳大利亚央行宣布将基准利率下调 25 个基点至 0.25%，再创历史新低。澳大利亚央行宣布将购买国债控制收益率曲线，同时向银行提供 900 亿澳元小型企业贷款工具。	3 月 12 日，澳大利亚公布 176 亿澳元的财政刺激计划，措施包括向 12 万名企业学徒或见习人员提供补贴；向政府福利金领取者提供现金补助；向中小企业提供最高 2.5 万澳元的资金支持。 3 月 22 日，澳大利亚宣布规模 660 亿澳元的第二轮经济刺激措施。

资料来源：国泰君安国际根据公开资料整理。

4.5 政策的效果和可能的后果

全球央行纷纷推出史无前例的货币政策对冲疫情影响，金融市场在央行的政策刺激下恢复稳定。金融市场面对疫情冲击波动剧烈。全球央行在面对疫情时反应较为迅速，几乎是在受到疫情冲击的第一时间做出应对。除中国央行外，大部分央行均在较短的时间内连续降息，美国、英国、韩国、澳大利亚等国家纷纷将基准利率降至历史低点，而日本和欧洲则迅速执行量化宽松，扩大资产规模。中国央行最为克制，但也通过市场公开操作提供天量流动性，并通过非对称降息和降准提供宽松的空间。全球央行货币政策的短期效果较为明显。多个央行通过迅速降息和主动资产购买稳定了金融市场。全球股票市场因流动性危机在 3 月初下跌超过 30%，但在以美联储为主的央行政策刺激下迅速反弹。央行提供的充足流动性帮助市场渡过了疫情造成的最恐慌时期，为全球对抗疫情赢得了时间。当前金融市场的波动率明显降低，VIX 恐慌指数由 3 月 16 日最高 82.69 降至当前 32.22，市场恐慌情绪缓解，逐步接受与疫情长期共存的可能性。

全球货币和财政政策展现一定效果，经济指标有所好转。新冠疫情造成的短期冲击十分剧烈，全球各个主要经济体均出现了不同程度的衰退，大部分企业现金流中断，社会失业率显著攀升。各主要经济体为应对疫情，为企业和个人提供必要的现金流和贷款以支持经济活动的正常运行。5 月全球各主要经济体的各项经济数据较 4 月有所好转，全球经济活动有所恢复。全球各个国家和地区的制造业和服务业 PMI 在 4 月纷纷创历史新低后，于 5 月有明显回升。美国、中国的失业率也有所改善。但相比于疫情前的状态仍有显著差距，经济复苏势头仍然较弱。

疫情将长期阻碍经济复苏，货币环境将长期维持宽松，财政政策可能继续加码。随着各个国家经济重启的推进，新冠疫情的新增确诊再次不断创新高，在有效疫苗研制成功之前，疫情将持续伴随人类，是经济复苏的最大阻碍。在疫情不断反复的情况下，经济恢复的进度将较为缓慢，经济增长的压力仍然较大。一些行业如航空、旅游、影视将面临长期的困难，部分行业中的企业和个人也将长期需要政府救助。同时疫情期间的财政政策让各国政府都背负了较大的负债压力，未来较长时间内，全球货币环境都将维持宽松。此外，欧盟、日本、美国等经济体仍然在计划新一轮的财政计划刺激经济，未来全球财政政策可能会继续加码。

央行资产负债表急速膨胀，未来可能会出现超预期的通货膨胀。本次疫情以来，大部分央行纷纷实行大规模的资产购买计划，各个央行的资产负债表急速膨胀。美联储资产负债表由 2020 年 1 月的 4.2 万亿美元迅速扩大到 2020 年 6 月超过 7 万亿美元，欧洲央行资产负债表由 2020 年 1 月的 4.6 万亿欧元扩大到超过 6.2 万亿欧元，英国央行由 2020 年 1 月的 5,800 亿英镑扩大到超过 7,500 亿英镑，并且宣布直接为英国财政部提供融资，实现货币化政府

债务。各国央行资产负债表急速膨胀，甚至出现了债务货币化的政策，对央行货币政策的独立性造成了很大的负面影响。如果各国央行不能在疫情结束后有效降低资产负债表规模，将可能导致未来出现难以预估的恶性通胀。

多国政府负债率攀升，长期债务风险加大。各国为应对新冠疫情推出的财政刺激政策大多数以负债的形式融资，极大的推升了政府的负债率。同时各个国家大幅度减免税收，也加大了财政收入压力。疫情导致今年全球经济萎缩的状况不可避免，预计几乎所有国家的 2020 年财政余额都将恶化。对于财政脆弱的部分国家，收支的不平衡和负债率的攀升加大了政府债务违约的风险。经济恢复仍然存在较大不确定性，在疫情影响时间较长，经济复苏较为缓慢的情况下，全球的债务风险将逐渐积累。

五. 中美关系

5.1 建国后中美关系曲折前行，时而对立、时而协作

建国后中美关系曲折前行。建国以来中美关系并非一成不变，在部分时期存在相互对立、甚至全面封锁，在某些时期又相互接触、合作共赢，中美关系与任何其他大国外交关系并无不同。建国后期中美关系主要经历过以下几个阶段：

- **一是从建国之初到 1970 年代初，此时中美关系以敌对关系为主，这一时期的矛盾点主要在于意识形态。**代表资本主义阵营的美国与代表社会主义阵营的苏联相互对立，冷战正式开启。由于中国倾向苏联社会主义阵营，这时期美国对中国采取政治上孤立、遏制，经济方面封锁的策略。中国于 1950 年开启抗美援朝战争。但 1960 年开始中苏关系逐步恶化，1960 年苏联撤走全部在华专家，1969 年发生珍宝岛事件双方逐步进入战时状态，而此时美国深陷越战，国内反战情绪高涨，同时苏联在世界范围内的逐步扩张使得美国重新考量与中国的关系。
- **第二阶段在 1970 年代末至 1990 年初，这一时期中美关系迎来合作，这一时期美中的关系要点在于合力对抗苏联的战略考量。**中苏交恶及苏联在国际范围内迅速扩张使得中美关系被迅速拉近，1971 年中国开启乒乓外交，随后 1972 年尼克松访华，此后虽然中美未建立外交关系，但中国已经可以向美国、德国、法国、日本等国引进成套的技术装备计划。在 1978 年中国实行改革开放后，1979 年中美两国便正式建交。随后至 20 世纪 80 年代中国坚持以经济发展为重心的与全世界多数国家均建立了经济往来关系而赢得了难得的发展机遇期。
- **第三阶段 90 年代初至 2008 年，这一时期中美关系为接触、共赢、防范，波折不断，这一时期中美关系的要点在于经济利益。**随着苏联瓦解，美国认为中国遏制苏联的战略地位逐步弱化，中美关系亦悄然变化。1993 年 9 月美国重新调整对华战略推出“全面接触”战略，但同期在对华策略方面又多次试图以台湾、人权等问题试图牵制中国，中美关系反复波折。但随着中国经济实力日益增强，美国发现遏制战略并不符合美方长远利益，1997 年正式将中国定义为建设性的战略伙伴关系。但随后在小布什政府上台之初曾经一度把中国视为战略对手，采取预防性遏制的对华战略。随后在 911 事件后，美国政策重心逐步转为反恐、美国本土安全等关键问题，美国需要中国在反恐方面的支持也需要一个和平的东亚格局。随之美国对华关系逐步缓和，小布什政府中国的战略定位逐步转变为负责任的利益攸关者，并将中美关系定义为建设性的合作伙伴关系，经济利益的共赢成为这一阶段共识，中美迎来合作和防范共存时期。
- **第四阶段中 2008 年代至今，中美关系为接触、遏制、竞争、对抗，这一时期中美关系的要点在于全球主导权。**金融危机期间中美关系相对稳定，奥巴马政府重心仍在于经济复苏。但 2010 年后中美关系逐步恶化，双方在台湾问题、南海问题、人权问题、贸易等方面争端不断。2012 年 1 月美国国防部发布《新军事战略报告》正式提出“亚太再平衡”的战略，中国经济的日益强大使得美国愈发担忧，但总体而言奥巴马政府仍奉行多边主义，中美此时期虽偶有冲突但矛盾并不剧烈。之后随着特朗普政府的上台，中美关系迅速恶化，2017 年美国《国家安全战略》报告将中国作为对美构成竞争的大国之首，美国战略发生重大转变。此后美国针对中国遏制采取多样手段，包括但不限于贸易争端、以台湾、香港为代表的区域主权问题、在国际舆论层面多次对中国指责、和以技术封锁为主要手段针对于中国核心科技企业的制裁。可以说是从贸易、科技、企业、政治、舆论等多角度对中国进行打压。

中美历史阶段大事件

	时间	重要事件核心内容
敌对阶段	1950 年 2 月 14 日	中苏两国签订了《中苏友好同盟互助条约》。
	1950 年 10 月上旬	应朝鲜党和政府的请求，中共中央作出抗美援朝、保家卫国的战略决策。
	1958 年 8 月 23 日	第三次台海危机爆发。
	1960 年 7 月 16 日	苏联政府于 1960 年 7 月 16 日突然单方面决定撤回苏联专家。
	1969 年 3 月 2 日	中国于珍宝岛开启对苏联的自卫反击战。
联合阶段	1971 年 4 月 6 日	中国决定邀请第 31 届世界乒乓球锦标赛的美国乒乓球队访问中国。
	1971 年 10 月 25 日	中国成功恢复在联合国的合法席位。
	1972 年 2 月	美国总统尼克松在国务卿罗杰斯、国家安全事务助理基辛格的陪同下访问中国。
	1978 年 12 月 16 日	中美正式建交。中美发表《中美关于建立外交关系的联合公报》，声明指出自 1979 年 1 月 1 日起，中华人民共和国和美利坚合众国互相承认并建立外交关系。
	1982 年 8 月 17 日	中美“八一七公报”发表。在公报中，中国政府重申台湾问题是中国的内政。美国政府重申它无意侵犯中国的主权和领土完整，无意干涉中国的内政。
接触、共赢、防范	1993 年 9 月	美国政府就正式推出“全面接触”的对华政策。
	1997 年 10 月	克林顿政府时期确立的对华全面接触政策，使得“中美共同致力于建立面向 21 世纪的建设性战略伙伴关系”。
	1999 年 5 月 8 日	以美国为首的北约用导弹袭击了中国驻南斯拉夫使馆，造成 3 名中国记者死亡，20 多名使馆工作人员受伤，使馆馆舍严重毁坏。
	1999 年 11 月 10 日至 15 日	中国政府代表团同美国政府代表团在北京就中国加入世界贸易组织（WTO）问题举行谈判。11 月 15 日，双方签署中华人民共和国政府和美利坚合众国政府关于中国加入世贸组织的双边协议。至此，中美两国正式结束了双边谈判。
	2001 年 12 月 11 日	中国成功加入世界贸易组织，成为世贸组织第 143 个成员。中国从 1986 年 7 月提出复关申请，经历了历时 15 年的入世谈判。
接触、遏制、竞争、对抗	2012 年 1 月	美国国防部发布《新军事战略报告》正式提出“亚太再平衡”的战略。
	2016 年 3 月	美国商务部工业与安全局（BIS）以违反美国出口管制法规为由将中兴通讯及三个关联公司列入制裁名单，在没有美国商务部许可的情况下禁止美国供应商向中兴出口任何商品。中美科技摩擦正式开启。
	2017 年 12 月	美国公布了总统特朗普任内首份《国家安全战略报告》中国已经被定义为“战略竞争对手”报告将把中俄作为对美国最大的安全威胁排在美国安全战略报告首位，战略发生重大转变。
	2018 年 3 月	2018 年 3 月 22 日，美国总统特朗普宣布将对从中国进口的 600 亿美元商品加征关税，中美贸易战开启。

资料来源：《中华人民共和国大事记（1949 年 10 月—2019 年 9 月）》、美国商务部、美国国防部。

5.2 中美在贸易、区域安全、领土完整争端将持续，科技、金融领域不排除新制裁

贸易领域美国试图重建符合美国利益的贸易协定关系，中美双方贸易领域争端将延续。虽然中美贸易争端一直是中美对抗的着力点，但美国贸易争端其实并不只针对中国。2016 年特朗普在竞选期间便高举贸易保护主义，反对自由贸易协议如 NAFTA 和 TPP，背后深层次原因在于在全球贸易下美国制造业的大幅衰落及金融危机以后贫富差距的再次拉大，特朗普基于竞选考量需要赢得白人蓝领阶层的支持，便高举贸易保护主义。特朗普上台后即对中国、日本、欧盟、北美诸国采取多项贸易制裁措施，在美国优先总的策略下试图重建以自己利益为核心的全新的国际贸易体系。特朗普上台之初便于 2017 年 1 月 23 日宣布退出“跨太平洋伙伴关系协定”（TPP），2017 年 3 月美国贸易代表办公室发布《特朗普总统 2017 年贸易政策议程》，明确了美国贸易政策的首要目的是将以一种对所有美国人更自由和公平的方式扩大贸易。而中国作为是美国最大的贸易逆差国，2017 年中美贸易逆差超过了 3,000 亿美元，便必然首当其冲。美国自 2017 年 8 月便宣布正式对中国发起“301 调查”，直至多轮的双方博弈、谈判、互加关税。而中国则持续增加了与东盟和一带一路沿线各国的贸易额度，推出多项完善贸易便利措施以应对中美贸易摩擦，并推进《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的签订以应对全球贸易格局可能出现的变化。后续美方在贸易方面的政策基于内部竞选和经济考量短期难以全面转向，预计双方贸易争端仍将持续，但中方作为工业生产品类齐全的制造业大国，中美贸易争端造成的负面影响整体可控。

美国与各国的新贸易关系事件

国别	新贸易协议进展
韩国	2018 年 9 月 24 日韩美共同签署了美韩双边贸易修正后协议。
日本	美日于 2019 年 9 月 25 日在纽约联合国大会期间签署初步贸易协议。
欧盟	2018 年 2 月美国发起 232 调查，认为进口钢铁和铝产品严重损害美国国内产业，建议对进口钢铁和铝产品实施关税、配额等进口限制措施。随后欧盟与美国贸易争端不断，未达成新协议。
北美	2018 年 11 月 30 日，美国、墨西哥、加拿大三国领导人在阿根廷首都布宜诺斯艾利斯签署《美国-墨西哥-加拿大协定》，替代《北美自由贸易协定》。
中国	2018 年 3 月 23 日，随着毫无悬念的 301 条款调查结果出台，特朗普签署备忘录将对从中国进口的商品史无前例地大规模征收关税（可达 600 亿美元），并限制中国企业对美投资并购，表明美国政府正式发动对华贸易战。

资料来源：彭博。

科技领域美国对中国的封锁将日趋严格。如果说贸易争端是特朗普政府在贸易领域的针对于各个国家所采用的共同美国优先策略，但美国对中国技术领域的打压明显显示出其针对中国的遏制的战略意图。美国在 2016 年 3 月和 2018 年 4 月两次对中国中兴公司实施制裁，曾一度导致中兴公司主要经营活动陷入停滞。最终以中兴公司缴纳罚金、改组董事会等方式和解。而对于中国华为公司的打压更是显示其明显的战略遏制策略，除了禁止华为从美国公司购买技术和零部件更是限制全世界所有半导体厂（包括芯片代工、IDM 厂），只要有使用到美国软件和设备，在为华为生产芯片之前，都需要获得美国政府的许可证。除了禁止美政府机构购买华为设备更是在全球对华为展开舆论攻势，施压各国政府不要使用华为设备。美国对中国技术遏制手段包括但不限于限制投资、限制出口、限制人员交流、限制产业供应链等手段。据美国与他国技术争端的历史经验，美国曾在不同时期对苏联、日本、韩国均实施过技术遏制策略，随着中国当前在多项尖端技术领域赢得突破甚至领先，所以美国对中国的技术封锁具有相当的必然性和长期性。在各个历史时期，科技无论在军事还是经济均是大国获取军事技术领先、战略地位、超额利润的关键。后续美国对中国的技术封锁预计仍将持续，并有扩散可能。根据 2018 年 7 月美国国会通过出口管制法案并由商务部工业安全署发布 14 类前沿技术封锁清单，拟对生物技术、人工智能和机器学习等 14 类核心前沿技术出口管制，虽然提案暂未付诸实施，但未来相关技术领域限制仍有落地可能。

美国商务部工业安全署拟限制出口行业

主要内容	
生物技术	纳米生物学；合成生物学；基因组和基因工程；神经科学。
人工智能（AI）和机器学习技术	神经网络和深度学习；进化和遗传计算；强化学习；计算机视觉；专家系统；语音和音频处理；自然语言处理；规划；音频和视频处理技术；AI 云技术；AI 芯片组。
定位、导航和定时（PNT）技术	
微处理器技术，	片上系统（SoC）；片上堆栈存储器。
先进的计算技术	内存中心逻辑。
数据分析技术	可视化；自动分析算法；语境感知计算。
量子信息和传感技术	量子计算；量子加密；量子传感。
物流技术	移动电力系统；建模和模拟系统；资产总体可见度；基于配送的物流系统（DBLS）。
增材制造	3D 打印。
机器人	微型无人机和微型机器人系统；集群技术；自组装机机器人；分子机器人；机器人编译器；智能微尘。
脑机接口	神经控制接口；意识-机器接口；直接神经接口；脑-机接口。
高超音速空气动力学	飞行控制算法；推进技术；热保护系统；专用材料（用于结构、传感器等）。
先进材料	自适应伪装；功能性纺织品（例如先进的纤维和织物技术）；生物材料。
先进的监控技术	面印和声纹技术。

资料来源：美国商务部工业安全署。

中美金融领域争端后续概率仍存。中美在多方面矛盾愈发激烈，摩擦延伸至金融领域。2019 年 8 月 5 日人民币兑美元汇率破 7，美方将中国认定为“汇率操纵国”，并称将与国际货币基金组织接洽，消除中国的行动带来的不公平竞争优势，虽然在美国当地时间 2020 年 1 月 13 日，美国财政部在主要贸易伙伴宏观经济和外汇政策的半年度报告中取消了对中国“汇率操纵国”的认定，但中国仍被列入观察名单，这仍标志着中美摩擦蔓延到金融领域的可能。在瑞幸造假事件后，美国国会参议院通过《外国公司问责法案》，对外国公司在美上市提出额外的信息披露要求，增添了在美上市中概股压力。根据之前美日、美伊矛盾摩擦蔓延至金融领域经验，美国后续与中国的摩擦亦有持续升级到金融层面领域的可能。

部分美国金融制裁案例

主要手段	主要案例
迫使汇率升值	1985 年 9 月 22 日，美国、日本、联邦德国、法国以及英国的财政部长和中央银行行长在纽约广场饭店举行会议，达成五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题的协议。
冻结或冻结并没收资产	朝鲜战争爆发之后，1950 年 12 月 16 日，美国宣布冻结中国在美国的财产和资金。 1979 年 11 月 14 日美国宣布冻结伊朗在美国的银行以及国外分支机构中的 120 亿美元伊朗存款。
财政制裁	冷战后期，美国政府重新将苏联归类为“相对富裕的国家”，以取代苏联原来的“中间借贷国”地位，这使得苏联对官方出口信贷利息增加，最终，苏联就必须以大约 17% 的市场利率支付利息，给苏联原本就紧张的财政造成沉重负担。
切断美元获取能力和使用美元渠道	对巴拿马诺列加政府的金融制裁中，美国不仅冻结了巴拿马在美国银行体系的资产，并且通过托管账户阻止所有流向巴拿马的美元支付以及其他形式的美元转移。 2012 年 2 月美国参议院银行委员会提议美国国会通过立法禁止 SWIFT 允许疑似伊朗受制裁的银行和实体利用其网络。3 月在美国的要求下，SWIFT 取消了被美国列入黑名单的伊朗金融机构的会员资格。
禁止全球金融机构与被制裁对象交易	2005 年 9 月美财政部根据《爱国法案》将澳门汇业银行列入黑名单，指控该银行为朝鲜提供非法金融交易提供帮助。美国财政部宣称，在该声明生效 30 天后，美国可以在任何时间切断汇业银行与美国金融体系的联系。
制裁对方银行体系	2005 年以后伊朗核问题加剧导致对伊朗制裁升级。2006 年 9 月，华盛顿更进一步针对伊朗出口银行采取措施，增加限制了伊朗银行体系的一个“U-turn Transactions 权利”。在此之前，美国已经禁止了美国银行同伊朗银行之间的直接金融交易，但伊朗银行可以通过非直接途径进入美国金融系统，比如通过第三国银行进行资金支付，这种方式被称作 U-turn。在此之后，这种通过第三国银行金融美国金融系统的方式被冻结。

资料来源：《金融制裁：美国新型全球不对称权力》。

美方将在领土主权、区域安全问题对中国持续进行施压，但影响有限。台湾和南海问题在中美外交史方面历来是美方牵制中国的一个惯用筹码，此次中美摩擦过程中也不例外。同时 2019 年以来的香港修例风波也有美国方面援助，近期中国通过香港国安法立法决议后，美国又对出台对此的制裁法案。美国此轮对中国遏制策略在区域安全、领土完整方面干涉力度较之以往有增无减。从特朗普上台后美国的全球战略基本呈现以下趋势：其在亚洲开展印太战略，特朗普政府在 2017 年 12 月发布的《国家安全战略报告》中正式将印太战略上升到了国家战略的高度试图维持、巩固美国的霸主地位。美国试图在印度洋和太平洋领域选择日本、印度和澳大利亚为核心四国同盟；美国对欧政策仍是坚持利益优先并始终意图推行亲俄战略。特朗普政府上台后美欧贸易争端频现，且美欧在北约军费方面问题争端频频，多次扬言撤出欧洲驻军。另外其多次发声鼓励英国脱欧并试图与俄修复关系，美欧同盟关系频现裂痕。而在中东方面持续收缩，将打击恐怖组织作为中东政策优先选项。从全球范围看，此次特朗普以美国优先为所有对外政策的总领方针策略，以经济利益为上，尤其在贸易政策方面与世界多国产生争端，美国与其盟国的紧密关系已大不如前。而中国也在逐步拓展与亚洲邻国的友好关系，拓展与中欧的商务经贸往来，积极推进一带一路政策，与多国具有深厚的经济利益基础。在区域安全问题上表现出高度克制，理性作出相应对策，我们认为此方面美国对中国影响相对有限。

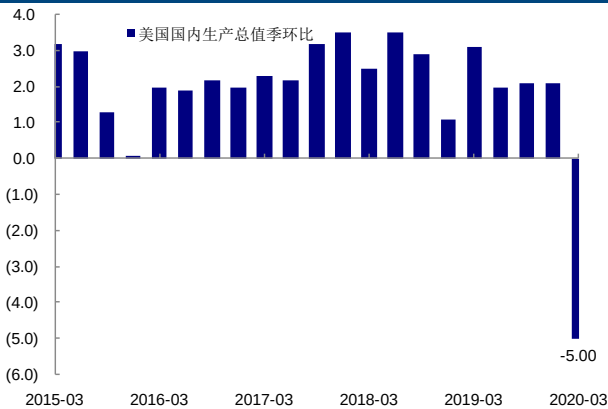
总结来看美国对中国的全面遏制源于其对全球领导权的维护，中美竞争、摩擦具有长期性和不可避免性。从中美历史关系观察，双方仅在联合抗苏时期关系相对稳定，在 90 年代之后美方始终奉行既接触又防范、遏制的政策，从克林顿政府至小布什政府并未有本质改变，双方外交关系始终动荡波折，而双方纽带关键在于经济和大国责任，或者说主要是美方对于中方的战略和经济需要，中美外交关系与任何一国外交关系并无不同。当前中美逐步升级的矛盾关系源于大国之间竞争关系，在此之前美苏和美日在不同时期经历过与中美当前类似的外交关系阶段，中国当前在全球经济、政治、科技、外交等影响力方面与日俱增，鉴于此前美苏、美日历史经验，中美竞争具有相当深刻的长期性和不可避免性。而此次美国针对中国压制采取多样手段，包括但不限于贸易争端、金融制裁、技术封锁、区域安全、国际舆论层面，而这些多个领域的策略并不是独立存在，在一定程度上是对华的全面战略的组合。我们预计后期美中贸易争端及美对中对在区域安全问题和主权问题的干扰仍将持续，但整体可控。而科技、金融领域不排除新制裁。

六. 美国经济数据反弹，扩表放缓

6.1 美国经济显示复苏，疫情仍为最大不确定性

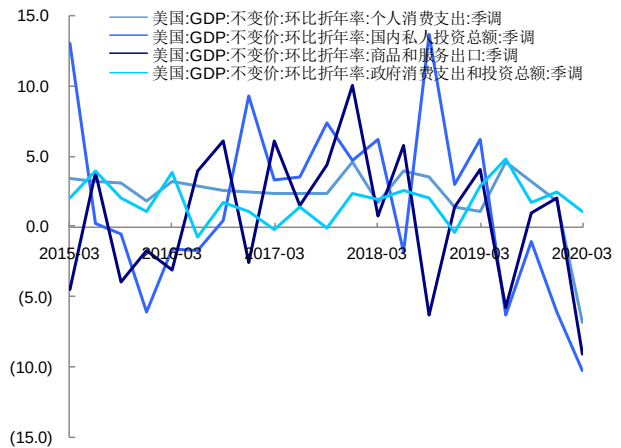
个人消费支出和私人投资大降，但消费月度数据显示其快速复苏。美国一季度 GDP 季环比年化下滑 5.0%，细分项中除政府支出环比正增长外，其他细分项目个人消费支出、私人投资、商品和服务净出口变动分别季环比降 6.8%、降 10.2%、降 9.0%。由于疫情管控所多采用的居家和社交隔离措施使得总的消费需求大幅回落。但二季度多项月度高频数据显示美国消费市场在快速复苏：5 月的美国零售总额同比跌 6.1%，增速月环比回升 13.8 个百分点；且 6 月的密歇根消费者信心指数回升至 78.1。同时 5 月个人支出月环比增 8.2%，美国商务部表示 5 月个人商品消费中，汽车及零部件和娱乐产品的消费在增长中作出了最大的贡献。而服务业方面，主要的增长点是医疗保健、食品服务以及住宿。但 5 月个人收入的环比回落 4.2%，4 月个人收入的大幅回升主要源于薪酬保护计划等美国救助计划的落地，仅一个月后收入环比就快速回落，使得下半年美国消费回升的持续性略存隐忧。

美国 GDP 年率季环比 (%)



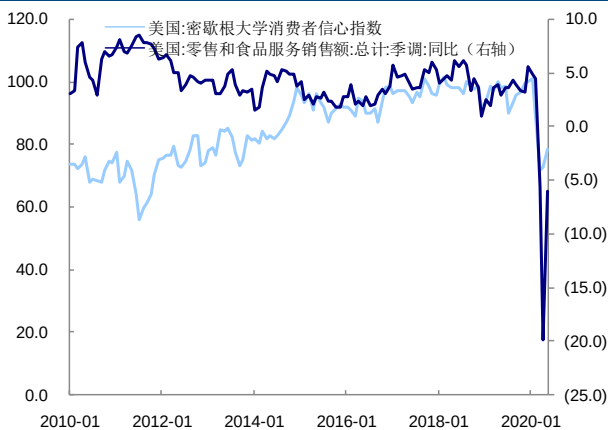
资料来源：美国经济分析局。

美国 GDP 细分数据季环比增速 (%)



资料来源：美国经济分析局。

美国零售总额月同比增速 (%) 和
美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：密歇根大学、美国商务部普查局。

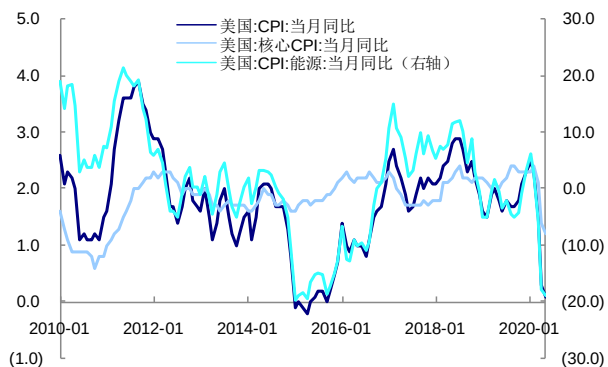
美国个人支出和收入月环比 (%)



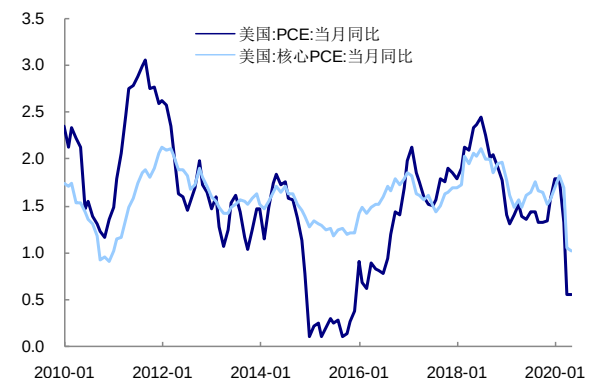
资料来源：美国经济分析局。

CPI 增速的大幅回落主要受石油产业链价格的回落及疫情管控下相关领域的疲弱拖累。美国 5 月 CPI 同比增 0.1%，而核心 CPI 同比增 1.2%。CPI 增速的回落主要由于受疫情管控的拖累较大的领域，其中能源、交通运输、服装等增速回落幅度较大。美国 5 月 PCE 指数同比增 0.5%，核心 PCE 同比 1.0%。当前美国通胀水平的回落仍然是结构性问题，部分受疫情管控影响较大的领域，例如交通、石油产业链价格的回落是主要拖累，当前并未产生全面的通胀回落，随着管控措施的逐步放开月度通胀水平虽然仍趋于回落，但回落速度逐步放缓。

美国 CPI 同比增速 (%)、核心 CPI 同比增速 (%) 和 美国 PCE 同比增速 (%) 和核心 PCE 同比增速 (%)
CPI 能源项目同比增速 (%)



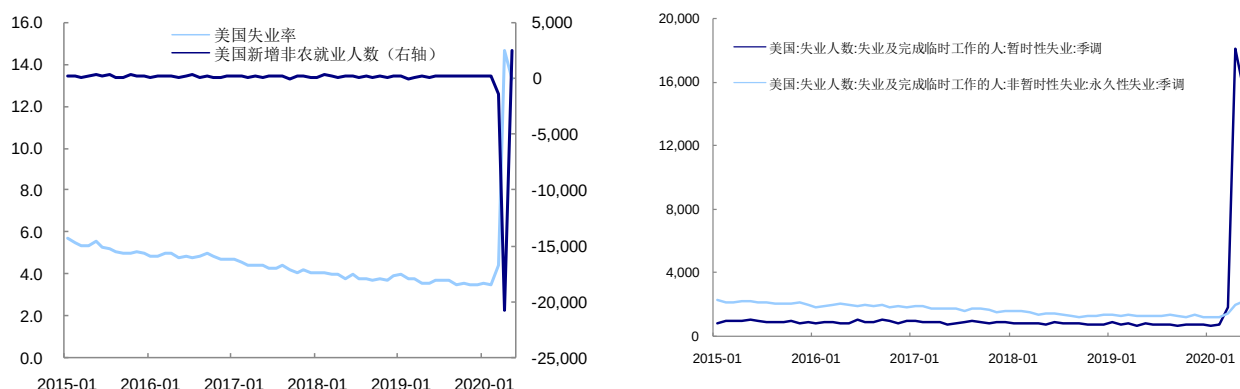
资料来源：美国劳工部。



资料来源：美国劳工部。

美国近期失业集中在以休闲酒店、教育等为代表的线下服务行业，未来美国失业率能将迎来短时间快速下降，但后期逐步趋缓的过程。5月非农就业新增250.9万人，但1-5月非农就业新增人数合计减少1,908.6万人，5月美国失业率为13.3%，但美国统计局表示由于统计的技术原因一部分本该算作失业的人被计算在了“因为其他原因离开工作”，实际失业率可能更高。而1-5月非农就业人数的减少的行业主要集中在休闲酒店旅游，教育、零售商业服务等线下经济，而疫情冲击相对较小的行业包括公用事业、采矿业、金融信息业就业人数减少相对较小。临近5月随着美国重启经济，就业市场出现部分向好迹象，自5月中旬开始持续申请失业金人数已经减少，且暂时性失业人数占总失业人数超过80%，短期在美国放松管控和多项救助计划的支持下预计将迎来暂时性失业人口的快速回归岗位。但中期来看，我们认为此次疫情对美国经济的影响不同以往经济波动，此次疫情危机改变了居民的生活和消费习惯，短期疫情在美国部分州例如佛罗里达州、得克萨斯州仍有抬头趋势，美国疫情暂未全面有效控制，旅游、教育等相关行业短期仍难大幅回暖。同时随着多数行业商业经营模式部分转向线上，部分原失业人口可能将不得不重新择业，而这种匹配过程可能较为漫长，预计短期失业率大幅回落后将呈现缓慢回落过程。

美国月新增非农就业人数(千人)和月失业率数据(%) **美国失业月度数据: 暂时失业(千人)和永久失业人数(千人)**



资料来源: 美国劳工部。

资料来源: 美国劳工部。

美国新增非农就业人口数据(按行业, 千人)

指标名称	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05
商品生产:采矿业	(3)	2	(8)	(53)	(19)
商品生产:建筑业	38	46	(65)	(1,018)	453
商品生产:制造业	(22)	8	(46)	(1,317)	250
服务生产:批发业	4	(3)	(12)	(385)	12
服务生产:零售业	(3)	3	(85)	(2,299)	371
服务生产:运输仓储业	23	(0)	(10)	(560)	(28)
服务生产:公用事业	(1)	(1)	(0)	(4)	(2)
服务生产:信息业	11	0	(6)	(279)	(39)
服务生产:金融活动	9	22	(18)	(261)	10
服务生产:专业和商业服务	20	27	(94)	(2,202)	160
服务生产:教育和保健服务	69	52	(178)	(2,603)	399
服务生产:休闲和酒店业	24	59	(743)	(7,575)	1,403
服务生产:其他服务业	10	6	(91)	(1,279)	261
政府	35	31	(17)	(952)	(533)
总计	214	251	(1,374)	(20,787)	2,699

资料来源: 美国劳工部。

美国工业产能利用率仍未恢复，房地产领域受影响相对较轻。美国工业生产仍有提升空间，5月美国全部工业部门的产能利用率回升至64.8%，但同比回落13个百分点；生产领域复苏当前仍为经济增速复苏的瓶颈，且节奏仍相对较慢，部分源于疫情的管控措施，而需求方面的回落也抑制生产复苏的节奏。耐用品整体订单回落幅度更为明显，4月耐用品新增订单月环比回落18.1%，终端需求的回落也限制了生产的快速释放，鉴于疫情的不确定性，消费者和企业均审慎考虑投资和消费计划，但随着5月个人消费支出和5月耐用品新增订单快速回暖，而领先指标6月的Markit美国制造业采购经理人指数已经恢复49.8，复苏逐步传导至生产端口，更利于就业数据的复苏。

地产行业方面，经过 4 月的新屋开工和销售大幅回落后，5 月的新屋开工数据和销售已经逐步回暖，30 年期的住房抵押贷款固定利率降至 3.15%，房地产领域受影响相对较轻。

美国工业和地产行业数据（部分）

指标名称	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06
地产行业相关数据						
新屋开工(千屋, 季调)	1,617	1,567	1,269	934	974	--
营建许可(千屋, 季调)	1,536	1,438	1,356	1,066	1,220	-
新屋销售(千屋, 季调)	774	717	619	623	676	-
30 年期住房抵押贷款固定利率(%)	3.51	3.45	3.50	3.23	3.15	-
工业生产相关数据						
工业产能利用率(%)	76.8	76.8	73.2	64	64.8	-
耐用品新增订单季调环比增速(%)	0.1	(0.1)	(16.7)	(18.1)	15.8	-
ISM 美国制造业采购经理人指数	50.9	50.1	49.1	41.5	43.1	50.2
Markit 美国制造业采购经理人指数	51.9	50.7	48.5	36.1	39.8	49.8

资料来源：美国商务部，房地美。

6.2 美国大选仍存悬念

特朗普的竞选主张较拜登占优。6 月 7 日拜登获正式任命为 2020 美国大选民主党候选人，此次民主党选举展现出之前未现的团结，其对手布蒂吉格、沃伦、布隆伯格、桑德斯渐次提前退选以支持拜登。从拜登和特朗普的竞选主张来看，拜登的竞选主张基本保持延续民主党主要的政策倾向，包括增税、扩大公费教育规模、全民医疗、支持清洁能源等方向，整体取向相对温和。而特朗普仍然基本延续其之前执政方针，主打以振兴美国经济为主的经济牌，通过再次重申减税、基建、吸引制造业回流美国以增加美国就业、振兴美国经济，尤其以其较好的完成 2016 年竞选宣言并以四年执政的优秀业绩为其优势。从二者的竞选观点上对比，特朗普相对占优。拜登作为一同与奥巴马执政合作八年的前副总统，在竞选主张方面并无新意，其中增税计划更是可能将近几年美国经济大幅复苏和美股上行的主要逻辑打破，唯一的亮点在气候能源政策，除了投入金额远超市场预期，拜登在大力支持新能源建设的同时也考虑对相关受应对气候变化而失业的蓝领阶层提供经济援助，展示其对特朗普蓝领白人基本竞选支持者的充分考量。

特朗普和拜登的主要竞选主张

关键领域	拜登	特朗普
竞选口号	Our Best Days Still lie Ahead	Keep America Great
经济	提高最高个人所得税税率从 37% 到 39.6%，提高企业所得税税率从 21% 到 28%。对收入超过 100 万美元的人按照普通收入税率征收资本利得税，将最高收入阶层的税率提高到 39.6%	2017 年 11 月特朗普签署《2017 年减税与就业法案》。其在 2019 年末提出减税 2.0 计划。考虑一项减税计划，将中产阶级的所得税税率降至 15% 的水平。提出了新冠病毒疫情经济救助计划的两个选项，要么在 2020 年底前免除工资税，要么将 2017 年底通过的减税措施永久化
基建	未来十年将支出 1.3 万亿基建投资	大选时承诺 1 万亿美元基建计划，上任提出多次并未获得通过。特朗普重新提出 2 万亿美元基建计划：道路、桥梁、铁路或其他公共工程项目
贸易政策	支持自由贸易，反对使用关税手段，认为加税付出代价的是美国农民和工人	符合美国优先的贸易协定
教育	增加联邦政府的教育支出，根据收入水平削减学生贷款还款	削减联邦政府对教育领域支出，取消部分学生贷款补助项目
医疗	保留奥巴马医改的公私合营的平价医疗体系并扩大范围	废除奥巴马的医改政策
气候能源	联邦政府将投入 1.7 万亿美元，推动美国 2050 年以前实现“百分百依赖清洁能源”和“净零排放”、要求高碳排放者为污染买单、提议为由于对抗气候变化而失业的蓝领工人提供经济援助等	支持传统能源产业煤炭、石油、天然气复苏
移民	希望创造途径给非法移民获得公民身份	反对非法移民，修建美墨边境墙

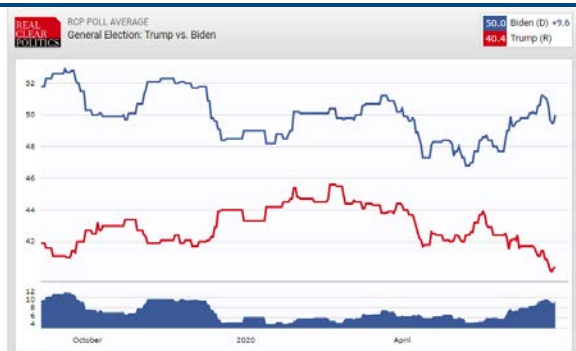
资料来源：Realclearpolitics、特朗普竞选官网、拜登竞选官网。

总民调和摇摆州民调拜登均领先，但民调当前指示作用相对减弱。摇摆州从来都是美国总统大选的关键点，在 2018 年的中期议会选举中，六个传统摇摆州中共共和党失去了密歇根、亚利桑那、宾夕法尼亚的众议院掌控权，略显劣势。而近期受疫情影响美国旅游业、制造业冲击较大，作为 2016 年特朗普赢得大选的关键摇摆州包括佛罗里达、密歇根、宾夕法尼亚和内华达等均受较大冲击，5 月密歇根失业率 21.2%，而近期佛罗里达州新冠肺炎新增确诊

病例迭创新高。根据 Realclearpolitics 民调显示民主党拜登在 6 个摇摆州民调支持率均全面领先共和党特朗普，而总民调自疫情以来领先优势持续扩大，截止 7 月 1 日根据 Realclearpolitics 数据，拜登总民调领先特朗普 9.6 个百分点。但据 2016 年美国大选经验，当前美国媒体民调已难以全面显示实际状况。

特朗普执政业绩双刃剑，疫情使得选战仍有悬念，后续特朗普如想连任需要更多超预期措施。特朗普上台后积极兑现其对铁锈地带以蓝领白人为代表的支持者的承诺，持续推进贸易保护政策、反全球化政策。特朗普政府的贸易保护政策其实不仅仅针对于中国，美国与欧盟、加拿大、日本等地区均有贸易争端。而在与中国在贸易谈判中反复强调对美农产品采购，也是为其竞选关键摇摆州如北卡罗来纳州、密歇根州等考量，看似激进的贸易保护政策实则主要为其选民考量。包括振兴传统产业，解除对煤炭、石油、天然气等限制政策；打击非法移民，收紧移民制度也是保护本国居民就业，尤其是蓝领白人阶层。在特朗普执政四年中施压福特公司在密歇根建厂，推进鸿海集团在威斯康辛设厂。为保护汽车行业特朗普重新谈判的《北美自由贸易协定》中加入了在美国国内扩大汽车生产的条款。以上种种均代表了特朗普良好地履行其之前的竞选宣言，足见特朗普在之前获胜的关键领域仍握有优势。但当前仍有较多不确定因素阻碍其赢得 2020 年大选，多年来的美国单方贸易保护主义使得多数国家采取反制措施，其结果反而伤害了更多美居民和企业利益。疫情管控的滞后性也使得美国成为全球确诊病例最多的国家，失业率高企，重启经济后多州现疫情升温，其中包括关键摇摆州佛罗里达州；“黑人命也是命”运动使得美国国内分裂态势加剧。而拜登的优势身为前副总统与前总统奥巴马合作八年，有着丰富的执政经验，同时其在黑人群体中有着天然好感，在黑人运动中表现突出，这些成为拜登很大的宣传优势。特朗普后续如果想连任仍需要更多超预期措施。

RCP 拜登和特朗普总民调



资料来源: Realclearpolitics。(截至7月1日)

RCP 摇摆州的拜登和特朗普民调

Battle for the White House RCP Poll Averages			
Election 2020	Biden	Trump	Spread
RCP National Average	50.0	40.4	Biden +9.6
Betting Odds	59.1	36.1	
Electoral College	222	125	
Battlegrounds	Biden	Trump	Spread
Florida	49.0	42.2	Biden +6.8
Pennsylvania	48.3	42.3	Biden +6.0
Wisconsin	48.0	41.8	Biden +6.2
North Carolina	46.5	44.3	Biden +2.2
Arizona	46.3	42.3	Biden +4.0

资料来源: Realclearpolitics。(截至7月1日)

美国竞选关键摇摆州疫情和主要产业概况

州	竞选票数	累计确诊病例 (人)	新增确诊病例 (人)	5 月失业率	主要产业
佛罗里达	29	152,434	6,093	14.5%	农业、旅游业、制造业
宾西法尼亚州	21	91,228	673	13.1%	制造业、煤炭开采、农业
密歇根州	16	70,728	505	21.2%	制造业 (汽车、飞机、等运输工具) 奶制品
北卡罗来纳州	15	65,397	1,663	12.9%	农业、畜牧业、家具、纺织旅游
亚利桑那州	11	81,136	2,228	8.9%	矿产、制造业 (航空、电力、电讯、 铝制品、电子产品)
威斯康星州	10	28,659	601	12.0%	制造业 (电子、机械)、农业 (乳 制品、玉米豆类) 和服务业 (旅游、 医疗保健)

资料来源: RCP、国泰君安国际、约翰斯·霍普金斯大学。截至2020年6月30日

6.3 美股估值相对较高，后续波动率预计抬升

美国三大股指经历多次熔断大幅回落，但于 3 月末震荡回升。美国三大股指年初以来震荡回升，2 月中旬后随着新冠肺炎疫情全球蔓延，各国均采取严格管控措施经济活动迅速停滞，美国三大股指自 2 月中旬大幅回落，期间经历多次熔断，随后美联储和美国政府推出多项救助措施，美国三大股指于 3 月末逐步震荡回升。其中，截至 6 月 30 日，纳斯达克指数已涨超疫情前位置。

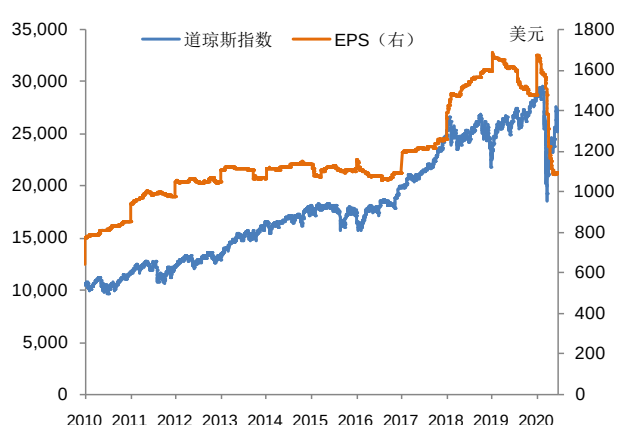
当前美股动态估值处于历史高位，盈利增长仍相对稳定。截至 2020 年 6 月 30 日，根据彭博数据，美国三大股指动态 PE 均高于十年 PE 均值 2 个标准差，美国道琼斯指数、标普 500 指数、纳斯达克动态 PE 分别为 23.7、24.9、37.5，估值水平处于创 10 年新高。而在标普 500 行业估值中，除能源公司业绩波动较大外，估值相对较高的行业分别为可选消费品、地产、工业、科技行业，PE 值分别为 55.4、48.0、32.6、27.2，其长期盈利增长预期分别为 13.0%、4.5%、7.9%、11.0%。标普 500 指数 2020-2022 盈利增长预测分别为-5.8%、17.1%、15.9%。

道指预测市盈率



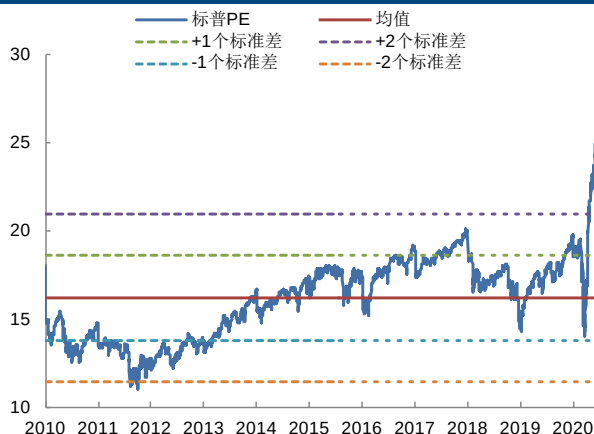
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

道指及盈利预期



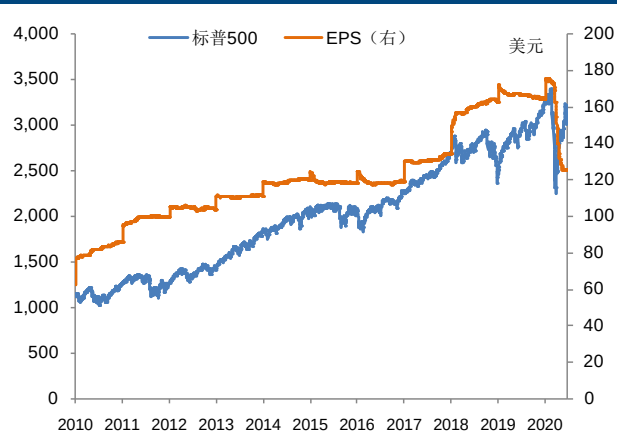
资料来源：Bloomberg。

标普 500 预测市盈率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

标普 500 指数及盈利预期



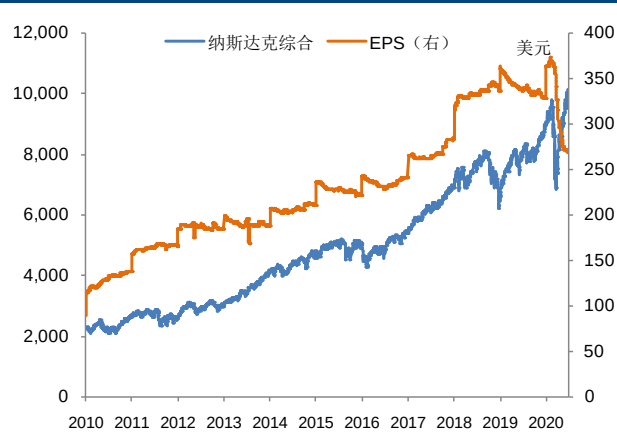
资料来源：Bloomberg。

纳斯达克预测市盈率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

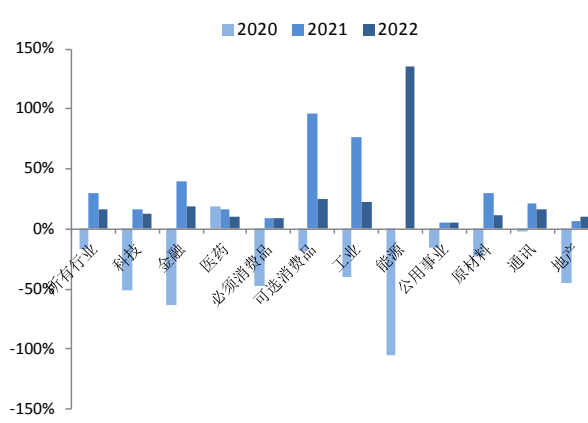
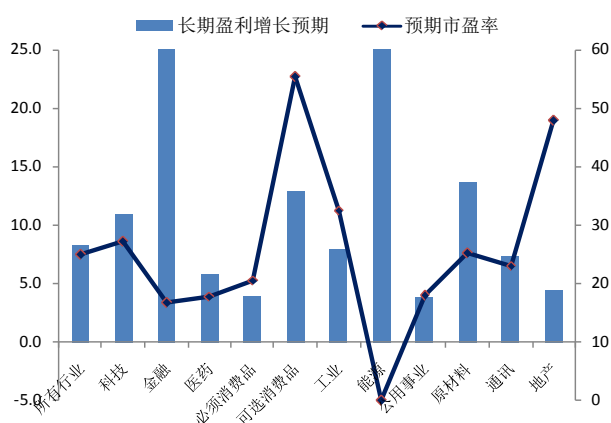
纳斯达克指数及盈利预期



资料来源：Bloomberg。

美股短期波动性有提升可能，中期向好基础暂未被打破，但疫情变化仍为关键点。此次美国三大股指反弹的速度要远快于上一轮金融危机后美股的复苏进度，我们认为主要由于以下几个方面原因：第一、本轮量化宽松政策美

联储扩表的速度要远快于上一轮。此次美联储资产负债表扩张超 2.8 万亿用时仅约 3 个月，而上一轮用时约 4 年至 2013 年 10 月 3.8 万亿，而且此次基础货币扩张速度也要远快于上一轮金融危机，流动性短期极为充裕利好风险资产的上行。**第二、美股长期基本面向好逻辑暂未被打破，但短期估值相对较高，波动性有提升可能。**美国三大股指长期上涨的主要逻辑还是源于基本面支撑，估值的扩张亦是由此支撑，我们观测到自 08 年金融危机以来美股的估值并未一直处于显著扩张，其中主要在 2017 年-2019 年维持相对高位，而届时上市公司业绩增速亦相对较高，受益于特朗普实行的减税和刺激经济计划及部分美股上市公司回购股票操作，叠加针对次贷危机美联储 3 轮的 QE 亦为经济打下了良好的复苏基础，美国经济本身便处于复苏周期之中，估值的相对扩张有业绩支撑。而此次纳斯达克指数短期涨幅要高于标普 500 和道琼斯指数，疫情对于龙头医药、科技、通讯公司产生相对利好，更多经济活动逐步向线上迁移。而美国三大股指指数的上涨也大多来源于占比市值相对较大的部分龙头公司的带动作用。而美国在医药、智能手机、芯片、软件服务等在全球竞争的优势格局暂未被打破。所以美股龙头公司业绩仍有向上弹性。根据彭博业绩预测数据，我们发现标普 500 中可选消费、通讯、科技等行业未来两年的业绩增速预测仍维持稳步增长，且 2020 年业绩预计下滑幅度相对较大的金融、工业和原料行业亦将逐步复苏。但近期美股的估值水平相对较高，而其所面临的经济周期和疫情的高度不确定性可能致其波动性抬升。**第三、压低长期国债收益率后资金需要更多配置窗口，**美联储此次 QE 将美国十年期国债利率基本降至 0 附近，资金被溢出至风险资产，而由于疫情的高度不确定性，市场又再次集中在龙头公司寻求避风港，各大类资产基本呈现普涨格局，黄金，商品等资产均不同程度上行。假设美国疫情不会使得其重回全国全面管控，美股中期仍有上升空间，短期波动性有望抬升，流动性的边际变化将成为波动性抬升的关键影响因素，但如果疫情再次爆发而使得美国多数州不得不再次施加管控措施则美股有回落风险，将回归合理估值或更低区间。

标普 500 指数各行业长期盈利预期和估值
标普 500 指数各行业 2020 - 2022 盈利增长预期


资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

资料来源: Bloomberg。

注: 标普 500 中能源行业 2021 年盈利增速预测为亏损

美国三大指数盈利增长预测

	2020	2021	2022	长期盈利增长
标普 500	(5.8%)	17.1%	15.9%	8.5%
道指	(13.7%)	14.5%	16.2%	6.9%
纳斯达克	3.2%	14.8%	14.9%	7.2%

资料来源: Bloomberg。

6.4 美联储购债速度可能小幅上升，货币政策工具后续重心转向支持实体融资

货币政策工具后续重心转向实体融资。总体看美联储的货币政策相对成功，近期资产负债表缓慢收缩，虽然部分原因在于央行互换额度的减少和贴现余额的回落，但也表明极端情况在逐步过去，预计后期贴现窗口和回购协议余额可能均将快速减少。而针对于美联储量化宽松政策，还面临经济、疫情等多方面不确定性，后续购债速度可能小幅抬升。在货币政策工具方面，由于美联储的政策重心逐步由金融机构流动性支持过渡到支持企业、家庭融资：预计美联储资产负债表中 CPFF 额度有望维持高位，MMLF、PDCF、央行货币互换余额将逐步减少。而薪酬保护计划 (PPPLF) 效果显著，帮助美中小企业保留超千万岗位，但总额度预计不会再提高。主街计划 (MSLF) 实施过程略有难度，其在美联储资产负债表的余额预计将缓慢提升。美国企业债收益率未操作前已大幅回落，SMCCF 作用可能超预期。市政流动性便利工具也将持续发挥作用。而针市场近期对于美联储是否会采用 YCC 的

讨论，我们认为并不排除这种可能性，虽然日本的 YCC 并未使得通胀回升，但确使得完成日本十年期国债收益率控制在 0 附近而其央行资产购买量放缓的效果。

随着美债额度的快速发行、经济复苏和通胀预期快速提升和资金过度流向风险资产，QE 政策存提速可能但预计不会过高。美联储自 3 月 13 日宣布重启 QE 后，其资产负债表迅速扩张。截至 6 月 26 日数据，美联储资产负债表较 3 月 13 日增 2.77 万亿美元至 7.13 万亿美元，其持有证券规模较 3 月 13 日增 2.25 万亿美元至 6.14 万亿美元，其中持有国债额度增 1.67 万亿美元，持有 MBS 额度约增 0.57 万亿美元。美联储本次 QE 操作目的是在经济发生短期流动性危机而推升长、短端利率后，在政策利率水平降至 0.6%-0.7% 附近后，通过同时进行资产购买以降低长、短端国债利率水平，恢复市场流动性。截至 6 月 30 日，10 年期美国国债利率快速回落至 0 附近，远低于上一轮金融危机期间的最低利率水平。本次 QE 政策是迅速而有效的，由于 3 月 25 日提出无限量 QE，无额度和时间的限制，在指引上要远强于应对金融危机的量化宽松政策。随着流动性紧张问题缓解及美国经济的在管控措施放松后逐步复苏，美联储 QE 的资产购买速度大幅放缓，至 6 月 5 日美联储宣布将以每天约 40 亿美元的速度购买美国国债。根据 2008 年次贷危机后美联储的三轮 QE 政策的经验来看，其三轮 QE 政策的出台均是有不同的政策侧重点。QE1 主要针对解决短期流动性危机重建金融机构信用，QE2 针对为政府融资降低成本并刺激经济、解决通缩，QE3 主要意图促进美国就业、恢复经济。当前美联储量化宽松政策和其他货币政策工具控制了短期流动性问题，但疫情的不确定性仍相对较高，虽然美国全国范围的管控措施很难再现，但局部的管控措施亦将使得经济复苏强度和进度存疑，部分州已经推迟经济复苏计划。后续量化宽松政策仍面临以下几方面影响：疫情再次回升并促使经济再度大范围停摆；美国国债和企业债大幅发行向市场抽走流动性；经济增速和通胀预期提升快速推高美债收益率；通货紧缩、就业恶化。后续美联储购债仍有提速可能，但预计不会过高。美联储总资产规模从 6 月 10 日开始略有下降至 7.0 万亿美元（7 月 1 日）。

美联储资产负债表中持有证券项目数据（百万美元）

美联储资产负债表项目	2020/06/26	2020/03/013	差值
Securities Held Outright	6,143,193	3,897,224	2,245,969
US Treasuries Securities	4,197,404	2,523,031	1,674,373
Mortgage-Backed Securities	1,943,441	1,371,846	571,595
其中：Residential Mortgage-Backed Securities	1,934,299	0	1,934,299
Commercial Mortgage-Backed Securities	9,142	0	9,142

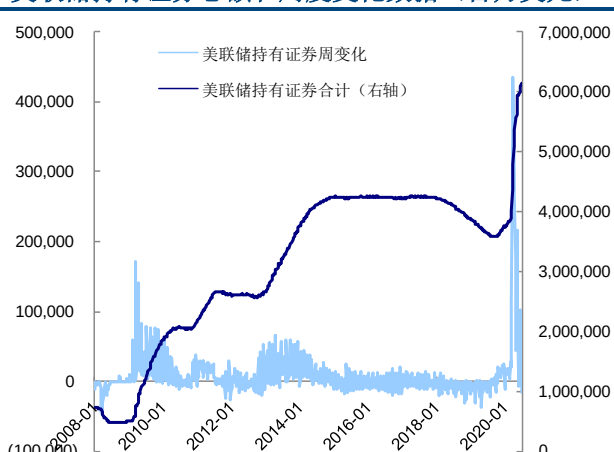
资料来源：美联储、国泰君安国际。

美国 2 年期、10 年期国债及二者差值收益率曲线（%）



资料来源：美联储、国泰君安国际。

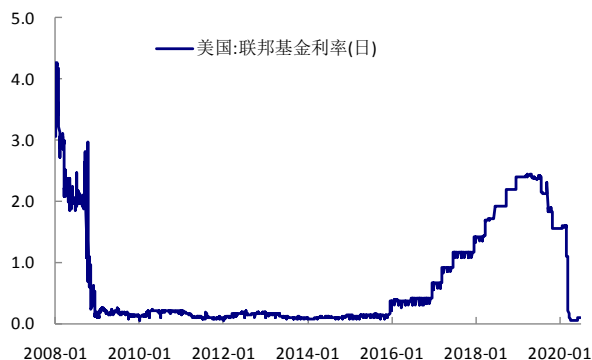
美联储持有证券总额和周度变化数据（百万美元）



资料来源：美联储、国泰君安国际。

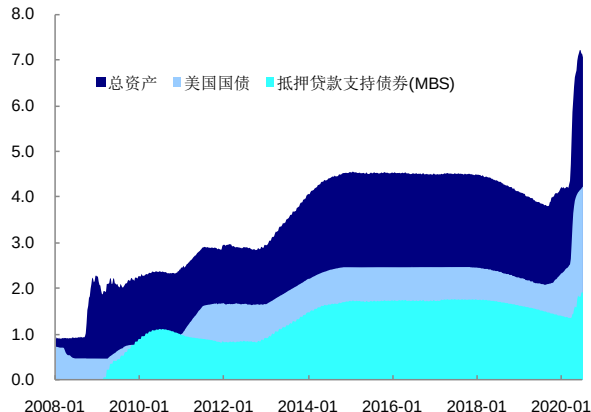
预计联邦基金目标利率将维持 0-0.25% 区间至 2022 年底不变。回顾上一轮量化宽松后的加息周期，美联储于 2015 年 12 月首次上调超额准备金率及联邦基金目标利率，随后联邦利率正式步入回升周期。当时美国经济基本面状况恢复进度良好，2015 年 12 月美国失业率为 5%，虽然通胀水平并未达到美联储的目标，但并未限制美联储加息操作。美国经济是否具有长期稳健增长的基础，其中失业率和经济增速也为重要考虑。根据美联储 6 月 11 日声明，委员们一致同意将联邦基金基准利率维持 0%-0.25% 不变，预计将维持利率在当前水平直至 2022 年年底。

美联储联邦基金利率 (%)



资料来源: 美联储。

美联储资产负债表 (万亿美元)



资料来源: 美联储。

6.5 美元短期可能回落, 但中期将维持强势

我们认为美元走势短期可能相对偏弱在 97 震荡, 但中期仍有再次走强趋势于 90-110 震荡。短期美元走势可能相对走弱的逻辑主要在于美联储短期流动性宽松、美国战略经济考量和信用属性削弱: 第一美联储相对快速的量化宽松政策及与之相伴的美国债额度的再攀新高, 虽然各国均推出了货币宽松政策, 但此次与欧、日央行对比美联储资产负债表短期膨胀速度最快; 与此同时美国推出多轮财政刺激政策, 美联邦财政赤字持续走高, 一定程度上利空美元的信用属性, 由于当前美国失业率仍维持高位, 短期宽松的货币和财政刺激计划难以退出, 一定程度利空美元。第二美国对于相对弱势美元的战略选择, 临近美国大选, 在全球经济相对萎靡的背景下, 相对弱势的美元有利于美国出口企业, 在一定程度上利于美国经济的复苏。第三美国疫情仍相对严重, 确诊病例居全球首位, 同时随着放开经济步伐的加快及美国的示威游行事件, 部分州疫情有抬头趋势, 多州暂缓经济重启计划。这在一定程度上给美国经济后期的复苏节奏带来了不确定性。

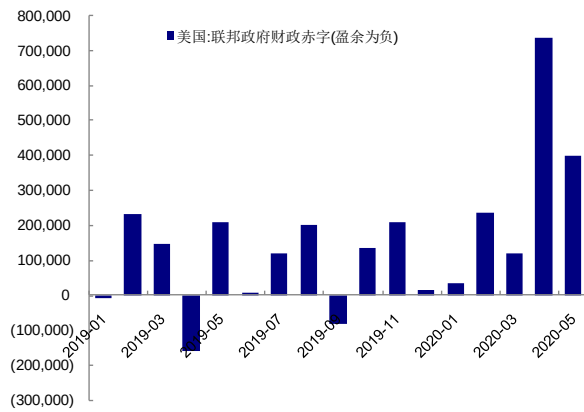
但总体来看我们认为美元指数下行幅度仍相对有限, 主要在于美元的金融属性、避险属性和美国经济基本面强劲属性。第一、资产配置属性方面, 从全球资本市场观测美股仍然具有吸引力, 美股拥有全世界最优质的科技、互联网公司, 仍是全球权益资金首选之地。第二、美国国债收益率回落至 0 附近, 但相较于欧洲多数主权国家国债负利率水平不断深化, 当前美债较之欧债仍有配置优势, 美国金融资产仍将吸引全球资金配置, 美元仍是全球首选避险货币。第三、从经济基本面来, 看虽然本次欧洲在推出量化宽松政策较往次较为迅速, 但在财政合力方面仍存在协同问题, 伴随着英国脱欧, 外向型的欧洲经济在复苏基础仍不如美国, 带有指标作用的 6 月 Markit PMI 数据显示美国的幅度进度要好于欧元区, 分别为 49.8 和 47.4, 中期美元仍有向上空间。我们认为美元走势短期可能相对偏弱在 97 震荡, 但中期仍有再次走强趋势于 90-110 震荡。

美联储、欧央行日本央行资产总额

	2020/06/26	2020/03/013	差值
美联储 (百万美元)	7,130,953	4,359,992	2,770,961
欧央行 (百万欧元)	6,236,143	4,704,239	1,531,904
日本央行 (百万日元)	649,356,871	588,770,017	60,586,853

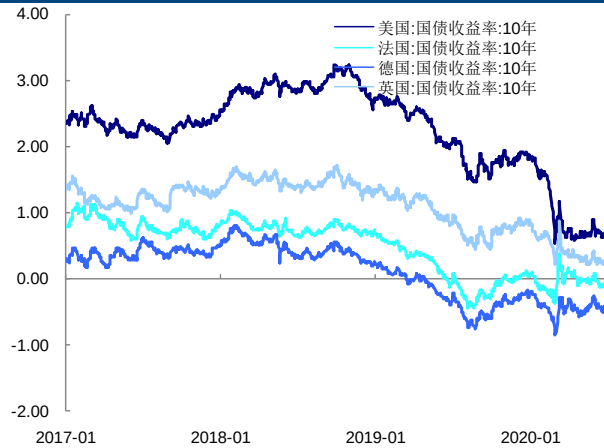
资料来源: 美联储、欧央行、日本央行。

美国财政赤字（百万美元）



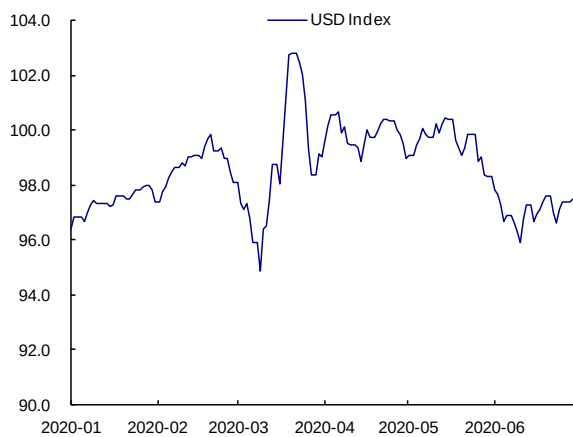
资料来源：美联储。

美债与其它国债收益率对比



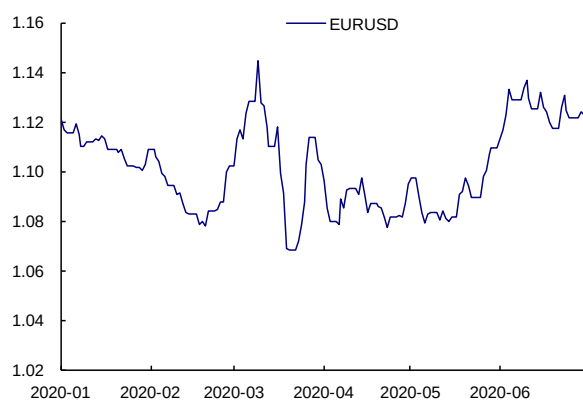
资料来源：美联储、国泰君安国际。

美元指数



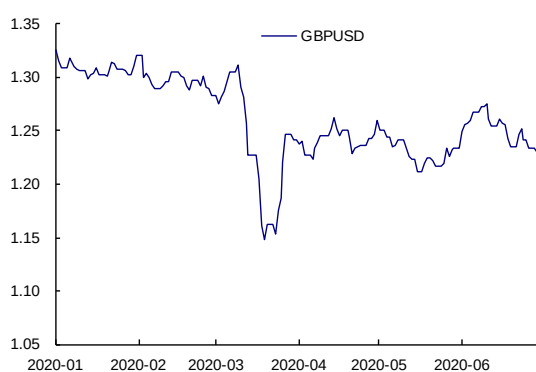
资料来源：Bloomberg。

欧元兑美元



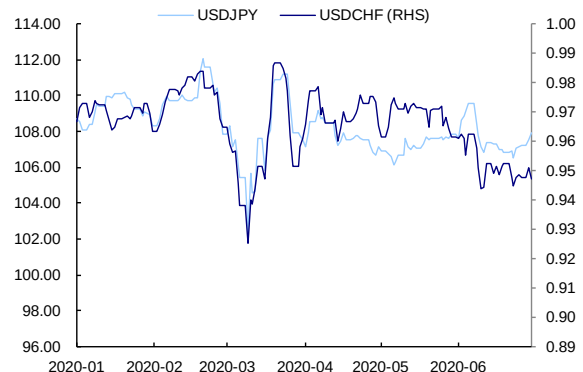
资料来源：Bloomberg。

英镑兑美元



资料来源：Bloomberg。

美元兑日元及美元兑瑞士法郎



资料来源：Bloomberg。

七. CPI 逐渐回落至较低水平

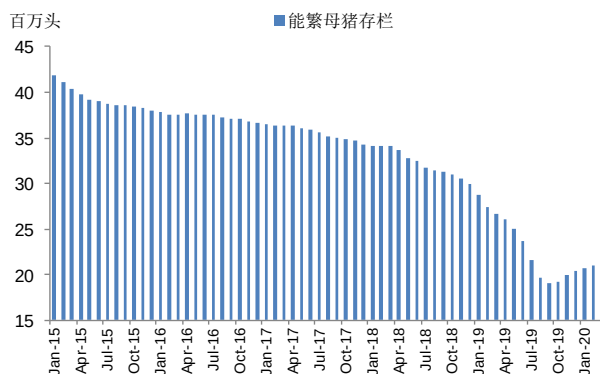
7.1 猪肉价格的预测

6 月份猪肉价格企稳回升但 2020 年下半年将进入长期下降通道。5 月下旬到 7 月初，全国生猪出栏均价保持上涨势头。截止 7 月 8 日，全国生猪出栏均价已经上涨到了人民币 36.8 元/公斤，较之前 5 月 15 日的阶段性低点人民币 26.5 元/公斤已累计上涨了 38% 以上。由于之前 4、5 月份被提前抛售的肥猪较多，造成了很多地方的肥猪供应

偏紧的局面，导致现阶段猪价上涨。2、3 月份新冠疫情管控道路不通，仔猪和母猪调运困难使得生猪补栏受阻，也加重了 7、8 月份生猪供应的断档。而且近日南方降水量大，从而导致屠宰企业收猪难度进一步加大。区域价差的缩小以及生猪收购贩运实名制政策的施行，导致南方主销区猪源进入减少，南方多地猪价出现的明显上涨行情亦再次带动了北方猪价的上涨。从需求端来看，猪肉价格的持续高位必将抑制消费需求。进入高温季节，终端消费意愿有所减弱，而且 7 月份各大院校陆续放假，集中消费的现象会明显减少。目前猪肉消费正处于恢复阶段，尚未达至正常水平。截止 7 月 8 日，全国猪肉平均价格已经上涨到人民币 46.1 元/公斤，较 5 月 15 日的阶段性低点人民币 42.1 元/公斤已累计上涨了 9.5% 以上。由于需求较为低迷，生猪价格上涨的压力较难传导到猪价上。2020 年下半年猪价下滑压力增大。2020 年中央一号文件提出，要千方百计促进生猪生产恢复，全力确保今年年底基本恢复到接近常年水平。而农业农村部则进一步明确，目标是力争 2020 年底基本恢复到常年 80% 左右的水平。尽管有非洲猪瘟复发的风险，但仍然难掩养猪企业新增产能的热情。养猪集团、肉制品企业及其他大型企业等纷纷发布通知布局生猪产能，共计投入人民币 560 亿元布局养猪，预计新增能繁母猪 2,800 万头。自从去年开始，能繁母猪存栏快速恢复，规模猪场的能繁母猪比 2019 年 9 月份最差的时候增长了 70% 以上。6 月份快速反弹的猪价更是坚定了养猪企业扩产的计划。随着能繁母猪存栏逐渐恢复，生猪出栏量将在下半年明显增加。我们预计猪价的长期拐点将在下半年到来。2020 年 2 月份猪肉价格影响 CPI 上涨 3.19 个百分点，但到 2020 年 6 月下降到 2.05 个百分点。随着猪肉价格基数逐月增高以及猪价将进入下行通道，在 2020 年下半年猪价对于 CPI 的同比影响将进一步减轻。

22 省市生猪及猪肉平均价格


资料来源：中国畜牧业信息网。

能繁母猪存栏


资料来源：中国政府网。

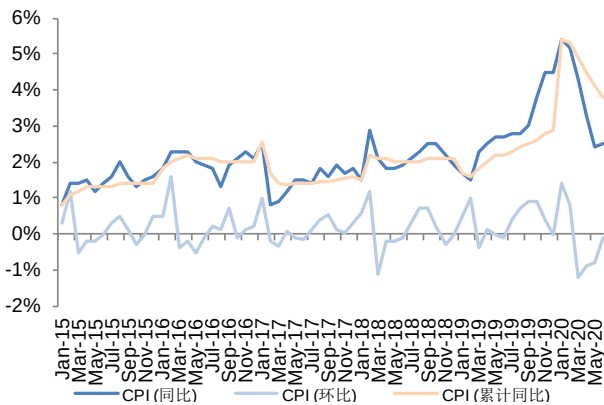
7.2 食品价格的论述及预测

上涨的食品价格仍然是 2020 年前 6 月中国居民消费价格总水平(CPI)增长的主要推动力。2020 年上半年 CPI 累计同比上涨 3.8%，较 2019 年全年 2.9% 的涨幅上升 0.9 个百分点。2020 年上半年食品价格累积同比上涨 16.2%，较 2019 年 9.2% 的涨幅抬高 7.0 个百分点，推高 2020 年上半年 CPI 约 3.27 个百分点。2020 年上半年食品烟酒价格累计同比上涨 12.2%，推高 2020 年上半年 CPI 约 3.67 个百分点。而非食品价格维持温和上涨，累计同比增长 0.7%，较 2019 年全年 1.4% 的涨幅下降 0.7 个百分点。2020 年上半年食品价格上涨主要因为猪肉价格上涨所推动。2020 年上半年猪肉价格按年上升 104.3%，抬高 CPI 约 2.52 个百分点。在猪肉价格快速上涨的带动下，所有蛋白价格都有明显上涨。2020 年上半年肉禽及其制品价格累计按年上升 70.5%，抬高 CPI 约 3.13 个百分点。不过由于生猪产能正在恢复，中国猪肉价格增幅在 2020 年上半年逐月回落，导致中国 CPI 从 1 月 5.4% 的较高的通胀水平下降到 6 月 2.5% 的正常的通胀水平。

6 月份食品价格增幅略有回升，但预计 2020 年下半年食品价格涨幅将继续收窄。2020 年 6 月，中国居民消费价格指数(CPI)同比升 2.5%，基本符合一致预期(2.55%)，涨幅较上月环比微升 0.1 个百分点。2020 年 6 月，中国食品 CPI 同比上涨 11.1%，涨幅较上月环比扩大 0.5 个百分点，带动 CPI 上升 2.24 个百分点。受生猪出栏减缓、防疫调配要求从严及进口量减少等因素影响，猪肉供应偏紧，同时餐饮和团体消费需求有所回升。食品构成中，猪肉价格同比上涨 81.6%，影响 CPI 上升 2.05 个百分点。牛肉和羊肉价格分别同比上涨 18.5% 和 10.9%。2020 年 6 月，鲜菜价格同比上涨 4.2%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。而鲜果价格同比下降 29.0%，影响 CPI 下降约 0.67 个百分点。非食品价格同比上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点。其中，教育文化和娱乐、医疗保健价格均上涨 1.9%，但因需求疲软，交通和通信价格同比进一步下降 4.6%。随着猪肉价格的长期下降拐点

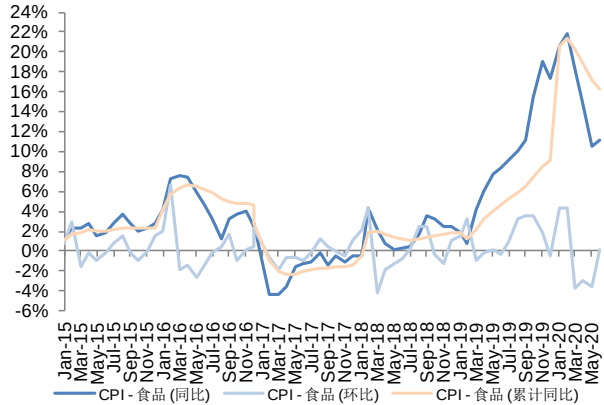
到来以及 2019 年下半年猪肉价格较高的基数，我们预计猪肉价格将在 2020 年下半年快速收窄甚至将在年底录得负增长。同样的，水果价格同比将显著下降，预计将在 2020 年下半年拉低食品价格。我们预计食品价格的涨幅快速下降将在 2020 年下半年将 CPI 重新拉回“1”时代。

居民消费价格指数 - 综合



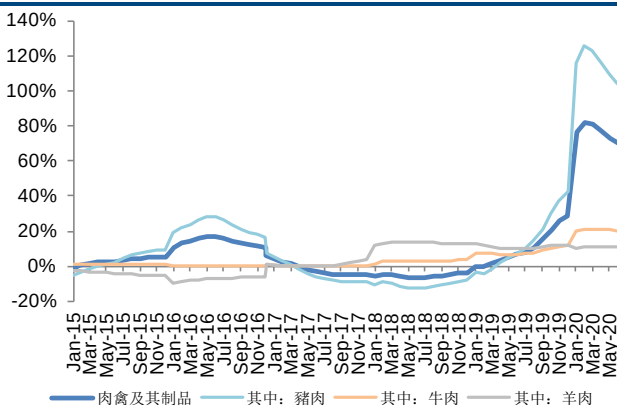
资料来源：中国统计局。

居民消费价格指数 - 食品



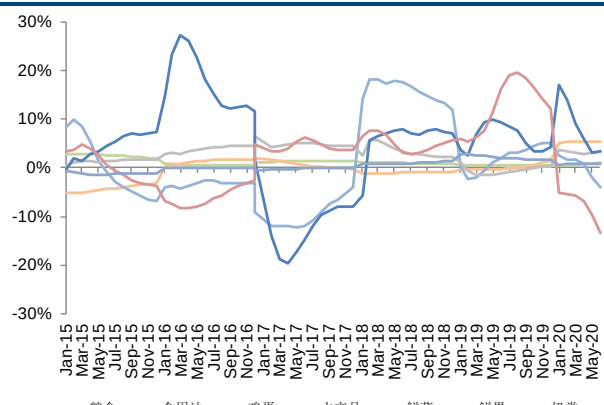
资料来源：中国统计局。

肉禽及其制品价格累计同比涨跌幅



资料来源：中国统计局。

其他主要食材价格累计同比涨跌幅



资料来源：中国统计局。

7.3 油气、煤炭电力、水、基础材料、建筑材料价格

石油天然气：随着供需迅速收紧，目前油价止跌企稳，上半年布伦特原油均价 42.10 美元/桶，同比下跌 36.4%。下半年，我们预计随供需迅速再平衡，原油市场有望进入去库阶段，但高企的库存仍需一定时间消化，短时间内油价反弹空间有限。中短期内，非 OPEC 地区产量料难以重回高峰，但需求的复苏在逆全球化趋势加剧下仍具一定挑战，同时新冠疫情或长期改变人们行为习惯，从而对石油需求产生更深远的影响。替代能源方面，短期发展或因经济衰退而有所放缓，但长期上升趋势不改。我们判断未来三年油价走势将相对温和。我们预测 2020 年布伦特原油均价为 40 美元/桶，同比下降 37.7%；国内成品油价格下降约 15.7%，是下压通胀的重要因素。

煤炭：2020 上半年全国煤炭市场供求关系整体偏宽松。1 季度受国内新冠疫情影响各主产地煤矿复产受阻，但随后逐渐恢复，煤炭供应环比增加。2020 年首 5 个月全国规模以上煤炭企业的累计原煤产量同比小幅上升 0.9%至 14.71 亿吨。煤炭消费需求也出现相应的同比下滑。2020 年首 5 个月的全社会累计用电量同比减少 2.9%，同时由于严格的防控措施，基建、制造业投资及房屋新开工等指标均出现不同程度的同比回落。截至 6 月底沿海六大电厂累计日均耗煤量同比减少 9.5%。在较为宽松的供求环境下，2020 上半年煤炭价格持续下行，自 4 月份疫情基本受控后转为弱势调整，动力煤价格大体在 460 元/吨~570 元/吨区间波动。截至 6 月底，秦皇岛 5,500 大卡的年均平仓价为 535 元/吨，较 2019 年同期下跌 11.5%。展望 2020 下半年，政府工作报告提出将加强新型基础设施建设，后续或有更多支持政策落地。但由于财政支出方面除专项债额度有较大提高外其他来源并无显著增加，基建投资的托底力度可能不及预期；由于疫情导致的内外需疲弱，叠加中美关系近期再度复杂化，短期内仍将拖累国内制造业投资的复苏，下半年投资增长或将维持弱势；受土地成交回暖的带动，土地购置费有望保持较快增长，

同时各地旧改项目持续推进，房地产市场预计将逐步恢复，新屋开工可能仍维持负增长态势但跌幅环比或将收窄。下半年受国内宏观政策的支持，经济基本面对煤炭消费的拉动力度将逐步提升，加之用煤旺季的到来，沿海电煤消耗料将增加，全年的煤炭消费可能呈现前低后高态势。供给端预计将维持总体充裕，随着疫情防控形势的好转，煤矿生产及铁路运输将逐步恢复正常。结合以上判断我们认为 2020 年下半年煤炭市场供过于求的压力将有所缓解，煤价可能维持窄幅波动且中枢价格将低于 2019 年同期，5,500 大卡动力煤的全年均价预计在 555 元/吨附近。对 PPI 而言，2020 年 5 月煤炭开采和洗选业 PPI 同比下降 8.8%，1-5 月累计同比跌 5.2%，延续下行趋势。由于 2019 年煤炭价格大体平稳，我们预计 2020 年下半年煤炭开采和洗选业 PPI 仍将维持单位数的负增长，自 3 季度开始跌幅或将有所收窄。

电力：第十三届全国人大三次会议提出要推动降低企业生产经营成本，并将降低工商业电价 5%的政策延长至 2020 年底。根据该政策要求，电网企业在计收一般工商业及其它电价、大工业电价用户的电费时，将统一按原到户电价水平的 95%结算。近 3 年以来政府工作报告中连续提及对于降低一般工商企业用电成本的政策。此次报告中将原本截至 6 月 30 日的降电价政策延长至年底，一方面是为了缓解疫情影响下一般工商业成本端的上升压力，另一方面则是发改委阶段性降本增效政策的延续。后续来看，受益于电改的逐步推进，电力市场化交易规模持续扩大，发电侧电价将更趋向于由市场基于供需关系来形成。而且自 2020 年开始火电的标杆上网电价改为“基准价+上下浮动”的市场化价格，意味着今后再度出现行政性降电价的可能性将显著减小。对于 PPI 而言，2020 年 5 月电力、热力的生产和供应业 PPI 同比下滑 2.7%，首 5 个月的累计同比跌幅为 1.7%。由于电网侧的持续让利，我们预计 2020 年下半年电力行业的 PPI 仍将维持负增长态势。而 2020 年之后随着国内电力现货市场日趋完善，电力企业议价权的提升将使得交易电价获得潜在的上升空间，届时电力行业 PPI 增速将可能出现阶段性反弹。

水价：据国家发改委 36 个大中城市居民服务价格数据，2020 年 5 月含污水处理费的居民生活用水价格为 3.28 元/吨，同比上涨 0.6%。其中 5 月不含污水处理费的居民生活用水价格为 2.30 元/吨，较 2019 年 5 月提高 0.9%；5 月污水处理费为 0.98 元/吨，自 2018 年 9 月上调 1.0%后一直维持至今。发改委于 3 月 11 日发布的《关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的意见》，其中提到要 1) 完善居民用水阶梯价格政策，2) 落实污水处理收费制度，3) 将污水处理费标准调整至补偿污水处理设施运营成本并合理盈利水平。此外，在 4 月 7 日发布的《关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见》，亦提出要进一步完善长江经济带污水处理收费机制，包括 1) 到 2025 年底，各地（含县城及建制镇）均应将污水处理费标准调整至补偿成本的水平；2) 加大污水处理费征收力度，确保污水处理费应收尽收，3) 以招标等市场化方式确定污水处理服务费水平。我们认为这预示着含污水处理费的居民生活用水价格仍将维持稳中有升的趋势。综合来看，预计 2020 年含污水处理费的居民用水价格预计将同比上涨 1-3%，其中上调污水处理费率的可能性较大。

基础材料：我们认为新冠病毒疫情的爆发使得有色金属的基本面发生显著变化，从供需基本平衡变为过剩。新冠病毒疫情的爆发使得全球经济陷入衰退，导致有色金属的消费需求大幅减少，而供应方面则基本保持稳定。因此新冠病毒疫情的爆发使得有色金属市场处于过剩状态。虽然中国已经成功控制了疫情的蔓延，欧洲主要国家的疫情处于爆发后的平台期，但巴西、美国和其它国家的疫情仍在快速发展，全球新冠病毒疫情仍处于持续扩张阶段，经济活动仍然受到疫情的极大限制。2020 年下半年全球有色金属将继续处于过剩状态，价格将进一步走低。2020 年下半年铜价将继续走低，全年均价在 5,000-5,500 美元/吨左右。全球铝市场在疫情的冲击下需求持续低迷，但铝价已经跌至行业的平均生产成本附近，继续下跌的可能性变小。我们认为 2020 年下半年铝价将在 1,450-1,800 美元/吨之间波动，全年均价在 1,550-1,650 美元/吨之间。全球镍的供应虽然仍不稳定，但在经济低迷的背景下需求因素将主导价格的波动。我们认为 2020 年下半年镍价将会小幅下跌，全年均价在 11,000-11,500 美元/吨之间。我们认为 2020 年下半年有色金属价格将继续走低，这有助于 PPI 继续下降。

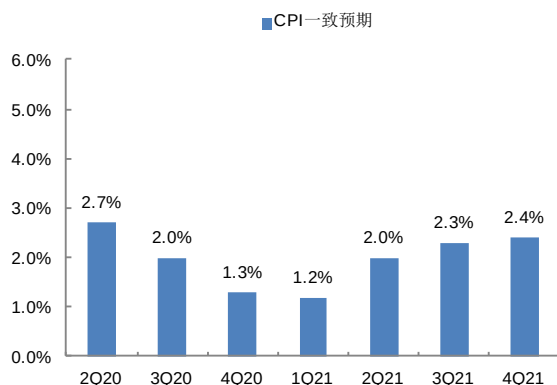
建筑材料：截至 2020 年 6 月 28 日，全国高标水泥(P.O 42.5)均价为人民币 432 元/吨，较年初回调近 8.3%，但仍较去年同期略高 0.2%。全国熟料均价为人民币 315 元/吨，较去年同期低 9.4%，并较年初下调 13.4%。水泥和熟料价格近期承压的主要原因在于 6 月全国多地的水泥需求受持续强降雨天气冲击，出货明显减弱而库存水平有所攀升。分地区看，东北水泥价格因区域协同破裂同比大跌，而华东市场也在东北和越南外来低价熟料的冲击下显著回调。受坚实的基建需求拉动，西北与中南地区的水泥价格则均维持了较强的同比增长。就 2020 年下半年水泥价格的走势而言，我们认为一旦雨季结束，施工旺季再度开启，各地水泥出货将迅速回升至高位，水泥价格将有望强势反弹。玻璃方面，截至 2020 年 6 月 24 日，全国主要城市浮法玻璃现货平均价为人民币 1,472 元/吨，较年初降 9.7%，而较去年同期略低 0.6%。尽管疫情一度令库存水平创历史新高，然而随着二季度玻璃下游需求显

著恢复，库存压力快速释放，玻璃价格呈 V 型反转形态。预计下半年竣工周期将继续有利于玻璃需求，玻璃价格有望延续反弹趋势。PPI 方面，2020 年 1-5 月建筑材料及非金属类价格同比升 2.3% 较 1-4 月下降 0.5 个百分点，主要是受水泥价格回调的拖累。综合而言，由于水泥价格有望在施工旺季实现较强的反弹，而玻璃价格的反弹预计将延续，我们认为 2020 年下半年建筑材料将继续为 PPI 带来正向贡献。

7.4 CPI 预计逐渐回落

食品项价格增速将在 2020 年下半年回落，对 CPI 上升的推力减小。2020 年 1-6 月，消费者物价指数累计同比上涨 3.8%。主要是食品项价格上涨拉动 CPI 上涨。猪肉价格上涨是食品项价格上涨的主要原因，并推升其他肉类价格。非洲猪瘟导致猪肉产能短缺，猪肉价格在 2019 年快速上涨。2020 年上半年猪肉价格维持在高位，猪肉价格上涨速度放缓，对 CPI 的拉动作用边际递减。此外，政府出台支持养猪业政策，促进生猪产能上升，多家企业已参与养猪业。下半年猪肉供给缺口或将缩小，猪肉价格有望回落。蔬菜和水果价格增速也将高基数的作用下回落。非食品项价格温和上升，主要是新冠肺炎疫情冲击消费需求和石油等大宗商品价格下跌所导致。随着新冠肺炎疫情受控以及复工复产持续推进，消费将逐渐恢复，非食品项价格或将继续温和上升。综上所述，我们预计 2020 年下半年食品价格的涨幅下降，CPI 将逐渐回落至较低水平。根据各机构预期显示，2020 年中国 CPI 按年增长率均值将介乎 3.2%–3.6%。

中国 CPI 季度增长预测



中国 CPI 年增长预测



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

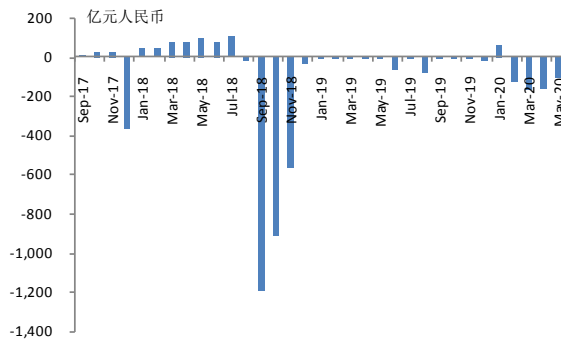
资料来源：国泰君安国际根据各机构最新报告整理。

八. 国内货币政策预测将维持

8.1 2020 年上半年央行的货币政策稳健且更加灵活适度

2020 年上半年，央行的货币政策政策稳健且更加灵活适度。2020 年上半年，受新冠疫情影响，世界经济步入衰退，中国经济下行压力加大。尽管中国的新冠疫情已得到有效控制，为了减少新冠疫情的负面影响、稳定经济增长、支持小微企业和民营企业融资、控制经济风险，中国人民银行货币政策稳健且更加灵活适度。在通过降准、公开市场操作、结构性货币政策工具来保持流动性合理充裕以及引导货币市场利率中枢平稳下行的基础上，继续深化利率市场化改革，引导信贷结构优化，加大小微企业、民营企业融资支持力度。主要操作包括：一、适时适度开展逆回购操作。截止 2020 年 6 月 30 日，央行通过逆回购操作净投放资金 1,800 亿元人民币；二、开展 SLF、MLF、PSL、TMLF 操作。2020 年 1-6 月，央行通过 SLF 净回笼资金 948.1 亿元人民币、通过 MLF 净回笼资金 1,400 亿元人民币、通过 TMLF 净回笼资金 2,283 亿元人民币、通过 PSL 净回笼资金 284 亿元人民币；三、降低金融机构存款准备金率。截止 2020 年 5 月底，央行共实施一次全面降准以及三次定向降准，降准净释放资金约 17,500 亿元人民币；四、将存量浮动利率贷款定价基准由贷款基准利率转换为 LPR 报价，原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成；五、引导市场利率平稳下行。截止 2020 年 6 月 30 日，7 天期逆回购操作利率、14 天期逆回购操作利率、隔夜 SLF 利率、7 天 SLF 利率、MLF 一年期利率、TMLF 一年期利率、LPR 一年期、LPR 五年期分别比年初下降 0.30 个百分点、0.30 个百分点、0.30 个百分点、0.30 个百分点、0.30 个百分点、0.20 个百分点、0.30 个百分点、0.15 个百分点；六、继续开展央行票据互换工具（CBS）操作对银行永续债发行给予支持，2020 年 1-6 月，共开展了 310 亿元人民币的 CBS 操作；七、2 月 26 日，央行宣布增加再贷款再贴现专用额度 5,000 亿元人民币，同时，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。通过逆回购操作、MLF、TMLF、PSL、降准，央行 2020 年上半年净投放资金约 15,333 亿元人民币。

中国内地月度新增外汇占款



资料来源: 中国人民银行。

中国主要货币政策汇总

宣布日期	内容
2019 年 7 月	1、通过逆回购操作净回笼资金 5,100 亿元人民币；2、共投放 355.1 亿元人民币的 SLF、4,000 亿元人民币的 MLF，开展 2,977 亿元人民币的 TMLF 操作。截至 2019 年 7 月底，MLF、PSL 的余额分别达 33,905 亿元人民币和 35,028 亿元人民币；3、从 2019 年 5 月 15 日开始，人民银行对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位，7 月为实施该政策的第三次存款准备金率调整，释放长期资金约 1,000 亿元人民币；4、开展中央国库现金管理商业银行定期存款操作 1,000 亿元人民币；5、人民银行决定增加支小再贷款额度 500 亿元人民币，重点支持中小银行扩大对小微、民营企业的信贷投放，本次增加额度后，全国支小再贷款额度为 3,695 亿元人民币。
2019 年 8 月	1、通过逆回购操作净投放资金 900 亿元人民币；2、共投放 224.0 亿元人民币的 SLF、5,500 亿元人民币的 MLF。截至 2019 年 8 月底，MLF、PSL 的余额分别达 34,085 亿元人民币和 34,924 亿元人民币；3、开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币，期限 3 个月（91 天），费率 0.10%，票面利率为 2.35%；4、央行于 2019 年 8 月 17 日宣布完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，疏通市场化利率传导渠道，推动银行改进经营行为，打破贷款利率隐性下限，促进降低企业融资成本。央行规定新发放贷款将主要参考 LPR、在浮动利率贷款合同中采用 LPR 作为定价基准，存量贷款则按照原合同执行。LPR 的应用情况及贷款利率竞争行为将纳入 MPA 考核；5、一年期 LPR 为 4.25%，比上个月下降了 0.06 个百分点。
2019 年 9 月	1、通过逆回购操作净投放资金 2,000 亿元人民币；2、共投放 611.0 亿元人民币的 SLF、2,000 亿元人民币的 MLF、246 亿元人民币的 PSL。截至 2019 年 9 月底，MLF、PSL 的余额分别达 31,670 亿元人民币和 35,170 亿元人民币；3、中国人民银行宣布于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），释放长期资金约 8,000 亿元人民币。此外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放资金约 800 亿元人民币；4、开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币，期限 3 个月（91 天），费率 0.10%，票面利率为 2.35%；5、一年期 LPR 为 4.20%，比上个月下降了 0.05 个百分点。
2019 年 10 月	1、通过逆回购操作净投放资金 2,500 亿元人民币；2、共投放 600.9 亿元人民币的 SLF、2,000 亿元人民币的 MLF、750 亿元人民币的 PSL。截至 2019 年 10 月底，MLF、PSL 的余额分别达 33,670 亿元人民币和 35,920 亿元人民币；3、中国人民银行 10 月对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点的第一次调整，释放长期资金约 400 亿元人民币；4、开展中央国库现金管理商业银行定期存款操作 600 亿元人民币；5、开展了 CBS 操作，操作量 60 亿元人民币，期限 3 个月，费率 0.10%，票面利率为 2.35%；6、自 10 月 8 日起新发放商业性个人住房贷款利率要求以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成。
2019 年 11 月	1、通过逆回购操作净回笼资金 5,900 亿元人民币；2、共投放 622.5 亿元人民币的 SLF、6,000 亿元人民币的 MLF、59 亿元人民币的 PSL。截至 2019 年 11 月底，MLF、PSL 的余额分别达 35,635 亿元人民币和 35,979 亿元人民币；3、各自下调了 7 天逆回购中标利率和一年期 MLF 利率 0.05 个百分点至 2.50%和 3.25%；4、中国人民银行 11 月对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点的第二次调整，释放长期资金约 400 亿元人民币；5、开展中央国库现金管理商业银行定期存款操作 500 亿元人民币；6、开展了 CBS 操作，操作量 60 亿元人民币，期限 3 个月，费率 0.10%；7、一年期 LPR 为 4.15%，比上个月下降了 0.05 个百分点；五年期 LPR 为 4.80%，比上个月下降了 0.05 个百分点。
2019 年 12 月	1、通过逆回购操作净投放资金 6,000 亿元人民币；2、共投放 1,060.2 亿元人民币的 SLF、6,000 亿元人民币的 MLF。截至 2019 年 12 月底，MLF、PSL 的余额分别达 36,900 亿元人民币和 35,374 亿元人民币；3、下调了 14 天逆回购中标利率 0.05 个百分点至 2.65%；4、下调了 SLF 各期限利率 5 个基点。下调后，隔夜 SLF 利率、7 天 SLF 利率、1 个月 SLF 利率分别为 3.35%、3.50%、3.85%；5、中国人民银行于 2019 年 12 月 24 日开展了 CBS 操作，操作量 60 亿元人民币，期限 3 个月，费率 0.10%，票面利率为 2.35%；6、央行发布公告决定进一步深化 LPR 改革，将存量浮动利率贷款定价基准由贷款基准利率转换为 LPR 报价，原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。

2020 年 1 月	1、通过逆回购操作净回笼资金 200 亿元人民币；2、共投放 360.5 亿元人民币的 SLF、3,000 亿元人民币的 MLF、200 亿元人民币的 PSL，开展 2,405 亿元人民币的 TMLF 操作。截至 2020 年 1 月底，MLF、PSL 的余额分别达 39,900 亿元人民币和 35,574 亿元人民币；3、中国人民银行于 2020 年 1 月 20 日开展了 CBS 操作，操作量 60 亿元人民币，期限 3 个月，费率 0.10%，票面利率为 2.35%；4、中国人民银行于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金 8,000 多亿元人民币。
2020 年 2 月	1、通过逆回购操作净回笼资金 5,800 亿元人民币；2、共投放 360.0 亿元人民币的 SLF、2,000 亿元人民币的 MLF、2 亿元人民币的 PSL。截至 2020 年 2 月底，MLF、PSL 的余额分别达 41,900 亿元人民币和 35,576 亿元人民币；3、分别下调了 7 天逆回购中标利率、14 天逆回购中标利率、一年期 MLF 利率各 0.10 个百分点至 2.40%、2.55%、3.15%；4、中国人民银行于 2020 年 2 月 28 日开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币，期限 3 个月，费率 0.10%，票面利率为 2.35%；5、2 月 26 日，中国人民银行发布《关于加大再贷款、再贴现支持力度促进有序复工复产的通知》，增加再贷款再贴现专用额度 5,000 亿元人民币，同时，下调了支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%；6、一年期 LPR 为 4.05%，比上个月下降了 0.10 个百分点；五年期 LPR 为 4.75%，比上个月下降了 0.05 个百分点。
2020 年 3 月	1、通过逆回购操作净投放资金 700 亿元人民币；2、共投放 306.3 亿元人民币的 SLF、1,000 亿元人民币的 MLF。截至 2020 年 3 月底，MLF、PSL 的余额分别达 42,900 亿元人民币和 35,576 亿元人民币；3、下调了 7 天逆回购中标利率 0.20 个百分点至 2.20%；4、中国人民银行于 2020 年 3 月 25 日开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币，期限 3 个月，费率 0.10%，票面利率为 2.35%；5、中国人民银行于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，以上定向降准共释放长期资金 5,500 亿元人民币。
2020 年 4 月	1、通过逆回购操作净回笼资金 700 亿元人民币；2、共投放 272.0 亿元人民币的 SLF、1,000 亿元人民币的 MLF。截至 2020 年 4 月底，MLF、PSL 的余额分别达 41,900 亿元人民币和 35,450 亿元人民币；3、分别下调了隔夜 SLF 利率、7 天 SLF 利率、一年期 MLF 利率、一年期 TMLF 利率 0.30 个百分点、0.30 个百分点、0.20 个百分点、0.20 个百分点至 3.05%、3.20%、2.95%、2.95%；4、中国人民银行于 2020 年 4 月 21 日开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币，期限 3 个月，费率 0.10%，票面利率为 2.35%；5、中国人民银行于 4 月 15 日对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 2,000 亿元人民币。中国人民银行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%；6、一年期 LPR 为 3.85%，比上个月下降了 0.20 个百分点；五年期 LPR 为 4.65%，比上个月下降了 0.10 个百分点。
2020 年 5 月	1、通过逆回购操作净投放资金 6,700 亿元人民币；2、共投放 141.8 亿元人民币的 SLF、1,000 亿元人民币的 MLF。截至 2020 年 5 月底，MLF、PSL 的余额分别达 40,900 亿元人民币和 35,450 亿元人民币；3、中国人民银行于 2020 年 5 月 26 日开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币，期限 3 个月，费率 0.10%，票面利率为 2.35%；4、中国人民银行于 5 月 15 日对农村金融机构和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 2,000 亿元人民币。
2020 年 6 月	1、通过逆回购操作净投放资金 1,100 亿元人民币；2、共投放 73.0 亿元人民币的 SLF、2,000 亿元人民币的 MLF。截至 2020 年 6 月底，MLF、PSL 的余额分别达 35,500 亿元人民币和 35,090 亿元人民币；3、下调了 14 天逆回购中标利率 0.20 个百分点至 2.35%；4、中国人民银行于 2020 年 6 月 29 日开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币，期限 3 个月，费率 0.10%，票面利率为 2.35%；5、央行宣布 2020 年 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率各 0.25 个百分点，同时下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点。

资料来源：中国人民银行、国泰君安国际根据公开资料整理。

2015 年以来央行通过主要货币政策工具资金净投放量

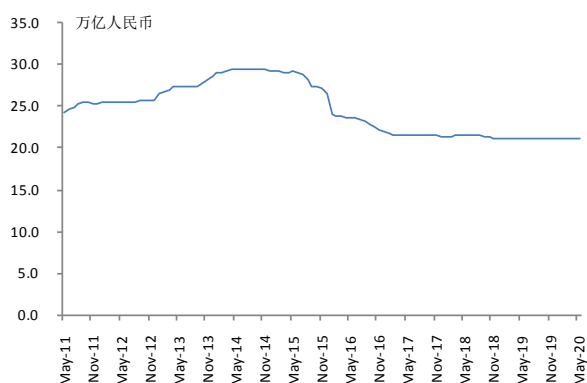
单位：亿元人民币	公开市场操作	MLF	TMLF	PSL	降准	合计
2015 年	700	213	n.a.	10,812	n.a.	11,725
2016 年	16,672	27,915	n.a.	9,714	n.a.	54,301
2017 年	(650)	10,642	n.a.	6,350	n.a.	16,342
2018 年	(4,100)	4,100	n.a.	6,919	23,000	29,919
2019 年	(2,400)	(12,415)	8,226	1,579	29,300	24,290
2020 年上半年	1,800	(1,400)	(2,283)	(284)	17,500	15,333

资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。注释：数据截止至 2020 年 6 月 30 日。

8.2 预计 2020 年下半年货币政策将维持

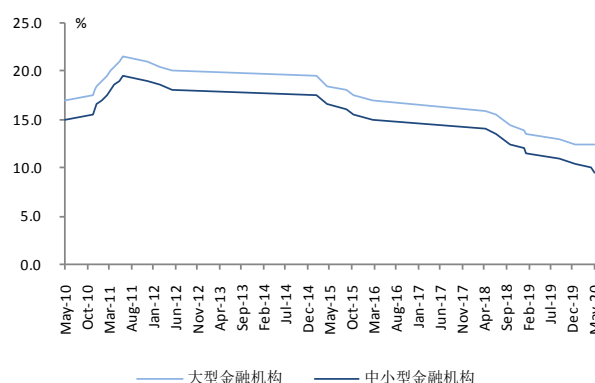
预计 2020 年下半年中国货币政策将维持。展望 2020 年下半年，受新冠肺炎的冲击，全球经济增长预计仍将乏力，2020 年全年全球经济衰退或已成定局。而中国在新冠疫情得到有效控制的情况下，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，关系国计民生的基础行业和重要产品稳定增长，中国经济社会发展大局稳定。展望 2020 年下半年，预计新冠肺炎疫情对中国经济的冲击总体可控，中国经济增长保持韧性，长期向好的基本面没有改变。为此，尽管中国经济面临全球经济下行、海外新冠疫情仍未得到有效控制、中美贸易摩擦仍存在不确定性、地缘政治风险加剧等不利因素，预计 2020 年下半年中国经济仍将稳步增长。在《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》中，央行再强调货币政策方向：1) 稳健的货币政策更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕；2) 加大对冲新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度；3) 深化利率市场化改革，促进 LPR 推广运用；4) 稳定人民币汇率；5) 有效防控金融风险。2020 年 5 月政府工作报告提出：1) 综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年；2) 推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行；3) 大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%；4) 推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业。综合考虑，在预期美联储继续维持零利率不变、全球经济受新冠疫情影响下滑压力加大，为了稳定经济增长、降低新冠疫情的负面影响、支持小微企业和民营企业融资、控制经济风险，我们预计 2020 年下半年中国人民银行的货币政策将维持。从货币政策工具选择方面，降息降准仍有空间。同时，预计央行将会继续通过 LPR 调解市场利率水平，仍将会主要运用逆回购操作，以及 SLF、MLF、TMLF、PSL 等货币政策组合调整市场利率水平及流动性。

中国内地月度外汇占款余额



资料来源：中国人民银行。

金融机构存款准备金率



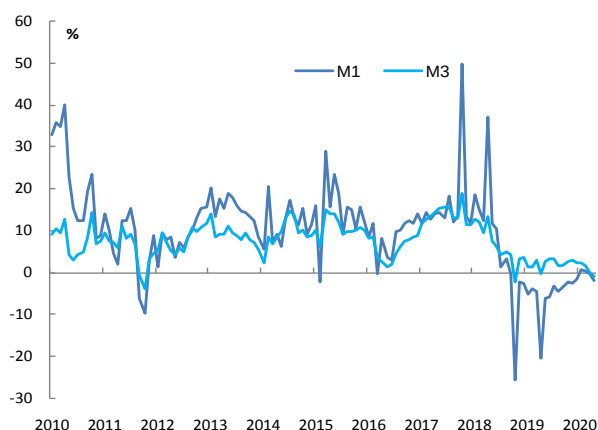
资料来源：Wind。

九. 资金流情况

9.1 港元流动性中性偏松，预期将维持

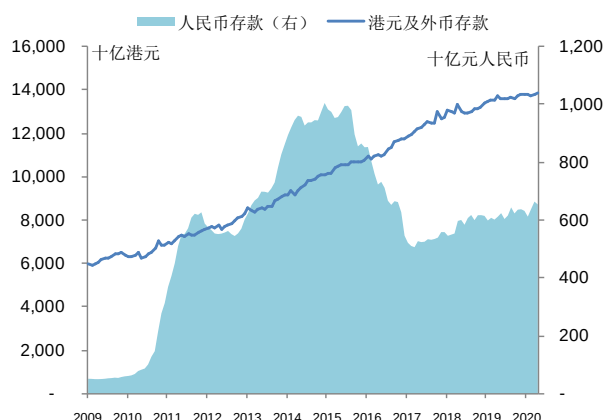
疫情影响过后香港市场流动性逐步好转，港汇走强及中概股回归带动资金流入。2020 上半年港元货币供应大体平稳，首 4 个月港元 M1 累计同比下跌 0.2%而 M3 累计同比略升 0.8%，增速相比年初时均略有下滑。存款规模维持上行趋势，截至 4 月末港币和外币存款合计同比升 1.1%；人民币存款总规模则同比增长 6.9%至 6,543 亿人民币。受新冠疫情影响 1 季度香港企业及银行间市场均出现不同程度的流动性压力，对此香港金管局推出了数项措施以保障银行体系流动性，包括回购美元以拆借予本地银行、鼓励银行运用流动资金支援借贷等。此外金管局自 2 月份开始减发外汇基金票据，银行同业市场流动性逐渐好转。截至 6 月 30 日，香港银行体系总结余已升至 1,316.1 亿港元，相比年初增加了 772.1 亿港元。2020 年 3 月，美联储连续两次下调联邦基金利率，以应对疫情对美国经济的冲击。港元与美元短线息差（1 个月 LIBOR 减 HIBOR）持续倒挂，港元汇率走强引发的套息活动吸引资金流入。同时，由于疫情影响逐渐减弱，港股市场受估值因素推动自低位震荡回升，叠加近期京东、网易等中概股龙头相继回归港股，亦带动资金配置需求，市场流动性整体偏宽松。

港元货币供应月度同比增长



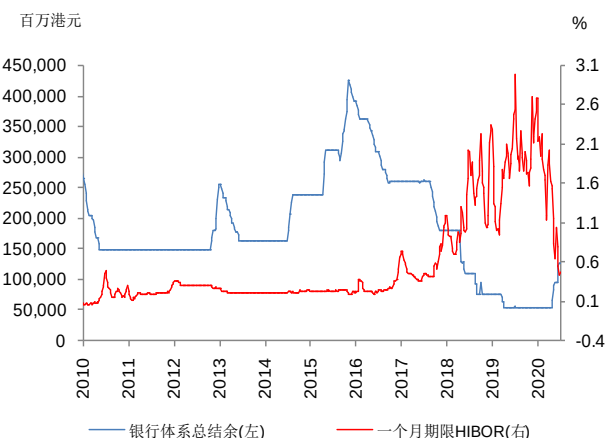
资料来源：香港金融管理局。

香港人民币以及港元和外币存款规模



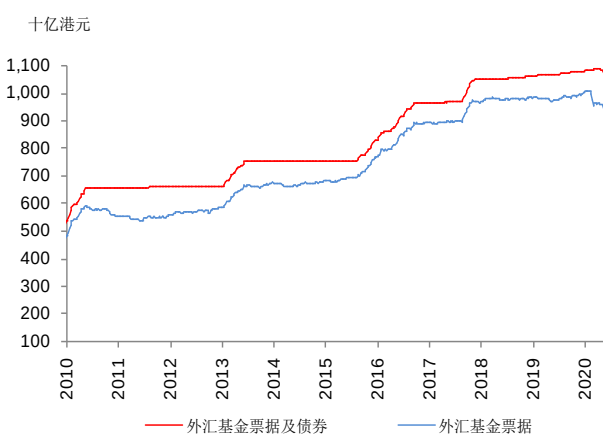
资料来源：香港金融管理局。

香港银行体系总结余及 1 个月期限 HIBOR



资料来源：香港金融管理局，香港财资市场公会，Bloomberg。

外汇基金票据及债券



资料来源：香港金融管理局，Bloomberg。

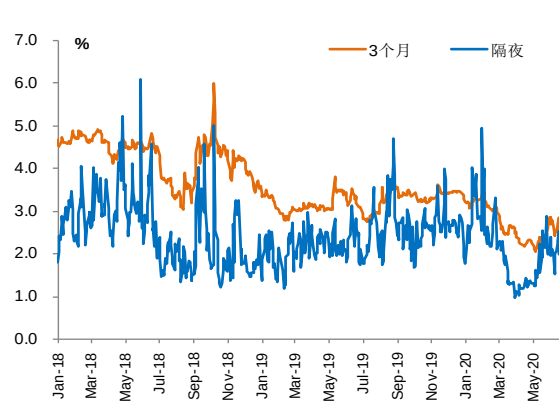
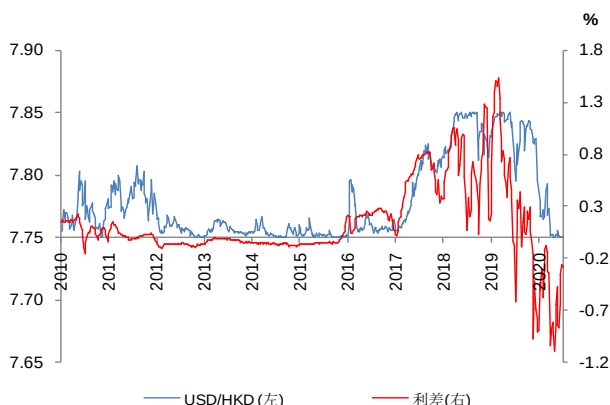
港元拆息率震荡下行，后续仍有下调空间。美联储于 2020 年 3 月份两度宣布降息，将基准利率下调至 0-0.25% 区间，并启动了规模为 7,000 亿美元的量宽计划。继美联储降息之后，香港金管局亦宣布下调贴现窗基本利率 50 个基点至 1.5%，并于美联储月内第二次降息后再度跟进，将基准利率进一步下调至 0.86%。在持续降息的背景下港元拆息率震荡下行，港元短线 HIBOR 由年初时的 2.2 厘水平附近降至 0.4 厘左右。截至 6 月 30 日，1 个月期港元 HIBOR 为 0.44196%，为年内低位。尽管香港金管局跟随美联储降息，但由于其幅度不及美联储，致使港美息差扩大，一个月 HIBOR 相比同期 LIBOR 曾一度高出 108.8 个基点。港元汇价持续强势，多次触及 7.75 强方兑换保证。自 4 月下旬开始金管局共 21 次入市沽出港元以稳定汇率，港美息差倒挂幅度随之亦有所收窄。展望 2020 下半年，美联储预计将维持宽松的货币政策以支撑经济复苏，但由于其对于负利率政策仍持谨慎态度，年内再次降息的概率不大，预计美联储下半年将维持联邦基金利率目标区间不变。另一方面，当前港息持续高于美息，且香港银行体系流动性较为充裕，说明本港利息仍有下调空间。我们认为下半年港元 HIBOR 或将继续走低，至港美息差收窄、套息交易活跃度平复后有望企稳。

离岸人民币流动性预期将维持偏宽松。由于新冠疫情对国内经济前景的负面作用，叠加美元流动性紧张、以及主观上的贬值预期等因素，2020 上半年离岸人民币汇率面临持续的贬值压力，受此影响，上半年离岸人民币短线 HIBOR 整体呈波动下跌趋势。3 个月人民币 HIBOR 由年初的 3.21 厘跌至 5 月上旬 2.03 厘的年内低位，之后受人民币汇价维稳带动略有回升；隔夜人民币 HIBOR 于 1 季度大幅下挫并同样触及年内低点，随后逐渐回稳于 2.00 厘水平左右。国内央行于 2020 上半年在港发行了六期共 800 亿元的离岸人民币央行票据，其中 3 个月期央行票据 400 亿元，6 个月期央行票据 300 亿元，1 年期央行票据 100 亿元；中标利率为 1.77% 至 2.60% 不等。我们认

为国内央行在港发行人民币票据的常态化将有利于丰富香港市场高信用等级人民币投资产品系列和人民币流动性管理工具。同时在人民币兑美元汇率承压的背景下，央行发行离岸央票可以起到稳定市场预期的作用，进而支撑人民币汇率回升。展望 2020 年下半年，美元流动性紧张的缓解需要时间，且海外疫情存在二次爆发的可能性，市场风险偏好仍趋谨慎，人民币兑美元汇率的贬值预期依然存在。另一方面，随着国内经济加速复苏，人民币汇率波动弹性增加，且央行票据的在港发行有助于部分收紧离岸人民币流通，人民币汇价应不会出现大幅贬值。因此我们预计离岸人民币 HIBOR 将延续低位波动，意味着人民币在港流动性仍将维持偏宽松。

美元兑港元走势及 1 个月期限 LIBOR-HIBOR 利差

离岸人民币 3 个月和隔夜银行间拆息



资料来源: Bloomberg。

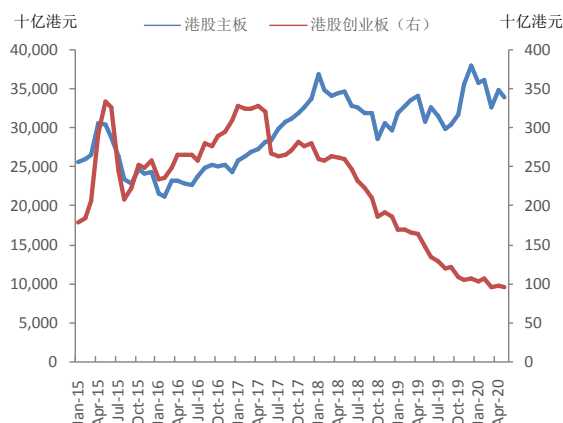
资料来源: 香港银行公会, Bloomberg。

注: 利差计算是以1个月LIBOR减去1个月HIBOR。

股票市场资金净流出态势预计将环比改善，互认基金销售稳健增长。1 季度国内疫情使得港股市场出现大幅回撤，尽管后续逐步反弹，但从资金流角度来看上半年港股市场整体处于净流出状态。截至 2020 年 5 月，港股市场主板总市值为 33.9 万亿港元，相比 2019 年末减少 11.0%。在较为波动的市况下，内地与香港互认基金的销售情况则由于估值因素的驱动而出现了阶段性的反复。截至 2020 年 5 月底，香港基金北上销售的累计资金净流入额达到人民币 172.96 亿元，相比 2019 年末增长 6.9%；2020 年累计新增净销售额 11.14 亿元。从年初至今的表现来看，1 月份及 3 月份受国内疫情爆发及海外疫情扩散的影响，净销售金额录得环比下滑，但其后市场风险偏好迅速回暖，北上基金销售额的增长幅度明显提高。4 月份单月净销售额达到人民币 22.79 亿元，使得 2020 年的累计净销售由负转正。内地基金南下的销售情况亦是类似，累计净销售额相比 2019 年末增加 0.62 亿元至 3.28 亿元。我们认为 2020 年下半年新冠疫情对全球经济的影响仍未消退，港股市场或维持区间波动，资金净流入同比可能仍会录得小幅负增长，但环比应有所改善。内地香港互联互通未来有可能扩展至大湾区“理财通”，并将互认基金纳入投资标的，预计将利好北上基金销售额的提升。

香港股票市场总市值

基金互认下两地基金累计净销售规模对比



资料来源: 港交所。

资料来源: 国家外管局。

2020 下半年香港新股上市数量预计维持同比下滑趋势，全年融资总额或不及 2019 年。由于新冠疫情爆发使得部分筹备上市的公司申请被拒，上半年新股数量显著下跌。据 Bloomberg 统计数据，截至 6 月 30 日，2020 年香港上市的新股总数为 64 家，较 2019 年同期减少 20 家或 23.8%；其中于创业板新上市的公司数目仅为 5 家，另有 5 家为创业板转主板上市。尽管新股数量较 2019 年同期有所下滑，但依靠京东集团(09618 HK)和网易(09999 HK)两只超大型新股的拉动，港交所上半年的总集资金额同比仍上升 21.0%至 841.3 亿港元，为 2015 年同期以来最高。以融资金额来看，上半年集资额前 5 的新股均为新经济企业，融资总额达到 599.4 亿港元，占上半年集资总额的 71.2%。新经济企业仍主要集中在科技、传媒、电信和医疗等行业。其中 TMT 行业在 2020 上半年上市的新股中数量与融资额均占多数；医疗及医药新股数量同比基本持平但融资额占比有所减少，上半年共有 4 只未盈利的生物科技及医药新股上市。展望 2020 下半年，疫情对香港新股市场的冲击虽未完全消退，但预计将逐步缓解。全年的新上市企业数量可能仍会录得同比下滑，融资金额相比 2019 年亦会有所减少。下半年新股上市仍将集中在科技、生物医药等新经济领域，且预计将以中小型新股为主导。同时，中概股的回归趋势愈加明显，目前诸如百度和携程等企业香港二次上市的进程正在快速推进，下半年或有 3-5 只中概股企业来港作二次上市。中长期来看，H 股全流通、新股发行机制的优化，以及同股不同权公司纳入指数等改革措施将持续吸引企业赴港上市。目前市场预计 2020 全年香港新上市企业的数量或将达到 130 家以上，总集资额约为 1,700 亿-2,200 亿。

公司名称	代码	发行价 (HKD)	融资金额 (百万港元)	上市日	上市首日收盘价 (HKD)	上市首日 涨跌幅	最新收盘价 (HKD)	最新收盘较发 行价涨跌幅
光荣控股	9998 HK	0.650	130.0	2020/1/8	0.600	0.0%	0.740	13.8%
丽年国际	9918 HK	0.250	125.0	2020/1/10	0.249	3.8%	0.131	-47.6%
尚晋国际控股	2528 HK	2.000	200.0	2020/1/13	1.460	-10.4%	1.220	-39.0%
中国宏光	8646 HK	0.770	57.8	2020/1/13	0.790	-16.8%	0.640	-16.9%
文业集团	1802 HK	1.060	157.4	2020/1/14	1.090	11.2%	1.000	-5.7%
天泓文创	8500 HK	1.390	62.6	2020/1/14	0.990	-16.1%	0.990	-28.8%
CTR HOLDINGS	1416 HK	0.360	126.0	2020/1/15	0.255	2.0%	0.500	38.9%
北控城市资源	3718 HK	0.690	621.0	2020/1/15	0.690	0.0%	1.360	97.1%
九毛九	9922 HK	6.600	2,530.5	2020/1/15	10.320	8.6%	13.380	102.7%
三和精化	301 HK	1.300	130.0	2020/1/16	1.030	-20.8%	1.140	-12.3%
隽思集团	1412 HK	1.180	156.9	2020/1/16	1.100	-4.3%	0.930	-21.2%
建桥教育	1525 HK	6.050	695.8	2020/1/16	6.810	1.6%	6.370	5.3%
新石文化	1740 HK	0.500	143.8	2020/1/16	0.700	-28.6%	0.201	-59.8%
旷世控股	1925 HK	1.280	134.5	2020/1/16	0.960	0.0%	0.900	-29.7%
艾德韦宣集团	9919 HK	2.020	404.0	2020/1/16	1.570	-12.8%	1.050	-48.0%
汇景控股	9968 HK	1.930	1,521.0	2020/1/16	1.950	0.5%	2.050	6.2%
驴迹科技	1745 HK	2.120	747.7	2020/1/17	1.900	9.8%	0.950	-55.2%
佳辰控股	1937 HK	0.530	132.5	2020/1/17	0.335	-11.8%	0.119	-77.5%
华和控股	9938 HK	0.500	125.0	2020/1/17	0.800	70.2%	0.171	-65.8%
INFINITY L&T	1442 HK	0.310	155.0	2020/1/21	0.340	1.5%	0.280	-9.7%
中关村科技租赁	1601 HK	1.520	506.7	2020/1/21	1.520	4.8%	0.880	-42.1%
GHW INTL	9933 HK	0.510	127.5	2020/1/21	0.350	-20.5%	0.280	-45.1%
澳达控股	9929 HK	0.250	125.0	2020/2/14	0.255	-22.7%	0.104	-58.4%
富石金融	2263 HK	0.500	125.0	2020/2/19	0.400	-28.6%	0.160	-68.0%
兴业物联	9916 HK	1.990	199.0	2020/3/9	2.030	12.2%	1.530	-23.1%
伟源控股	1343 HK	0.480	127.7	2020/3/12	0.790	12.9%	1.570	227.1%
常达控股	1433 HK	0.250	125.0	2020/3/12	0.150	-6.8%	0.066	-73.6%
深蓝科技控股	1950 HK	0.520	130.0	2020/3/12	0.510	2.0%	1.150	121.2%
稀美资源	9936 HK	2.230	167.3	2020/3/12	2.030	1.5%	3.010	35.0%
煜盛文化	1859 HK	2.260	904.0	2020/3/13	2.100	-7.1%	2.200	-2.7%
焊星集团	1941 HK	1.560	164.3	2020/3/13	1.720	17.0%	1.460	-6.4%
生兴控股	1472 HK	0.500	125.0	2020/3/17	1.240	37.8%	0.300	-40.0%
九尊数字互娱	1961 HK	1.350	170.1	2020/3/17	1.400	-3.4%	0.760	-43.7%
建中建设	589 HK	1.650	257.8	2020/3/18	1.890	30.3%	1.620	-1.8%
长虹佳华	3991 HK	n.a.	n.a.	2020/3/18	5.250	310.2%	0.850	n.a.
奇士达	6918 HK	1.380	123.2	2020/3/18	0.900	-18.2%	0.960	-30.4%
桦欣控股	1657 HK	n.a.	n.a.	2020/3/20	6.900	0.0%	5.200	n.a.
诺诚健华	9969 HK	8.950	2,576.5	2020/3/23	9.810	4.4%	14.700	64.2%
C-LINK SQ	1463 HK	0.630	126.0	2020/3/27	0.860	-21.1%	1.060	68.3%
MOG HOLDINGS	1942 HK	1.000	125.0	2020/4/15	0.500	-38.3%	0.630	-37.0%
满贯集团	3390 HK	1.490	286.7	2020/4/15	0.960	-25.0%	1.190	-20.1%
智中国际	6063 HK	0.250	125.0	2020/4/15	0.690	38.0%	1.540	516.0%
莹岚集团	1162 HK	n.a.	n.a.	2020/4/20	0.460	-4.2%	0.194	n.a.
亚洲速运	8620 HK	0.500	60.0	2020/4/20	0.320	-54.3%	0.185	-63.0%
新威工程集团	8616 HK	0.240	60.0	2020/4/23	0.510	36.0%	0.550	129.2%
康方生物	9926 HK	16.180	2,967.7	2020/4/24	24.300	3.4%	37.100	129.3%
森马	1953 HK	0.400	126.0	2020/4/28	0.475	-18.1%	0.790	97.5%
RAFFLESINTERIOR	1376 HK	0.500	125.0	2020/5/7	0.630	-14.9%	0.650	30.0%
伊登软件	1147 HK	0.250	125.0	2020/5/13	0.163	-22.7%	0.127	-49.2%
RITAMIX	1936 HK	1.000	125.0	2020/5/13	2.760	37.3%	4.200	320.0%
建业新生活	9983 HK	6.850	2,363.3	2020/5/15	8.370	-0.6%	8.550	24.8%

沛嘉医疗	9996 HK	15.360	2,693.9	2020/5/15	25.800	-3.7%	35.100	128.5%
新加坡美食控股	8496 HK	0.900	54.0	2020/5/18	2.060	37.3%	1.950	116.7%
开拓药业	9939 HK	20.150	1,860.8	2020/5/22	21.500	6.7%	15.060	-25.3%
方圆房服集团	9978 HK	n.a.	n.a.	2020/5/28	0.840	-11.6%	0.540	n.a.
移卡	9923 HK	16.640	1,642.8	2020/6/1	17.660	18.0%	17.200	3.4%
蚬壳电业	2381 HK	0.250	125.0	2020/6/2	0.141	-28.8%	0.125	-50.0%
海纳智能	1645 HK	1.380	160.1	2020/6/3	1.200	-0.8%	0.870	-37.0%
永顺控股香港	6812 HK	n.a.	n.a.	2020/6/11	0.440	-6.4%	0.495	n.a.
网易	9999 HK	123.000	21,092.0	2020/6/11	130.000	-2.3%	133.600	8.6%
京东集团	9618 HK	226.000	30,058.0	2020/6/18	234.000	-2.1%	231.800	2.6%
力天影业	9958 HK	2.560	192.0	2020/6/22	1.590	-33.8%	1.360	-46.9%
海吉亚医疗	6078 HK	18.500	2,200.0	2020/6/29	26.000	14.0%	26.700	44.3%
康基医疗	9997 HK	13.880	3,128.5	2020/6/29	27.600	6.6%	29.800	114.7%
全部新股平均		(合计:)				3.5%		19.7%
主板新股平均						4.0%		19.0%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

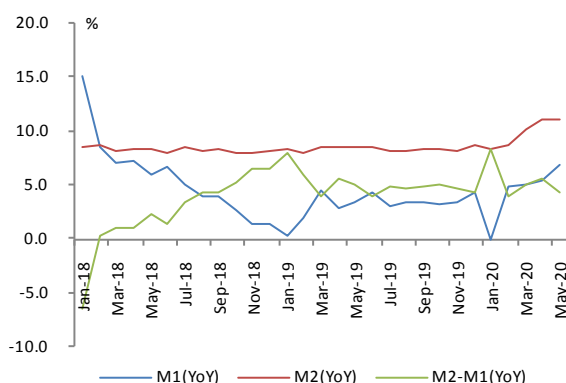
注: 最新收盘价截至 2020 年 06 月 30 日。以介绍形式上市或由创业板转主板上市的股份发行价和融资金额不适用。

综合以上判断, 我们认为 **2020 年下半年香港流动性整体将维持中性偏宽松**。内地及香港疫情现已基本受控, 对流动性的负面影响或将逐渐减弱, 政策端的调节基本能够应对阶段性的流动性紧张局面。下半年货币供应及存款规模预计将维持平稳增长, 银行体系总结余相对充裕, 港元拆息率仍有下行空间。离岸人民币流动性预期将维持宽松, 人民币汇价应不会出现大幅贬值。港元汇率或将维持在接近强方的位置, 加上中概股回归的预期所带动, 下半年预计将刺激外资回流港股及内地 A 股市场, 为香港市场流动性提供支撑。

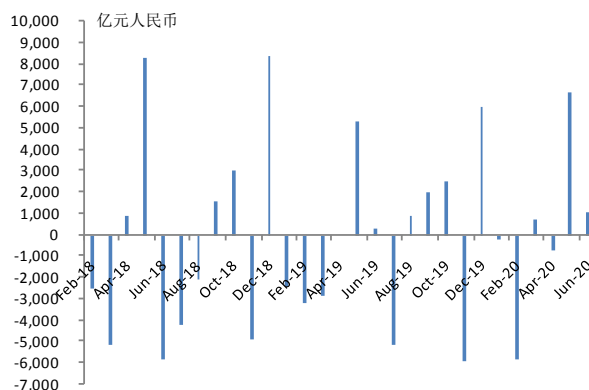
9.2 内地流动性预期将维持宽松

我们预计 **2020 年下半年中国流动性将维持宽松**。2020 年上半年, 在央行稳健且更加灵活适度的货币政策、减少新冠疫情的负面影响、稳定经济增长、支持小微企业和民营企业融资、控制经济风险的背景下, 中国 M2 的同比增速升至近年较高水平。截止 2020 年 5 月底, 中国的 M1 同比增速达 6.8%, 同比上升 3.4 个百分点; M2 同比增速达 11.1%, 同比上升 2.6 个百分点; M2 与 M1 同比增速剪刀差为 4.3%。2020 年上半年, 央行通过逆回购操作、MLF、TMLF、PSL 以及降准, 净投放资金 15,333 亿元人民币。2020 年上半年, 在央行稳健且更加灵活适度的货币政策导向下, 流动性合理充裕; 货币供应量、社会融资规模适度增长; 金融机构贷款增长较快, 贷款利率下降; 进一步推动 LPR 运用, 推动降低贷款实际利率; 加大对冲新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度, 对小微企业、民营企业融资支持力度加大; 人民币汇率总体稳定, 跨境资本流动和外汇供求基本平衡。在预期美联储继续维持零利率不变、全球经济受新冠疫情影响下滑压力加大的背景下, 为了稳定经济增长、降低新冠疫情的负面影响、支持小微企业和民营企业融资、控制经济风险, 我们预计 2020 年下半年中国的流动性将维持宽松, M2 同比增速将维持相对高位。

M1, M2 和 M2-M1 的同比增速



银行间资金净投放



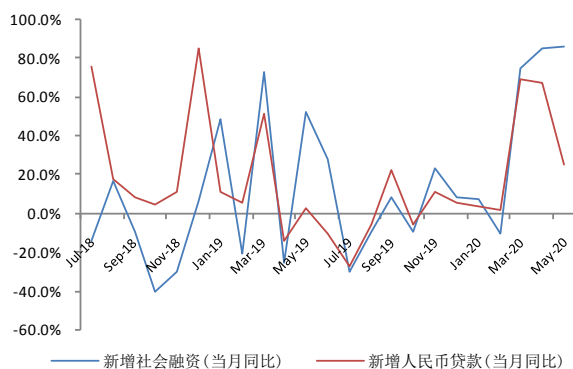
资料来源: 中国人民银行。

资料来源: 中国人民银行。注释: 2020 年 6 月数据截止至 2020 年 6 月 30 日。

预计 **2020 年下半年人民币贷款规模将平稳增长**。在央行稳健且更加灵活适度的货币政策、控制经济风险的背景下, 为了减少新冠疫情的负面影响、稳定经济增长、支持小微企业和民营企业融资、促进经济结构调整, 2020 年上半

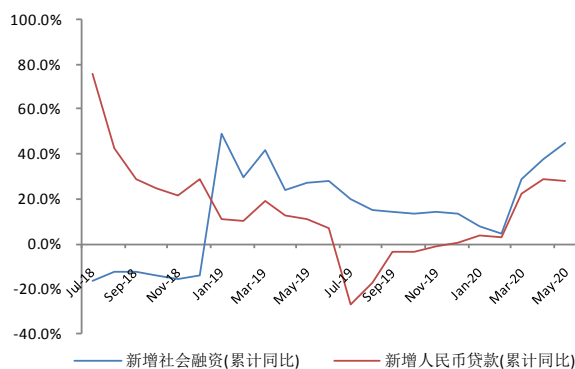
年信贷规模较快增长。2020年1-5月,新增人民币贷款达10.3万亿元人民币,同比上升了28.3%。1-5月,新增对实体经济发放的人民币贷款占新增社会融资的比重达60.0%,仍相对较高。主要受新增对实体经济发放的人民币贷款、新增外币贷款、新增承兑汇票、新增企业债券、新增股票融资、新增政府债券、新增贷款核销增长的拉动,1-5月社会融资规模增量累计为17.4万亿元人民币,比去年同期上升了45.2%。从结构上看,新增对实体经济发放的人民币贷款前5个月累计同比增长了20,760亿元人民币;新增外币贷款累计同比上升了3,176亿元人民币;新增委托贷款累计同比上升了2,284亿元人民币;新增信托贷款累计同比下降了1,357亿元人民币;新增承兑汇票累计同比上升了750亿元人民币;新增企业债券累计同比增长了15,648亿元人民币;新增股票融资累计同比上升了871亿元人民币;新增政府债券累计同比增长了12,752亿元人民币;新增存款类金融机构资产支持证券累计同比下降了928亿元人民币;新增贷款核销累计同比上升了34亿元人民币。展望2020年下半年,在预计央行货币政策将维持、控制经济风险的背景下,为了稳定经济增长、降低新冠疫情的负面影响、支持小微企业和民营企业融资、促进经济结构调整,预计信贷仍将会成为国家释放流动性支持实体经济发展的主要渠道,平稳增长。我们预计2020年新增人民币贷款将达20.0万亿元人民币,人民币贷款存量规模同比增长13.1%;预计新增社会融资2020年可达31.6万亿元人民币,社会融资存量规模同比增长12.6%。

新增社会融资规模、新增人民币贷款当月同比增速



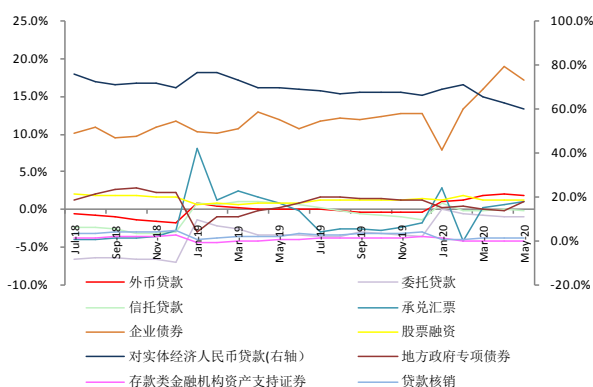
资料来源: 中国人民银行。

新增社会融资规模、新增人民币贷款累计同比增速



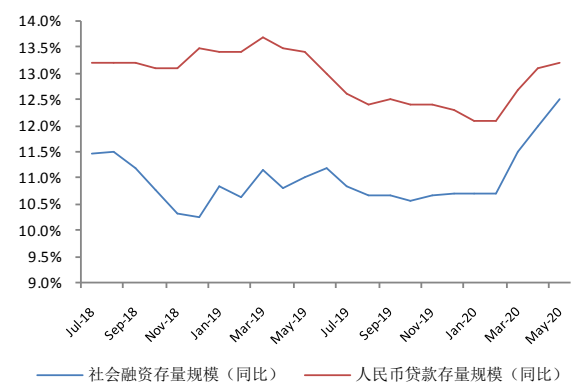
资料来源: 中国人民银行。

新增社会融资规模(累计)各细部分部分占比



资料来源: 中国人民银行。

社会融资存量规模、人民币贷款存量规模同比增速

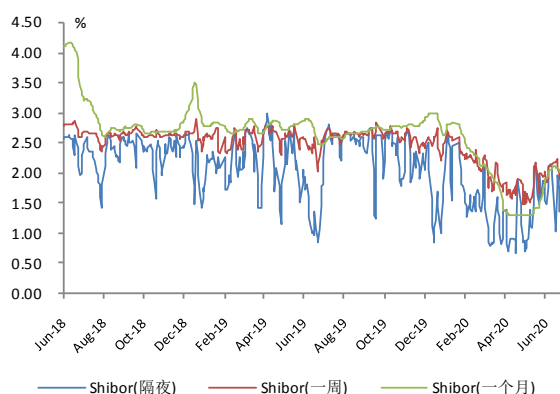


资料来源: 中国人民银行。

预计2020年下半年社会融资成本仍将下降。2020年上半年,央行通过逆回购操作、降准以及SLF、MLF、PSL、TMLF等货币政策工具组合,同时,进一步推动LPR运用,下调LPR利率,引导市场利率中枢平稳下行,促进企业融资成本降低,进一步缓解了小微企业融资难融资贵问题,有效支持了企业复工复产。2020年上半年,货币供应量、信贷规模较快增长,市场流动性合理充裕,社会融资成本2020年上半年下行。截止2020年6月30日,年内SHIBOR(隔夜)平均值与SHIBOR(一周)平均值比2019年全年各自平均值分别下滑0.72个百分点与0.56个百分点至1.47%与2.04%;2020年以来,央行下调7天期逆回购操作利率、14天期逆回购操作利率、隔夜SLF利率、7天SLF利率、MLF一年期利率、LPR一年期各0.30个百分点,分别下调TMLF一年期利率、LPR五年期利率0.20个百分点、0.15个百分点。央行推动企业综合融资成本下降的效果显现,2020年3月,金融机构人民币贷款加权平均利率达5.08%,较2019年12月下降了0.36个百分点,同比下降了0.61个百分点。展望2020年下半年,在预期中国流

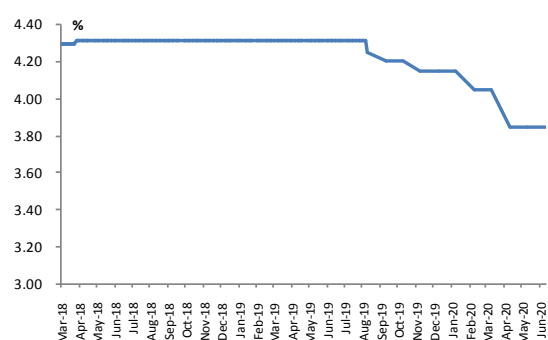
动性将维持宽松、控制经济风险的背景下，为了减少新冠疫情的负面影响、稳定经济增长、支持小微企业和民营企业融资，我们预计社会融资成本仍将下降。

银行间同业拆借利率走势



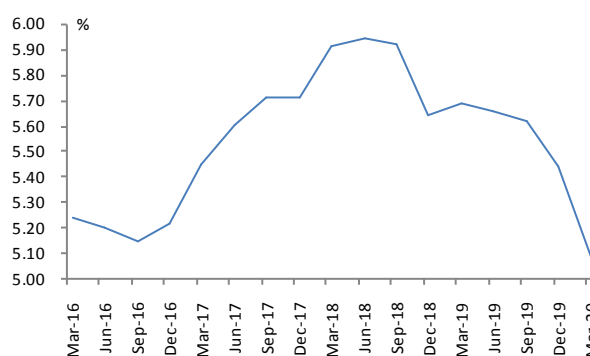
资料来源：中国人民银行。

LPR 一年期利率



资料来源：中国人民银行。

金融机构人民币贷款加权平均利率



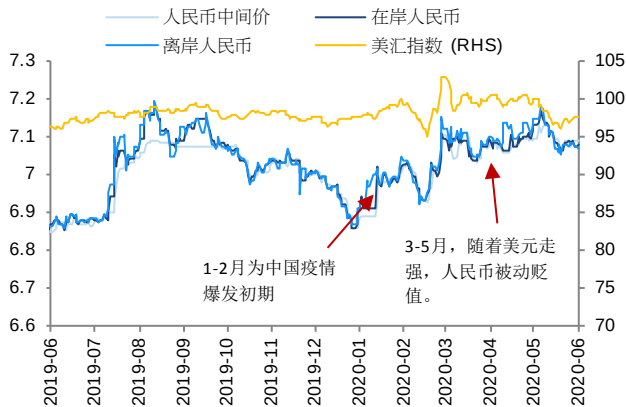
资料来源：中国人民银行。

十. 人民币汇率波动性增强

10.1 央行维持人民币汇率稳定

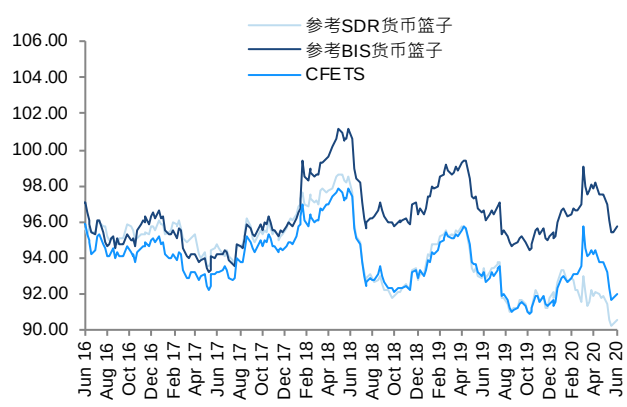
2020 年上半年人民币相对平稳。截至 2020 年 6 月 24 日，人民币兑美元中间价以及在岸汇率分别相比 2019 年 12 月 30 日下跌 1.10%及 1.58%。在春节前，疫情事件主导下人民币汇率先承压下跌。受国内疫情扩散影响，人民币汇率从前期第一阶段贸易协议落定的上涨行情中掉头直转。春节期间疫情加剧，各地管控措施升级，离岸及在岸人民币跌破“7”关口。2 月中旬，人民币汇率基本在“7”附近呈现弹性波动走势。进入 3 月，海外疫情加速扩散，特别在欧美地区，新增确诊病例不断上升，市场避险情绪升温。3 月 11 日，世界卫生组织宣布将新型冠状病毒疫情定性为“全球大流行”，随后美联储月内二次紧急降息、将联邦基金目标利率降到 0%至 0.25%区间，市场恐慌情绪加剧，多国股市触发熔断，风险资产、避险资产价格齐齐下跌，美元指数强势上扬。美元指数攀至 102.99 高位影响，人民币被动贬值，最弱至 7.1264。3 月中下旬至今，美联储与十余国央行开展货币互换，推出无限量宽松措施，美国 2 万亿美元经济刺激计划法案落地，美元危机逐步缓释，美元指数下行。在 4-5 月，国际紧张形势升级的影响，人民币出现较大程度的贬值，离岸人民币在 4 月 27 日一度触及 7.1966，逼近 7.2 这一近年来从未跌破的关键点位，在岸人民币汇率也达到 7.1765 的低点，纷纷创下 2019 年 9 月以来的新低。进入 5 月份，从基本面对，中国经济加速重启，加之当月全球股市继续反弹，美元指数进一步回调，有助于人民币汇率进一步企稳。

人民币兑美元汇率以及美元指数走势



资料来源: Bloomberg、中国人民银行。

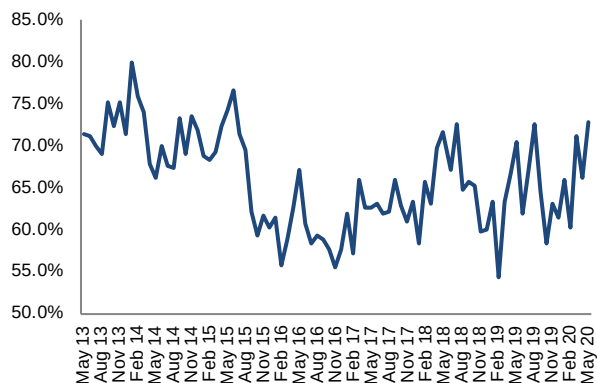
人民币兑一篮子汇率走势



资料来源: 中国货币网、国泰君安国际。

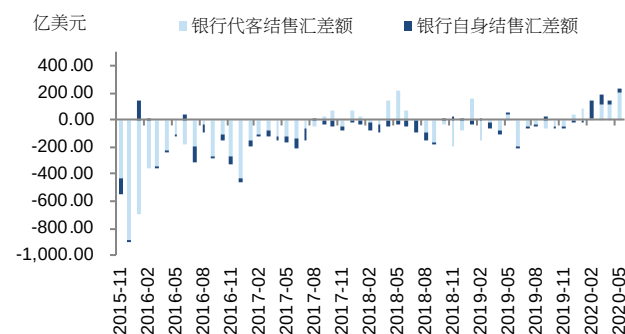
结汇意愿转强。以结汇金额占外币收入（银行代客涉外收款-涉外人民币收款）的比重计，2020 年 5 月结汇意愿为 72.7%，相比 2019 年末有较大的提升。而售汇意愿仅 63.8%，代客结售汇意愿差也有所扩大。以上数据显示市场主体结汇意愿有所上升、购汇意愿有所下降，汇率预期总体较为稳定。5 月银行结售汇顺差 238 亿美元，顺差规模也是不断扩大，为 2014 年以来最大。从结售汇分项数据看，5 月代客货物贸易净结汇 273 亿美元，较上月增长近一倍，为 2019 年 1 月以来新高；代客服务贸易逆差规模亦保持在较低水平，且证券投资净结汇也较上月有所扩大，这些因素均助力结售汇顺差规模的增长。累计看，1-5 月顺差 777 亿美元，同期为逆差 139 亿美元。外汇市场预期更趋平稳，主要渠道跨境资金流动稳中向好。

结汇意愿



资料来源: 国家外汇管理局、国泰君安国际。

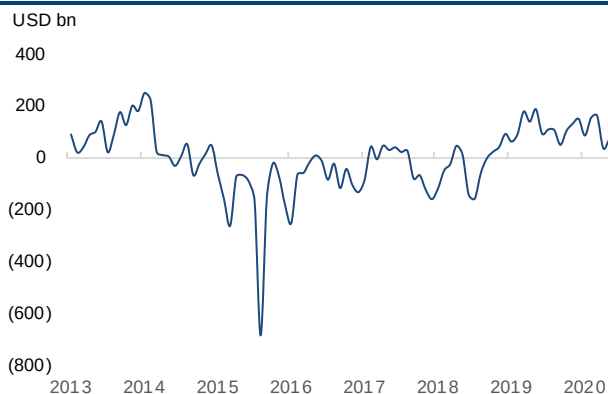
银行结售汇差额



资料来源: 国家外汇管理局、国泰君安国际。

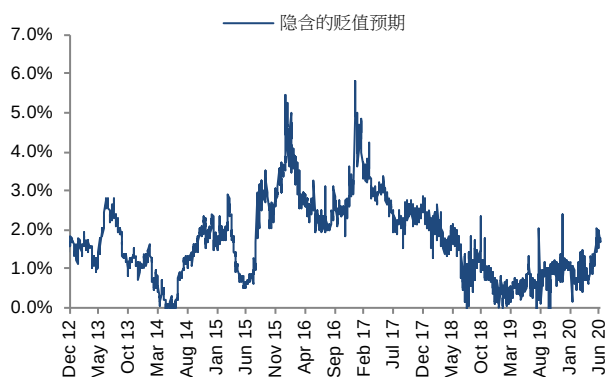
贬值预期不强。我们利用两项指标了解人民币贬值预期情况。1) 远期结售汇当月签约规模。我们利用远期净结汇（远期结汇-远期售汇），并显示在 2020 年持续维持顺差。5 月顺差为 76.3 亿美元，而 1-5 月 531.2 亿美元，与 2019 年同期相符。远期结售汇顺差稳定，也表明市场对人民币贬值预期较为一致和平稳。2) 隐含的贬值预期。我们从 1 年期 NDF 汇率及离岸即期汇率的差异中 $[(1 \text{ 年期 NDF 汇率}-\text{离岸即期汇率})/\text{离岸即期汇率}]$ 了解隐含的贬值预期。因为 NDF 市场是离岸市场，其中有较多高风险偏好、会利用外汇衍生品盈利的对冲基金等机构，所报出的远期汇率价格隐含着对未来汇率的预期。现在差异有上升趋势，但与上一轮 2015 年 8 月及 2016 年的贬值周期中有较大反差。显示在这一轮人民币贬值周期里，1 年期 NDF 汇率隐含的贬值预期都相对较低，不存在很强的贬值预期。但 12 月末未到期期权 DELTA 净敞口规模升至 428 亿美元，创 29 个月新高，这也反映汇率波动对企业套保需求的刺激。

银行远期结售汇差额



资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

隐含的贬值预期



资料来源：国家外汇管理局、ICAP、国泰君安国际。

10.2 人民币将继续双向波动，保持在合理均衡水平

美元指数短期见顶将弱化人民币外部压力。疫情在全球范围蔓延后，受到恐慌情绪影响，美元作为避险资产被追捧，美元指数一路走高，在3月直逼103。随后美联储采用全套工具与系列措施，2万亿美元经济刺激计划法案落地，美元流动性压力暂缓，加之美国申请失业人数录得纪录高位，美元短期见顶，步入下行。长期看，自美联储开启放水模式、大举印钞后，美联储的资产负债表达7.1万亿美元（截至6月15日），占GDP的30%以上，未来美元价值将面临巨大挑战。相比欧日零利率且财政捉襟见肘，中国政策空间较大，逆周期调节能力更强，有更大的潜力可以挖掘。目前美联储已启动了所拥有的大部分工具，将利率降至零的历史低位，10年期美债收益率在6月降至0.7%水平，而中国保持正的收益率空间，因此，中美利差也将对人民币形成支撑。

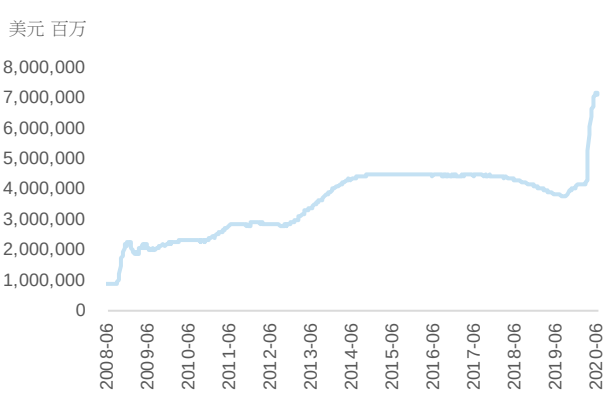
中国所处的疫情阶段有利。国内疫情防控重在收尾、防输入，与海外疫情的严峻形势形成鲜明对比。目前尽管主要欧美国家疫情有所缓和，但整体死亡和感染病例数目都较中国高很多。经济重启困难重重，海外疫情反复，美国某些州份有第二波疫情危机。我们认为美国复工复产步伐将较中国慢。因此，在经济层面，中国将较主要经济体恢复更快，二、三季度相对于主要发达国家的经济增长强劲，也应支撑人民币走强。

中美长期利差



资料来源：美国财政部、Bloomberg、国泰君安国际。

美联储资产负债表

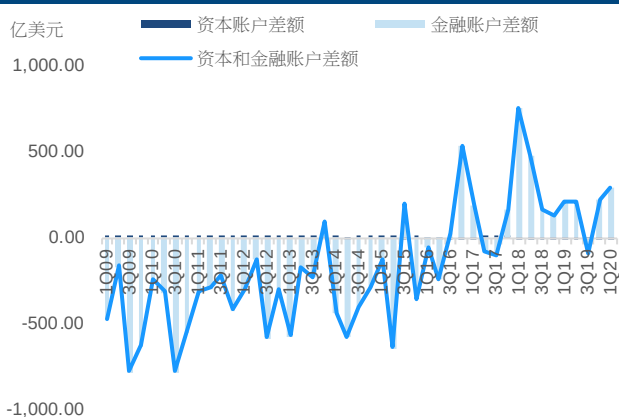


资料来源：美联储、国泰君安国际。

中国经济面较稳健。海关总署公布数据显示，2020年前五个月，出口同比跌7.7%，进口同比跌8.2%，贸易顺差1,213.6亿美元，同比减少4.5%。3-5月，贸易顺差逐渐加大，因进口减少而出口有所增长。其中，纺织品出口增长明显，1-5月，包括口罩在内的纺织品出口4,066.6亿元人民币，同比增长25.5%。防疫物资出口大幅增长，支撑中国整体出口表现。国内外积极因素正在积累，未来中国进出口将可能继续回暖。尽管今年中国进出口金额大概率出现负增长，但进出口降幅要应好于全球平均，主要原因包括中国疫情已经得到基本控制，并率先推动企业复工复产，经济在全球范围内具备比较增长优势。因此，持续较好的贸易顺差将会支撑人民币走势。

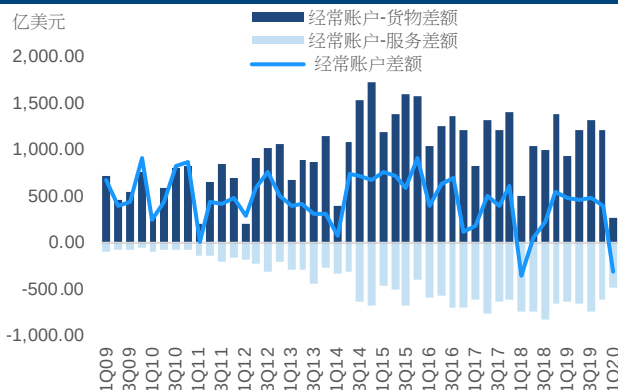
中国对外开放，人民币国际化进程不受疫情影响。我们认为人民币资产全球吸引力持续提升。国内资本市场改革开放的步伐不会因疫情而受到影响，随着中国资本项目开放稳步推进，金融市场互联互通和双向开放不断加大，人民币资产对金融市场投资者的吸引力持续提升。中国资本和金融账户差额变化波幅明显增大并显示上升趋势，加之中国对外开放的进程加速和范围的进一步拓宽，必然带来跨境资本流动的频繁提升和规模扩大。由此可见，国家资本市场的开放程度和金融市场的发达程度越来越高。目前来看，境外主要经济体的利率已进入零利率或负利率区间，而中国货币政策尚处于常态区间。后续国内逆周期调节加强，货币政策更加灵活适度，但仍将保持定力与弹性，利差空间仍然适当，人民币资产配置保持价值与吸引力。

资本和金融账户



资料来源：国家外汇管理局、国泰君安国际。

经常账户差额

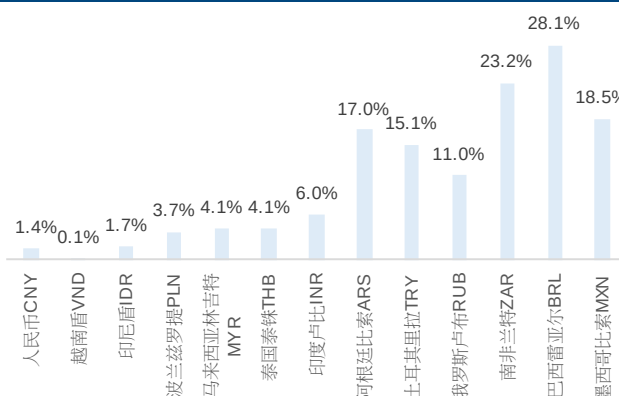


资料来源：国家外汇管理局、国泰君安国际。

逆周期措施有效。2020 年的政府工作报告对人民币取态维持，保持 2019 年基调，要求进一步增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。在 2020 年上半年，人民银行分别在 2 月、3 月、5 月及 6 月四次在香港发行总规模为 800 亿中央银行票据。央行离岸发行央票，一方面是拓宽公开市场操作的渠道，丰富央行交易对手，推进人民币国际化，另一方面可能存在想要收紧离岸流动性的目的。随着人民币兑美元汇率在 4、5 月受到国际不稳定影响而下调，央行发行离岸央票可以起到稳定市场预期的作用，进而支撑人民币汇率回升。另一方面，人民币兑美元汇率中间价形成机制有效，多次发挥其作用，市场波动时，释放了一定稳定信号。目前，市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度已基本定型，并平稳运转。

在复杂多变的国际形势下，全年人民币汇率大概率双向波动幅度加大但保持在合理均衡水平。总的来看，长期向好的经济基本面为人民币汇率提供稳固支撑。其次，从 2020 年上半年看出外汇市场供求总体保持稳定，贬值预期不强，结汇意愿逐步提升。疫情期间人民币表现出韧性，尽管兑美元贬值，但对比其他新兴市场货币表现明显领先。最差的四种新兴市场货币为巴西雷亚尔、南非兰特、墨西哥比索、俄罗斯卢布，跌幅达双位数。国际形势因新冠肺炎爆发及全球经济下行而变动复杂，各国博弈矛盾有增，未来汇率市场将会更波动，尤其下半年美国大选。因此，预计套保需求将继续上升。若不出现极端因素，7.2 这一关口并不容易跌破，但波动性将加强。

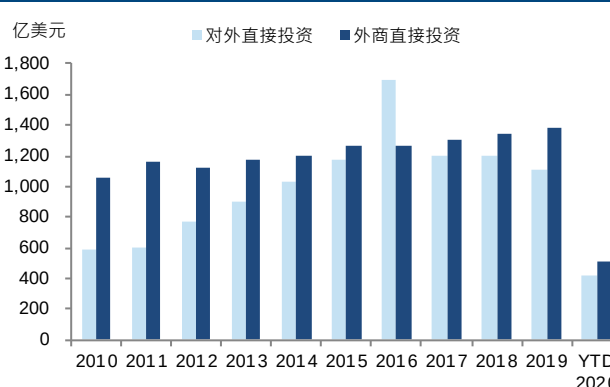
主要新兴市场货币兑美元贬值



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：货币用离岸价格对比。

对外和外商直接投资



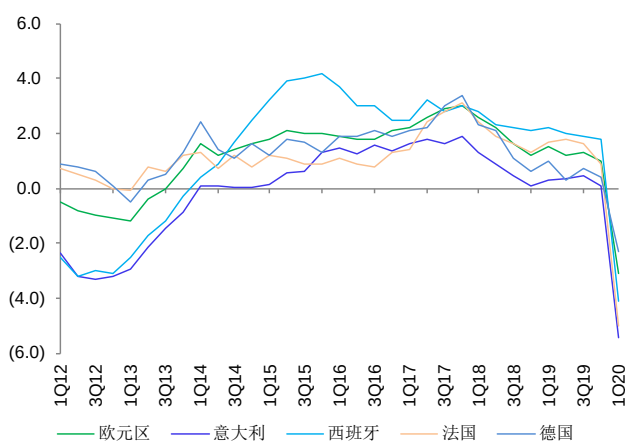
资料来源：商务部、国泰君安国际。

十一. 欧洲和日本

11.1 欧元区经济将呈 U 型复苏

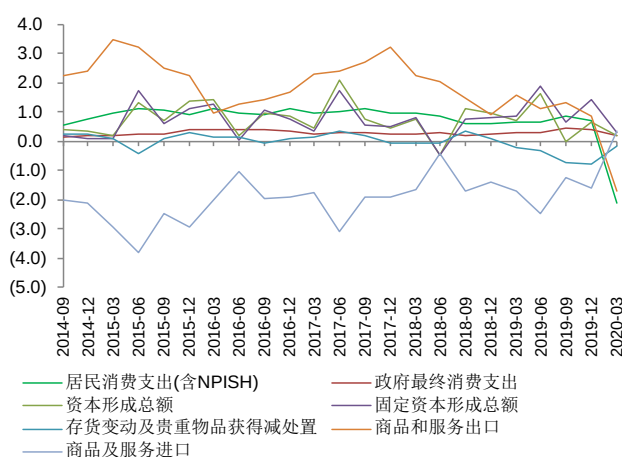
新冠肺炎疫情对内需主导的欧元区经济冲击严重。新冠肺炎疫情的爆发和对其的隔离措施抑制欧元区 2020 年上半年的经济活动，2020 年第一季度，欧元区季调实际 GDP 季度同比下降 3.1%，季度环比下降 3.6%。其中，居民消费仍然是欧元区经济增长的重要支柱，占 GDP 达 53.2%。居民消费支出（含居民服务的非营利机构）对欧元区季调 GDP 同比增速的拉动率为-2.1%，前值为 0.69%，说明疫情加重居民对经济前景的悲观预期，叠加疫情隔离措施限制个人消费，个人消费支出减少。投资方面，新冠疫情对欧元区商业投资的打击严重。二季度欧元区 19 国制造业产能利用率为 68.3%，较前值下降 12.5 个百分点。欧元区 6 月 PMI 录得 47.4，继续处于荣枯线下方。由于盈利前景存在较高的不确定性，叠加产能利用率下降，企业商业投资意愿不高。此外，新冠疫情的隔离措施损害企业利润，企业投资资金不如疫情前水平。贸易方面，经济下行的背景下外需保持疲弱。国际贸易摩擦升温，贸易政策存在较大的不确定性，新冠疫情的出现进一步恶化原本已经疲软的欧元区出口。商品和服务出口对欧元区 GDP 同比增速的拉动率为-1.7%，前值为 0.86%。劳动力市场方面，为限制疫情期间就业损失，确保工人顺利返岗复产，欧元区采取保护政策，例如缩短工时计划，个体经营者工资补贴计划和企业流动性计划。欧元区 5 月失业率为 7.4%，较前值上升 0.1 个百分点。新冠肺炎疫情冲击全球经济活动，收入增速放缓预期上升，内外需求疲弱和石油价格下跌令物价水平继续承压。5 月 HICP 和核心 HICP 分别录得同比上升 0.1% 和 0.9%，分别较年初下降 1.3 个百分点和 0.2 个百分点。根据欧洲委员会 2020 年春季的预测，2020-2021 年，欧元区 19 国实际 GDP 增速分别为降 7.7% 和升 6.3%，通胀率分别为 0.2% 和 1.1%，失业率分别为 9.6% 和 8.6%。欧洲政府推出大规模的财政刺激政策抵御疫情对经济增长的冲击，一般政府财政赤字将快速攀升。新冠疫情方面，就单日新增确诊病例而言，欧洲大多数国家的病例数在 4 月上旬达到峰值之后，单日新增病例开始出现下降的趋势。展望未来，随着疫情隔离措施在各成员国逐步放松，经济活动分阶段重启，居民消费支出将出现反弹，但就业前景以及收入增速预期受到疫情打击，居民消费能力下降，居民或将对可选消费比较谨慎，欧元区经济难以恢复到疫情前的水平。假设新冠病毒疫苗能在明年初诞生，我们预计欧元区经济增速将呈现 U 型回升。

欧元区 19 国及主要成员国 GDP 同比 (%)



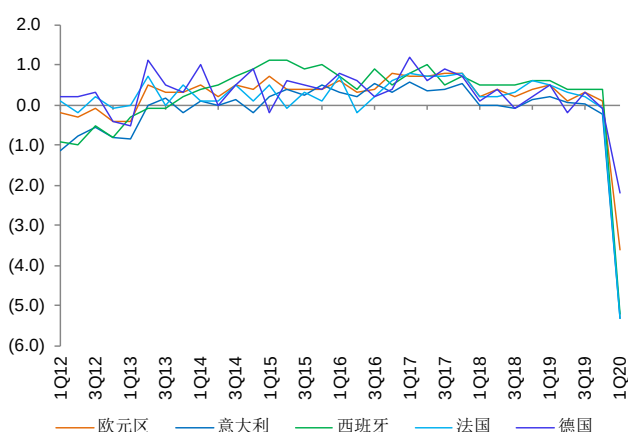
资料来源：欧盟统计局，国泰君安国际。

对欧元区 19 国 GDP 同比的拉动率 (%)



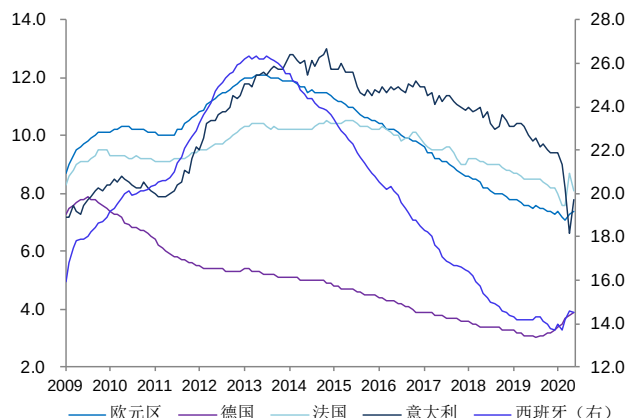
资料来源：欧盟统计局，国泰君安国际。

欧元区 19 国及主要成员国 GDP 环比 (%)



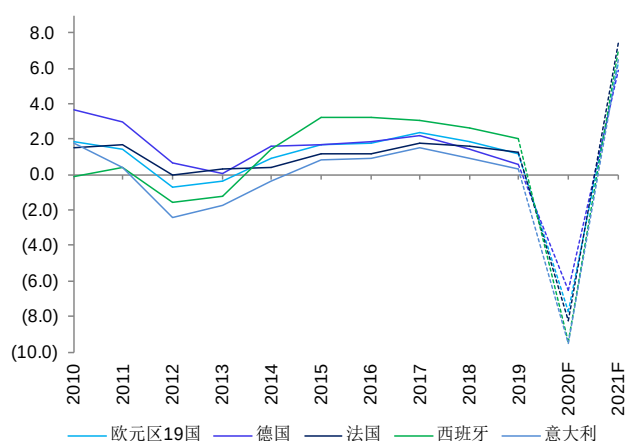
资料来源：欧盟统计局，国泰君安国际。

欧元区 19 国及主要成员国失业率 (%)



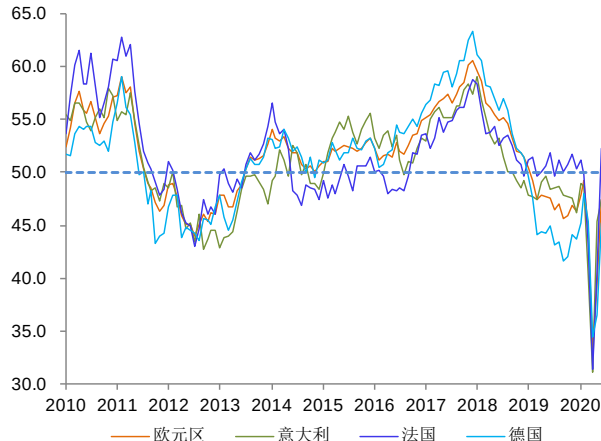
资料来源：欧盟统计局，国泰君安国际。

欧元区 19 国及主要成员国 GDP 增速预测 (%)



资料来源：欧盟委员会《2020年春季经济预测》，国泰君安国际。

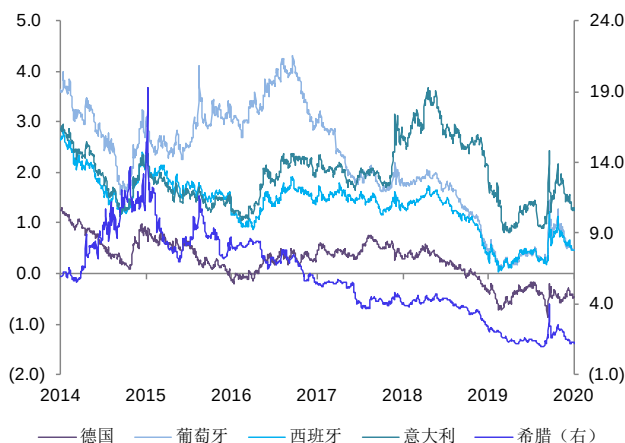
欧元区及部分成员国制造业 PMI



资料来源：Markit、Bloomberg，国泰君安国际。

欧央行维持主要利率不变，扩大资产购债规模和放宽购买限制以应对新冠疫情。欧央行 6 月 4 日宣布维持主要再融资利率为 0.00% 不变，维持边际贷款便利利率为 0.25% 不变和维持存款便利利率为 -0.50% 不变。欧央行决定，欧央行将疫情紧急购债计划（PEPP）总额由 7,500 亿欧元扩大至 1.35 万亿欧元，其增量超过市场预期的 5,000 亿欧元；PEPP 将被延长至 2021 年 6 月，并且所购证券到期回笼的资金将被再投资于疫情计划中，旨在避免信贷市场分化和货币政策传导受阻，确保银行信贷流向非金融企业，避免此类企业面临临时流动性风险。欧央行同时允许下调银行资本充足率，向银行提供低至 -0.75% 利率贷款。截止 6 月 26 日，欧洲央行总资产为 62,361 亿欧元，超额流动性为 26,890 亿欧元。我们认为，欧央行在三月中旬开始，实施了一系列货币和信贷政策措施，为市场提供流动性支持，降低企业融资成本。然而，新冠疫情的出现和对其的隔离措施令欧元区经济活动陷入停滞，欧元区经济下行压力加大，商业投资意愿及资金不足，在欧央行政策空间有限的情况下，货币政策对欧元区经济的保护力度有限。预计欧央行短期将维持低利率以及继续实施购债计划。

欧元区部分成员国 10 年期国债收益率 (%)



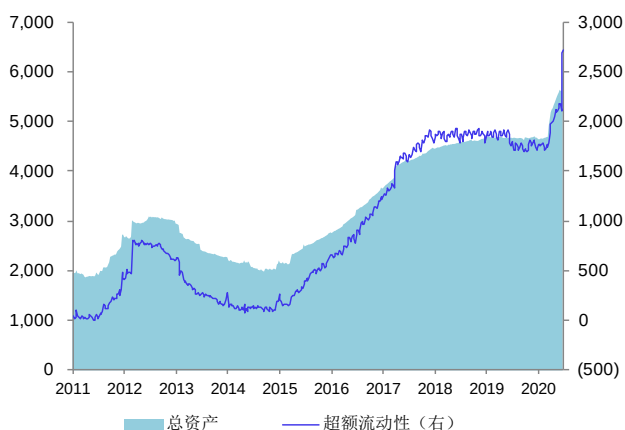
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

欧元兑美元汇率



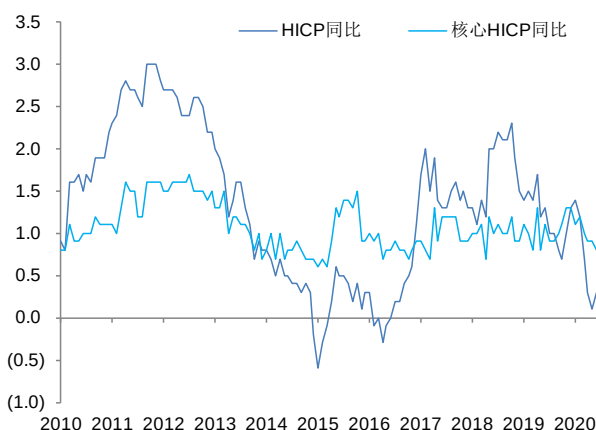
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

欧洲央行总资产和超额流动性规模 (十亿欧元)



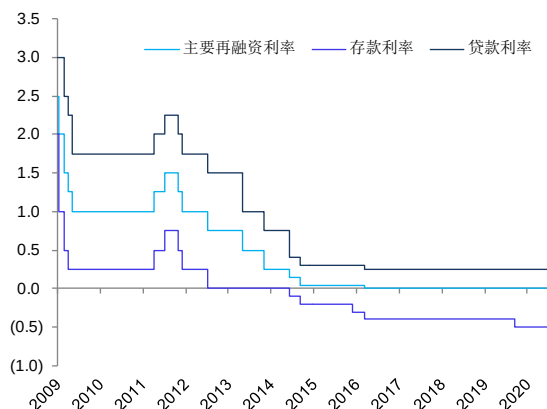
资料来源: 欧洲央行, 国泰君安国际。

欧元区 19 国通胀水平 (%)



资料来源: 欧盟统计局, 国泰君安国际。

欧洲央行主要基准利率 (%)



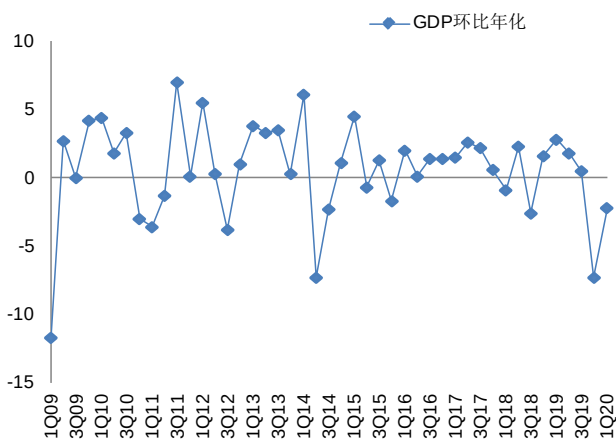
资料来源: 欧洲央行, 国泰君安国际。

11.2 日本外贸受疫情冲击, 经济前景存不确定性

新冠疫情冲击日本贸易, 内外需疲软施压日本经济。2020 年第一季度, 日本实际 GDP 年化同比下降 2.2%, 较前值上升 5.1 个百分点, 环比下降 0.6%, 均较初值降幅有所收窄, 主要是日本企业设备投资较初值扩大。剔除新鲜食品和能源影响的核心 CPI 由 1 月的同比上升 0.8% 回落至 5 月的 0.4%, 主要是新冠肺炎疫情的爆发抑制居民消费, 而剔除新鲜食品影响的核心 CPI 由 1 月 0.8% 下滑至 5 月 -0.2%, 再次落入通缩区间, 石油价格下跌是重要的

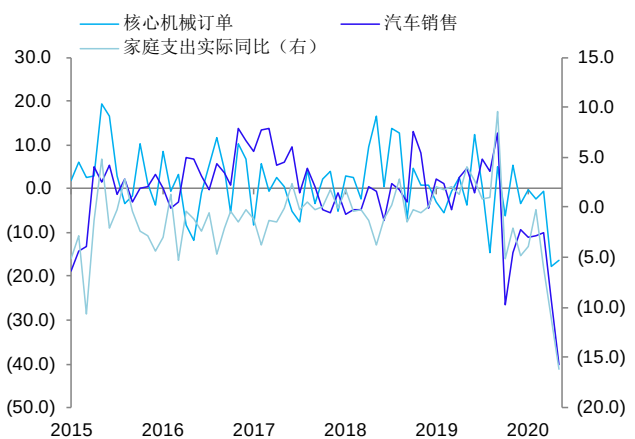
因素。日本失业率呈现上升趋势，5月失业率为2.9%，较年初上升0.6个百分点，就业与收入表现疲弱。在2019年10月日本政府提高消费税和疫情爆发的共同作用下，5月日本家庭支出同比下降16.2%，较年初增速下降12.3个百分点，5月零售销售同比降12.3%。居民对可选消费态度谨慎，5月日本汽车销售同比下降40.2%，较年初增速下降29.1个百分点。在疫情持续影响经济活动的背景下，企业投资意愿不高。衡量企业资本支出的核心机械订单在5月录得同比下降16.3%，连续六个月收缩。贸易方面，5月，日本出口同比下降28.3%，进口同比下降26.2%，进、出口连续12个月双双下滑，且连续第二个月出现贸易逆差。疫情的出现加速全球经济下行速度，国际贸易政策存在不确定性，内外需疲弱令日本进、出口承压。出口持续下滑将拖累日本经济。4月30日，日本国会批准总额为25.69万亿日元的第一次补充预算案，但由于新冠疫情持续冲击日本经济，日本政府为进一步加大经济刺激力度，防止经济大幅下滑，于6月12日批准总额为31.9万亿日元的第二次补充预算案，日本本财年预算规模已扩大至160万亿日元。

日本实质 GDP 年化环比，季调 (%)



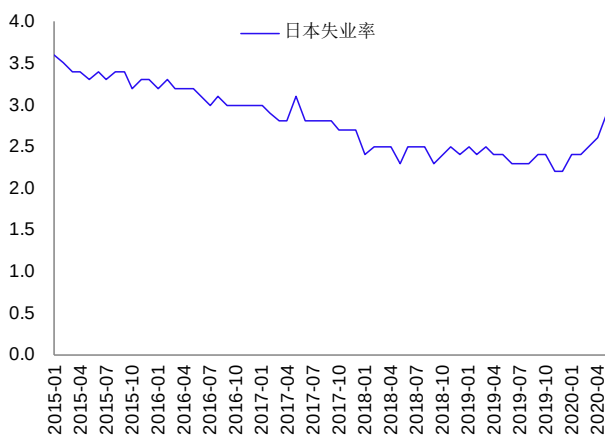
资料来源：日本内阁府，国泰君安国际。

日本部分经济指标同比 (%)



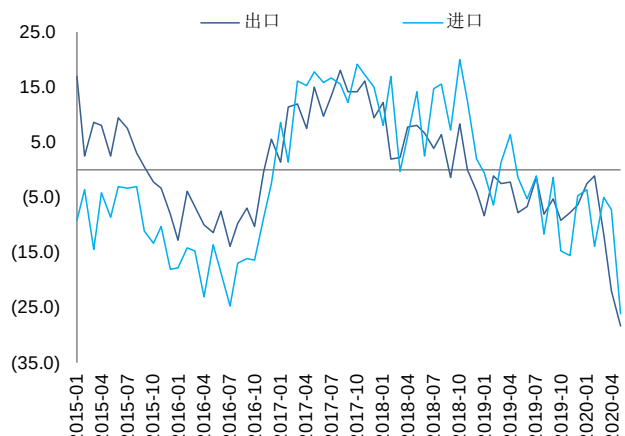
资料来源：日本内阁府，国泰君安国际。

日本失业率 (%)



资料来源：日本内阁府，国泰君安国际。

日本进、出口同比 (%)

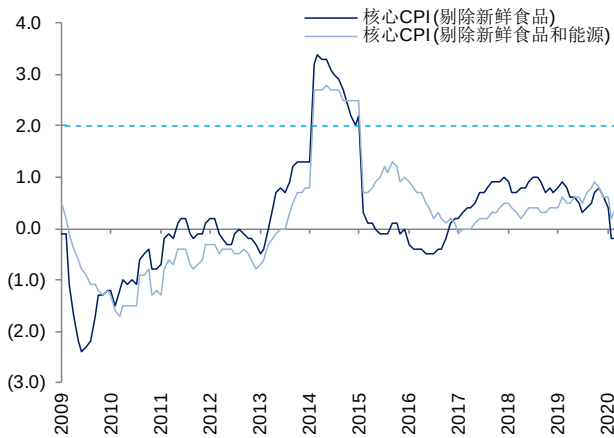


资料来源：日本内阁府，国泰君安国际。

2020 年日本央行维持基准利率不变，并加大资产购买规模。6 月，日本央行行长表示将维持基准利率在-0.1%不变，将无上限按需购买日本政府债券以实现 10 年期日本国债收益率目标维持在 0.0%附近不变，并且利率或维持在低水平直到 2023 年。资产购买方面，日本央行将按每年增长不超过 12 万亿日元和 1,800 亿日元的购买规模分别积极购买 ETFs 和 J-REITs。日本央行将分别维持 2 万亿日元和 3 万亿日元的商业票据和公司债券，并将在每项资产余额不超过 7.5 万亿日元上限的条件下额外购买至 2021 年 3 月。为加强对受新冠疫情打击的中小企业在资金周转上的援助，日本央行决定，将特别贷款计划规模增加至 110 万亿日元（由 75 万亿日元），并将日本经济形势判断由“更加严峻”调整为“极度严峻”的状况。年初至今（6 月 30 日），日本 10 年期国债收益率由年初-0.035%的水平回升至 0.03%的水平。截至 5 月，日本基础货币量达到 543.4 万亿日元，较 4 月值增加 2.7%，日本央行总资产升至 638.6 万亿日元，较 4 月值增加 3.2%。展望未来，受新冠肺炎疫情和石油价格下跌影响，内外需疲弱令日本

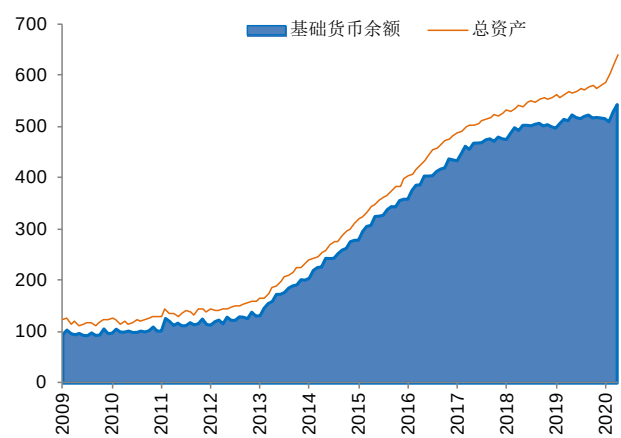
经济承压，日本通缩压力上升，通胀水平难以达到 2% 的目标水平，日本央行或将维持当前超宽松的货币政策至更长的时间。

日本核心 CPI (%)



资料来源：日本内阁府，国泰君安国际。

日本央行总资产和基础货币规模 (万亿日元)



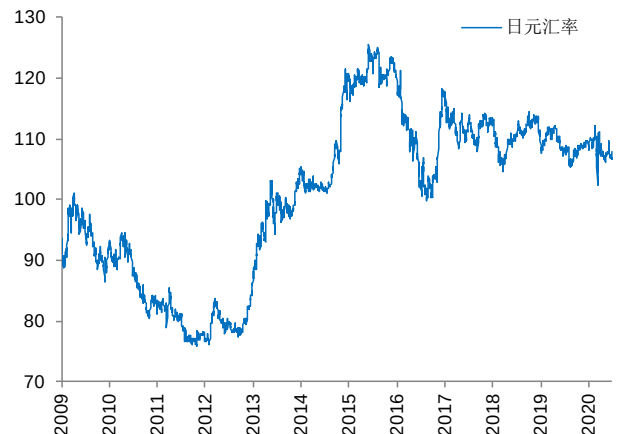
资料来源：日本央行，国泰君安国际。

日本股市和国债市场 (%)



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

美元兑日元



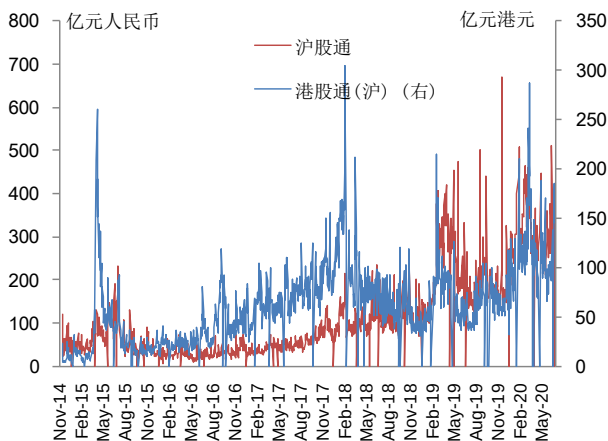
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

十二. 互联互通及其他市场改革

12.1 沪港通统计数字

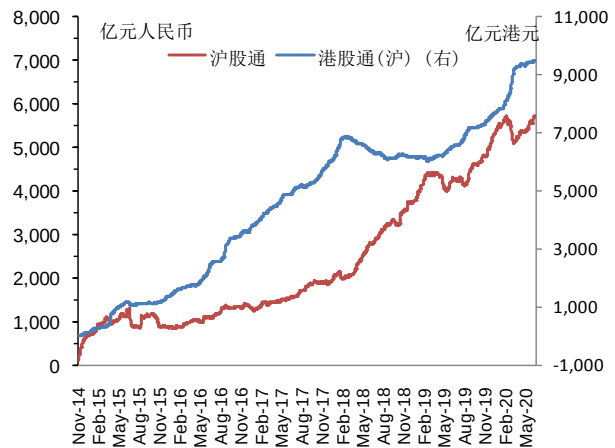
2020 年沪港通北上资金活跃度显著提高，南下资金抄底意愿强烈。沪港通开通至 2020 年 6 月 30 日，北上和南下的日均成交金额分别为 112.0 亿元人民币和 60.3 亿港元，分别占 A 股和港股市场同期日均成交额的 1.9% 和 6.5%。1 月下旬出现的国内疫情并未对北向资金流入造成显著的负面影响，反而使投资者在 A 股回撤后积极买入，沪股通 1-2 月的日均成交额达到 324.6 亿元人民币，日均净流入为 5.6 亿元人民币。但随后由于海外疫情的扩散，国际股市大幅震荡，全球美元流动性紧张令北向资金积极性有所减弱。2 季度起国内外疫情逐步受控，市场风险偏好回升，北上资金再度加码。2020 上半年，沪股通累计日均成交额相比 2019 年增长 47.9% 至 310.2 亿元人民币，日均净流入为 3.4 亿元人民币；自开通以来的累计净流入则达到 5,721 亿元人民币。与北上资金相比，南下资金受港股低估值的驱动，抄底意愿更加明显。在海外资金流出香港时，港股通内地资金则逆势流入，3 月份单月录得资金净流入 971.2 亿港元，占上半年累计净流入的 54.2%。2020 上半年港股通(沪)的累计日均成交额为 111.2 亿港元，相比 2019 年增长 69.3%；上半年的累计净流入为 1,793 亿港元，已超过 2019 全年水平。折溢价方面，2020 上半年沪港通估值溢价呈区间波动。沪港 AH 溢价指数自 1 月末开始急跌至年内低位 24.2%，随后逐渐回升，但于 3 月中旬再度转跌。截至 6 月 30 日，AH 溢价指数为 132.2%，略高于历史均值水平。

沪港通每日成交额



资料来源：上海证券交易所、港交所、国泰君安国际。

沪港通累计资金净流入



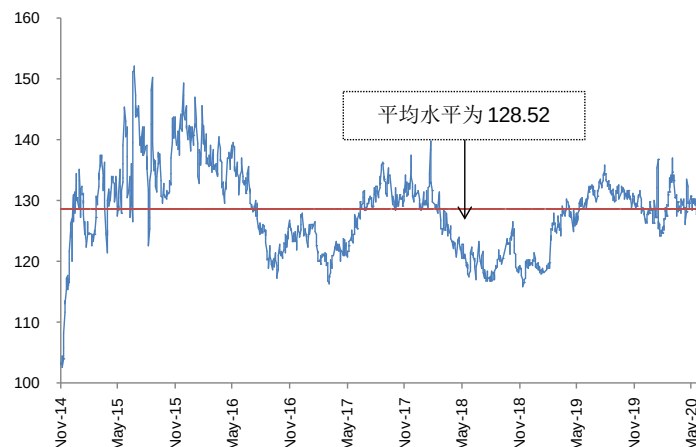
资料来源：上海证券交易所、港交所、国泰君安国际。

沪港通日均成交情况及资金净流入

	2014.11-2015.12	2016	2017	2018	2019	2020 1H	合计/平均
日均成交额							
沪股通(亿元)	61.1	31.7	55.2	113.8	209.7	310.2	112.0
港股通(沪)(亿港元)	30.0	35.2	72.5	77.9	65.7	111.2	60.3
占 A 股日均成交额 %	0.6%	0.6%	1.2%	3.1%	4.0%	3.9%	1.9%
占港股日均成交额 %	2.9%	5.3%	8.3%	7.3%	7.5%	9.5%	6.5%
合计净流入							
沪股通(亿元)	871	455	630	1,811	1,566	388	5,721
港股通(沪)(亿港元)	1,403	2,393	2,268	132	1,495	1,793	9,484
日均额度使用							
沪股通	4.5%	3.3%	2.6%	2.9%	1.9%	2.3%	3.0%
港股通(沪)	6.0%	11.2%	12.3%	3.7%	2.3%	5.1%	6.9%

资料来源：港交所、上交所、Bloomberg、国泰君安国际。

上证沪港通 AH 溢价



资料来源：上海证券交易所、中证指数公司。

2020 上半年港股通(沪)股份的加权平均回报率跑赢同期指数 2.7 个百分点，A+H 股份(H 股)则小幅跑输指数。截至 6 月 30 日，港股通(沪)股份自开通以来的累计加权平均回报率跑赢同期恒指 14.6 个百分点，A+H 股份(H 股)

则跑输同期恒指 8.3 个百分点。从行业表现来看，以彭博划分的 39 个行业计，其中 27 个行业自沪港通开通以来实现上涨，11 个行业的加权平均回报率超过 100%。2020 上半年表现较好的行业主要包括软件、半导体、医疗设备与装置等，上涨行业的涨幅介于 1.8%–107.4%；钢铁、煤炭油气、技术服务等行业则录得下跌，跌幅介于 4.3%–33.9%。对于 AH 溢价的变化，目前 H 股相比 A 股以市值加权平均计算的折价为 26.1%，较年初略微扩大 2.5 个百分点，A 股较 H 股溢价率较高的股票主要集中在基建和金融领域。后续来看，内地及香港股市均处于疫情影响减弱后的估值复苏阶段，且港股估值相对 A 股更具吸引力。下半年 A 股相比 H 股溢价或略有收窄，但整体预计仍将维持在 20% 以上水平。

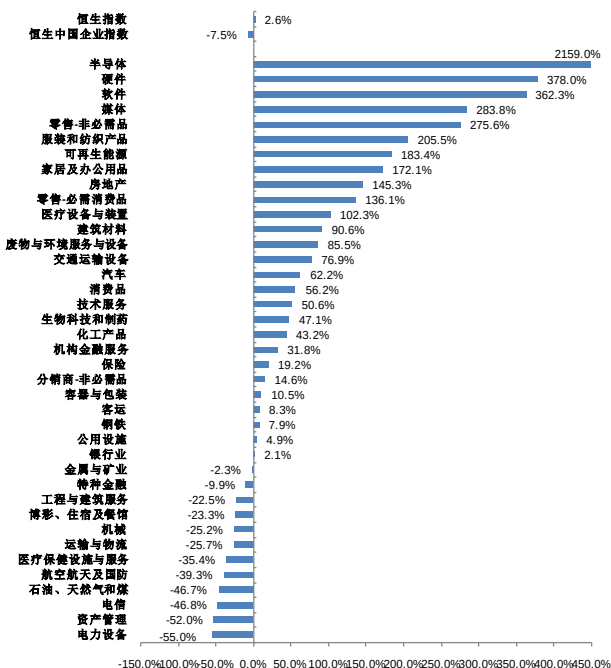
港股通（沪）合资格股份表现总结

	自开通(2014 年 11 月 17 日)以来	2020 年
恒生指数	2.6%	-13.3%
恒生中国企业指数	-7.5%	-12.6%
港股通(沪)合资格股份		
简单平均跑赢/跑输	-2.2%	0.1%
加权平均跑赢/跑输	14.6%	2.7%
A+H 股份(H 股)		
简单平均跑赢/跑输	-35.7%	-8.1%
加权平均跑赢/跑输	-8.3%	-4.2%
A+H 溢价/折让		
简单平均	-19.5%*	-45.2%
加权平均	-0.2%*	-26.1%
A+H 溢价/折让变化(百分点)		
简单平均 [^]	(21.1)	(5.2)
加权平均 [^]	(22.3)	(2.5)

资料来源：Bloomberg、港交所、国泰君安国际。

注：股价截至 2020 年 6 月 30 日；HKD/CNY 汇率为 0.9117。[^] 负数相当于 H 股对 A 股折价扩大。* 2014 年 11 月 17 日的折让。

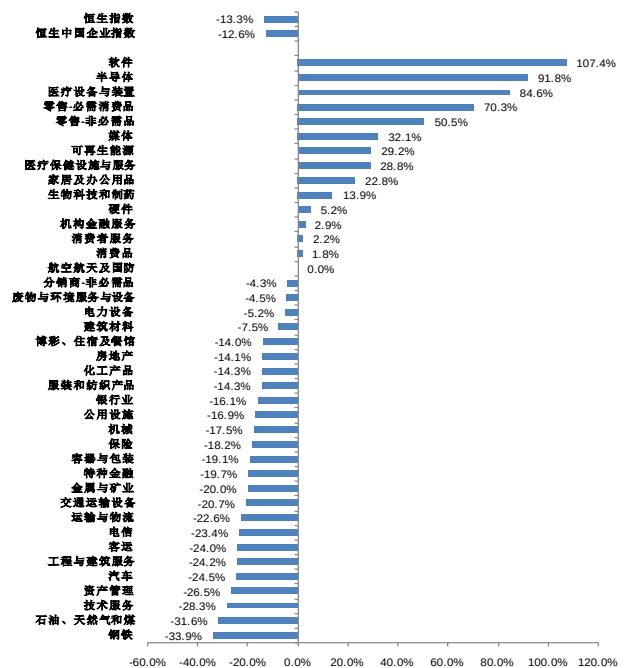
港股通（沪）合资格股份行业表现，自开通以来



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：股价截至 2020 年 6 月 30 日。

港股通（沪）合资格股份行业表现，2020 年



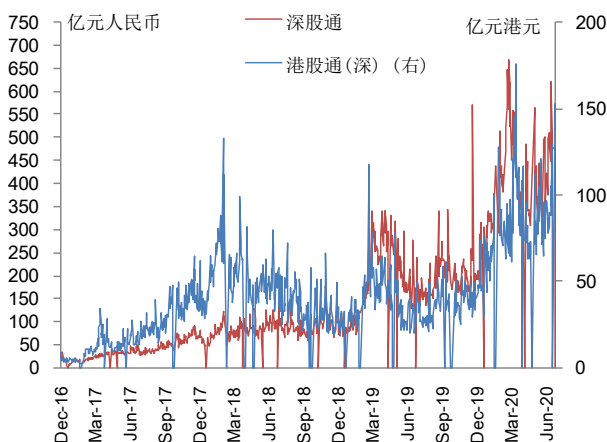
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：股价截至 2020 年 6 月 30 日。

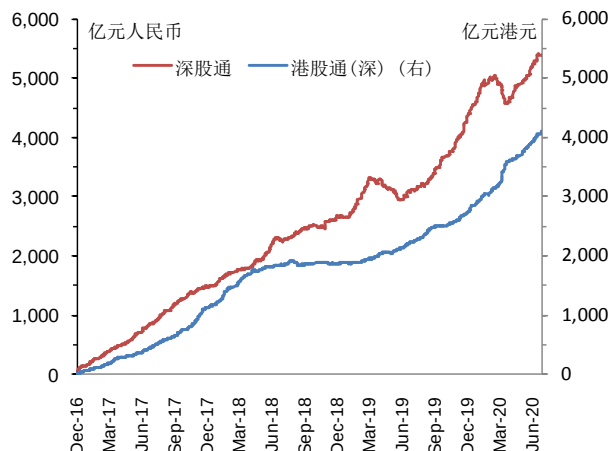
12.2 深港通统计数字

2020 上半年深港通双向资金交易额倍增，资金流入同比大幅增加。深港通自开通至 2020 年 6 月 30 日，北上和南下的日均成交金额分别为 148.5 亿元人民币和 40.5 亿港元。2020 上半年，深股通及港股通(深)的日均成交额分别为 419.3 亿元人民币和 82.1 亿港元，较 2019 年分别大幅上升 109.4%和 112.7%，占各自市场的比例较 2019 年分别提升 1.5 个百分点和 2.6 个百分点至 5.3%和 7.0%。资金流方面，2020 上半年深股通的日均资金净流入为 7.0 亿元人民币，同比上升 75.0%，上半年的累计净流入为 794 亿元人民币；而同期港股通(深)的日均资金净流入则为 10.7 亿港元，同比激增 268.9%，上半年的累计净流入为 1,207 亿港元。与沪股通相似，深股通的资金流向也呈现出较强的估值驱动性。北上资金主要增持医疗保健、金融以及信息技术等行业；南下资金则于港股下跌时持续流入，港股通(深)3 月份当月录得资金净流入 426.2 亿港元，占上半年累计净流入的 35.3%。

深港通每日成交额



深港通累计资金净流入



资料来源：深圳证券交易所、港交所、国泰君安国际。

资料来源：深圳证券交易所、港交所、国泰君安国际。

深港通日均成交情况及资金净流入

	2016.12-2017.12	2018	2019	2020 1H	合计/平均
日均成交额					
深股通(亿元人民币)	38.2	86.0	200.2	419.3	148.5
港股通(深)(亿港元)	21.3	43.2	38.6	82.1	40.5
占 A 股日均成交额 %	0.8%	2.2%	3.8%	5.3%	3.1%
占港股日均成交额 %	2.5%	4.0%	4.4%	7.0%	4.2%
合计净流入					
深股通(亿元人民币)	1,519	1,131	1,951	794	5,396
港股通(深)(亿港元)	1,199	695	998	1,207	4,099
日均额度使用					
深股通	5.0%	2.1%	2.2%	3.2%	3.2%
港股通(深)	5.5%	3.3%	1.6%	3.6%	3.5%

资料来源：港交所、深交所、Bloomberg、国泰君安国际。

2020 年港股通(深)整体跑赢指数 13.0 个百分点，A+H 股份(H 股)亦跑赢恒指 16.5 个百分点。深港通开通以来至 2020 年 6 月 30 日，以市值加权平均计，港股通(深)股份跑赢同期恒指 23.0 个百分点，A+H 股份(H 股)则跑赢恒指 8.9 个百分点。2020 上半年港股通(深)表现较好的行业依然集中在消费者服务、医疗保健、零售-非必需品等领域，上涨行业的涨幅介于 2.3%—232.5%。以股价涨跌幅的横向对比来看，深股通 A+H 股份 2020 上半年的表现要明显优于沪股通，主要是由中兴通讯(00763 HK)、比亚迪(01211 HK)等权重股涨幅居前所致。折溢价方面，深港通目前 H 股相比 A 股的整体加权平均折价为 27.4%，香港和内地市场估值的差异较年初时略微扩大 1.7 个百分点。

港股通（深）合资格股份表现总结

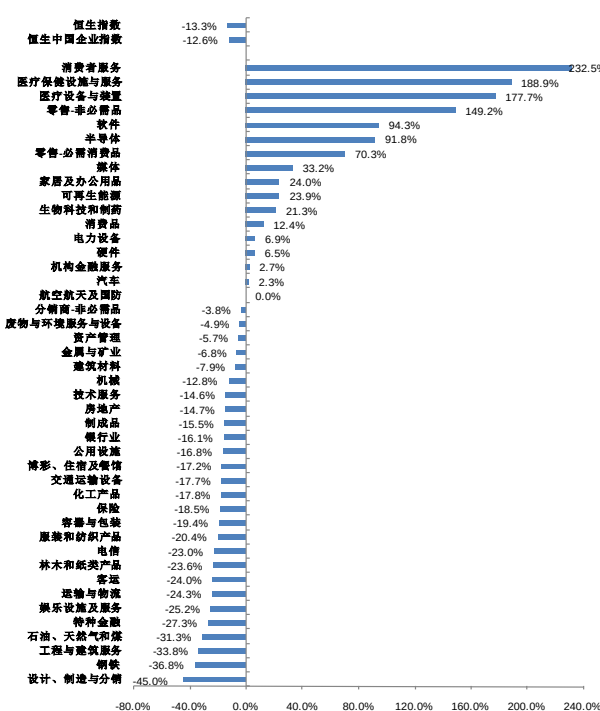
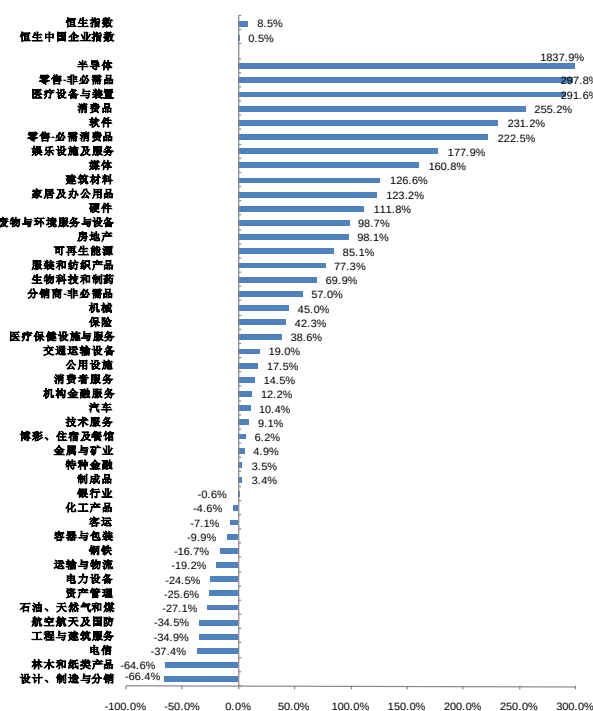
	自开通(2016 年 12 月 05 日) 以来	2020 年
恒生指数	8.5%	-13.3%
恒生中国企业指数	0.5%	-12.6%
港股通(深)合资格股份		
简单平均跑赢/跑输	14.7%	4.8%
加权平均跑赢/跑输	23.0%	13.0%
A+H 股份 (H 股)		
简单平均跑赢/跑输	-30.0%	10.1%
加权平均跑赢/跑输	8.9%	16.5%
A+H 溢价/折让		
简单平均	-37.9%*	-41.6%
加权平均	-24.6%*	-27.4%
A+H 溢价/折让变化(百分点)		
简单平均 [^]	(3.0)	(1.1)
加权平均 [^]	(1.6)	(1.7)

资料来源: Bloomberg、港交所、国泰君安国际。

注: 股价截至 2020 年 6 月 30 日; HKD/CNY 汇率为 0.9117。[^] 负数相当于 H 股对 A 股折价扩大。* 2016 年 12 月 5 日的折让。

港股通（深）合资格股份行业表现，自开通以来

港股通（深）合资格股份行业表现，2020 年



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注: 股价截至 2020 年 6 月 30 日。

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注: 股价截至 2020 年 6 月 30 日。

12.3 互联互通合计总结

低估值叠加中概股回归利好刺激资金布局，沪深港股通半年资金净流入达 3,000 亿。2020 年港股通沪深两市的合计日均成交额为 193.4 亿港元；占港股市场同期日均成交额的比例为 16.5%，较 2019 年提高 4.5 个百分点。资金流方面，由于 1 季度港股的持续下跌为南向资金打开了抄底空间，港股通标的中业绩优良、股息率高的个股受到资金的大力追捧。此外，上半年中概股的批量回归也带动了疫情影响过后港股的投资气氛，使得港股通南向资金净流入出现大幅增长。截至 6 月 30 日，沪深港股通的合计净流入达到 3,000 亿港元，已超出 2019 全年水平 20.3%。

其中，3月份南向资金合计净流入额达1,397亿港元，创港股开通以来单月资金净流入额历史新高。从持仓情况来看，南下资金持股流通市值占比较高的行业主要集中在半导体、汽车及零部件、银行、可选金融、软硬件等行业。展望2020下半年，在全球利率持续下行的背景下，南下长线资金对港股低估值、高股息率的稀缺资产的配置需求仍将持续，资金流入预计将稳步增长，对港股的估值水平也会起到提振的作用。

沪深港股通汇总

亿港元	2014.11 - 2015.12	2016	2017	2018	2019	2020 1H	合计/平均
日均成交金额							
港股通(沪)	30.0	35.2	72.5	77.9	65.7	111.2	60.3
港股通(深)	n.a.	5.1	22.5	43.2	38.6	82.1	40.5
合计	30.0	40.3	94.9	121.1	104.3	193.4	100.8
港股日均成交额							
港股通成交额占比	2.9%	6.1%	10.8%	11.3%	12.0%	16.5%	10.8%
港股通(沪)	1,403	2,393	2,268	132	1,495	1,793	9,484
港股通(深)	n.a.	67	1,132	695	998	1,207	4,099
合计净流入	1,403	2,460	3,399	827	2,493	3,000	13,583

资料来源：港交所、上交所、深交所、Bloomberg、国泰君安国际。

12.4 港股市场改革

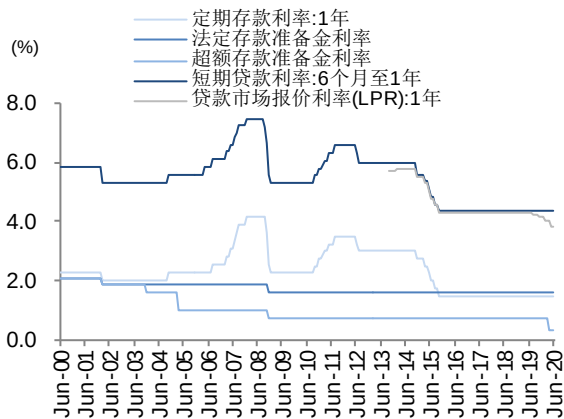
同股不同权公司将纳入指数范畴。恒生指数公司于2020年5月宣布将考虑纳入同股不同权公司及第二上市公司至恒生指数和恒生中国企业指数的选股范畴。具体要求包括：1) 同股不同权公司及第二上市公司纳入权重上限设定为5%；2) 所有一股多票的股份将被视为非流通股份；3) 对于第二上市公司，其市值只根据在香港注册的股本部分计算等。此外，含非上市股本的H股公司也将获得恒生指数成份股的候选资格。我们认为本次恒指的调整主要是为了顺应此前港股市场对于新经济企业上市的改革。调整后的指数结构将更加优化，科技、消费行业权重的上升预计将提高恒指的估值水平。而受高股息的金融、地产行业权重被稀释的影响，恒指股息率的中枢或出现一定程度的下移。同时，本次调整预计将提高恒生指数的交易活跃度，并吸引被动配置型资金的流入。在近期美股市场对中概股监管风险升温的背景下，新规对于海外中概股的回港上市也将形成利好。

港交所拟缩短新股IPO结算周期。为了更好地体现机构投资者在新股定价中的作用，同时在政策端为中概股的批量回归做好准备，港交所计划于2020年底前完成新股IPO发行机制的优化。具体措施包括缩短新股结算周期，由目前的T+5缩短至T+1，并允许散户由银行及券商等给予信用代替。此外，港交所亦希望未来能实现新股支付的全面电子化，以加快向未中签人士的退款和避免散户的重复认购。对于投资者而言，新股发行周期的缩短意味着无需再预付IPO认购费用，因而可提高散户对于新股认购的积极性；对上市公司而言，招股到定价之间用时的缩短也可降低由市场波动所带来的不确定性。我们认为港交所对于IPO定价机制的优化将降低中概股回港上市的门槛，同时使新股定价估值更趋理性，增强港股市场对新经济企业上市融资的吸引力。

十三、 债券市场分析及预测

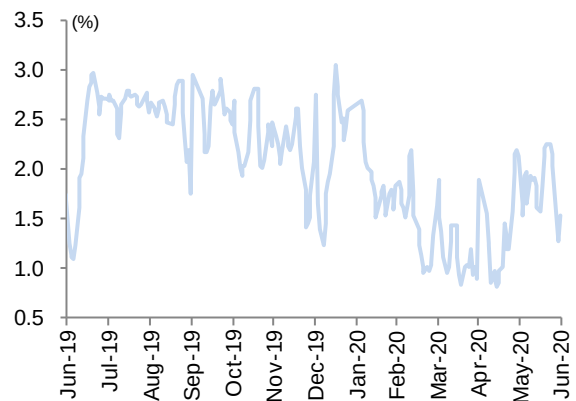
悲观的经济预期逐渐修复，预计下半年国债收益率将在3.0%左右震荡。受到国内疫情的影响，在货币政策保持宽松的情况下，债券收益率在第一季度下行，十年期国债收益率最低触及2.521%。由于国内在3月开始逐步复工复产及放松隔离措施，经济的恢复带动收益率在3月中旬有所恢复。但是，二季度的海外疫情升级使得外需存在不确定性，影响了国内出口企业的恢复。因此，债券收益率在二季度中再次下行，十年期国债最低跌破2.5%。进入5月份后，国内疫情得到有效控制、经济数据显示经济活动逐步恢复、债券的供给增加增强了市场的乐观看法。国债收益率也开始上升，十年期国债收益率从低点一度涨至6月末的2.9%。进入三季度后，国内疫情有所反复、外需也尚未完全恢复，因此我们预计下半年的国债收益率应该难以超过一季度的高点。彭博的统计显示，经济学家对于2020年下半年的十年期中国国债收益率的预测大概在3.0%左右。

基准利率：中国月度基准利率概览



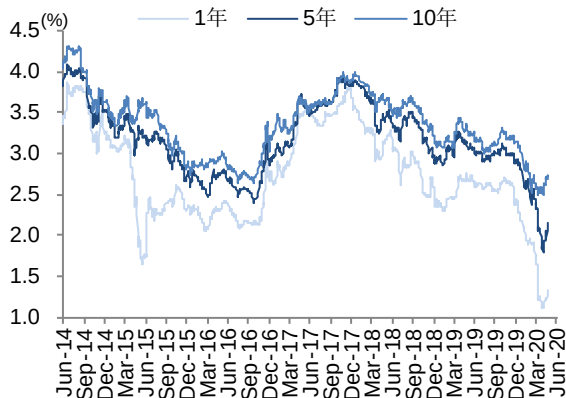
资料来源：中国人民银行。数据截止至2020年6月29日。

银行间市场利率：质押式回购加权平均利率



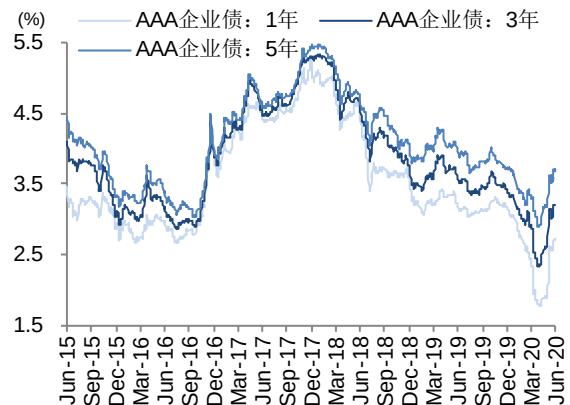
资料来源：中国货币网。数据截止至2020年6月29日。

利率产品市场：固定利率国债到期收益率



资料来源：中国债券信息网。价格截止至2020年6月29日。

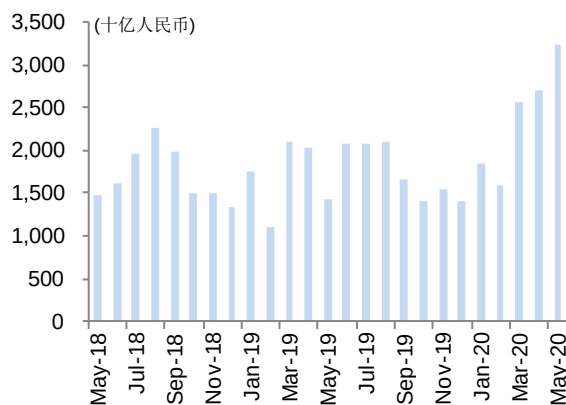
信用产品市场：银行间企业债到期收益率



资料来源：中国债券信息网。价格截止至2020年6月29日。

下半年利率债供给压力仍然较大。截止6月24日,2020年的国债、地方债和政金债发行金额分别达到人民币24,138亿元、34,414亿元、27,327亿元。从2020年的发行节奏来看,地方债的发行节奏较快,国债和政金债的发行节奏则相对平缓。考虑到特别国债将在7月底发行完,预计7-8月国债的供给压力仍然较大。参考去年的发行情况,地方债或在9月底前发行完毕,预计7-9月发行节奏和之前相近。根据过去的发行节奏推测,政金债的发行高点或已过去,6月后供给规模将大幅回落。

中国债券市场月度债券发行金额统计



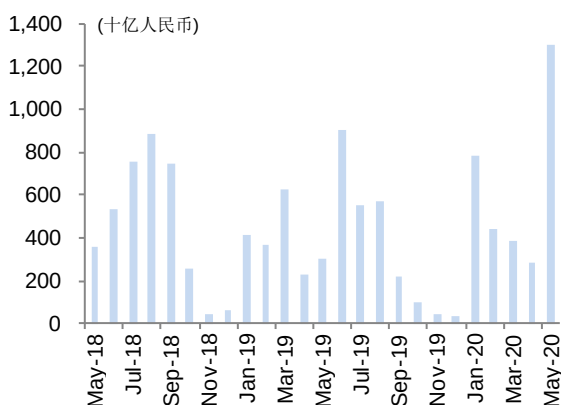
资料来源：中国债券信息网。

债券需求和国债到期收益率



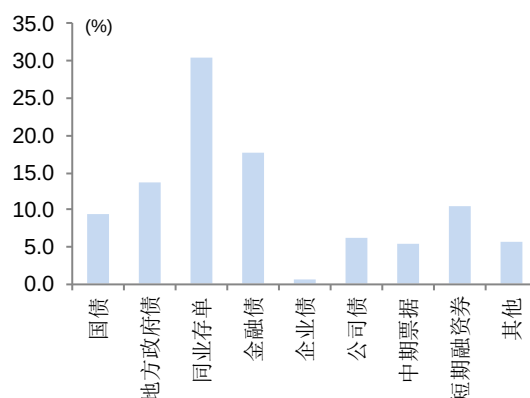
资料来源：Bloomberg、中国人民银行。

地方政府债券月度发行金额统计



资料来源：中国债券信息网。

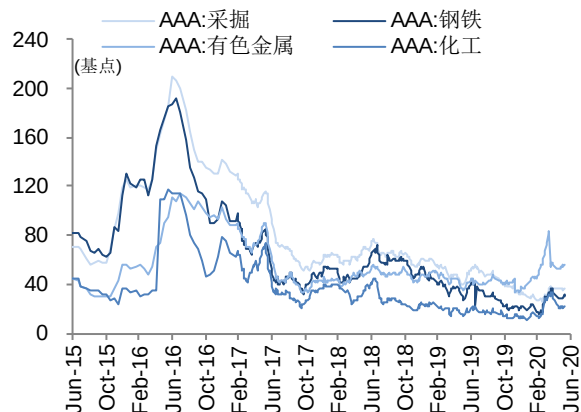
中国债券市场品种占比（按债券发行额）



资料来源：中国债券信息网。数据截止至2020年6月30日。

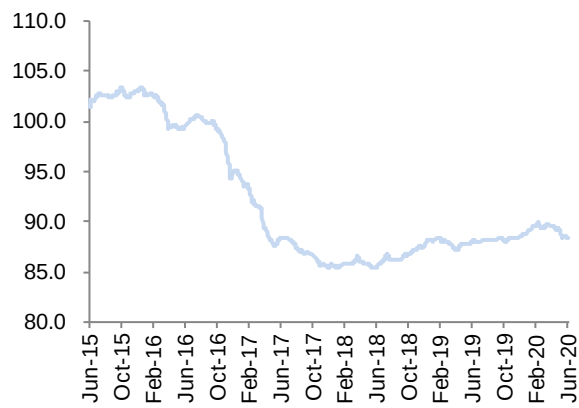
信用利差收窄，期限利差走阔。一季度在疫情扩散后，经济下行担忧加剧，无风险利率带动信用债收益率持续下行。二季度以来，信用债收益率先下后上，整体呈V型反转。央行4月初下调超额存款准备金利率打开利率走廊下限，信用债收益率陡峭化下行。新增地方专项债及特别国债等问题在5月进一步清晰，债券市场整体供给放量逐步显现，叠加货币政策宽松不及预期，债市整体情绪偏弱，债市出现明显下跌。此后，央行在6月创设直达实体经济货币政策工具叠加资金面也边际收紧，利率债市场基本回吐前期涨幅。二季度以来，利率债走势波动性加大，信用利差被动压缩，中高等级短端品种表现更佳。二季度货币政策由极度宽松回归松紧适度，信用债收益率上行，短端调整幅度更大。中高等级期限利差小幅收缩，低等级走扩幅度更大。上半年信用事件不多，评级调整中上调主体明显增多，以城投为主，下调仍集中在前期已出现过风险因素的主体及民企。

按债券发行人所属行业划分的信用债利差



资料来源：WIND。价格截止至2020年6月26日。

中债企业债总全价指数



资料来源：中国债券信息网。价格截止至2020年6月26日。

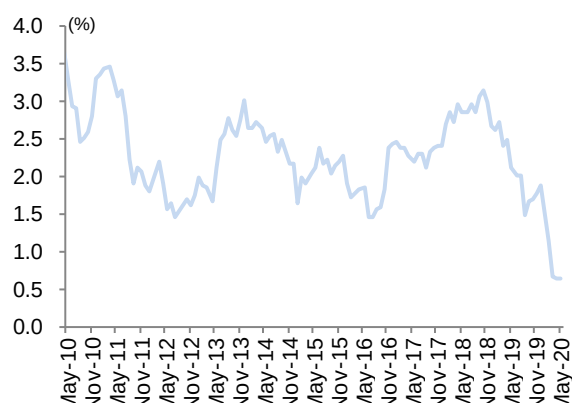
美联储6月议息会议维持利率不变，点阵图显示2022年底前利率维持当前水平。美联储在6月10日的会议上决定将基准利率维持在0%-0.25%不变，超额准备金率维持在0.1%不变，符合市场预期。美联储还表示，将会以当前的步伐购买国债、MBS和CMBS证券，以支持居民和企业信贷，维持市场平稳运行。购债目标是每月购买800亿美元国债和400亿美元MBS。美联储公布的点阵图显示，预计维持当前利率水平至2022年底，长期利率也将保持在2.5%。美联储预计2020年美国实际GDP增速下降6.5%，2021年和2022年经济增速将分别反弹至增长5%和3.5%，但是长期增长预期由1.9%下调至1.8%。美联储还预计美国失业率今年年内回落至9.3%，2021年和2022年将分别降至6.5%和5.5%。核心PCE和整体PCE通胀预计在2022年之前小幅抬升，但均低于2%通胀目标。2020年-2022年核心PCE通胀率分别为1.0%、1.5%和1.7%；整体通胀率分别为0.8%、1.6%和1.7%。

美国联邦基金利率目标上限与核心 PCE



资料来源: Bloomberg。

美国 10 年期国债到期收益率



资料来源: Bloomberg。

欧央行在6月维持三大利率不变，将紧急抗疫购债计划规模进一步扩大至1.35万亿欧元。欧洲央行在6月的货币会议上维持存款利率-0.5%不变，再融资利率0%不变，边际借贷利率0.25%不变。欧央行还将增加疫情紧急资产购买计划购买规模6,000亿欧元至总规模1.35万亿欧元并维持资产购买计划每月200亿欧元净增加的速度。欧央行还修改了前瞻指引，将延长购债期限和再投资期限分别延长至2021年6月底和2022年底。经济预期方面，还大幅下调了2020年经济增长和通胀预期，预计2020年GDP将萎缩8.7%，而3月预期为0.8%。预计未来1-2年内欧央行宽松的趋势都将继续维持。

十四. 香港本地经济发展及预测

14.1 香港本地社会事件进展

社会运动年初仍然持续，但因疫情逐步平息。自去年6月份以来，香港部分民间团体因反对香港政府修改《逃犯条例》多次组织大规模游行集会与抗议活动，并出现了多种恶性暴力事件。根据香港警方不完全统计，自2019年6月9日起，香港累计发生了超过1,000场示威游行，约3,000人受伤，累计超过7,000人被捕。2020年初，部分民间团体在周末组织示威运动，但参与人数降至数百人。随后武汉爆发新冠疫情，部分民间团体借机继续罢工抗议，要求香港政府封锁往来内地关口。但随着疫情全球扩散，3月，香港政府为控制疫情发布“限聚令”，示威活动的规模和频率大大降低。仍有示威者在疫情期间零星组织小规模抗议活动，均被警方第一时间驱散。

人大通过港版国安法。5月28日中国十三届全国人大三次会议通过《中华人民共和国香港特别行政区维护国家安全法》草案，主要针对分裂国家、颠覆国家政权、恐怖活动等恶性行为。随后美国总统特朗普发表讲话，宣布取消香港特殊待遇。英国、澳大利亚、加拿大也宣布一些措施，但并未跟进具体执行措施，短期对香港的影响有限。港版国安法的实施，将有助于维持香港的和平稳定，为香港的繁荣发展创造良好环境。

14.2 香港应对疫情的财政措施

香港政府先后发布两轮逾1,600亿港元防疫抗疫基金，以应对新冠疫情对香港经济及民生造成的影响。首轮抗疫基金于2月下旬经立法会批准通过，总额为300亿港元，共提供24项援助。随后，由于疫情快速扩散，多个行业受到持续冲击，港府于4月初再次公布第二轮共计1,375亿港元的纾困措施。其中包括810亿港元为雇主提供工资补贴的“保就业”计划、针对受重创界别的资助、协助企业资金周转的担保贷款计划、放宽申领综援资格以支援失业人士、落实港铁宽减车费等措施。而特首政府领导层也宣布未来1年内将主动降薪10%，以减少政府开支。此外，第二轮纾困措施还包含诸多其他支援政策，惠及地产、金融、客运、酒店旅游、建造以及餐饮等行业。

香港政府纾困政策摘要

主要内容

未来两年，投放 60 亿港元，在公营及私营机构创造约 3 万个有时限性（不超过 12 个月）的职位。本年度增聘一万名公务员。为应于本年 4 至 6 月缴交个人入息税、个人入息课税和利得税纳税人自动提供 3 个月的延期。

暂时放宽申领综援的资产上限以支持失业人士，为期 6 个月。

提高「中小企融资担保计划」下每家企业的最高贷款额，以及为 8 成及 9 成的担保贷款提供为期 1 年不超过 3% 特惠利息。

豁免 125,000 名医护专业人员的注册/登记费，为期 3 年。

为所有学生贷款还款人（拖欠还款者除外）自动提供免息延长还款期，为期 2 年。

在 2020 年 4 月至 9 月期间，提高政府处所租户及租用者的政府租金宽减幅度，减幅由 50% 提高至 75%。

为自资专上学院及非牟利国际学校提供免息延长还款期，为期 2 年。

在 2020 年 4 月至 9 月期间，提高由地政总署管理的合资格短期租约及豁免书的政府租金宽减或费用宽免幅度，减幅由 50% 提高至 75%。

宽减非住宅账户 75% 水费及排污费的措施再延长 4 个月，直至 2020 年 11 月为止。

港铁公司将从 2020 年 7 月 1 日起六个月期间提供 20% 的车资折扣，并将「公共交通费用补贴计划」每月的公共交通开支水平由 400 港元放宽至 200 港元。

向每家持牌酒店发放 30 万港元至 40 万港元现金资助

向合格的建造业承包商、供应商等发放 7,500 港元至 20,000 港元的现金资助。鼓励弹性处理特区政府工程、非工程合约和其他发展项目，和采购部门将付款周期压缩。

向合格的餐饮场所提供一次性资助，按场所面积大小由 25 万港元至 220 万港元不等，分两期发放，最少 80% 的资助额须用以支付雇员薪酬。按照特区政府指示须关闭整个持牌场所的合资格餐饮场所可额外获发一次性的 50,000 港元资助。

资料来源：香港特区政府财政司，国泰君安国际。

港府 20/21 财政年度预算案提出逾千亿港元逆周期措施。面对 2020 年香港经济显著的下行压力，香港政府提出了以“撑企业、保就业、振经济、纾民困”为主基调的年度财政预算案，其中包含一系列大规模的逆周期措施。鉴于企业面临的压力，预算案出台了包括推出由政府作担保的特惠低息贷款，宽减利得税，宽免非住宅物业差饷、商业登记费，向政府物业、土地的合资格租户提供租金或费用宽免等合共 183 亿港元的援助政策；民生方面，预算案提出宽减薪俸税及个人入息课税，宽免住宅物业全年差饷，向领取社会保障金额的人士发放多一个月的综合社会保障援助标准金额、高龄津贴、长者生活津贴或伤残津贴等；同时，预算案还提出了向 18 岁或以上的香港永久性居民每人派发 1 万港元的一次性现金发放计划，总规模达到 710 亿港元。除上述措施以外，预算案对于金融服务、科技创新、航运物流等领域也提出了不同程度的援助计划。本次香港政府财政预算案中的纾困措施所涉及的金额合共超过 1,200 亿港元，加上此前的两轮防疫抗疫基金，政府累计的刺激经济措施开支达到 2,875 亿港元。如若这些额外措施的开支均在 2020 至 2021 年度支付，将令香港政府 20/ 21 年的财政预算赤字由原本估算的 1,391 亿港元扩大至 2,766 亿港元。

14.3 香港本地经济发展及预测

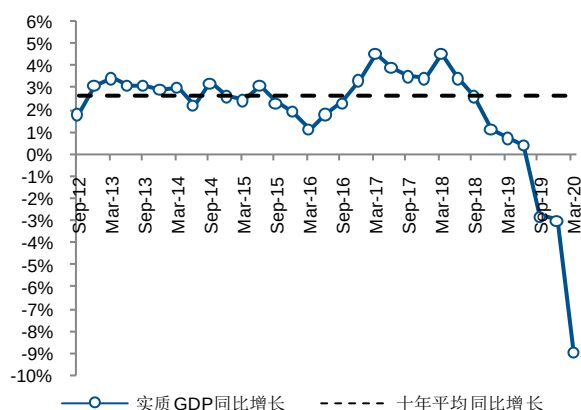
2020 年 1 季度香港经济衰退急剧加速；当季实质 GDP 同比倒退 8.9% 及环比倒退 5.3%，均创有记录以来最大跌幅。由于新冠肺炎疫情及随后的隔离措施严重影响当地经济活动和区域供应链，香港经济在 2020 年第 1 季度急剧萎缩。因消费者信心低迷，1 季度私人消费支出同比下降 10.1%，明显走弱。而受营商气氛低迷及建筑活动减少影响，固定资本形成总额也录得双位数的同比跌幅，较上年同期下降 14.3%。在中国内地经济下行以及全球疫情大流行导致经济急剧萎缩的背景下，香港的有形贸易继续呈加速下降趋势。1 季度出口和进口总额同比分别下降 9.9% 和 11.0%。由于 2 - 3 月份入境旅游几乎停滞，服务业产出同比下降 37.8%。劳动力市场进一步恶化，3 - 5 月失业率升至 5.9%，为 9 年来最高水平。由于本地经济形势严峻，居民消费价格指数的同比涨幅略有回落。5 月份基础通货膨胀同比增长 1.5%，而前一个月同比增长 1.9%。总体而言，2020 年 1 季度香港经济指标进一步恶化，本地投资、有形贸易和消费等经济支柱均显示出明显的同比收缩，表明内外需持续疲软。同时，经济下行亦导致劳动力市场日益严峻，这反过来又给香港的消费者信心带来了更大的压力。后续来看，尽管香港对新冠肺炎的控制出现了改善的迹象，但由于欧美国家疫情仍存在较大的不确定性，并有二次爆发的风险，外部封锁可能会继续对香港的旅游活动和贸易出口造成压力。失业率上升和企业倒闭的滞后影响可能会逐渐显现，导致 2020 年下半年经济持续萎缩。在政府救助措施逐渐生效之前，经济衰退可能会延续到 3 季度中期。

2020 上半年香港经济概况

经济指标	数据期间	当期值	前值	同比 (%)	环比 (%)
本地生产总值 (十亿港元)	2020 年 1 季度	662.9	744.2	(8.9)	(5.3)
劳动人口 ('000)	2020 年 3 月-5 月	3,849.9	3,859.8	(3.3)	(0.3)
失业率 (经季调)	2020 年 3 月-5 月	5.9	5.2	3.1 pts	0.7 pts
名义工资指数同比变动	2020 年 3 月	2.2%	2.8%	(1.7) pts	(0.6) pts
整体出口 (十亿港元)	2020 年 5 月	317.6	309.5	(7.4)	2.6
进口 (十亿港元)	2020 年 5 月	331.3	332.8	(12.3)	(0.4)
商品贸易差额 (十亿港元)	2020 年 5 月	(13.7)	(23.3)	n.a.	n.a.
零售总销货价值 (十亿港元)	2020 年 5 月	26.8	24.1	(32.8)	11.2
累计零售销货价值 (十亿港元)	2020 年 1 月-5 月	134.4	107.6	(34.8)	n.a.
综合消费物价指数同比变动	2020 年 5 月	1.5%	1.9%	(1.3) pts	(0.4) pts

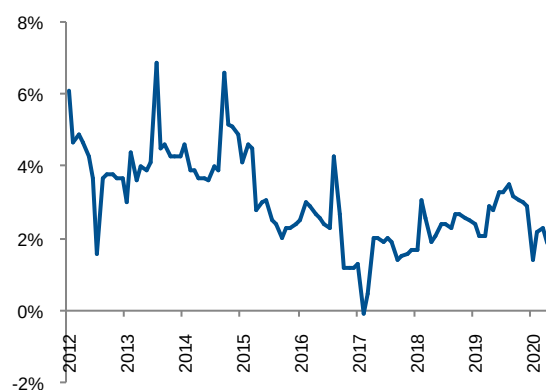
资料来源：香港政府统计处。

香港实质 GDP 当季同比增长



资料来源：香港政府统计处。

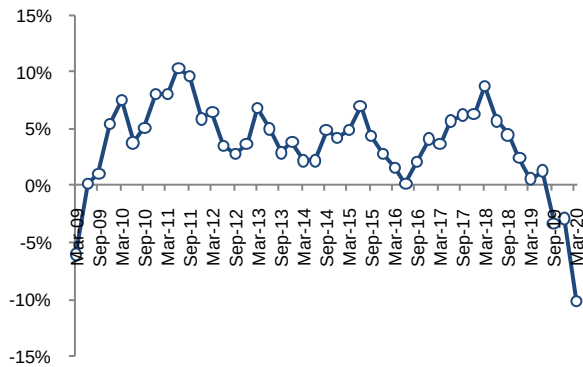
香港综合 CPI 当月同比增长



资料来源：香港政府统计处。

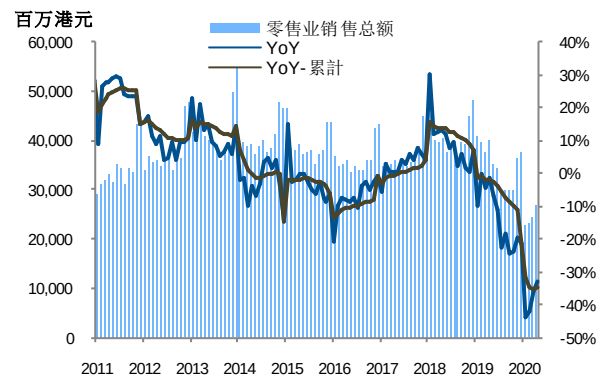
香港零售业及旅游业受到新冠疫情大流行的严重影响，而近期本地社会事件有反复势头，或使情况愈加恶化。香港本地零售销售于 2020 年 5 月再次录得大幅下滑，当月零售额同比下降 32.8%；1 - 5 月累计零售额同比倒退 34.8%。入境旅游在强制的检疫及隔离要求下陷入停顿，来港旅游人数持续下降，由三月中旬时每日约 1,000 人下降至 4 - 5 月每日不足 200 人。1 - 5 月访港旅客总数较上年同期大幅下降 88.2%，其中来自中国大陆的游客数目同比减少了 88.7%。游客人数的大幅下降沉重打击了零售、住宿和餐饮服务与消费相关的行业。除了对低收入员工进行裁员和无薪休假之外，越来越多的受影响企业正在考虑削减管理层薪酬。截至 2020 年 3 - 5 月期间，香港失业总人数达到 23.04 万人，较 2019 年 10 - 12 月时激增 85.8%。虽然香港政府已经推出了数项救助计划(包括总计 2,875 亿港元的政府支出以提振经济)，但香港支柱产业的短期前景仍然黯淡，甚至可能再度转差。因此，我们认为短期内香港的旅游业和与消费有关的经济活动仍将承压。下半年零售销售可能会延续双位数的同比倒退。失业率则很可能继续上升并达到 6.0%或以上水平。

香港私人消费支出季度同比表现



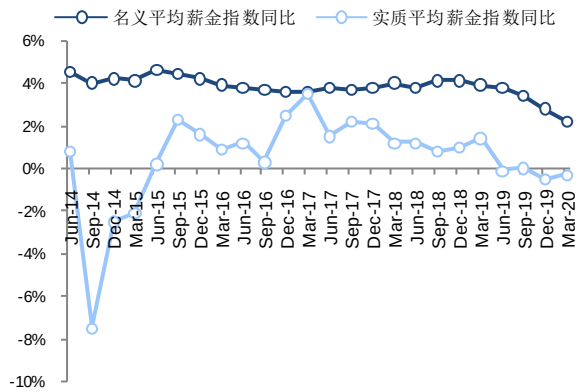
资料来源：香港政府统计处。

香港月度零售销售及同比变化



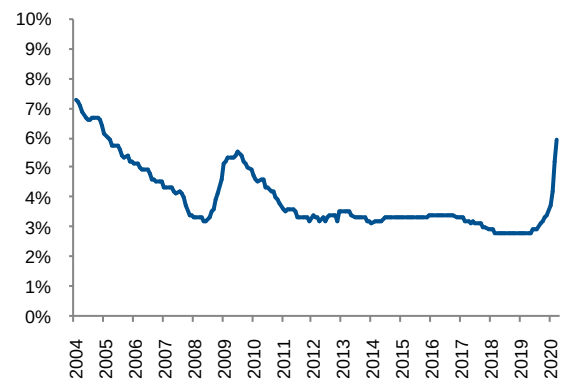
资料来源：香港政府统计处。

香港薪金指数同比表现



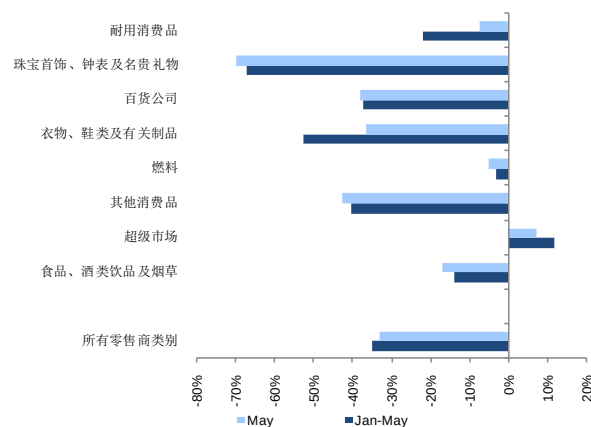
资料来源：香港政府统计处。

香港经季节性调整失业率



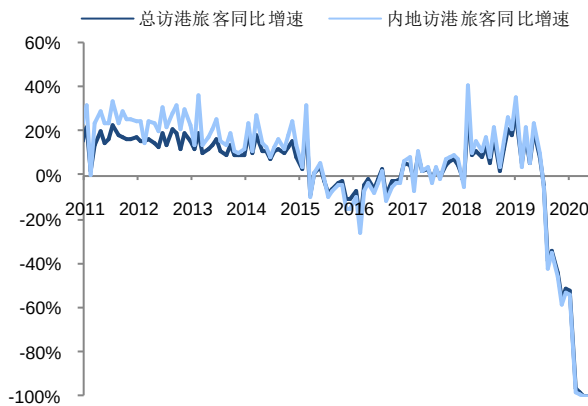
资料来源：香港政府统计处。

2020 年香港零售销售同比表现



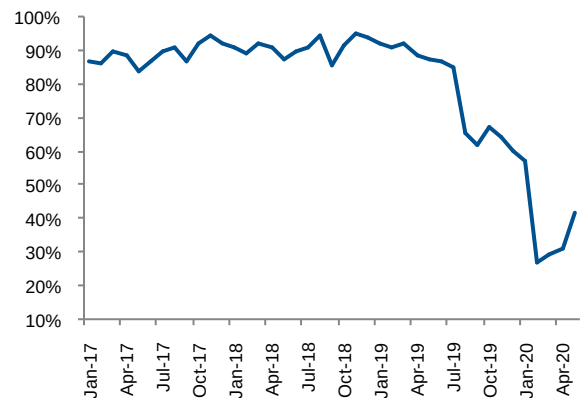
资料来源：香港政府统计处。

访港游客人数同比表现



资料来源：香港旅游发展局。

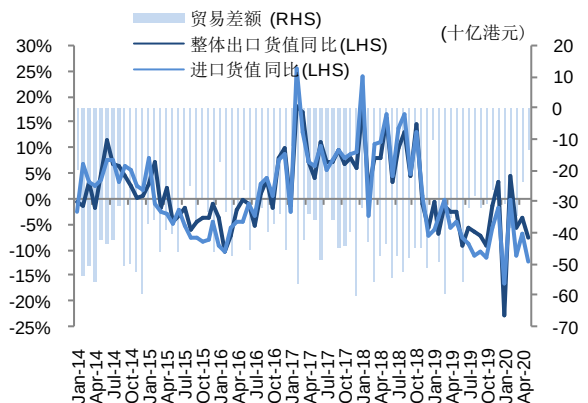
香港酒店平均入住率



资料来源：香港旅游发展局。

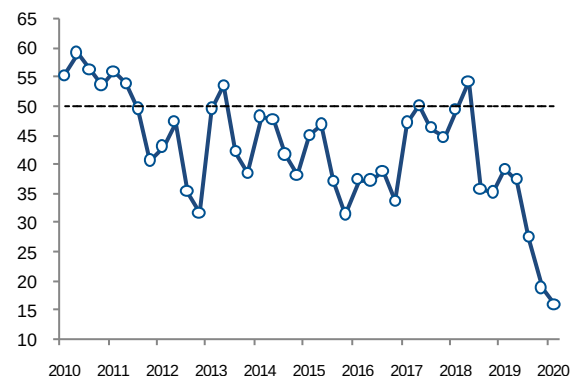
尽管来自疫情的压力有所缓解，但由于中美关系再度紧张化，2020 下半年香港有形贸易仍面临不确定性。随着香港本地和国内疫情基本得到控制，香港的有形贸易略有改善，但同比仍录得较明显下滑。2020 年 5 月，货物出口及进口总值同比分别下降 7.4%/ 12.3%。香港对中国大陆和美国的月度出口增幅较前一个月有所回落。从中国大陆、台湾、新加坡、韩国和美国的进口同比增幅分别为-13.9%、6.9%、-6.4%、5.0%和-30.4%，均显示出不同程度的恶化。短期而言，我们预计国内经济加速复苏会为香港的有形贸易提供部分支持。然而，全球其他主要经济体仍面临新冠肺炎的影响，并可能在下半年继续经历显著的经济萎缩，这或将令香港的商品和服务产出承压。此外，美方对于建立健全香港国安法反应强烈，并宣布取消香港经济和贸易领域的特殊待遇，这将提高香港本地出口到美国的货物的关税水平，进一步拖累香港的有形贸易表现。

香港有形贸易



资料来源：香港政府统计处。

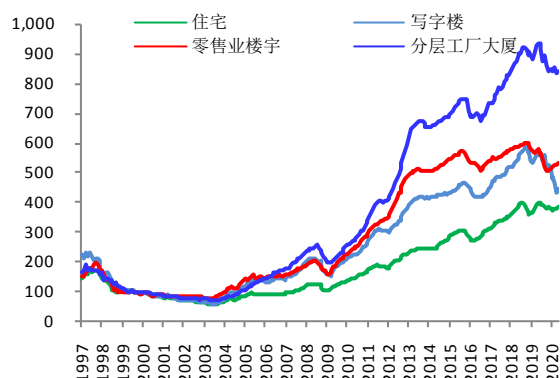
香港贸发局出口指数



资料来源：香港贸发局。

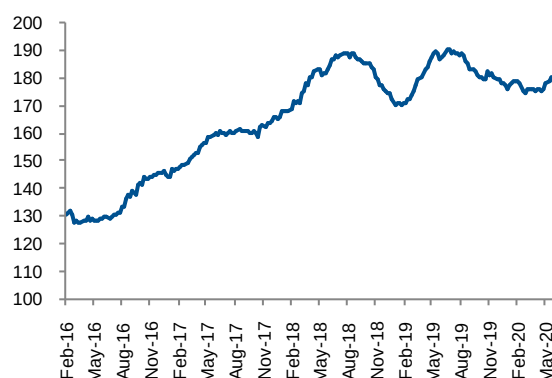
房地产市场经过回调后预计将企稳反弹。香港房地产市场自 2 月中旬起经历短暂回调，但随着疫情逐渐缓和，加之近期香港立法会通过终止审议空置税，楼市下跌的趋势开始扭转。截至 6 月 21 日当周，中原城市领先指数(CCL)为 181.12 点，月度涨幅 1.45%。香港房地产市场的价格指数亦呈现窄幅波动。展望 2020 下半年，在经济疲软的情况下，住宅和写字楼租金可能会大体维持在现有水平；房屋价格预计仍将因失业率上升而承压，但全球多个主要央行的大规模货币宽松措施或将部分支撑房价。从供需关系来看，目前香港政府一手空置税的立法恐难于年内完成；土地共享计划并未得到发展商的积极响应；而“明日大屿”项目在港府已经动用大量资金救市的情况下也面临再度延期。在疫情影响过后，房屋需求端的回升预计仍将超出供给。受货币宽松政策驱动以及刚需的支持，我们认为下半年香港房地产市场将企稳并逐渐反弹。

香港物业市场价格指数



资料来源：香港差餉物业估价署。

中原城市领先指数



资料来源：中原地产。

我们将香港 2020 年实质 GDP 增速下调为-6.0%左右。展望未来，受新冠疫情大流行的不确定性影响，以及全球主要经济体的急剧衰退，香港经济表现或将继续下滑。消费行业相关的失业率可能会升至历史新高。加之近期社会暴力事件有再起的势头，香港短期内的商业及投资氛围展望仍颇具挑战。人大健全香港国安法，中美关系再度紧张化，或将导致双方贸易政策出现更多变动。尽管全球各主要央行均出台了诸多刺激政策，全球经济衰退的大环境预计仍使香港的对外贸易表现短期内承压。此外，香港政府的纾困措施可能需要更长时间方可逐渐起效。

香港实质 GDP 历史增速及预测

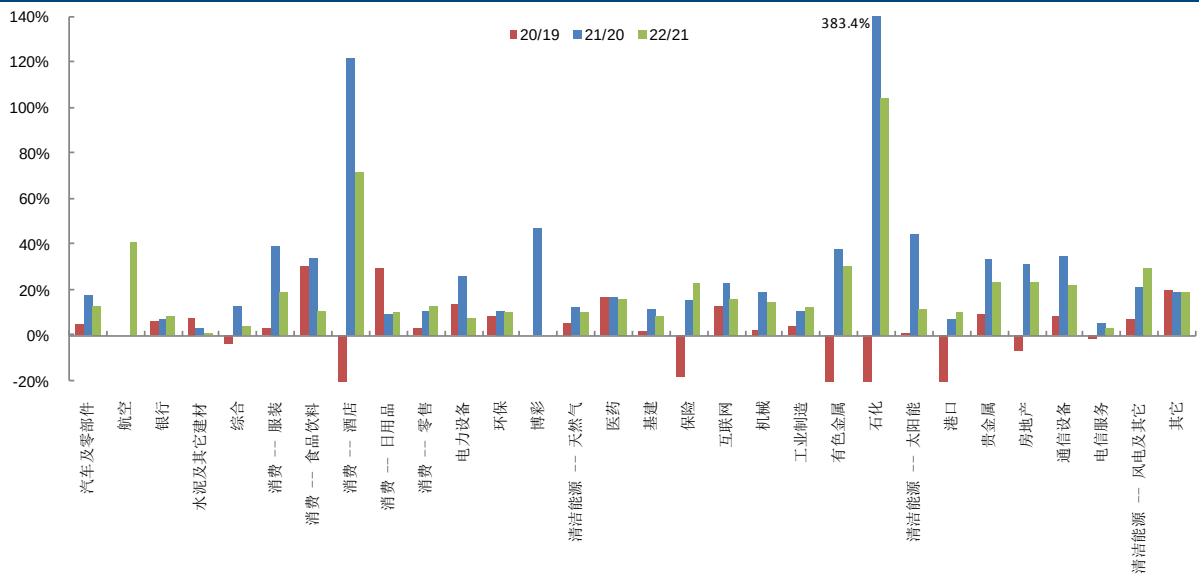
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F
实质 GDP (%)	4.8	1.7	3.1	2.8	2.4	2.2	3.8	2.9	-1.2	-5.5*/-6.0 [^]

资料来源：香港政府统计处，Bloomberg。注：*Bloomberg 一致预期；[^]国泰君安国际预测。

十五. 盈利预测

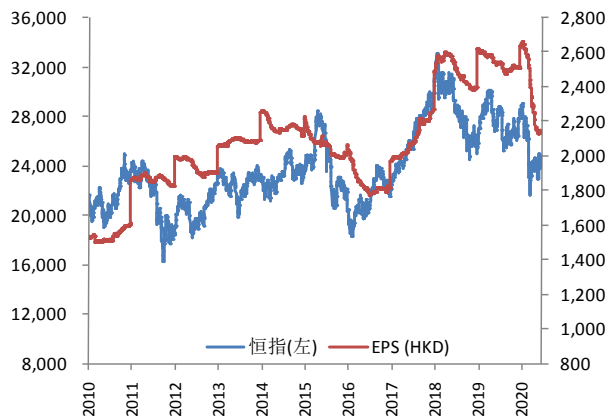
我们覆盖的公司 2020 年盈利增长预期好于指数，2021 年与指数相近。以市值加权平均计，我们覆盖的公司 2020-2022 年盈利增长分别为 0.8%、18.0%和 14.6%；若剔除在美上市的企业，则分别为 1.8%、13.6%和 13.2%。对比市场指数盈利涨跌的一致预期，恒生指数同期分别预计变动-14.2%、17.9%和 11.6%，国指则为-7.5%、12.4%和 11.4%。我们覆盖的公司 2020 年盈利增速最高的行业为消费--食品饮料、消费--日用品以及医药，预计分别增长 30.3%、29.4%和 16.5%。相比 2020 年初，覆盖行业 2020 年业绩增幅预测调高的行业主要包括：消费--食品饮料、消费--日用品、水泥及其它建材等共计 5 个行业，上调幅度介于 0.8-19.1 个百分点。增幅调低的主要包括：石化、消费--酒店、有色金属等共计 22 个行业，下调幅度介于 4.1-95.4 个百分点。2021 年我们覆盖行业中盈利增长预期最快的行业为石化、消费--酒店和博彩行业，预计分别增长 383.4%，121.3%和 46.9%。

覆盖各行业 2020 - 2022 年盈利增长



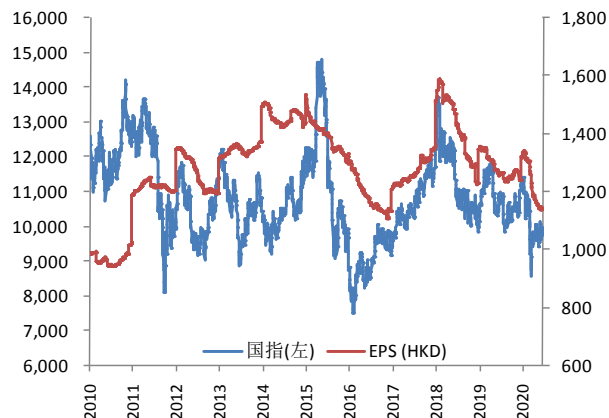
资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

恒指及其盈利预测



资料来源: Bloomberg。

国指及其盈利预测



资料来源: Bloomberg。

国泰君安国际覆盖公司盈利汇总

行业	覆盖公司	盈利增长(%)			评级	ROE(%)		PE		PB		息率(%)	
		FY20 vs. FY19	FY21 vs. FY20	FY22 vs. FY21		2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
汽车	00175, 00489, 02333, 01114, 02238, 01958, 03808, 03663, 01316, 01809	4.9	17.6	13.3	跑赢大市	12.4	13.5	8.9	7.6	1.0	0.9	3.9	4.6
航空	00753, 00570	n.a.	n.a.	41.0	跑赢大市	(26)	7.2	n.a.	9.1	0.7	0.6	0.0	2.1
银行	00939, 00998, 01398, 03328, 03968, 03988, 01898, 01288, 00005, 03698, 02388	5.9	6.6	8.6	跑赢大市	11.2	11.0	5.9	5.4	0.6	0.5	6.0	6.9
水泥及其它建材	00914, 01313, 03323	7.6	3.5	1.2	跑赢大市	21.6	19.4	6.8	6.6	1.4	1.2	5.1	5.3
清洁能源 - 天然气	02886, 00392, 02688, 01193, 00003	5.5	12.4	10.1	跑赢大市	15.2	15.5	20.8	18.3	2.6	2.4	2.7	2.8
清洁能源 - 太阳能	03800, 00988, 00451	1.1	44.8	11.6	中性	15.5	21.6	22.2	14.6	3.5	3.1	1.9	2.8
清洁能源 - 风电及其它	01798, 00916, 00816	7.2	21.3	29.6	跑赢大市	7.5	8.5	7.7	6.3	0.5	0.5	2.8	3.4
综合	00363, 00270	(3.3)	13.3	4.1	n.a.	11.2	12.1	16.0	14.2	1.8	1.7	4.6	5.2
消费 - 服装	02020, 01368, 01361, 01913, 02331, 00330, 03818, 00709, 02313, 01234	2.9	38.9	19.0	跑赢大市	21.0	24.0	31.7	22.0	5.3	4.4	1.6	2.4
消费 - 食品饮料	00322, 00220, 06836, 00291, 00345, 00341, 00506, 02319, 03799	30.3	34.0	10.6	跑赢大市	13.9	16.5	35.9	25.9	4.4	4.0	2.0	2.4
消费 - 酒店	HTHT US, TCOM US, 02006	(80.0)	121.3	71.6	跑输大市	(31)	2.9	51.2	140.4	3.2	3.1	0.0	0.2
消费 - 日用品	01044, 03331, 03318	29.4	9.5	10.3	跑赢大市	21.8	21.4	15.7	14.3	3.2	2.9	3.6	3.9
消费 - 零售	06808, 01929, 00590, 00116, 01910, 01169, 00856	3.0	10.5	12.9	跑赢大市	10.0	13.7	14.2	20.1	3.1	2.9	2.2	2.4
电力设备	01072, 01133, 02727, 00658	13.6	25.5	8.0	跑赢大市	4.5	5.4	10.2	8.1	0.4	0.4	3.8	4.3
环保	00371, 00257, 00895, 00855	8.3	10.8	10.3	跑赢大市	15.2	14.9	5.4	4.8	0.8	0.7	6.2	6.5
博彩	01128, 02282, 00027, 01928, MCO US	n.a.	46.9	n.a.	跑输大市	3.4	(30.4)	n.a.	n.a.	5.2	20.8	0.0	0.4
医药	01099, 01093, 00460	16.5	16.9	16.2	跑赢大市	18.9	19.0	14.2	12.1	2.7	2.3	2.4	2.8
基建	01186, 00390, 01800, 01568, 01829, 03311, 03996, 03969, 02386	1.8	11.7	8.8	跑赢大市	9.5	9.8	4.6	4.0	0.4	0.4	5.3	5.9
保险	00966, 02328, 01339, 06060, 01299	(17.8)	15.0	22.5	中性	9.3	10.2	22.6	21.2	1.7	1.6	2.3	2.7
互联网	BIDU US, 06820, 00700, JD US, 09988, WUBA US, WB US, NTES US, PDD US	13.3	23.1	15.9	跑赢大市	14.8	17.0	35.1	29.5	8.3	7.7	0.1	0.2
机械	01882, 02357, 03899	2.5	19.0	14.4	跑赢大市	10.5	11.4	12.6	10.7	1.3	1.1	2.5	3.0
工业制造	01766, 03998, 00751	3.7	11.1	12.1	n.a.	9.3	9.6	7.2	6.4	0.6	0.6	4.7	4.8
有色金属	00358, 03993, 01378, 01333	(27.1)	38.2	30.2	跑输大市	4.3	5.9	21.4	16.0	0.8	0.7	2.7	4.0
石化	00857, 00386, 00883, 01907	(87.9)	383.4	103.6	中性	0.0	3.8	64.7	18.0	0.5	0.5	0.7	3.4
港口	00144, 01199	(36.6)	7.2	10.3	跑赢大市	5.3	5.5	7.2	6.7	0.4	0.4	5.9	6.2
贵金属	01818, 02899, 02099	9.0	33.0	23.2	跑赢大市	6.7	8.7	24.7	18.4	1.5	1.5	1.6	2.1
房地产	00012, 01107, 00604, 03883, 01238, 01666, 00101, 00083, 03301, 03662, 03900	(6.6)	30.9	23.5	跑赢大市	7.6	8.4	11.2	9.6	0.6	0.5	6.2	6.7
通信设备	00763, 00992, 01810, 02018, 02382, 00788	8.7	34.8	22.3	跑赢大市	13.4	15.2	26.5	19.6	3.1	2.6	1.1	1.9
电信服务	00728, 00762, 00941	(1.4)	5.3	3.0	跑赢大市	8.3	8.3	9.2	8.7	0.7	0.7	5.8	6.1
其它	01601, 03908	19.6	19.1	18.8	n.a.	10.2	10.9	11.7	9.8	1.1	1.0	1.7	2.0
覆盖公司简单平均		2.4	21.2	16.3		10.2	9.8	14.2	11.7	1.9	3.4	3.6	4.4
覆盖公司加权平均		0.8	18.0	14.6		12.0	12.6	19.8	17.1	4.1	4.1	2.6	3.1
恒指一致预期		(14.2)	17.9	11.6		10.4	10.4	12.0	10.2	1.0	1.0	3.3	4.1
国指一致预期		(7.5)	12.4	11.4		10.6	10.5	9.2	8.2	1.0	1.0	3.6	4.0

资料来源：国泰君安国际。

注：股价基于2020年6月30日

注：盈转亏和亏损的公司不参加统计，统计过程中部分数据经过调整。

国泰君安国际基金公司业绩摘要

代码	代码/基金名称	币种	基金资产规模(人民币)	基金类型	每份净值						每份净资产						ROE(%)													
					18A	19A	20F	21F	22F	18A	19A	20F	21F	22F	18A	19A	20F	21F	22F											
人民币基金资产																														
00075	新能源车	收益	20.00	RMB	1.388	0.902	0.942	1.106	1.269	0.350	0.250	0.319	0.402	0.466	12.553	8.190	8.880	11.091	12.729	5.004	5.938	7.474	8.461	9.569	31.6	16.5	14.6	15.5	15.7	
00489	东风集团股份	收益	6.10	RMB	1.506	1.492	1.285	1.389	1.425	0.250	0.250	0.212	0.233	0.239	12.979	12.683	10.888	11.965	12.779	14.499	15.549	17.758	18.981	20.237	11.4	10.4	8.0	7.9	7.6	
02333	长城汽车	收益	6.00	RMB	0.571	0.483	0.483	0.555	0.709	0.250	0.250	0.246	0.282	0.360	5.207	4.407	4.411	5.065	6.472	5.773	5.960	6.201	6.478	6.832	10.2	8.4	7.9	8.8	10.7	
01114	广汽集团汽车	收益	8.60	RMB	1.154	1.340	1.501	1.775	1.929	0.086	0.087	0.087	0.097	0.097	5.821	6.763	7.572	8.857	9.734	6.180	6.724	6.189	7.281	8.487	20.2	20.8	23.2	26.3	24.5	
02238	广州汽车集团	收益	7.00	RMB	1.067	0.646	0.689	0.838	0.908	0.380	0.200	0.210	0.251	0.272	10.900	6.616	7.160	8.380	9.262	7.488	7.824	8.524	8.911	9.546	14.9	8.4	8.7	9.7	9.8	
01958	北汽汽车	收益	3.88	RMB	0.548	0.495	0.581	0.802	0.949	0.185	0.170	0.200	0.275	0.326	4.429	4.083	4.660	6.429	7.610	6.148	6.400	6.792	7.333	7.974	9.9	8.3	9.0	11.6	12.6	
03808	中国燃气	减持	15.69	RMB	1.574	1.207	1.497	1.697	1.888	0.640	0.568	0.765	0.794	0.923	4.316	3.334	4.134	4.685	5.213	9.232	8.734	10.783	11.715	12.808	18.0	12.6	14.5	15.1	15.4	
01315	蔚来汽车	中性	5.68	USD	0.152	0.093	0.069	0.082	0.082	0.031	0.033	0.024	0.028	0.032	380	222	173	205	220	0.667	0.723	0.768	0.821	0.881	24.7	13.3	9.3	10.3	10.8	
03809	蔚来汽车	收益	8.00	RMB	0.901	0.755	0.882	1.176	1.453	0.249	0.179	0.209	0.279	0.345	479	480	590	747	922	5.736	6.049	6.946	8.055	20.6	14.9	15.4	18.1	19.4		
美元基金																														
00753	中国国债	收益	5.60	RMB	0.535	0.467	(0.137)	0.497	0.521	0.109	0.044	0.000	0.114	0.120	7.351	6.420	(1.991)	7.219	7.570	6.414	6.434	6.253	6.750	7.157	8.2	6.9	(2.2)	7.6	7.5	
00670	中债航空	收益	3.30	RMB	0.186	0.211	(0.125)	0.247	0.481	0.000	0.050	0.000	0.030	0.058	2.688	3.182	(2.855)	4.047	7.873	4.010	4.213	3.878	3.885	4.318	4.8	5.0	(3.2)	6.5	11.7	
人民币基金资产																														
00659	建设银行	收益	7.67	RMB	1.003	1.051	1.082	1.134	1.198	0.306	0.320	0.331	0.347	0.366	254.655	266.733	276.215	289.230	305.088	7.587	8.546	9.043	9.869	10.742	13.9	13.0	12.3	12.0	11.6	
00986	中国银行	收益	4.32	RMB	0.882	0.954	1.014	1.092	1.191	0.230	0.239	0.254	0.273	0.297	44.513	48.015	50.972	54.773	59.607	8.209	8.976	9.736	10.556	11.450	11.3	11.1	10.8	10.8	10.8	
01388	工商银行	收益	5.94	RMB	0.823	0.863	0.873	0.913	0.963	0.251	0.263	0.266	0.278	0.293	297.676	312.224	321.388	335.603	353.421	6.315	7.174	7.633	8.480	9.182	13.6	12.8	11.6	11.2	10.9	
03328	交通银行	收益	5.80	RMB	0.956	1.005	1.000	1.044	1.100	0.300	0.315	0.320	0.334	0.351	73.630	77.281	78.601	81.805	86.066	8.588	9.337	10.080	10.863	11.688	11.3	11.1	10.2	9.9	9.7	
03668	招商银行	买入	47.55	RMB	3.129	3.616	3.989	4.486	5.102	0.940	1.200	1.300	1.465	1.683	80.560	92.867	102.271	115.049	130.340	20.066	22.888	25.877	28.873	32.509	16.6	16.8	16.4	16.5	16.6	
03668	招商银行	收益	3.51	RMB	0.589	0.613	0.606	0.630	0.667	0.184	0.191	0.182	0.189	0.200	180.086	187.405	191.438	200.048	210.900	5.140	5.611	6.034	6.476	6.946	11.1	10.4	9.2	8.8	8.6	
01888	民生银行	收益	6.63	RMB	1.137	1.216	1.202	1.285	1.383	0.345	0.370	0.384	0.409	0.438	50.927	53.819	56.017	58.617	63.822	9.369	10.255	11.143	12.121	13.172	12.8	12.4	11.2	11.0	10.9	
02888	农业银行	收益	3.89	RMB	0.987	0.983	0.999	0.619	0.653	0.174	0.182	0.188	0.196	0.207	202.783	212.088	219.069	228.942	241.197	4.773	5.587	6.169	6.878	7.614	13.1	11.8	10.7	10.1	9.5	
00005	汇丰控股	收益	50.81	USD	0.634	0.296	0.424	0.480	0.609	0.510	0.298	0.210	0.510	0.300	13.727	7.383	9.910	11.343	13.673	8.202	8.071	8.277	8.249	8.339	7.6	3.7	5.2	5.9	7.3	
03668	招商银行	收益	3.24	RMB	0.689	0.777	0.797	0.900	1.042	0.656	0.157	0.169	0.189	0.216	8.747	9.819	10.555	11.008	13.531	5.119	5.659	6.454	7.205	8.092	14.7	14.1	12.9	13.2	13.6	
02388	中信香港	收益	29.56	HKD	3.033	3.044	2.846	3.102	3.469	1.468	1.537	1.437	1.566	1.752	32.070	33.574	34.484	34.947	38.069	26.579	28.588	29.933	31.552	33.389	12.2	11.5	10.2	10.5	11.1	
人民币基金资产																														
00914	摩根大通	买入	67.90	RMB	5.634	6.346	6.466	6.572	6.621	1.690	2.000	2.040	2.070	2.085	79.983	33.630	34.263	34.829	35.068	21.225	25.888	30.355	34.884	39.427	29.6	28.9	23.0	20.1	17.8	
01313	中国水泥	买入	11.80	HKD	1.179	1.284	1.388	1.483	1.513	0.548	0.956	0.665	0.720	0.725	7.975	8.618	9.682	10.423	10.567	5.570	6.012	6.713	7.574	8.363	23.5	21.6	21.7	20.8	19.0	
03323	中国建筑	买入	10.60	RMB	0.940	1.301	1.635	1.753	1.803	0.180	0.350	0.480	0.525	0.540	7.882	10.974	13.794	14.788	15.207	8.515	9.960	10.942	12.118	13.444	11.7	14.4	16.0	15.3	14.1	
美元基金资产																														
02886	摩根大通	买入	1.93	HKD	0.089	0.080	0.145	0.190	0.216	0.045	0.005	0.044	0.057	0.065	104	81	196	256	292	1.162	1.006	1.287	1.426	1.584	7.5	6.1	13.1	14.4	14.8	
03082	北汽控股	买入	37.60	HKD	6.004	6.382	6.686	7.253	7.851	1.950	1.116	1.203	1.306	1.413	7.577	8.055	8.438	9.909	55.206	59.650	65.133	71.080	77.518	11.0	11.1	10.7	10.6	10.6		
02888	摩根大通	中性	87.60	RMB	2.560	5.049	5.508	5.965	6.619	0.190	1.190	1.098	2.048	2.317	2.818	5.670	6.186	6.987	7.434	23.299	27.622	31.862	36.037	40.884	14.7	24.0	22.2	20.9	20.3	
01183	中国燃气	买入	47.50	HKD	2.040	2.315	2.587	2.852	3.146	0.350	0.700	0.642	0.713	0.787	4.480	5.043	5.583	6.212	6.856	14.511	16.222	17.865	19.781	21.889	19.3	18.8	19.7	19.5	19.2	
00003	中国石化	中性	11.20	HKD	0.605	0.412	0.415	0.479	0.526	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350	9.313	6.966	7.023	8.102	8.895	4.056	3.794	3.689	3.987	4.183	15.2	11.0	10.8	12.2	12.9	
人民币基金资产																														
00451	摩根大通	中性	0.11	RMB	0.025	0.015	0.019	0.019	0.016	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	470	295	367	366	315	0.322	0.338	0.337	0.330	0.315	8.0	4.7	5.6	5.8	5.1	
03800	保利协鑫能源	中性	0.25	RMB	(0.038)	(0.010)	(0.019)	0.035	0.047	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	(663)	(197)	(369)	666	935	1.193	1.121	1.093	1.118	1.154	(3.1)	(0.9)	(1.7)	3.2	4.1	
00688	信达证券	买入	9.45	HKD	0.249	0.303	0.322	0.471	0.522	0.120	0.140	0.154	0.226	0.248	1.863	2.416	2.606	3.815	4.230	1.962	1.754	1.876	2.124	2.371	18.1	19.6	17.2	23.6	23.2	
人民币基金资产																														
01798	大洲能源	收益	1.33	RMB	0.150	0.113	0.122	0.149	0.203	0.020	0.000	0.024	0.030	0.041	1.209	936	1.024	1.200	1.623	1.690	1.522	2.164	2.288	2.461	10.2	8.0	7.6	7.6	9.4	
00816	龙源电力	收益	5.25	RMB	0.488	0.538	0.598	0.651	0.810	0.098	0.108	0.114	0.130	0.162	3.924	4.325	4.588	5.234	6.509	6.127	6.586	7.047	7.585	8.265	8.2	8.5	8.3	8.9	10.2	
00816	华能国际	中性	2.50	RMB	0.0316	0.224	0.246	0.326	0.404	0.059	0.078	0.107	0.193	0.187	2.068	2.740	3.725	3.575	4.170	4.653	4.085	4.369	7.5	5.8	6.0	8.0	8.0	10.5		
人民币基金资产																														
00803	上海北平控股	买入	18.00	HKD	3.065	3.081	3.005	3.402	3.597	1.000	1.530	1.652	1.191	1.259	3.333	3.850	3.267	3.699	3.911	37.964	37.012	38.808	40.957	43.280	8.0	8.2	7.9	8.5	8.5	
00270	明海投资	收益	17.00	HKD	0.767	0.772	0.745	0.845	0.878	0.535	0.578	0.522	0.591	0.614	0.504	4.874	5.523	5.737	6.175	6.295	6.514	6.948	7.137	12.4	12.4	11.6	12.6	12.5		
美元基金资产																														
00709	伟创国际	中性	1.08	HKD	0.305	0.146	(0.088)	0.083	0.170	0.335	0.146	0.000	0.083	0.170	480	230	(338)	132	269	1.767	1.672	1.541	1.583	1.656	16.8	8.5	(5.4)	5.3	10.6	
02020	安泰集团	买入	83.40	RMB	1.828	1.987	2.480	3.445	4.291	0.685	0.688	0.784	1.378	1.716	4.103	5.344	6.621	9.309	11.594	5.976	7.482	9.166	11.530	14.274	27.8	28.8	28.5	33.3	33.3	
01388	伟创国际	收益	3.12	RMB	0.307	0.212	0.333	0.399	0.174	0.174	0.106	0.168	0.199	0.166	0.199	667	728	531	883	1.001	2.374	2.743	2.837	3.032	3.248	12.4	11.6	11.3	12.7	12.1
01361	361度	买入	1.65	RMB	0.142	0.209																								

代码	名称	币种	最新市值(¥)	每股盈利				每股派息				每股净资产				ROE(%)			
				18A	20F	21F	22F	18A	20F	21F	22F	18A	20F	21F	22F	18A	20F	21F	22F
港股 - 互联网																			
00222	腾讯控股	人民币	14.30	0.439	0.593	0.688	0.610	0.641	0.439	0.593	0.688	0.457	0.481	0.481	0.481	0.481	0.481	0.481	0.481
00220	快手网络	人民币	7.60	0.238	0.316	0.298	0.361	0.374	0.238	0.316	0.298	0.271	0.281	0.281	0.281	0.281	0.281	0.281	0.281
00836	美团国际控股	美元	1.56	0.015	0.0173	0.0189	0.0234	0.0269	0.039	0.044	0.049	0.061	0.070	0.070	0.070	0.070	0.070	0.070	0.070
00291	快手网络	人民币	41.80	0.301	0.404	0.691	1.017	1.176	0.120	0.185	0.276	0.407	0.471	0.471	0.471	0.471	0.471	0.471	0.471
00345	快手网络	人民币	32.20	0.656	0.594	0.593	0.775	0.871	0.418	0.322	0.379	0.456	0.557	0.557	0.557	0.557	0.557	0.557	0.557
00341	快手网络	人民币	19.20	0.107	0.127	0.109	0.166	0.116	0.080	0.040	0.050	0.060	0.070	0.070	0.070	0.070	0.070	0.070	0.070
00506	中国食品	人民币	3.80	0.115	0.149	0.159	0.191	0.206	0.039	0.044	0.053	0.064	0.069	0.069	0.069	0.069	0.069	0.069	0.069
02339	蒙牛乳业	人民币	35.50	0.779	1.049	0.769	1.195	1.328	0.181	0.182	0.177	0.275	0.305	0.302	0.302	0.302	0.302	0.302	0.302
02799	达利食品	人民币	6.30	0.288	0.316	0.342	0.441	0.481	0.216	0.237	0.256	0.275	0.297	0.297	0.297	0.297	0.297	0.297	0.297
港股 - 医药																			
HTH.US	华大基因	美元	USD 25.80	0.250	0.270	0.250	0.270	0.250	0.270	0.250	0.270	0.250	0.270	0.250	0.270	0.250	0.270	0.250	0.270
TCOM.US	携程集团	美元	USD 20.40	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288
02006	携程集团	人民币	1.25	0.017	0.021	0.024	0.054	0.054	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080
港股 - 消费品																			
00044	恒安集团	人民币	68.00	0.315	0.325	0.317	0.403	0.463	0.200	0.250	0.250	0.416	0.461	0.461	0.461	0.461	0.461	0.461	0.461
03331	恒安集团	人民币	28.80	0.544	0.553	0.556	0.760	0.760	0.544	0.553	0.556	0.616	0.616	0.616	0.616	0.616	0.616	0.616	0.616
03318	恒安集团	人民币	1.80	0.162	0.134	0.132	0.217	0.251	0.034	0.000	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040
港股 - 零售																			
00808	华润零售	人民币	14.00	0.260	0.297	0.333	0.366	0.389	0.119	0.135	0.100	0.110	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120
01929	周大福珠宝	人民币	8.00	0.458	0.290	0.373	0.403	0.457	0.600	0.240	0.260	0.322	0.365	0.365	0.365	0.365	0.365	0.365	0.365
00590	六福集团	人民币	16.00	0.543	0.476	0.495	0.793	0.956	0.150	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
00116	周生生	人民币	10.00	0.484	0.650	0.947	1.455	1.623	0.590	0.390	0.360	0.568	0.633	0.633	0.633	0.633	0.633	0.633	0.633
01910	新秀丽	人民币	9.10	0.166	0.093	0.175	0.073	0.104	0.067	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
01619	海信电器	人民币	24.50	0.176	0.267	0.452	0.613	0.854	0.335	0.439	0.436	0.484	0.556	0.556	0.556	0.556	0.556	0.556	0.556
00856	特佳生态	人民币	4.50	0.516	0.570	0.621	0.700	0.810	0.155	0.167	0.166	0.210	0.243	0.243	0.243	0.243	0.243	0.243	0.243
港股 - 金融																			
00772	东方电气	人民币	5.50	0.365	0.413	0.482	0.598	0.730	0.110	0.207	0.197	0.209	0.219	0.219	0.219	0.219	0.219	0.219	0.219
01133	哈空调电气	人民币	3.80	0.068	0.042	0.064	0.191	0.266	0.343	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
02727	上海环境	人民币	2.80	0.262	0.250	0.194	0.252	0.272	0.061	0.000	0.068	0.088	0.085	0.280	0.280	0.280	0.280	0.280	0.280
00558	中国高速传动	人民币	4.50	0.127	0.288	0.388	0.375	0.259	0.070	0.179	0.221	0.188	0.130	0.130	0.130	0.130	0.130	0.130	0.130
港股 - 地产																			
00371	北京水务集团	人民币	5.00	0.479	0.494	0.540	0.586	0.633	0.178	0.185	0.200	0.217	0.234	0.234	0.234	0.234	0.234	0.234	0.234
00257	中国光大国际	人民币	6.20	0.858	0.847	0.918	1.027	1.153	0.240	0.260	0.260	0.260	0.260	0.260	0.260	0.260	0.260	0.260	0.260
00895	荣正环保	人民币	7.50	0.467	0.482	0.558	0.680	0.778	0.140	0.150	0.160	0.170	0.180	0.180	0.180	0.180	0.180	0.180	0.180
00855	中国水务	人民币	8.30	0.851	1.021	1.037	1.133	1.250	0.290	0.300	0.315	0.330	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350
港股 - 医药																			
01128	永辉国际	人民币	11.70	0.204	0.375	1.029	0.715	0.715	0.204	0.375	1.029	0.715	0.715	0.715	0.715	0.715	0.715	0.715	0.715
02282	美国雅培	人民币	7.60	0.281	0.508	1.161	0.879	0.120	0.088	0.177	0.000	0.000	0.042	0.042	0.042	0.042	0.042	0.042	0.042
00277	中国光大国际	人民币	39.10	3.128	3.011	1.532	0.780	0.946	0.810	0.810	0.000	0.000	0.190	0.190	0.190	0.190	0.190	0.190	0.190
01928	新希望乳业	人民币	23.40	0.232	0.251	0.193	0.122	0.066	0.254	0.254	0.000	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040
MALCO.US	新希望乳业	美元	USD10.40	0.678	0.779	0.422	1.876	0.023	0.560	0.640	0.000	0.000	0.023	0.023	0.023	0.023	0.023	0.023	0.023
港股 - 医药																			
00480	同仁医药	人民币	1.15	0.171	0.281	0.194	0.106	0.136	0.017	0.017	0.009	0.011	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014
01099	恒瑞医药	人民币	28.00	1.966	2.105	2.813	0.990	0.800	0.657	0.757	0.844	0.844	0.844	0.844	0.844	0.844	0.844	0.844	0.844
01093	石药集团	人民币	22.50	0.494	0.597	0.737	0.870	1.027	0.190	0.200	0.243	0.267	0.339	0.339	0.339	0.339	0.339	0.339	0.339
港股 - 医药																			
01186	中核建	人民币	11.66	1.257	1.386	1.550	1.717	1.831	0.210	0.210	0.232	0.258	0.275	0.275	0.275	0.275	0.275	0.275	0.275
00390	中国中交	人民币	6.70	0.718	0.950	0.887	1.004	1.111	0.128	0.169	0.165	0.185	0.204	0.204	0.204	0.204	0.204	0.204	0.204
01800	中国中铁	人民币	8.40	0.162	1.163	1.241	1.319	1.366	0.231	0.233	0.245	0.260	0.267	0.267	0.267	0.267	0.267	0.267	0.267
01568	永达集团	人民币	3.54	0.177	0.191	0.153	0.269	0.262	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
01829	中国机械工程	人民币	2.55	0.517	0.529	0.462	0.548	0.618	0.207	0.159	0.139	0.164	0.185	0.185	0.185	0.185	0.185	0.185	0.185
02886	中化炼化工程	人民币	4.25	0.379	0.463	0.515	0.530	0.571	0.274	0.270	0.257	0.265	0.266	0.266	0.266	0.266	0.266	0.266	0.266
03311	中国建筑国际	人民币	7.50	0.891	1.072	1.138	1.262	1.417	0.270	0.320	0.340	0.380	0.420	0.420	0.420	0.420	0.420	0.420	0.420
00869	中国路桥	人民币	5.26	0.380	0.390	0.446	0.515	0.520	0.200	0.200	0.220	0.220	0.220	0.220	0.220	0.220	0.220	0.220	0.220
00896	中国能投	人民币	1.00	0.153	0.170	0.152	0.185	0.206	0.031	0.031	0.030	0.037	0.041	0.041	0.041	0.041	0.041	0.041	0.041

资料来源：国泰君安国际。
注：# 为 12 月 31 日年终。

十六、 恒生指数及国企指数技术分析

恒生指数 2020 年 1 月初仍受中美贸易达成贸易协议的利好影响，自 28,500 点左右继续上涨，并于 1 月 17 日创阶段新高收于 29,056 点。随后受新冠疫情影响，恒生指数从 1 月 20 日起连续下跌，9 个交易日跌幅达 10%。2 月 3 日盘中触及阶段低点随后开始反弹，但未能回到前期高点。2 月 20 日起，全球金融市场受疫情影响开始动荡，恒生指数出现连续下跌。3 月初跌幅加剧，10 个交易日下跌超过 21%。3 月 19 日最低至 21,139 点，创 3 年新低。随后恒生指数超跌反弹 7%。3 月底至 5 月底，恒生指数维持在 23,000 点至 25,000 点的区间震荡。5 月 22 日，受港版国安法影响，恒生指数单日下跌超过 1,300 点，但随后在几个交易日内收复跌幅。6 月份恒生指数继续维持区间震荡走势。截至 6 月 30 日，恒生指数收报 24,427 点，2020 年上半年跌幅为 13.35%。

技术上，1 月上旬 RSI 指标频繁显示超买，MACD 指标红柱不断收缩，显示市场做多动能不足。在疫情的刺激下，恒生指数由涨转跌。2 月初 RSI 指标显示市场超卖，恒生指数在小幅跌破 120 日均线后回升。但 MACD 指标仍然显示市场做多情绪依然不强，恒生指数小幅反弹后继续下跌。60 日、120 日均线拐头向下，中长期趋势上对恒生指数形成压制。3 月初的连续下跌中，MACD 绿柱不断加大显示做空力量较强，但是 RSI 已经逐步显示超卖信号。同时在下跌过程中成交量不断放大，显示市场交投活跃，叠加政策刺激的利好，恒生指数触底反弹。反弹过程中 60 日均线率先形成压制，恒生指数在 5 月 11 日、5 月 21 日均未能有效突破，转而进行一波回调。随后 60 日均线逐步平缓，恒生指数 6 月份顺利突破 60 日均线，60 日均线拐头向上，形成有效支撑。而 120 日均线仍然形成对恒生指数的压制。但 120 日均线也在趋于平缓，随着时间的平移，120 日均线的压力将越来越小。当前 MACD 较为疲弱，RSI 指标未出现明显买卖信号，显示市场或将继续震荡一段时间，预计短期内市场将在 60 日均线和 120 日均线的区间内震荡。未来如果能有效突破 120 日均线，则市场可能会面临一波上涨。相反如果未能有效突破，市场可能会转而下落，但跌破前期低点的可能性很低。

恒生指数六个月日线图



资料来源：Wind、国泰君安国际。

恒生国企指数与恒生指数走势较为接近，2020 年年初自 11,199 点开盘，随后逐步上涨，于 1 月 20 日盘中创阶段高点 11,502，随后转而下落。2 月 3 日触及阶段低点，自高点回落 12%。随后弱势反弹一段时间再次下跌。3 月初跌幅加剧，10 个交易日下跌超过 23%。3 月 19 日恒生国企指数最低跌至 8,290 点，创 3 年新低。3 月底至 5 月底，恒生国企指数维持在 9,000 点至 10,000 点的区间震荡。5 月 22 日，受港版国安法影响，恒生国企指数单日下跌 4.3%，但随后快速反弹。6 月初指数突破 10,000 点，但受制于 120 日均线压制转而下落，随后维持区间震荡走势。截至 6 月 26 日，恒生国企指数收报 9,853 点，2020 年上半年跌幅为 11.77%。

技术上，RSI 指标在 1 月初发出超买警示，MACD 指标红柱收缩较为明显，与上涨趋势产生背离。2 月初的下跌中，RSI 显示超卖，随后市场反弹。但 MACD 指标仍然显示市场做多情绪依然不强，恒生国企指数小幅反弹后继

续下跌。60 日、120 日均线拐头向下，中长期趋势上对指数形成压制。恒生国企指数在几次未有效突破 60 日均线后均小幅下跌。但随着 60 日均线的下移，压制动能逐渐减弱，指数有效突破 60 日均线。60 日均线拐头向上并形成了支撑。当前 MACD 指标显示做多动能不足，但 RSI 并未有明显买卖信号。如果恒生国企指数有效突破 120 日均线，短期将迎来一波上涨，60 日均线和 120 日均线将成为有效支撑位。

恒生国企指数六个月日线图



资料来源：Wind、国泰君安国际。

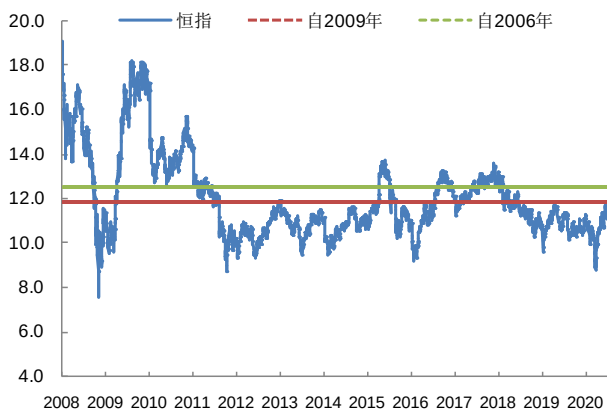
十七. 市场策略、选股及主题性受益股

港股预期将维持波动，阶段性的回调或意味着买入机会。目前恒指和国指的预测市盈率分别为 11.2 倍和 9.0 倍，其中恒指低于 2011 年以来均值 3.9%，而国指则略高于 2011 年以来均值 2.1%。与全球股市相比，港股市场估值仍明显低于其他亚太市场以及欧美主要市场。但若剔除中资银行股份影响，恒指和国指 2020 年的动态市盈率则分别达到 26.2 倍和 22.3 倍，估值水平与欧美股市基本一致且高于多数亚太市场。这主要是由于指数权重股当中的酒店、博彩以及石化等行业受疫情冲击而导致盈利预期受损，被动推升行业估值；相反，消费必需品、生物医药、互联网等领域的权重股则受到资金的逆市追捧，盈利与估值实现双升。两者相叠使得 2020 上半年港股市场估值的短期波动有所增加。但从中长期资产配置的角度来看，我们认为港股市场仍处于估值低位，阶段性波动的加剧反而意味着买入机会。

展望 2020 下半年，国内经济预计将以稳定底线、夯实短板为基础寻求增长空间，投资、消费和进出口预期将快速复苏。海外方面，欧美政府寻求新一轮刺激计划以支持经济复苏，宽松的货币政策将持续配合积极的财政政策，但银行等金融系统可能将承受更大压力。此外放开限制措施重启经济后疫情存在二次爆发的可能，经济复苏进度存不确定性。下半年港元汇率在套息交易的驱动下预计仍将维持强势，人民币汇率双向波动幅度或加大但仍将保持在合理水平，利好海外资金的回流。随着同股不同权公司纳入港股指数、中概股加速回归，越来越多在港上市的优质公司有望吸引更多本地资金及内地南下资本布局，同时提升指数的估值中枢。此外，港股国企私有化、红筹股 AH 上市加速等趋势也将提供套利机会。由香港国安法引发的近期中美矛盾升级，或将对香港本地经济的复苏及港股投资情绪产生短期负面影响。综上，我们预计港股市场下半年将维持波动走势，阶段性回调后的市场估值预计将大概率出现均值回归。具体估值方面，目前恒生指数 2020 - 2022 年的盈利增长预期分别为-14.2%、17.9%和 11.6%。假设 2020 年恒指盈利预期不变，我们预计下半年恒指的波动区间为(22,000 - 29,200)，相当于 10.2 倍-13.5 倍的 2020 年恒指预测市盈率；估值中枢或位于 25,600 点附近。

对于我们覆盖的公司而言，以市值加权平均计算，2020-2022 年的盈利增长预测分别为 0.8%、18.0%和 14.6%；若剔除在美上市的企业，则分别为 1.8%、13.6%和 13.2%。下半年疫情影响逐渐消退后，低估值、高股息率的优质港股标的或将迎来反弹。我们看好消费（服装、食品饮料、日用品）、医药以及互联网行业，而银行、清洁能源（风电、天然气）、房地产、水泥建材等行业则或有阶段性的交易机会。

恒指预测市盈率



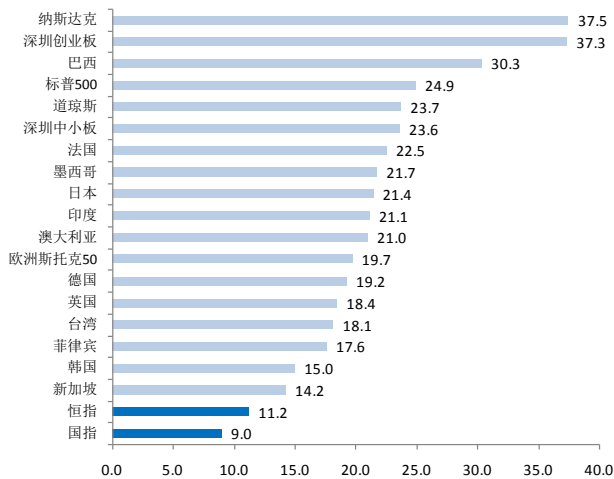
资料来源: Bloomberg。

国指预测市盈率



资料来源: Bloomberg。

香港和全球主要市场的预测市盈率对比



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

恒生 AH 溢价指数



资料来源: 恒指服务公司。

港股指数历史预测市盈率

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2011 年 以来平均	与均值的 差异
历史数值												
恒指	14.27	10.07	11.88	11.12	11.13	10.90	12.11	13.19	10.78	11.21	11.67	-3.9%
国指	12.36	8.24	9.57	7.86	8.34	7.44	8.30	8.64	8.23	8.99	8.80	2.1%
剔除中资银行后												
恒指	11.94	13.88	14.5	14.06	14.77	16.53	24.55	17.06	18.38	26.24	17.19	52.6%
国指	10.28	12.95	11.42	12.54	12.06	13.35	15.96	19.11	18.58	22.25	14.85	49.8%

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

国泰君安国际荐股名单

行业	公司名称	代码	评级	6 至 18 个月目标价(港元)
汽车及零部件	吉利汽车	00175 HK	收集	20.00
航空	中国国航	00753 HK	收集	5.60
银行	招商银行	03968 HK	买入	47.55
水泥和其他建材	中国建材	03323 HK	买入	10.60
清洁能源 -- 天然气	华润燃气	01193 HK	买入	47.50
清洁能源 -- 太阳能	信义光能	00968 HK	买入	9.45
清洁能源 -- 风电及其它	龙源电力	00916 HK	收集	5.25
综合	粤海投资	00270 HK	收集	17.00
消费 -- 服装	安踏体育	02020 HK	买入	83.40
消费 -- 食品饮料	蒙牛乳业	02319 HK	买入	35.50
消费 -- 日用品	恒安国际	01044 HK	买入	68.00
消费 -- 零售	高鑫零售	06808 HK	收集	14.00
电力设备	东方电气	01072 HK	买入	5.50
环保	中国光大国际	00257 HK	买入	6.20
医药	石药集团	01093 HK	买入	22.50
基建	中石化炼化	02386 HK	买入	4.25
基建	中国中铁	00390 HK	买入	6.70
互联网	阿里巴巴-SW	09988 HK	买入	255.00
互联网	腾讯	00700 HK	买入	555.00
机械	中集安瑞科	03899 HK	买入	4.70
港口	中远海运港口	01199 HK	收集	5.70
房地产	奥园健康	03662 HK	收集	10.20
通信设备	中兴通讯	00763 HK	买入	28.00
电信服务	中国电信	00728 HK	买入	3.20

资料来源：国泰君安国际。

防守型个股名单

行业	公司	代码	评级	6 至 18 个月目标价(港元)
银行	工商银行	01398 HK	收集	5.94
银行	建设银行	00939 HK	收集	7.67
银行	农业银行	01288 HK	收集	3.89
银行	中国银行	03988 HK	收集	3.51
银行	交通银行	03328 HK	收集	5.80
水泥和其他建材	海螺水泥	00914 HK	买入	67.90
水泥和其他建材	华润水泥	01313 HK	买入	11.80
清洁能源 -- 天然气	新奥能源	02688 HK	中性	87.60
综合	粤海投资	00270 HK	收集	17.00
消费 -- 零售	高鑫零售	06808 HK	收集	14.00
互联网	腾讯	00700 HK	买入	555.00
房地产	奥园健康	03662 HK	收集	10.20
房地产	信和置业	00083 HK	买入	13.00
房地产	恒隆地产	00101 HK	收集	20.00
通信设备	中国铁塔	00788 HK	买入	2.10
电信服务	中国移动	00941 HK	收集	66.00

资料来源：国泰君安国际。

值得长期持有的公司

行业	公司	代码	评级	6 至 18 个月目标价(港元)
汽车及零部件	吉利汽车	00175 HK	收集	20.00
银行	工商银行	01398 HK	收集	5.94
银行	建设银行	00939 HK	收集	7.67
银行	农业银行	01288 HK	收集	3.89
银行	中国银行	03988 HK	收集	3.51
水泥和其他建材	中国建材	03323 HK	买入	10.60
清洁能源 -- 太阳能	信义光能	00968 HK	买入	9.45
清洁能源 -- 风电及其它	龙源电力	00916 HK	收集	5.25
消费 -- 服装	安踏体育	02020 HK	买入	83.40
消费 -- 服装	李宁	02331 HK	买入	29.70
消费 -- 零售	高鑫零售	06808 HK	收集	14.00
消费 -- 零售	周大福	01929 HK	收集	8.00
医药	石药集团	01093 HK	买入	22.50
互联网	阿里巴巴-SW	09988 HK	买入	255.00
互联网	腾讯	00700 HK	买入	555.00
房地产	信和置业	00083 HK	买入	13.00
房地产	恒隆地产	00101 HK	收集	20.00
通信设备	中兴通讯	00763 HK	买入	28.00
通信设备	中国铁塔	00788 HK	买入	2.10

资料来源：国泰君安国际。

公司和行业

汽车行业

跑赢大市

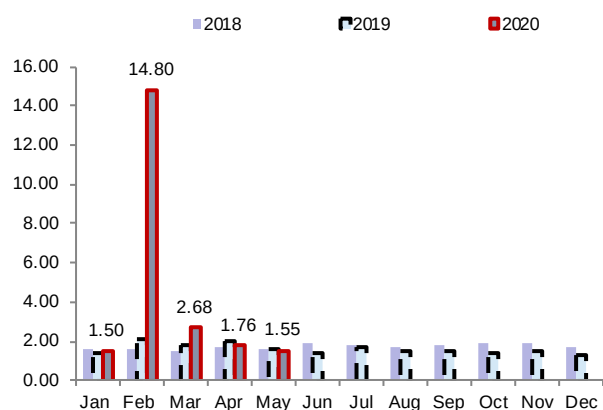
分析员：马守彰 Toliver Ma

整体汽车市场

2020 年 5 月中国汽车销量持续改善。根据汽车工业协会数据显示，2020 年 5 月国产汽车销售同比增长 14.5%至 219.4 万辆。该月录得连续第二个月增长，较上月加快 2.6 个百分点。其中，乘用车销量同比增长 7.0%，为 22 个月来首次同比增长。按车型，轿车销量同比持平，但 SUV 销量同比增长达到 20.1%，显示 SUV 的需求仍然是最高的。另一方面，商用车销量同比增长 48.0%，主要是受重卡销量的推动，其中重卡销量同比增长 65.6%至 17.9 万辆，维持销售动能。在新能源汽车方面，销量继续录得 23.5%的同比大幅下降（尽管比上月收窄），而年初至今的销量同比下降 38.7%。1-5 月，整体汽车销售因新冠病毒疫情影响，录得大幅倒退，同比跌 22.6%。其中，乘用车跌幅达到 27.4%，商用车倒退因在 3-5 月恢复加快而表现较好，同比仅跌 1.0%。

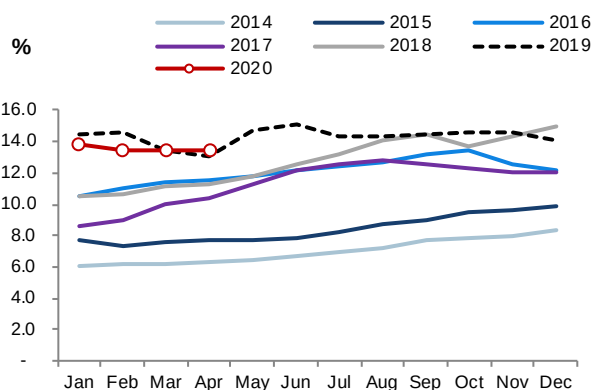
2020 年第 2 季度预计强劲。相对于今年其他季度，我们应能看到 2020 年第 2 季度的增长更快。低基数肯定会发挥较大的作用，因为去年中国第六阶段排放标准提前实施，使去库存压力增加而影响了主机厂销售，其中影响主要集中在 5 月和 6 月。同时，由于新型冠状病毒疫情，我们预计今年第 1 季度积压的需求将开始释放，有助 2020 年第 2 季度推动销售。历史数据显示，由于季节性因素，4-5 月通常会环比放缓。但最近销量在 4 月和 5 月的环比增加证明第 1 季度的需求正在释放。在库存方面，数据显示库存压力正在缓解，汽车库存预警指数为 54.2%，环比下降 2.6 个百分点。库存系数也环比和同比下降。因此，我们预计未来两个月的销售情况会相对较好。鉴于 5 月份的产量增长（同比增长 18.2%）好于销量，产能的增升也将帮助主机厂满足需求。尽管我们预计 2020 年下半年将会释放一些被压抑的需求，但其影响可能不会像 2020 年第 2 季度般强烈。我们预计全年汽车销量将下降 8%至 10%。从基本面上，随着销量复苏，2020 年 2 季度的表现应远好于 2020 年 1 季度。复苏趋势似乎是有希望的，而对汽车消费更强的刺激政策将发挥重要作用。一线和二线城市将从放松车牌限制中受益，从而使合资、豪华车、甚至领先的自主品牌受益。同时，对淘汰国三柴油卡车的重视将使得领先的重卡制造商受益。

库存系数



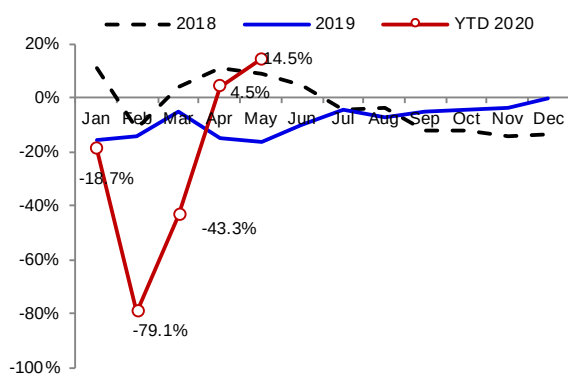
资料来源：中国汽车流通协会、国泰君安国际。

市场平均折扣率



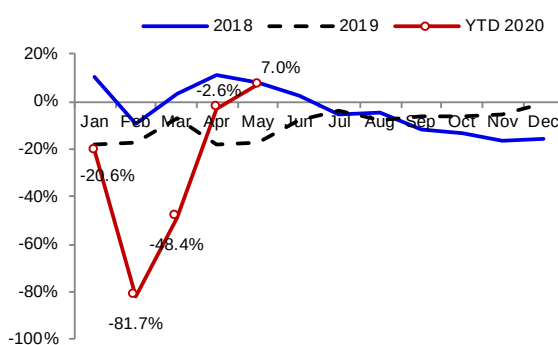
资料来源：中国汽车流通协会、国泰君安国际。

整体汽车销售月度增长



资料来源：汽车工业协会、国泰君安国际。

乘用车销售月度增长



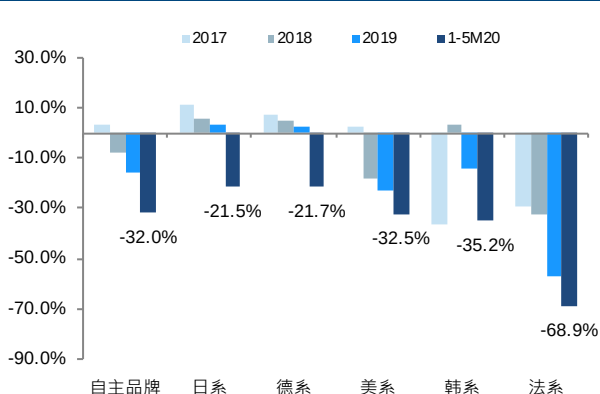
资料来源：汽车工业协会、国泰君安国际。

乘用车市场分析

中国目前的消费环境已经接近1980年的日本，这是一个满足顾客的个性化需求的消费升级时代。汽车领域消费升级的趋势已经很明显，因为我们注意到豪华车市场的强劲增长。自2015年以来，30万元以上的汽车销量持续增长，并在近年来增速加快。按类别划分(合资/自主/豪华)，仅豪华车自2016年以来保持增长态势。国产化的快速推进是一个关键因素，我们看到大多数合资品牌都增加了他们的国产化车型。国产化车型的销售比例从2014年的56.0%上升到2019年的73.8%，其中北京奔驰、华晨宝马、沃尔沃和凯迪拉克的增长最快。尽管新冠肺炎疫情爆发，但豪华车的份额增长更快提速，这表明对豪华车的需求依然强劲，因为我们认为资产阶级富裕或中产阶级受到新冠肺炎疫情的影响相对较小。在过去几年中，中国经济面临下行压力时也是如此。同时，充足的流动性以及规模不断扩大的汽车金融也助推豪华车市场的增长。

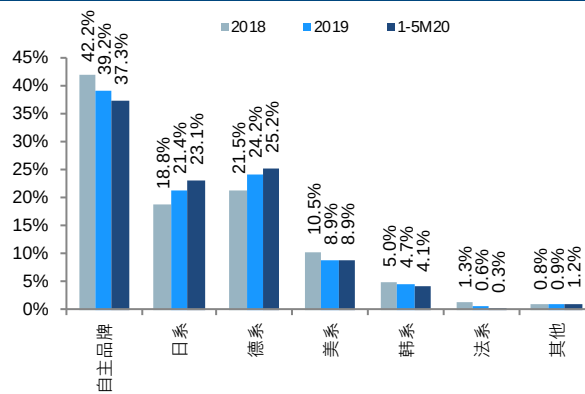
随着中国消费的升级，日本和德国品牌的销售仍然是最强劲的。我们认为中国正在经历另一轮消费升级。这种趋势在市场得到了充分的证明，其中中端至奢侈品市场至少在销售方面来说是受益的。虽然2020年全部品牌均录得同比下跌，但也有高低之分。从品牌国籍来看，日本和德国品牌在2020年表现较好，同比跌约22%。自主品牌、美系及韩系倒退达30%。法系为最差品牌，当中标致雪铁龙（东风汽车旗下合资品牌）产品线薄弱，而东风雷诺也宣布在中国终止营运销售汽车业务，集中研发。日德两个品牌2020年1-5月的销量均好于市场，使市场份额增加。市场份额增加主要是由于车型更新的强劲贡献。最受欢迎的日本和德国品牌一直在推出全新或改款的车型，其品牌价值及口碑也是其成功获得市场份额原因之一。在疫情间各车展都延迟或在线上举行，而新车发布也有延迟的情况。因此，靠旧车型的销售，合资品牌会相对有竞争力。在2020年1-5月，SUV及轿车都是日本品牌最强劲的增长动力。其SUV的市场份额从2019年12月的16.1%跃升至2020年1-5月份的22.0%。我们认为旧车型保持竞争力，而新上市的广汽丰田的威兰德及广汽本田的皓影为日系SUV提供强劲增长动力。轿车而言，市场份额从2019年12月的24.7%跃升至2020年1-5月份的29.7%。与上一年相似，新一代本田雅阁和丰田凯美瑞为各自的合资企业带来增长动力。同时，新一代日产轩逸保持了竞争优势，并维持中国销量最高的轿车。

各国籍品牌的乘用车销售增长



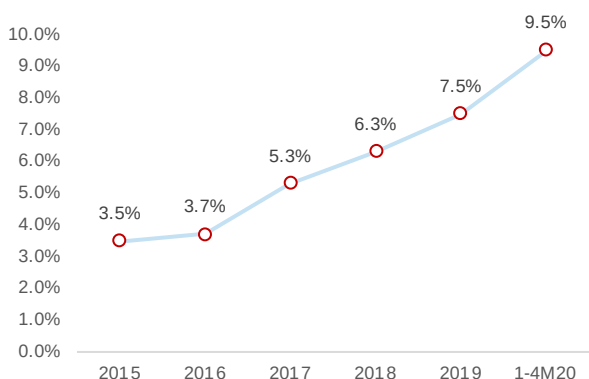
资料来源：汽车工业协会、国泰君安国际。

各国籍品牌的乘用车市场份额变化



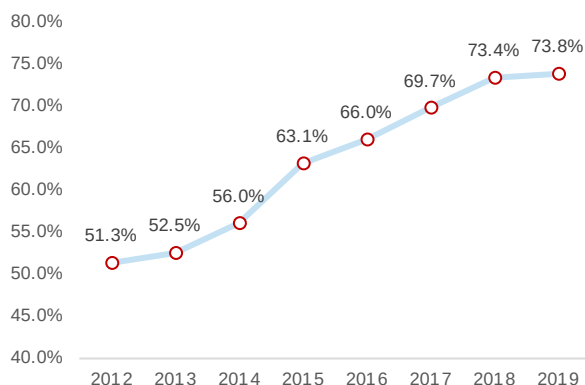
资料来源：汽车工业协会、国泰君安国际。

30 万元以上的汽车销量



资料来源：中国乘用车协会、国泰君安国际。

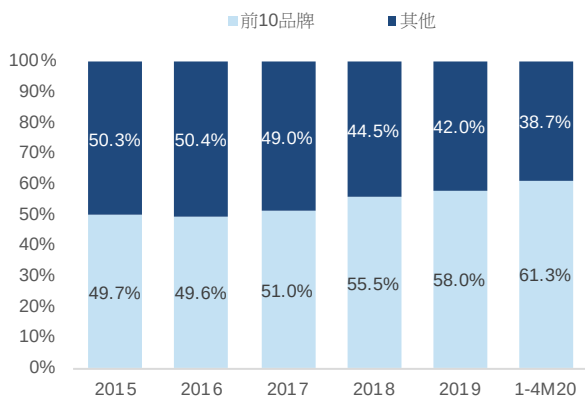
豪华国产化车型在中国销售的市场份额



资料来源：各公司、国泰君安国际。

在新冠肺炎疫情爆发期间，整合正在加速。市场整合的趋势也非常明显，且自 2018 年以来一直在加速。自主品牌的整合过程甚至更快。2020 年 1-4 月排名前十的自主品牌占细分市场份额的 82.0%，而 2017 年仅为 65.1%。我们认为 2018 年是转折点，源于 2018 年实施减半征收车辆购置税的优惠政策。加上中美贸易战开始以及经济下行压力加大，许多弱势汽车品牌正面临着巨大的困难。我们认为整合趋势将持续数年，因我们看到厂商的产能严重利用不足。总体利用率仅为 54%。在 128 个厂商中，仅 25 家能够达到 60% 以上的利用率。这也意味着，其余厂商的产能（103 家，占 82%）并未得到充分利用，因此很可能将面临财务困难。除中国需求减弱外，对电动化、智能化和自动驾驶等新技术的推动也给汽车厂商带来了成本压力，因为我们注意到尽管销售额和利润率大幅下降，但大多数品牌的研发费用于 2020 年第 1 季度有所增加。

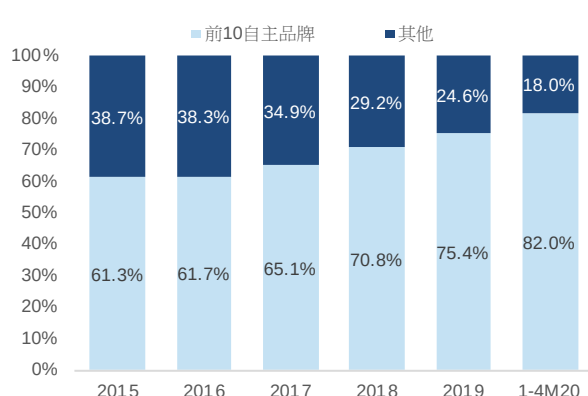
中国十大品牌销售份额不断提高



资料来源：乘联会、国泰君安国际。

注：十大品牌包括大众、本田、丰田、日产、现代、吉利（包括领克和几何）、长城（包括WEY）、长安、宝骏和比亚迪。

中国十大自主品牌销售份额不断提高



资料来源：乘联会、国泰君安国际。

注：十大自主品牌包括吉利（包括领克和几何）、长城（包括WEY）、长安、宝骏、比亚迪、奇瑞、荣威、传祺、上汽通用五菱和名爵。

2019 年平均产能利用率

企业产能利用数值范围	企业数量	年产能（百万辆）	产能比例	2019 年销量（百万辆）	平均产能利用率
大于 100%	8	4.39	11%	5.4	122%
80% - 100%	7	7.107	18%	6.2	88%
60% - 80%	10	7.465	19%	5.1	69%
60% 以下	103	20.943	52%	4.8	20%
	128	39.91		21.55	54%

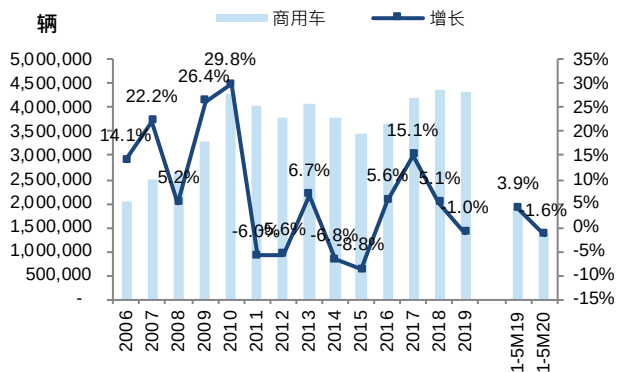
资料来源：中汽协、国泰君安国际。

商用车市场分析

2020年前5个月的商用车销量同比下跌1.0%。商用车表现更好，主要为卡车表现强劲。2020年5月份行业重卡销售同比增长16.3%，好于预期。在4-5月，重卡销售增长更达到60%以上，充分显示重卡市场全面复苏。我们认为

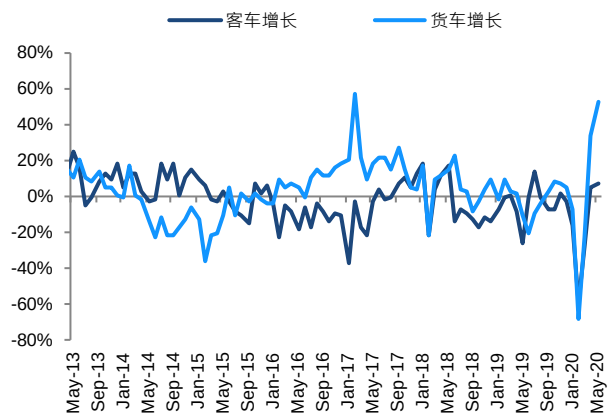
增长主要是由于新型冠状病毒疫情导致今年第1季度的需求积压以及基建投资的焦点为缓解经济影响，从而增加了卡车需求。另一方面，环保推动将刺激重卡的替换需求，而更多的国三柴油重卡将被淘汰。我们认为未来政策会进一步加大基建投资的支持力度，预计2-4季度整体投资增速有望维持此态势。2月11日财政部加快地方政府债券发行使用进度，提前下达2020年新增地方政府债务限额8,480亿元，其中一般债务限额5,580亿元、专项债务限额2,900亿元。我们再度下达提前批额度主要出于稳增长考虑，重卡行业能平稳过渡此艰难时期。轻卡方面，2019年5月曝光的大吨小标问题使轻卡销售显著下跌了3个月，因此在低基数的帮助下5月轻卡大幅同比增长43.4%，累计销售仅跌7.6%。2020年我们继续看好轻卡的前景，主要由于轻卡需求更受益于电商及冷链物流。

商用车的销售及增长



资料来源：汽车工业协会、国泰君安国际。

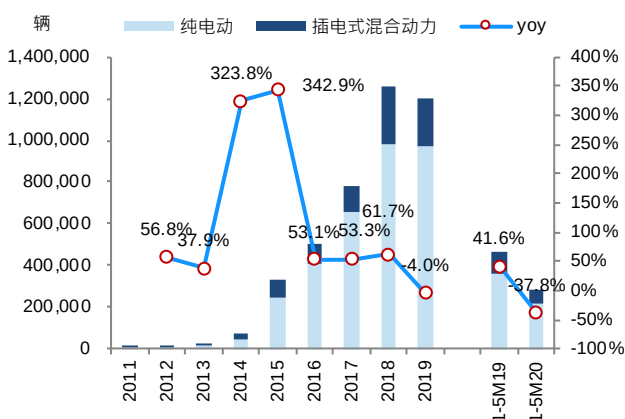
客车及货车的销售增长



资料来源：汽车工业协会、国泰君安国际。

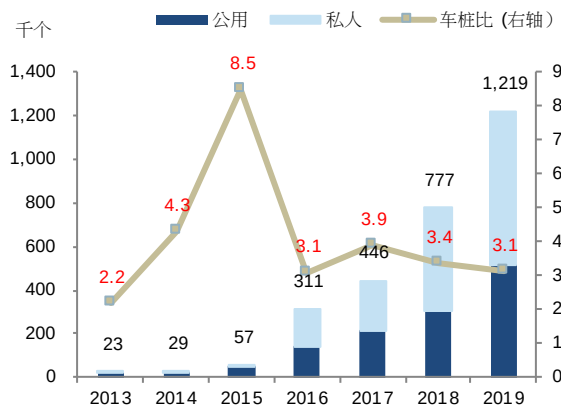
新能源汽车销售 1-5 月产销量同比分别下降 39.7%和 38.7%。新能源汽车市场在 2020 年表现持续疲软。整体汽车市场疲弱，加上疫情的冲击使原本已经疲软的市场更加困难。但随着疫情受控，新能源车也展示出改善，只是相对于乘用车市场的“V”型反转的表现稍弱一些。我们预计下半年新能源车会有更明显销售增长。2020 年更新的补贴政策加以往温和，今年补贴只将 10%，并延迟至 2022 年。维持平稳的补贴是相对重要，主要能维持新能源车的竞争力。在市场还没成熟为时支持作用比较大。2019 年销售倒退 4.0%至 1.21 百万，而今年 2020 又受到新冠病毒影响，对于政府要求的 200 万台的产销比例肯定不能够达成，因 1-5 月只销售 28.9 万台，同比倒退 38.9%。我们认为政府将在疫情过后重申订立目标，并加大政策力度，因新能源汽车为国家的战略行业。

新能源汽车销量和增长



资料来源：汽车工业协会、国泰君安国际。

新能源汽车与充电桩



资料来源：汽车工业协会、公安部、国泰君安国际。

投资建议

行业评级：跑赢大市。汽车股 3 个月相对回报达 5.9%，由于汽车销售在 4 月份经历了 22 个月的下滑后恢复了增长。5 月的销量进一步增长，其中乘用车销量也重新回到正增长轨道。由新冠肺炎疫情爆发后的反弹走势以及在低基数效应的助推下，我们预计 2020 年第 2 季度的销售将是本年中最强劲的季度。尽管我们预计 2020 年下半年将会释放一些被压抑的需求，但其影响可能不会像 2020 年第 2 季度般强烈。我们预计全年汽车销量将下降 8%至 10%。从基本面上，随着销量复苏，2020 年 2 季度的表现应远好于 2020 年 1 季度。复苏趋势似乎是有希望的，而对汽车消费更强的刺激政策将发挥重要作用。一线和二线城市将从放松车牌限制中受益，从而使合资、豪华车、甚至领先的自主品牌受益。同时，对淘汰国三柴油卡车的重视将使得领先的重卡制造商受益。

顺应大势，我们建议投资者选择符合消费升级和市场整合这一趋势（消费升级和市场整合）的厂商。在市场整合中，吉利汽车（00175 HK）和长城汽车（02333 HK）非常符合该类别，由于其市场份额正在迅速扩大。特别是当中，受益于皮卡市场的快速扩张，我们看好长城汽车并已经将投资评级上调至“收集”。聚焦 SUV 战略也使长城汽车受益。在消费升级层面，华晨中国汽车（01114 HK）将继续受益于华晨宝马合资公司。另一方面，北京奔驰是北京汽车收入和利润最强劲的驱动力，并且随着北京现代汽车表现的下降，北京奔驰的贡献则越来越重要。我们维持两家公司的投资评级为“收集”。尽管广汽（02238 HK）没有进入豪华车领域，但其丰田和本田合资企业仍是消费升级的主要受益者，因为消费者对人民币 150,000 至 200,000 元价格区间的汽车的可接受程度最高。最后，我们认为东风汽车（00489 HK）被市场低估。其商用车细分市场变得越来越重要，并且为主要收入驱动力。东风汽车的重卡销售量排名第二，其市场份额不断增加，因此公司将受益于重卡加速淘汰。法国品牌拖累合资企业的利润，但因其份额很低，而且本田和日产合资企业将有助于东风汽车的乘用车销量跑赢市场。因此，我们维持东风汽车的“收集”评级。我们的行业首选股为吉利汽车。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE (%)	2020 股息率(%)
吉利汽车	00175	12.200	收集	16.4	14.0	12.2	2.1	15.5	2.1
东风汽车	00489	4.630	收集	3.3	3.0	3.0	0.2	8.0	5.0
华晨汽车	01114	6.940	收集	4.2	3.6	3.3	1.0	23.2	1.5
耐世特	01316	5.320	中性	9.9	8.4	7.5	0.9	9.3	3.5
浦林成山	01809	7.800	收集	8.0	6.0	4.9	1.2	15.4	2.9
北京汽车	01958	3.350	收集	5.2	3.8	3.2	0.4	9.0	6.5
广汽集团	02238	5.590	收集	7.3	6.1	5.6	0.6	8.7	4.1
长城汽车	02333	4.840	收集	9.1	7.9	6.2	0.7	7.9	5.6
中国重汽	03808	20.050	减持	12.2	10.8	9.7	1.7	14.5	4.2
市值加权平均			跑赢大市	8.9	7.6	6.7	1.0	12.4	3.9

资料来源：国泰君安国际。

市场份额上升，“收集”

吉利汽车(00175 HK)

股价: HK\$12.200

分析员: 马守彰 Toliver Ma

评级: 收集

目标价: HK\$20.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	106,595	12,553	1.398	17.5	10.7	5.004	3.0	0.350	2.3	31.6
2019A	97,401	8,190	0.902	(35.5)	16.8	5.938	2.6	0.250	1.6	16.5
2020F	93,478	8,880	0.942	4.4	16.4	7.474	2.1	0.319	2.1	14.6
2021F	115,376	11,091	1.106	17.4	14.0	8.461	1.8	0.402	2.6	15.5
2022F	122,376	12,729	1.269	14.7	12.2	9.569	1.6	0.466	3.0	15.7
已发行股本 Shares in issue (m)				9,812.8	大股东 Major shareholder				吉利控股 42.7%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				119,715.9	流通比例 Free float (%)				57.3	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				63,124.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				16.500 / 10.000	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				21.3	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									15.1 / 8.9 / (6.8)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									8.7 / 5.4 / 7.7	

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

巩固领导地位。随着市场整合的加快,吉利汽车作为自主品牌的领导者脱颖而出。公司的市场份额也上升 0.5 个百分点至 7.1%。销售迅速反弹,2020 年 6 月同比增长 21.2%,实现连续三个月的增长。6 月份的销售与汽车市场的复苏趋势一致,原因是: 1) 需求被抑制; 2) 政府支持政策和 3) 低基数。SUV 在 2020 年第 2 季度非常强劲,公司具有竞争力的 SUV 产品给予了极大的支持,特别是博越、帝豪 GS,远景 X6 和缤越。同时,受益于领克 05 和领克 03,领克品牌表现强劲,同比增长 52.7%。我们预计销售将保持相对良好态势。大多数新车型已经在 2020 年上半年推出,只有基于 CMA 的轿车 Preface (代码 FS11) 预计在 2020 年第 3 季度推出。在 6 月,豪越和领克 05 已经开始销售,我们相信 2020 年下半年会爬坡更快。另一方面,市场重估持续。重估主要受两个因素推动。1) 对行业复苏的积极情绪。2020 年第 2 季度行业销售的增长较好,特别是公司的表现好于市场。2) 科创板上市的计划。自宣布计划以来,股价反应积极。公司的 12 个月预测市盈率 16.5 倍,估值非常高。尽管如此,基于当前的市场情绪和公司的乐观前景,我们认为它可以维持目前的估值。由于公司重新评级,我们将目标价上调至 20.00 港元,维持投资评级为“收集”。我们的目标价相当于 16.5 倍 2021 年市盈率和 14.3 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 新品牌 LYNK&CO 销售良好。
- 与沃尔沃计划重组。
- 新车型非常受市场欢迎。
- 出口市场改善。

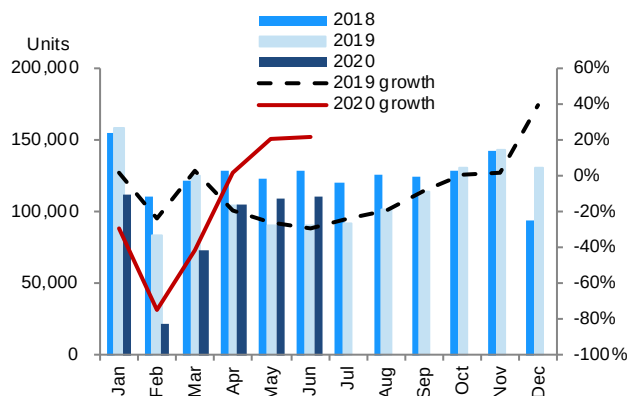
负面因素分析

- 国内市场未来竞争加剧。
- 进口车挤压国产车。
- 新车销售差于预期。
- 合资品牌加快他们国产化进程,挤压自主品牌。

风险分析

- 新车销售不确定性。
- 贸易战不确定性。
- 国内汽车销售不景气。
- 第二波疫情。

公司汽车销量及增长趋势



资料来源: 公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	106,595	97,401	93,478	115,376	122,376
销售成本	(85,082)	(80,485)	(77,228)	(94,655)	(99,435)
毛利	21,513	16,917	16,250	20,721	22,942
销售及分销成本	(4,523)	(4,332)	(4,158)	(5,132)	(5,443)
行政管理费用	(3,777)	(5,122)	(4,114)	(5,573)	(5,649)
经营利润	13,213	7,462	7,978	10,017	11,850
应占联营公司盈利及亏损	445	664	1,383	1,855	1,923
其他收入	1,237	1,408	1,183	1,173	1,158
息税前溢利	14,895	9,534	10,544	13,044	14,930
财务费用	79	108	(29)	37	105
以股份付款	(15)	(5)	(10)	(8)	(9)
税前溢利	14,959	9,636	10,505	13,074	15,027
所得税	(2,285)	(1,375)	(1,552)	(1,898)	(2,201)
净利润	12,674	8,261	8,953	11,175	12,826
少数股东权益	121	72	73	84	97
股东应占溢利	12,553	8,190	8,880	11,091	12,729
每股溢利 (人民币)	1.398	0.902	0.942	1.106	1.269

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
销售量增长 (%)	20.4	(9.3)	(1.9)	22.3	3.6
销售收入增长 (%)	14.9	(8.6)	(4.0)	23.4	6.1
毛利率 (%)	20.2	17.4	17.4	18.0	18.7
经营利润率 (%)	14.0	9.6	11.3	11.3	12.2
净利率 (%)	11.8	8.4	9.5	9.6	10.4
股东资金回报率 (%)	31.6	16.5	14.6	15.5	15.7
现金比率 (倍)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转期 (天)	21.1	21.8	22.7	23.5	24.4
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司、国泰君安国际。

商用车销售乐观

分析员：马守彰 Toliver Ma

东风汽车(00489 HK)
评级：收集
股价：HK\$4.630
目标价：HK\$6.10

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	104,543	12,979	1.506	(7.7)	2.7	14.499	0.3	0.250	6.1	11.4
2019A	101,087	12,858	1.492	(0.9)	2.8	15.549	0.3	0.250	6.0	10.4
2020F	104,299	10,898	1.265	(15.2)	3.3	17.758	0.2	0.212	5.0	8.0
2021F	109,961	11,965	1.389	9.8	3.0	18.981	0.2	0.233	5.5	7.9
2022F	114,812	12,279	1.425	2.6	3.0	20.237	0.2	0.239	5.7	7.6
已发行股本 Shares in issue (m)					8,616.1	大股东 Major shareholder		东风汽车公司 66.9%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					39,892.6	流通比例 Free float (%)		33.1		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					15,156.9	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		19.4		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					8.52/4.38	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		7.6		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								0.7 / (4.2) / (22.4)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								(5.7) / (7.7) / (7.9)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

商用车销售预期乐观。商用车业务开始复苏，增长主要是由重卡带动。5 月重卡销售同比增长 62.7%，与行业增长一致。整体汽车行业销量同样同比增长超 60%至 17.9 万辆。增长主要是由于 1) 新型冠状病毒疫情使得积压的需求将开始释放，2) 政府加大基建投资和房地产开发，以此来缓解经济压力，有助推动卡车需求，特别是对重卡的需求。东风汽车为第二大商用车制造商，2019 年的市场份额为 20.5%，仅落后一汽集团 2.9 个百分点。公司的两个主要商用车品牌为东风柳汽和东风商用车，其中东风商用车是其商用车业务分部的主要销售推动力。2020 年东风商用车计划销售商用车 220,000 辆，同比增长 18.3%。同时，2020 年东风柳汽计划销售商用车 65,000 辆，同比增长 11.5%。鉴于目前的复苏势头，我们预计东风商用车和东风柳汽（商用车）均将实现其销售目标。乘用车方面，销售业绩主要受日本品牌推动，这也与整个行业趋势保持一致。我们预计日本品牌将继续引领销售，我们认为这是由于日本品牌的品牌知名度以及高质量而继续受年轻客户青睐。我们对公司的投资评级为“收集”，目标价为 6.10 港元，相当于 4.4 倍 2020 年市盈率，4.0 倍 2021 年市盈率。

正面因素分析

- 日系品牌强势。
- 重卡车行业需求增长，轻卡接力。
- 产品结构改善提升均价和毛利率。

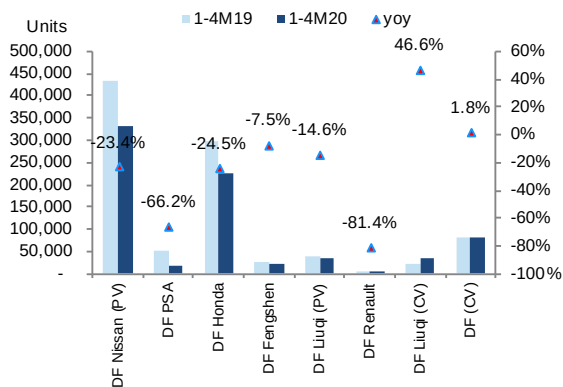
负面因素分析

- 法系及自主品牌产品竞争力。
- 新车销售差于预期。
- 跨国企业加快车型国产，国内竞争加剧。

风险分析

- 新车销售不确定性。
- 购置税优惠退坡的影响。
- 油价大幅反弹。

按品牌销售



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	104,543	101,087	104,299	109,961	114,812
销售成本	(91,128)	(87,596)	(89,336)	(94,186)	(98,341)
毛利	13,415	13,491	14,963	15,775	16,471
销售及分销成本	(6,342)	(4,349)	(4,693)	(4,948)	(5,167)
管理费用	(5,512)	(6,239)	(6,469)	(6,897)	(7,287)
其他费用	(5,683)	(5,500)	(5,831)	(5,523)	(6,510)
应占联营公司盈利及亏损	3,182	3,913	4,044	4,910	5,639
其他收入	3,164	2,231	1,756	1,745	1,820
财务费用	(265)	(575)	(867)	(1,065)	(1,289)
税前溢利	14,239	14,605	13,668	15,183	15,481
所得税	(1,661)	(1,759)	(2,243)	(2,639)	(2,608)
净利润	12,578	12,846	11,425	12,544	12,873
少数股东权益	(401)	(12)	528	579	595
股东应占溢利	12,979	12,858	10,898	11,965	12,279
每股溢利(人民币)	1.506	1.492	1.265	1.389	1.425
每股股息(人民币)	0.250	0.250	0.212	0.233	0.239

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
销售收入增长 (%)	(17.0)	(3.3)	3.2	5.4	4.4
合资公司投资收益 (%)	(9.5)	(5.3)	(7.4)	3.9	5.5
EPS 增长 (%)	(7.7)	(0.9)	(15.2)	9.8	2.6
经营利润率 (%)	13.9	15.0	13.9	14.8	14.6
净利率 (%)	12.4	12.7	10.4	10.9	10.7
股东资金回报率 (%)	11.4	10.4	8.0	7.9	7.6
库存周转次数	42.8	47.7	51.5	55.7	60.1
现金比率 (倍)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
净负债比率 (%)	净现金	12.7	19.4	9.2	15.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

消费升级加速，“收集”

分析员：马守彰 Toliver Ma

华晨汽车(01114 HK)

评级：收集

股价：HK\$6.940

目标价：HK\$8.60

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	4,377	5,821	1.154	32.9	5.3	6.160	1.0	0.096	1.6	20.2
2019A	3,862	6,763	1.340	16.1	4.6	6.724	0.9	0.097	1.6	20.8
2020F	2,856	7,572	1.501	12.0	4.2	6.189	1.0	0.097	1.5	23.2
2021F	2,274	8,957	1.775	18.3	3.6	7.291	0.9	0.097	1.5	26.3
2022F	1,827	9,734	1.929	8.7	3.3	8.487	0.7	0.097	1.5	24.5
已发行股本 Shares in issue (m)				5,045.3	大股东 Major shareholder				华晨集团 42.5%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				35,014.2	流通比例 Free float (%)				57.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				16,648.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				9.790 / 4.910	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				9.2	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									2.4 / 8.7 / (10.3)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(4.0) / 5.3 / 4.1	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

维持长期看好观点。华晨宝马是中国消费升级趋势的主要受益者之一。实际上，我们认为 BBA（宝马、奔驰和奥迪）将因其品牌和完整的产品线而从中受益。如前所述，消费升级趋势非常明显，并在疫情期加速。换购升级的意愿很强，我们相信 BBA 将是潜在消费者考虑的品牌。2020 年 5 月，华晨宝马的销量达到前 15 名，这是非常强劲的，因为更高名次均为大众市场品牌（合资和自主品牌）。销售强劲反弹。得益于 3 系、X2 和 X3，华晨宝马展现出“V”形反弹，而 5 系列保持非常稳定。销售情况略好于预期，尤其是 5 系列和 3 系列。在第三季度，iX3 有望推出。虽然不能期望它提供和汽油车型相同的销量，但这具有战略意义。该车型会与 X3 共享同一平台，并且可能会出口到国际市场。该车型技术能力顶级，在 WLTP 下的续驶里程达到 440 公里，是 EQC 和 e-tron 等同类车型中最高的。消费升级将持续一段时间，而华晨宝马的车型周期很强，可以顺应这一趋势。因此，盈利可见性更加确定。我们对华晨汽车的投资评级为“收集”，目标价为 8.60 港元，相当于 4.4 倍 2021 年市盈率和 4.1 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 国产化率提高，有利于降低生产成本。
- 中国消费升级，有利高端车。
- 与雷诺合作发展轻型卡车。

风险分析

- 国内豪华车市场竞争加剧。
- 油价大幅反弹。

负面因素分析

- 华晨金杯持续处于亏损状态。
- 新车销售差于预期。
- 关税调低冲击华晨宝马销售。
- 二线豪华品牌加快国产化进程，挤压宝马的市场份额。

损益表

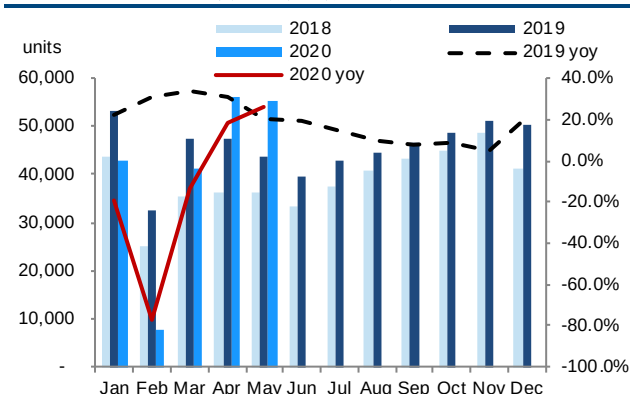
截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	4,377	3,862	2,856	2,274	1,827
销售成本	(4,091)	(3,788)	(2,801)	(2,230)	(1,792)
毛利	287	74	55	44	35
销售及分销成本	(376)	(377)	(279)	(222)	(178)
行政管理费用	(918)	(1,179)	(872)	(694)	(558)
其他费用和收入	141	159	72	61	46
应占联营公司盈利及亏损	6,278	7,609	8,326	9,815	10,616
经营利润	5,412	6,287	7,302	9,004	9,961
财务费用	(53)	6	(78)	(144)	(142)
税前溢利	5,359	6,292	7,224	8,860	9,819
所得税	(65)	(215)	(183)	(324)	(425)
净利润	5,294	6,077	7,041	8,536	9,394
少数股东权益	526	686	531	421	340
股东应占溢利	5,821	6,763	7,572	8,957	9,734
每股溢利(人民币)	1.154	1.340	1.501	1.775	1.929
每股股息(人民币)	0.096	0.097	0.097	0.097	0.097

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
华晨金杯销售量增长(%)	(29.5)	(6.5)	(23.0)	(21.9)	(21.2)
华晨宝马销售量增长(%)	20.6	17.0	2.5	13.6	3.8
EPS 增长率(%)	33.0	16.2	12.0	18.3	8.7
华晨金杯经营利润率(%)	(19.8)	(34.3)	(35.8)	(35.7)	(35.9)
华晨宝马经营利润率(%)	12.1	12.0	12.3	12.6	12.9
净利率(%)	133.0	175.1	265.1	393.8	532.7
股东资金回报率(%)	20.2	20.8	23.2	26.3	24.5
现金比率(倍)	0.2	0.5	0.7	0.8	0.9
存货周转期(天)	83.6	82.8	83.2	83.0	83.1
净负债比率(%)	净现金	4.0	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

华晨宝马的销量及增长



资料来源：公司、中汽协、国泰君安国际。

不确定性担忧

分析员：马守彰 Toliver Ma

耐世特(01316 HK)
评级：中性
股价：HK\$5.320
目标价：HK\$5.68

End 12/31	Turnover (USD m)	Net Profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	3,912	380	0.152	7.8	4.5	0.667	1.0	0.031	4.6	24.7
2019A	3,576	232	0.093	(38.8)	7.4	0.723	0.9	0.033	4.8	13.3
2020F	2,942	173	0.069	(25.8)	9.9	0.768	0.9	0.024	3.5	9.3
2021F	3,108	205	0.082	18.8	8.4	0.821	0.8	0.028	4.1	10.3
2022F	3,341	230	0.092	12.2	7.5	0.881	0.8	0.032	4.6	10.8
已发行股本 Shares in issue (m)					2,507.5	大股东 Major shareholder			PCM China	67.2%
市值 Market cap. (HK\$ m)					13,340.1	流通比例 Free float (%)				32.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					13,414.8	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					10.380 / 2.910	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				6.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									26.4 / 36.8 / (45.3)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									20.0 / 33.3 / (30.8)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

会受到美国销量拖累但受到皮卡车助力。根据 IHS Markit 的预测，全球汽车销量预计将下降 22.0%，而在新型冠状病毒爆发的打击下，美国将受到最大影响。同时，产量下降幅度约为 21.2%，与销量相似。尽管如此，我们预计耐世特的表现将略好于市场，原因是耐世特更专注于皮卡车，而皮卡车销量在 2020 年 4 月首次超过了乘用车。福特、通用汽车和菲亚特都已于 2020 年 5 月重启了美国工厂，我们预计复产率正在提高。尽管如此，我们仍然担心需求的可持续性，因为长期的经济复苏仍然存在重大不确定性。中国恢复得较早，但主要客户疲软。虽然我们预计中国已经全面复产，但我们预计耐世特在中国的客（如东风汽车、标致雪铁龙和上汽通用五菱）的复苏速度将低于市场。此外，由于新冠病毒疫情的影响，我们预计有些现有项目将有所减少或延迟。优越的基本面使耐世特为下一个增长期做好准备。我们对耐世特的产品竞争力充满信心，其在电动转向系统（EPS）推动的先进驾驶辅助系统(ADAS)及自动驾驶(AD)领域拥有强大的技术储备。另一方面，稳健的资产负债表使公司能够度过当前危机，尤其是其自 2017 年以来处于净现金状态，流动比率接近 2.0。我们维持投资评级为“中性”，但将目标价上调至 5.68 港元，相当于 9.0 倍 2021 年市盈率和 8.0 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

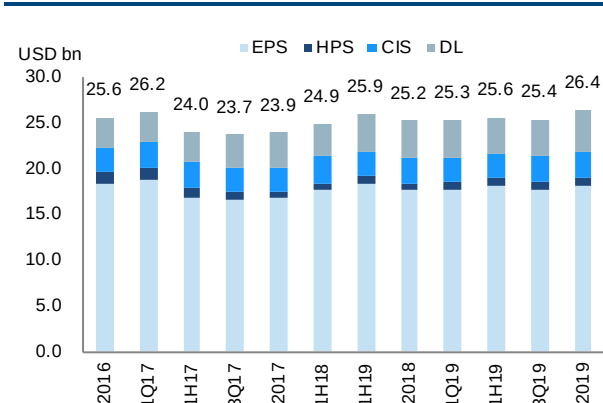
- ADAS 应用进展比预期快。
- 消费升级，有利替换高端 EPS。

负面因素分析

- 汽车销售差于预期。
- 中美汽车市场销售放缓。
- 竞争加剧，毛利率受压。

风险分析

- 贸易战影响公司在国内营运。
- 钢铝成本受贸易战增多。
- 油价大幅反弹。

公司已签约订单


资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入	3,912	3,576	2,942	3,108	3,341
销售成本	(3,237)	(3,037)	(2,503)	(2,633)	(2,817)
毛利	675	539	438	476	525
工程及产品研发成本	(123)	(129)	(100)	(106)	(114)
销售及分销开支	(19)	(18)	(15)	(16)	(17)
行政开支	(124)	(120)	(118)	(111)	(123)
其他收益净额	15	2	8	5	7
经营利润	424	273	214	248	277
融资成本，净额	(9)	(5)	(15)	(15)	(15)
分占合营企业（亏损）收	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
除所得税前利润	410	264	195	229	258
所得税开支	(26)	(29)	(20)	(22)	(26)
年度利润	384	235	175	207	232
股东应占溢利	380	232	173	205	230
每股溢利 (美元)	0.152	0.093	0.069	0.082	0.092
每股股息 (美元)	0.031	0.033	0.024	0.028	0.032

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
销售收入增长 (%)	0.9	(8.6)	(17.7)	5.7	7.5
EPS 增长 (%)	7.8	(38.8)	(25.8)	18.5	12.2
经营利润率 (%)	10.8	7.6	7.3	8.0	8.3
净利率 (%)	9.8	6.6	5.9	6.7	7.0
股东资金回报率 (%)	24.7	13.3	9.3	10.3	10.8
库存周转次数	38	44	41	42	41
现金比率 (倍)	0.8	0.7	0.9	0.8	0.7
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

卡车复苏较快有利公司

分析员：马守彰 Toliver Ma

浦林成山(01809 HK)
评级：收集
股价：HK\$7.800
目标价：HK\$8.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	5,206	479	0.901	126.7	7.6	5.736	1.2	0.249	3.6	20.6	
2019A	5,589	480	0.755	(16.2)	9.2	5.376	1.3	0.179	2.6	14.9	
2020F	7,119	560	0.882	16.7	8.0	6.049	1.2	0.209	2.9	15.4	
2021F	8,880	747	1.176	33.4	6.0	6.946	1.0	0.279	3.9	18.1	
2022F	10,301	922	1.453	23.5	4.9	8.055	0.9	0.345	4.9	19.4	
已发行股本 Shares in issue (m)					635.0	大股东 Major shareholder		Chengshan Group		68.9%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					4,953.0	流通比例 Free float (%)					31.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					253.9	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					9.540 / 6.020	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)					10.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)											11.4 / 11.1 / 11.1
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)											5.0 / 7.6 / 25.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

到 2020 年，收入将增长更快。尽管受到新型冠状病毒（COVID-19）的冲击，管理层仍然对今年的销售目标充满信心。管理层表示，年初至今的销售额仅录得同比小幅下降，因为海外市场仍然强劲，尤其是在前两个月，并且能够弥补中国销售的下滑。公司的生产率可以达到约 90%，远远高于仅 60-70% 的行业。目前，管理层的目标仍然是到 2020 年实现两位数增长，这得益于去年中国新增产能以及泰国预计将于 2020 年第 2 季度实现的新增产能的支持。公司销售广泛，产品销往 160 多个国家/地区，来自中国和海外的收入分别为 60% 和 40%。另外，产品需求主要来自更换需求，2019 年占经销商销售的 70.8%。未来，我们预计这将继续是主要渠道。即使直接对 OEM 的销售，排名前 10 的商用车制造商已经是公司的客户，即使在汽车需求疲弱（主要是乘用车）上，公司销售预计能够好于整体市场，尤其重卡销售在 2 季度增长快速。公司投资评级为“收集”，目标价至 8.00 港元，相当于 8.1 倍 2020 年市盈率和 6.1 倍 2021 年市盈率。

正面因素分析

- 物流市场持续增长，提升轮胎需求。
- 销售占比平衡，海外销售增长。

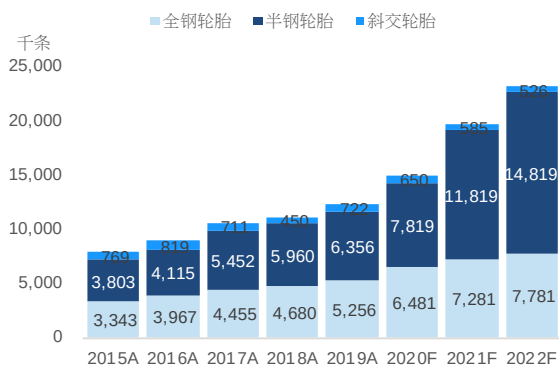
负面因素分析

- 原材料成本控制被动。
- 海外订单不确定。

风险分析

- 中美贸易战升级。
- 油价大幅反弹导致橡胶价格上升。
- 国际市场对公司实施双反

轮胎销售（按产品）



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	5,206	5,589	7,119	8,880	10,301
销售成本	(4,203)	(4,514)	(5,753)	(7,155)	(8,252)
毛利	1,003	1,075	1,366	1,725	2,049
其他收入	40	39	39	51	55
销售及分销成本	(301)	(356)	(454)	(557)	(636)
行政管理费用	(116)	(128)	(161)	(202)	(234)
其他经营费用	(59)	(91)	(145)	(167)	(188)
经营利润	566	539	645	851	1,047
财务费用	(5)	10	4	6	13
税前溢利	562	550	650	857	1,060
所得税	(83)	(70)	(90)	(110)	(137)
净利润	479	480	560	747	922
母公司控股权人应占溢利	479	480	560	747	922
每股溢利 (人民币)	0.901	0.755	0.882	1.176	1.453

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
销售收入增长 (%)	7.6	7.4	27.4	24.7	16.0
毛利率 (%)	19.3	19.2	19.2	19.4	19.9
经营利润率 (%)	10.9	9.7	9.1	9.6	10.2
净利率 (%)	9.2	8.6	7.9	8.4	9.0
股东资金回报率 (%)	20.6	14.9	15.4	18.1	19.4
流动比率 (倍)	1.7	1.4	1.1	1.1	1.2
存货周转期 (天)	59	58	58	58	58
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

自主品牌展望正面

分析员：马守彰 Toliver Ma

北京汽车(01958 HK)
评级：收集
股价：HK\$3.350
目标价：HK\$3.88

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	151,920	4,429	0.548	84.5	5.4	6.148	0.5	0.185	6.3	9.9
2019A	174,633	4,083	0.495	(9.7)	6.0	6.400	0.5	0.170	5.7	8.3
2020F	186,751	4,660	0.581	17.4	5.2	6.792	0.4	0.200	6.5	9.0
2021F	216,149	6,429	0.802	38.0	3.8	7.333	0.4	0.275	9.0	11.6
2022F	233,558	7,610	0.949	18.3	3.2	7.974	0.4	0.326	10.7	12.6
已发行股本 Shares in issue (m)					8,015.3	大股东 Major shareholder			北汽集团 42.6%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					26,851.4	流通比例 Free float (%)			57.4	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					7,922.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					5.570 / 2.510	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			4.9	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									13.0 / 14.5 / (28.1)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									6.6 / 11.0 / (13.6)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

自主品牌遇政策顺风。2020 年 4 月 23 日，财政部宣布了新能源汽车 2020 至 2022 年补贴的新安排（“新政”）。根据新政，2020 至 2022 年补贴将在 2019 年的基础上分别减少 10%、20%和 30%。技术要求方面，2020 年将大致与 2019 年相似，只会收紧电耗要求和续航里程（新能源汽车补贴趋势见下表）。新政的更新将有利于自主品牌，因为新规要求补贴前的售价需低于人民币 300,000 万元，因此只有大多数自主品牌或中高端品牌合乎资格。品牌重塑带来正面影响。我们认为北京品牌将受益于政策顺风及其品牌重塑行动。2019 年，北京品牌有 62.3%的销售由新能源汽车贡献。销售占比非常高，接近比亚迪。我们预计占比在今年还将提升，而且提升的幅度可能会更大，主要考虑到新能源汽车补贴的温和调整，自 2017 年以来补贴此次降幅最低。我们相信政策调整令市场吃下定心丸，因此我们应能看到行业中的新能源车销售出现更小的波动。这也将帮助厂商更好地规划产品，我们相信新政受到包括北京品牌在内的大多数自主品牌的欢迎。同时，品牌重塑也给其它车型带来显著的调整。投资评级为“收集”，目标价为 3.88 港元，相当于 6.1 倍 2020 年市盈率，4.4 倍 2021 年市盈率。

正面因素分析

- 国产化率提高，有利于降低生产成本。
- 中国消费升级，有利高端车。

风险分析

- 国内豪华车市场竞争加剧。
- 油价大幅反弹。
- 出售北京奔驰股权。

负面因素分析

- 北京品牌持续处于亏损状态。
- 中韩关系再次转差。
- 关税调低冲击北京奔驰销售。
- 新车销售差于预期。
- 二线豪华品牌加快国产化进程，挤压奔驰的市场份额。

损益表

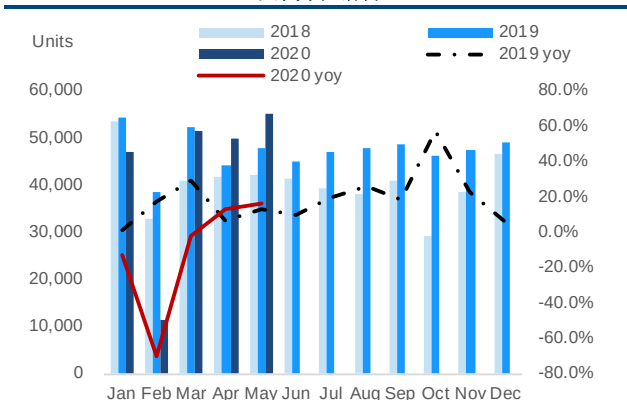
截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	151,920	174,633	186,751	216,149	233,558
销售成本	(114,914)	(137,146)	(146,487)	(168,267)	(180,599)
毛利	37,007	37,487	40,263	47,883	52,958
销售及分销成本	(10,432)	(10,294)	(11,942)	(13,822)	(14,935)
行政管理费用	(6,570)	(7,275)	(7,780)	(9,005)	(9,730)
经营利润	20,005	19,917	20,541	25,055	28,292
应占联营公司盈利及亏损	904	(305)	285	833	945
其他收入	623	1,766	1,327	1,861	1,836
财务费用	623	(64)	179	131	294
税前溢利	21,175	21,314	22,332	27,880	31,367
所得税	(6,904)	(6,991)	(7,168)	(8,948)	(10,067)
净利润	14,271	14,323	15,164	18,932	21,299
少数股东权益	9,842	10,240	10,504	12,502	13,689
股东应占溢利	4,429	4,083	4,660	6,429	7,610
每股溢利 (人民币)	0.548	0.495	0.581	0.802	0.949
每股股息 (人民币)	0.185	0.170	0.200	0.275	0.326

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
销售量增长 (%)	(0.4)	1.1	(1.5)	14.2	4.3
销售收入增长 (%)	13.2	14.9	6.9	15.7	8.1
EPS 增长 (%)	84.8	(9.7)	17.4	38.0	18.4
经营利润率 (%)	14.2	12.2	11.9	12.8	13.3
净利率 (%)	9.4	8.2	8.1	8.8	9.1
股东资金回报率 (%)	9.9	8.3	9.0	11.6	12.6
库存周转次数	56.9	57.2	57.0	57.1	57.1
现金比率 (倍)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

北京奔驰销售



资料来源：公司、国泰君安国际。

政策支持

分析员：马守彰 Toliver Ma

广汽集团(02238 HK)
评级：收集
股价：HK\$5.590
目标价：HK\$7.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	72,380	10,900	1.067	(0.9)	4.6	7.498	0.7	0.380	7.7	14.9
2019A	59,704	6,616	0.646	(39.5)	7.7	7.834	0.6	0.200	4.0	8.4
2020F	74,801	7,160	0.699	8.2	7.3	8.324	0.6	0.210	4.1	8.7
2021F	77,730	8,580	0.838	19.9	6.1	8.911	0.6	0.251	4.9	9.7
2022F	80,945	9,292	0.908	8.4	5.6	9.546	0.5	0.272	5.4	9.8
已发行股本Shares in issue (m)				10,237.7	大股东 Major shareholder				广汽集团 60.7%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				57,228.8	流通比例 Free float (%)				39.3	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				29,259.1	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				10.140 / 5.510	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				7.4	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								(10.1) / (26.5) / (30.9)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								(16.5) / (30.0) / (16.4)		
资料来源：公司、国泰君安国际。										

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司销售在 5 月实现连续两个月的增长，但增长较上个月略有放缓。两田的表现继续是较好的，近年来日本品牌的强势表现非常引人注目。广汽丰田及广汽本田推出全新 SUV，它们的市场地位有望再次提升。广汽丰田显然正处于强劲的复苏趋势，2020 年 3 月的销售仅同比下降 9.1%，随后 4、5 月分别同比增长 46.9%及 33.4%，远高于同行水平。另一方面，广汽本田销量同比下降 8.5%。我们认为部分原因是零部件短缺，因为产量倒退远高于销量（同比下降 17.9%）。但是，随着雅阁和皓影的强劲需求，销售应该能够保持稳定，并在零部件供应稳定时把产能释放。同时，传祺的销量同比下降 4.7%，但与上个月相比再次显著收窄。我们预计该品牌将在其新能源车型 Aion S 和 LX 的推动下于下个月恢复增长。其他主要品牌广汽菲克和广汽三菱的销售分别同比下降 13.0%和 30.0%。广汽投资评级为“收集”评级，目标价 7.00 港元。我们的目标价相当于 9.0 倍 2020 年市盈率及 7.5 倍 2021 年市盈率。

正面因素分析

- 日系品牌处于高增长，车型投入较多。
- 成熟型的自主品牌。
- SUV 市场销售行情较热。
- 油价大幅下滑。

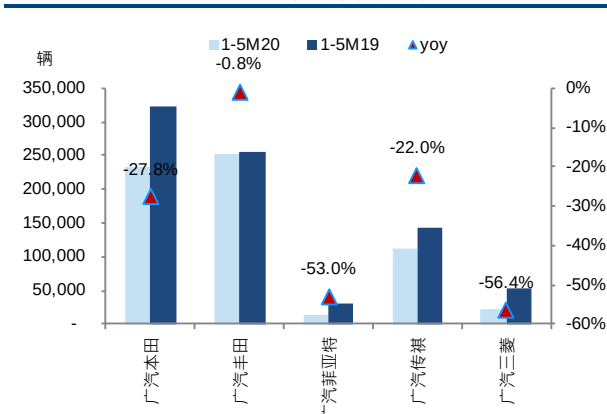
负面因素分析

- SUV 市场未来竞争加剧。
- 新车销售差于预期。
- 合资品牌加快他们 SUV 的国产化进程，挤压自主品牌。

风险分析

- 新兴国家汽车销售不景气。
- 油价大幅反弹。

公司主要汽车品牌销售及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	72,380	59,704	74,801	77,730	80,945
销售成本	(60,836)	(57,181)	(70,144)	(72,735)	(75,581)
毛利	11,544	2,523	4,657	4,995	5,363
销售及分销成本	(5,073)	(4,553)	(4,468)	(4,643)	(4,835)
行政管理费用	(4,527)	(3,643)	(4,565)	(4,743)	(4,940)
经营利润	3,466	(2,763)	(1,732)	(1,692)	(1,843)
应占联营公司盈利及亏损	8,753	9,399	9,651	11,132	12,036
其他收入	1,068	2,620	2,297	2,308	2,306
财务费用	(356)	(345)	(472)	(490)	(540)
税前溢利	11,863	6,292	7,447	8,951	9,653
所得税	(921)	417	89	81	129
净利润	10,942	6,709	7,536	9,032	9,782
少数股东权益	(43)	(93)	(377)	(452)	(489)
股东应占溢利	10,900	6,616	7,160	8,580	9,292
每股溢利 (人民币)	1.067	0.646	0.699	0.838	0.908
每股股息 (人民币)	0.380	0.200	0.210	0.251	0.272

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
销售量增长 (%)	1.1	(17.5)	25.3	3.9	4.1
毛利率 (%)	15.9	4.2	6.2	6.4	6.6
EPS 增长 (%)	(0.9)	(39.5)	8.2	19.8	8.3
经营利润率 (%)	4.8	(4.6)	(2.3)	(2.2)	(2.3)
净利率 (%)	15.1	11.1	9.6	11.0	11.5
股东资金回报率 (%)	14.9	8.4	8.7	9.7	9.8
库存周转次数	30	44	44	44	44
现金比率 (倍)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

皮卡和 SUV 引领，“收集”

分析员：马守彰 Toliver Ma

长城汽车(02333 HK)
评级：收集
股价：HK\$4.840
目标价：HK\$6.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	99,230	5,207	0.571	3.6	7.5	5.773	0.7	0.290	6.8	10.2
2019A	96,211	4,497	0.493	(13.7)	8.8	5.960	0.7	0.250	5.8	8.4
2020F	98,669	4,411	0.483	(2.0)	9.1	6.201	0.7	0.246	5.6	7.9
2021F	120,497	5,065	0.555	14.9	7.9	6.478	0.7	0.282	6.4	8.8
2022F	141,214	6,472	0.709	27.7	6.2	6.832	0.6	0.360	8.2	10.7

已发行股本 Shares in issue (m)	9,176.6	大股东 Major shareholder	魏建军 34.9%
市值 Market cap. (HK\$ m)	44,414.6	流通比例 Free float (%)	65.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	23,313.8	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)	6.950 / 3.850	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)	7.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			3.9 / 2.6 / (8.7)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(2.5) / (0.9) / 5.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

皮卡车成为最强劲的增长引擎。今年放宽进城限制的步伐正在加快。七个城市/地区在 2020 年宣布了放宽政策，为皮卡车的销售带来增长空间。得益于长城炮的贡献，2020 年 5 月份的总体销售开始回升，为 2020 年录得首个同比增长。长城炮的销量达到 10,006 辆，而风骏系列的销量则达到 12,537 辆。正如长城汽车的官方经销商反馈，需求（尤其是长城炮）仍然强劲，我们预计销售势头将继续。尽管皮卡车的市场规模并不大，但受益于消费升级和市场规模的扩大，长城汽车正在快速扩张。根据中国皮卡网的数据，2020 年 5 月长城汽车的皮卡车约占市场份额的 50%。另一方面，长城汽车将受益于 SUV 的普及。因 SUV 强劲反弹，长城汽车对 SUV 的专注可能会在今年有所收获。5 月行业 SUV 销量同比增长 20.1%，目前的销量比例与轿车持平。在当前趋势下，SUV 将在 2020 年下半年成为最受欢迎的车辆类型。长城汽车将受益匪浅，因为两款全新的 SUV 将趁东风陆续上市。这两款 SUV 都将在全新平台上精心打造。首款名为“大狗”的 SUV 于 2020 年 6 月面世，其外观与 H6 和 F7 完全不同，我们认为这将有助于扩大公司的市场份额。我们相信公司经过多年调整后已进入另一个增长阶段，我们对公司的投资评级至“收集”，目标价 6.00 港元，相当于 9.8 倍 2021 年市盈率和 7.0 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- SUV 市场仍然增长。
- 新品牌销售良好。
- 新车推出加快。

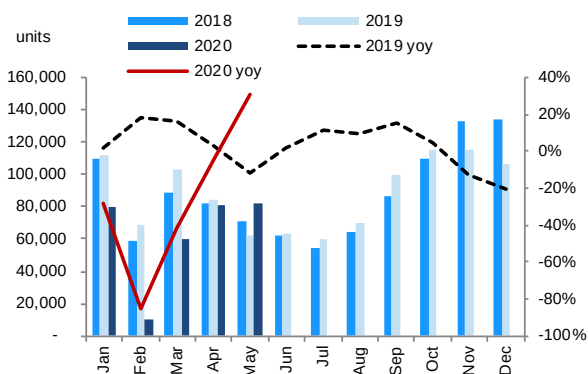
负面因素分析

- SUV 市场未来竞争加剧，新车销售差于预期。
- 毛利率继续下跌。
- 新能源车发展较慢。

风险分析

- 新兴国家汽车销售不景气。
- 新品牌 WEY 发展缓慢。
- 油价大幅反弹。

公司月度汽车销量及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	99,230	96,211	98,669	120,497	141,214
销售成本	(81,481)	(79,684)	(81,551)	(99,383)	(116,222)
毛利	17,749	16,526	17,118	21,114	24,991
营业税金及附加	(3,627)	(3,169)	(3,250)	(3,968)	(4,651)
销售及分销成本	(4,575)	(3,897)	(3,917)	(4,618)	(5,579)
行政管理费用	(3,420)	(4,672)	(4,870)	(6,543)	(7,829)
其他费用和收入	(17)	(42)	(283)	(199)	(309)
财务费用/收入	123	30	(161)	(187)	(171)
经营利润	6,232	4,777	4,639	5,599	6,452
营业外收入和支出	245	324	290	208	68
税前溢利	6,477	5,101	4,929	5,806	6,521
净利润	5,248	4,531	4,444	5,103	6,521
少数股东权益	(40)	(34)	(33)	(38)	(49)
股东应占溢利	5,207	4,497	4,411	5,065	6,472
每股溢利 (人民币)	0.571	0.493	0.483	0.555	0.709
每股股息 (人民币)	0.290	0.250	0.246	0.282	0.360

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
销售量增长 (%)	(9.0)	0.7	(0.7)	17.5	12.9
销售收入增长 (%)	(1.9)	(3.0)	2.6	22.1	17.2
毛利率 (%)	17.9	17.2	17.3	17.5	17.7
经营利润率 (%)	6.3	5.0	4.7	4.6	4.6
净利率 (%)	5.2	4.7	4.5	4.2	4.6
股东资金回报率 (%)	10.2	8.4	7.9	8.8	10.7
现金比率 (倍)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
存货周转期 (天)	22.4	24.5	23.5	24.0	23.7
净负债比率 (%)	3.7	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

估值欠吸引力，“减持”

分析员：马守彰 Toliver Ma

中国重汽(03808 HK)

评级：减持

股价：HK\$20.050

目标价：HK\$15.89

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	62,728	4,346	1.574	43.7	11.2	9.232	1.9	0.640	3.6	18.0
2019A	62,227	3,334	1.207	(23.3)	14.8	9.874	1.8	0.588	3.3	12.6
2020F	69,228	4,134	1.497	24.0	12.2	10.783	1.7	0.765	4.2	14.5
2021F	75,154	4,685	1.697	13.4	10.8	11.715	1.6	0.794	4.4	15.1
2022F	79,756	5,213	1.888	11.3	9.7	12.808	1.4	0.923	5.1	15.4
已发行股本 Shares in issue (m)					2,761.0	大股东 Major shareholder			中国重汽集团 51.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					55,357.9	流通比例 Free float (%)			49.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					4,471.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			13.0	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					21.000 / 10.900	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			16.7	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									6.5 / 55.4 / 55.7	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									0.2 / 51.9 / 70.1	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

基建投资将推动重卡销售。重卡行业销售在 2020 年 5 月同比增长 65.6%至 179,237 辆。2020 年首五个月，销售转为 16.6% 的同比增长。我们认为增长的原因有 1) 新型冠状病毒疫情导致今年第 1 季度积压的需求得到释放，以及 2) 政府愈加重视基建投资及房地产开发为缓解经济影响，进而增加了卡车需求，特别是对重卡的需求。由于 2020 年第 1 季度新冠病毒疫情的影响，旺季将由 3 月推迟到 5 月或 6 月，我们预计 2020 年第 2 季度将录得强劲的销售。此外，今年发行专项债的指令将有助于基建项目更快地获得融资。随着财政部加快审批专项债，2020 年首 4 个月专项债的发行规模显著扩大，同比上涨 50.1%至人民币 12.24 亿元。此外，筹集资金的 80%以上用于基建项目，相较于 2019 年仅有 25%。由于受到一系列利好消息的影响，市场情绪明显改善。估值飙升至很高的水平，我们对此水平能被维持不抱有信心。因此，我们对公司的投资评级为“减持”，因为我们预计正面因素已反映，目标价为 15.89 港元，相当于 9.4 倍 2020 年市盈率和 8.3 倍 2021 年市盈率，1.3 倍 2020 年市净率和 1.2 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 重卡需求不断释放，销量将大幅提高。
- 重卡主要为工程卡车，受惠于固定资产投资增长。
- 轻卡将迎来替换需求。
- 进出口贸易在逐步复苏。

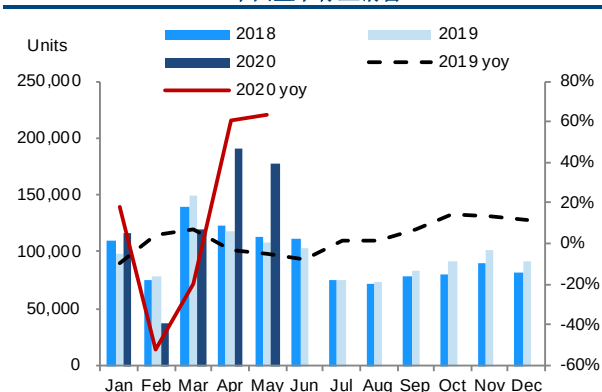
负面因素分析

- 中轻卡在产品结构中的比重增加，将减慢公司的平均毛利率增长。
- 新兴国家的经济增长放缓将影响到重卡出口。
- 房地产投资减慢。

风险分析

- 国家经济增长差于预期。
- 基建投资增长大幅回落。

中国重卡行业销售



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	62,728	62,227	69,228	75,154	79,756
销售成本	(51,403)	(50,380)	(55,754)	(60,013)	(63,327)
毛利	11,324	11,847	13,474	15,141	16,429
其他收入	699	631	672	734	753
销售成本	(3,061)	(3,400)	(3,477)	(3,877)	(4,273)
管理费用	(2,929)	(3,406)	(3,793)	(4,135)	(4,417)
息税前盈利	5,724	4,839	6,305	7,162	7,856
财务收入	93	45	96	109	150
财务费用	(161)	(141)	(379)	(430)	(395)
税前盈利	5,733	4,805	6,096	6,929	7,717
所得税	(1,006)	(1,029)	(1,414)	(1,623)	(1,814)
净利润	4,727	3,776	4,682	5,306	5,904
股东应占盈利	4,346	3,334	4,134	4,685	5,213
每股盈利 (人民币)	1.574	1.207	1.497	1.697	1.888
每股股息 (人民币)	0.640	0.588	0.765	0.794	0.923

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
销售量增长 (%)	15.1	(7.8)	7.5	8.6	6.9
销售收入增长 (%)	13.1	(0.8)	11.3	8.6	6.1
毛利率 (%)	18.1	19.0	19.5	20.1	20.6
经营利润率 (%)	9.1	7.8	9.1	9.5	9.8
净利率 (%)	6.9	5.4	6.0	6.2	6.5
股东资金回报率 (%)	18.0	12.6	14.5	15.1	15.4
现金比率 (倍)	0.4	0.4	0.1	0.4	0.2
存货周转期 (天)	67.5	57.0	62.3	59.6	60.9
净负债比率 (%)	4.7	1.5	13.0	4.6	8.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

航空行业

跑赢大市

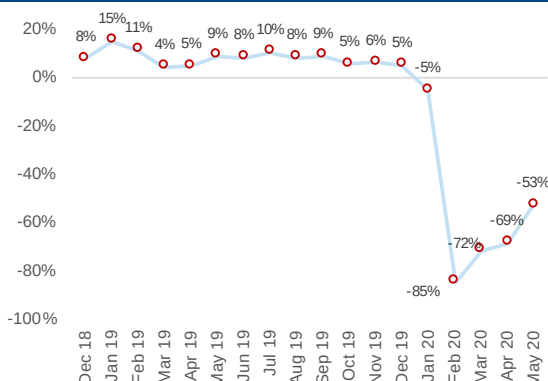
分析员: 马守彰 Toliver Ma

航空客运市场分析

民航客运受疫情严重冲击。2020 年前 5 个月中国民航累计发送旅客 1.17 亿人次，累计同比下跌 56.5%。疫情在 1-2 月爆发，使在春节后航空出行断崖式下降。2 月客运量跌幅达到 84.5%。随后疫情受控，复工复产在 2 月中旬至 3 月陆续展开，民航主要服务这需求。因此客运量也逐步改善，在 5 月同比下跌 52.6%。国内航线已经逐步复飞，但需求不强，因跨省旅游基本是不建议。6 月北京有第二波疫情风险，显示疫情还没完全受控。国际方面，民航局在 3 月 29 日实施「五个一」政策的总量控制（1 家航空公司在 1 个国家内保留 1 条航线，1 周不超过 1 班）进港需求较强。在 6 月 4 日民航局容许外国航司申请复飞中国，但必须在「五个一」政策的原则下。国际市场疫情反复，尤其是美国感染人数在 6 月再度上升。因此，国际航线何时能够逐渐复飞还是不确定。我们认为最快要到 2020 年 3-4 季度才能复飞，并以短途航线为主，因亚洲地区如日韩、东盟地区的疫情的控制较欧美及南美地区为好。在 6 月 24 日泰国将于 7 月 1 日起允许外国人入境，其中中日韩游客可能无需隔离。这消息对国内航司也是利好，因泰国为中国热门旅游地点之一。地区方面，港澳最近也有意放宽对国内同胞入境。其中香港以对跨境学童及商务客豁免无须强制隔离。澳门同样放宽常住珠海的内地雇员 14 天隔离要求。而台湾在 6 月 29 日起放宽部分特定香港、澳门和外籍人士入境。我们认为民航复苏较缓慢，因疫情影响更广，复苏态势比非典时期慢。

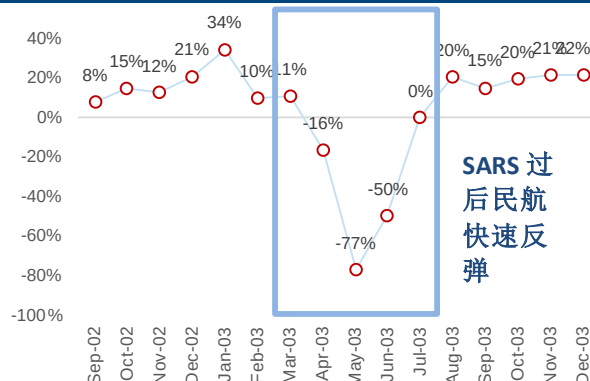
长期趋势不变。我们预期 2019 年国内持有护照人数约为 10.7%，未来出境需求潜力巨大。2019 年中国的人均乘机次数仅 0.51 次，而美国则高达 2.4 次，差距非常大。中国进步很快，相比 10 年前，人均乘机次数提升超过 2.9 倍。2020 目标运输总周转量年均增长 12.2%，全国人均乘机次数达到 0.5 次，已经提前完成目标。我们认为出境需求非常旺盛，国际航线增长维持在双位数，是三大类别航线中增长最快而较稳健。疫情发生的 1 月份也只有国际航线实现 7% 的同比增长。因此，我们认为疫情只是短暂影响出行模式，长期将恢复国际出行的大趋势。

民航客运量（2019 年到现在）



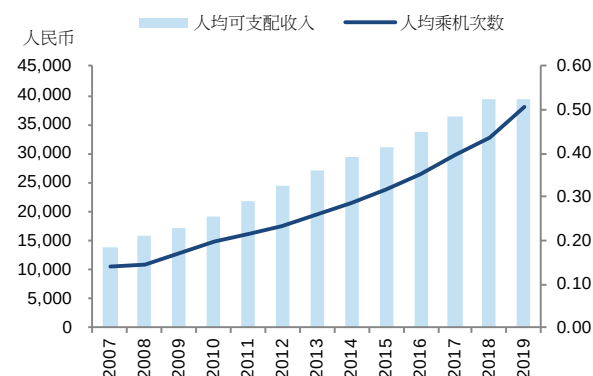
资料来源：民航局、国泰君安国际。

民航客运量（非典时期）



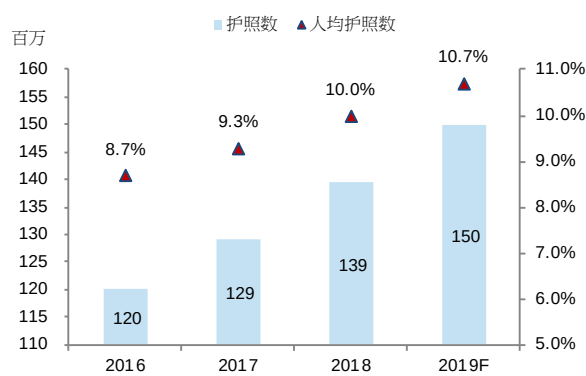
资料来源：民航局、国泰君安国际。

中国的人均乘机次数



资料来源：民航局、国家统计局、国泰君安国际。

中国护照



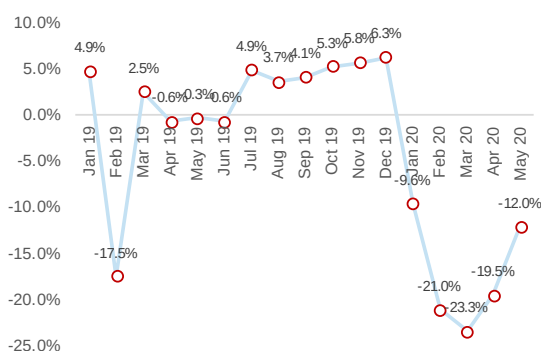
资料来源：公安部、国家统计局、国泰君安国际。

航空货运市场分析

疫情凸显航空货运重要性。2020年前5个月中国民航货运量表现较好,5月货邮运输量54.9万吨,同比下降12.0%,降幅较上月收窄7.5个百分点,其中,全货机货邮运输量继续保持较快增长,共完成22.8万吨,同比增长21.8%。在国外疫情蔓延的形势下,国际货运需求量也快速增加,国家也多次出台政策鼓励提高国际航空货运能力。在3月24日召开的国务院常务会议上也指出,要采取有效措施提高国际航空货运能力,既保通保运保供,又增强物流国际竞争力。一方面对疫情期间国际货运航线给予政策支持,同时完善航空货运枢纽网络,在京津冀、长三角、粤港澳和成渝等地区具备条件的国际枢纽机场实行24小时通关;并建立航空公司、邮政快递、货站等互通共享的信息平台。

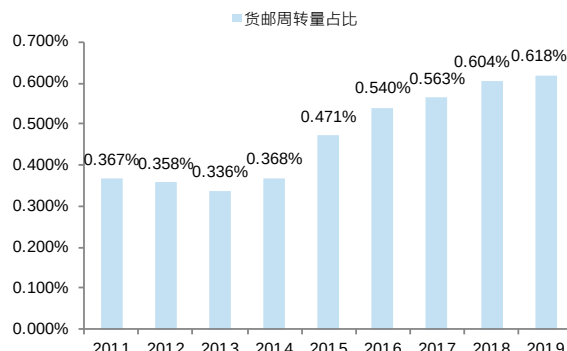
货运航班增长。由于新冠疫情影响导致客运航班调减、停航,客机腹舱运力大幅减少,国际航空物流出现了阶段性的运力紧张。国内外各大航空公司遂纷纷紧急调整运力,将客机改装为货机,迎来了以图自救的热潮。为了鼓励航空货运的发展,国家出台了多项相关利好政策。民航局先后出台《关于疫情防控期间国际航空货运建立审批“绿色通道”的通知》和《关于进一步优化货运航线航班管理政策的通知》等政策,旨在提高中国航空货运能力,增强物流行业国际竞争力,同时减少审批环节、提升审批效率,来帮助各航空公司更加灵活、高效地安排货运航班计划。在新政策颁布以来,国际航空货运能力和供给水平有了较大提升。货运定期航班也大幅增加,其中,4月份中外航空公司平均每周执行货运定期航班1,574班,比疫情前增加55.2%。

民航货邮量及增长



资料来源:民航局、国泰君安国际。

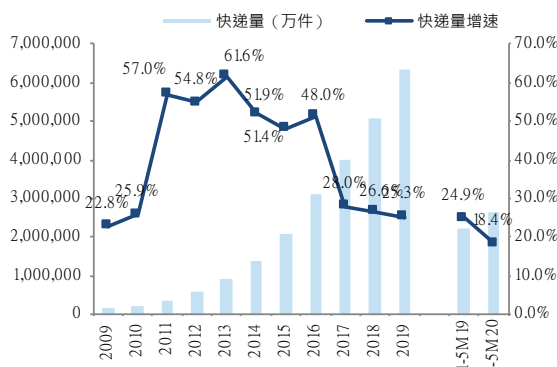
航空货邮量占比



资料来源:民航局、国泰君安国际。

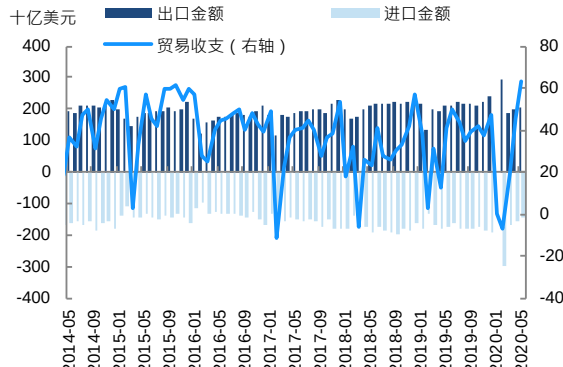
进出口贸易稳健,快递物流发展持续高增长。根据海关总署统计,按美元计价,2020年前5个月,中国进出口总值1.65万亿美元,同比下降7.9%。其中,出口8,850.3亿美元,同比跌7.7%;进口7,638.5亿美元,同比下跌8.2%;贸易顺差1,211.9亿美元,同比降4.6%。疫情下,民营企业的适应性及反应能力比较强,尽管受疫情影响,但能及时调整,比如口罩、防护服、呼吸机等防疫用品,很多都是民营企业生产的。防疫物资出口大增也是外贸进出口的一大亮点,但短期防疫物资出口高增速的现象也难以持续,短期出口增速仍存在继续回落的压力。此外,国内物流增长迅猛,根据国家统计局数据,前5个月累计快递件数达264.1亿,同比增长18.4%。由于国内网购规模快速扩张,网络购物节不断强化消费者网络购物习惯,国内快递物流需求快速发展。疫情下,网购为重要居民消费渠道,增长坚挺。我们预计网络电商的快速发展将促进国内和国际的航空货邮业务的发展。

中国快递量及其增长



资料来源:中国统计局、国泰君安国际。

进出口额增长

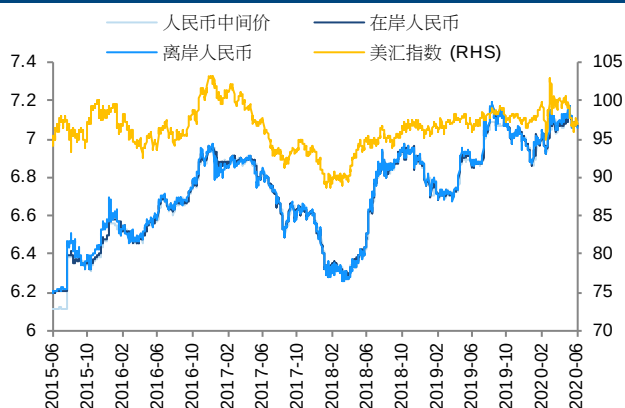


资料来源:中国统计局、国泰君安国际。

油价和人民币汇率分析

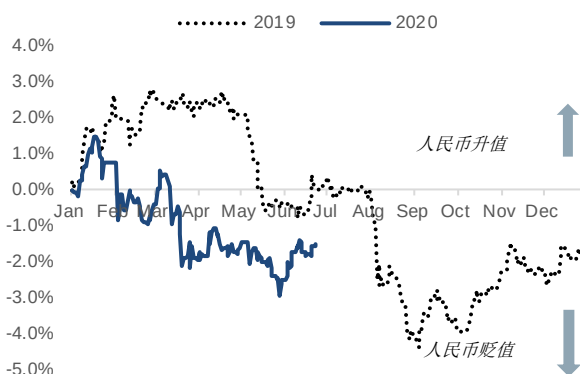
人民币持续双向波动。我们认为在复杂多变的国际形势下，全年人民币汇率大概率双向波动幅度加大但保持在合理均衡水平。总的来看，长期向好的经济基本面为人民币汇率提供稳固支撑。其次，从 2020 年上半年看出外汇市场供求总体保持稳定，贬值预期不强，结汇意愿逐步提升。疫情期间人民币表现出韧性，尽管兑美元贬值，但对比其他新兴市场货币表现明显领先。最差的四种新兴市场货币为巴西雷亚尔、南非兰特、墨西哥比索、俄罗斯卢布，跌幅达双位数。国际形势因新冠肺炎爆发及全球经济下行下变动复杂，各国博弈矛盾有增，未来汇率市场将会更波动，尤其下半年美国大选。因此，预计套保需求将继续上升。若不出现极端因素，7.2 这一关口并不容易跌破，但波动性将加强。

人民币兑美元价及美汇指数



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

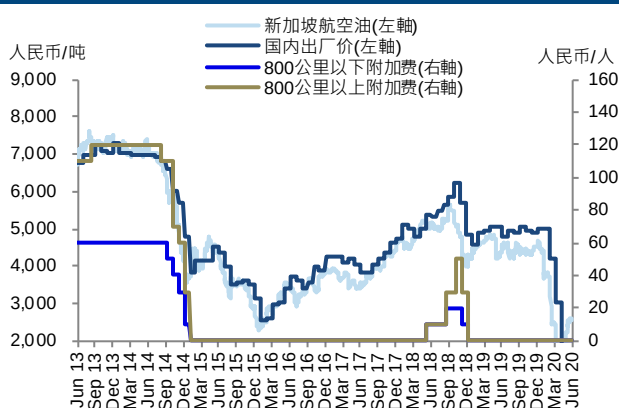
人民币变动相比 (2019 vs 2018)



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

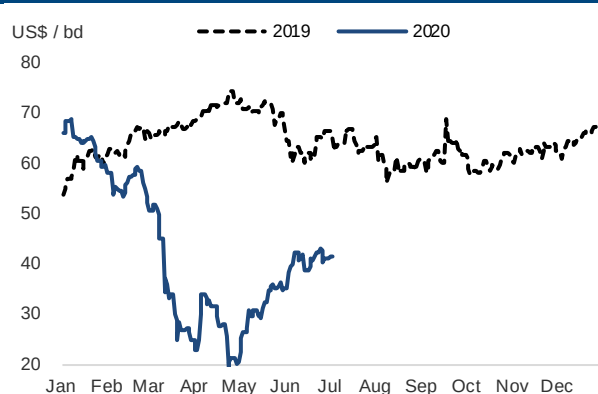
2020 年上半年油价大幅下降。2020 年受疫情影响，国际油价异常波动，布伦特期油于 6 月 30 日跌至 41.5 美元，降幅为 37.1%。由于经济增长将面临巨大挑战，大宗商品包括原油的未来走势是非常不确定。今年新型冠状病毒的爆发增加了原油价格前景的不确定性。根据国际能源署 (IEA) 的数据，预计 2020 年全球石油需求将自 2009 年全球经济衰退以来首次萎缩。尽管中国有效控制了病毒，但在许多其他国家，这种情况却在增加。航空业的需求将继续受到全球航空旅行萎缩的影响。我们认为随着全球经济活动在未来复苏将会更慢，对原油的需求将保持较低水平，而目前由于供应过剩而造成的失衡将继续限制原油价格的反弹。我们预计今年油价将会对航空公司是利好，但由于复飞限制，航司不能够享受低油价的红利。

布伦特原油、新加坡航油价格及其变动



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

油价走势相比 (2020 vs 2019)



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

投资建议

行业评级：跑赢大市。我们对于覆盖的航空公司都给予“收集”的投资评级。主要有两大原因。1) 整体投资逻辑没变。当前消费升级大趋势将继续支持航空发展。人均收入增长引起的消费升级。中产阶级崛起、中国城市化进程及超大型城市群或二线城市升级改造过程中所新增的飞机场，决定了中国航空业长期的发展空间。因此，我们维持航空长期向好的观点。短期而言，疫情对于行业有正面而短期的冲击，主要是人流限制及入境限制措施对于航空出行带来不便。但从数据看出出境游在疫情前非常旺盛。人均乘机数提前一年达标，但还远低于国际水平，提升空间巨大。中国护照人数持续上升，以及更多互免普通护照签证国家，我们认为此趋势不变。2) 行业估值吸引。当前行业市净率为 0.7 倍，我们认为行业估值非常有吸引力。我们认为现在最坏的情况已经过去，股价将跟随疫情及经济情况发展而修复。行业评级为“跑赢大市”。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE (x)	2020 股息率(%)
中国国航	00753	4.620	收集	不适用	8.5	8.1	0.7	(2.2)	0.0
东方航空	00670	2.760	收集	不适用	10.2	5.2	0.7	(3.2)	0.0
市值加权平均			跑赢大市	不适用	9.1	6.9	0.7	(2.6)	0.0

资料来源：国泰君安国际。

估值吸引，“收集”

分析员：马守彰 Toliver Ma

中国国航(00753 HK)
评级：收集
股价：HK\$4.620
目标价：HK\$5.60

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	140,883	7,351	0.535	(0.6)	7.6	6.414	0.6	0.109	2.7	8.2
2019A	140,240	6,420	0.467	(12.7)	8.8	6.434	0.6	0.044	1.1	6.9
2020F	93,102	(1,991)	(0.137)	(129.3)	不适用	6.253	0.7	0.000	0.0	(2.2)
2021F	139,185	7,219	0.497	n.a.	8.5	6.750	0.6	0.114	2.7	7.6
2022F	150,658	7,570	0.521	4.8	8.1	7.157	0.6	0.120	2.9	7.5
已发行股本 Shares in issue (m)				14,524.8	大股东 Major shareholder		中国航空集团公司			41.6%
市值 Market cap. (HK\$ m)				67,104.6	流通比例 Free float (%)					58.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				22,295.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					175.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				8.390 / 4.490	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)					7.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(0.4) / (6.6) / (40.8)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(6.8) / (10.1) / (26.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

国内航班正逐步改善。国内航线将成为中国航空公司生存的关键领域。由于可用座位公里于 2 月中触底，尽管速度较慢，但国内订票处在复苏趋势中。劳动节 5 天假期期间，客运量同比下降 64%。与第 1 季度业绩会上管理层公布的数据一致。然而，管理层仍持乐观态度。近期北京爆发第二波疫情风险，但我们认为国家已有经验快速应对疫情，暂时已经达到有效的控制。据管理层透露，此前宣布放松北京的限制措施后，搜索量及订票量大幅增长。预计将对往返北京的航空出行带来正面效应，三大航司中国航将最为受益。收入组合而言，国内航线产生的收入最多，而从其国内客运收益看，国航的国内航线最佳，远高于东方航空及南方航空。原因是拥有较多商旅客户的优质航线占比较高。国航重视的这些市场应较为迅速复苏。我们预计国航最糟糕的时期已经过去，我们认为疫情是短期影响。目前估值吸引。公司的投资评级为“收集”，目标价为 5.60 港元。我们的目标价相当于 0.8 倍的 2020 年市净率及 0.7 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 国内客运收益较强。
- 压抑的出境游需求。
- 议价能力较佳。
- 行业短期触底。

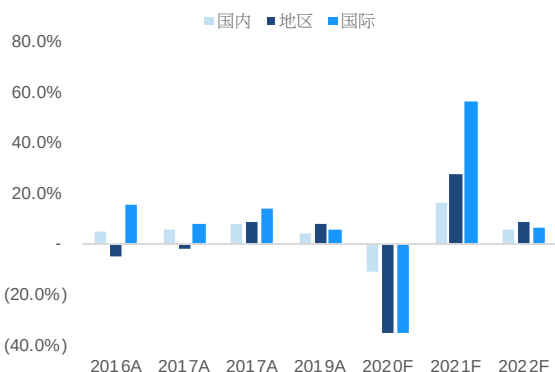
负面因素分析

- 油价急速上升。
- 高铁网络快速发展，打压短距离航线票价。
- 因疫情影响国际旅游情绪。

风险分析

- 重大流行疾病等的爆发。
- 新型冠状病毒第二度爆发。
- 贸易战升温。
- 国外恐怖袭击活动增多。
- 人民币贬值风险。

国航按航线运力增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	140,883	140,240	93,102	139,185	150,658
营运成本	(112,033)	(104,319)	(65,377)	(101,961)	(113,118)
航油	(38,481)	(35,965)	(15,953)	(28,971)	(27,749)
维修	(6,613)	(6,120)	(3,725)	(7,052)	(7,367)
起降、机场费、CAAC 费	(19,142)	(20,466)	(16,738)	(22,162)	(23,994)
经营租赁费用	(7,166)	(966)	(641)	(959)	(1,038)
工资	(24,450)	(25,474)	(21,124)	(27,883)	(36,806)
销售费用	(4,373)	(4,685)	(3,110)	(4,649)	(5,033)
管理费用	(1,271)	(1,885)	(1,065)	(1,592)	(1,724)
其他	(10,537)	(8,758)	(3,021)	(8,692)	(9,409)
EBITDA	28,850	35,921	27,725	37,224	37,539
折旧与摊销	(14,504)	(21,279)	(22,569)	(22,774)	(22,788)
经营利润/(亏损)	14,346	14,642	5,156	14,450	14,751
非经营性盈利/(亏损)	(4,369)	(5,522)	(8,900)	(4,183)	(4,015)
利息	(2,742)	(4,786)	(5,509)	(5,818)	(5,419)
汇兑	(2,377)	(1,211)	(1,128)	1,008	469
其他	749	475	(2,264)	627	936
税前利润	9,977	9,120	(3,745)	10,266	10,737
所得税	(1,762)	(1,856)	1,492	(2,099)	(2,173)
税后利润	8,215	7,264	(2,253)	8,167	8,564
净利润	7,351	6,420	(1,991)	7,219	7,570
每股盈利 (人民币)	0.535	0.467	(0.137)	0.497	0.521
每股股息 (人民币)	0.109	0.044	0.000	0.114	0.120

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
客运收入增长 (%)	12.8	3.4	(33.2)	47.9	10.5
货运收入增长 (%)	11.2	(49.7)	(37.4)	80.1	(32.0)
EPS 增长 (%)	(0.5)	(12.7)	(129.3)	(462.6)	(100.0)
经营利润率 (%)	10.2	10.4	5.5	10.4	9.8
净利率 (%)	5.2	4.6	(2.1)	5.2	5.0
股东资金回报率 (%)	8.2	6.9	(2.2)	7.6	7.5
净负债比率 (%)	95.5	140.0	175.9	154.7	140.3
净利息覆盖率 (%)	523.3	305.9	93.6	248.3	272.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

恢复中且估值吸引

分析员：马守彰 Toliver Ma

东方航空(00670 HK)
评级：收集
股价：HK\$2.760
目标价：HK\$3.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	115,278	2,698	0.186	(57.5)	13.0	4.010	0.6	0.000	0.0	4.8
2019A	120,986	3,192	0.211	13.4	11.6	4.213	0.6	0.050	2.0	5.0
2020F	83,903	(2,055)	(0.125)	(159.2)	不适用	3.678	0.7	0.000	0.0	(3.2)
2021F	113,715	4,047	0.247	n.a.	10.2	3.895	0.6	0.030	1.2	6.5
2022F	126,215	7,873	0.481	94.7	5.2	4.318	0.6	0.058	2.3	11.7
已发行股本 Shares in issue (m)				16,379.0	大股东 Major shareholder				东航集团 64.3%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				45,206.0	流通比例 Free float (%)				33.6	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				20,667.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				283.2	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				4.870 / 2.450	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				4.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									5.3 / 4.2 / (40.1)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(0.1) / 0.7 / (25.7)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

国内航线持续好转。国内航线处在复苏趋势中，但复苏速度以防输入基调，因此较慢。我们认为新冠疫情得到遏制后，航空出行要有一段时期的滞后才能恢复到正常水平。我们的预测是国内航线将在 2020 年下半年恢复正常。而自新冠疫情爆发以来一直被压制的差旅也将可能很快增多。而国际线而言，将可能在 3-4 季度逐步开放，到明年 2021 年才恢复正常。东航目前投入客机参与货物运输任务，已紧急改装 10 架 A330 宽体客机，并计划再改装 4 架宽体客机，这也是中国民航目前最大的一支“客改货”改装宽体机队。A330 飞机进行飞机改装后，货物运输空间由仅有腹舱运输的约 80-90 立方米，增加到了“腹舱+客舱”空间的 180 立方米左右。东航目前投放市场的全货机、改装飞机等各类国际货运航班数已达每周 300 余班，预计 5 月份将执行货运航班超过 1300 班。同样，我们预计东航的最糟糕时期已经过去，目前估值具有吸引力。我们对公司的投资评级为“收集”，目标价为 3.30 港元。目标价相当于 0.8 倍 2020 年市净率和 0.7 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 上海货运能力强。
- 压抑的出境游需求。
- 议价能力较佳。
- 行业短期触底。

负面因素分析

- 油价急速上升。
- 高铁网络快速发展，打压短距离航线票价。
- 因疫情影响国际旅游情绪。

风险分析

- 重大流行疾病等的爆发。
- 新型冠状病毒第二度爆发。
- 贸易战升温。
- 国外恐怖袭击活动增多。
- 人民币贬值风险。

国航按航线运力增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	115,278	120,986	83,903	113,715	126,215
营运成本	(97,559)	(96,027)	(64,462)	(87,781)	(96,555)
航油	(33,680)	(34,191)	(13,098)	(21,094)	(23,940)
维修	(3,738)	(3,380)	(2,118)	(3,127)	(3,571)
起降、机场费、CAAC 费	(17,149)	(18,288)	(10,166)	(17,861)	(20,073)
经营租赁费用	(4,306)	-	-	-	-
工资	(22,134)	(24,152)	(25,525)	(26,613)	(27,617)
销售费用	(3,807)	(4,134)	(2,771)	(3,755)	(4,168)
管理费用	(5,217)	(5,113)	(4,467)	(5,674)	(6,494)
EBITDA	24,311	32,161	23,728	31,756	36,146
折旧与摊销	(15,313)	(22,080)	(21,462)	(21,979)	(22,889)
经营利润/(亏损)	8,998	10,081	2,265	9,777	13,256
非经营性盈利/(亏损)	(5,142)	(5,782)	(4,504)	(4,077)	(2,563)
利息	(3,617)	(5,074)	(3,966)	(4,916)	(3,036)
汇兑	(2,040)	(990)	(711)	555	251
其他	515	282	173	283	221
税前利润	3,856	4,299	(2,239)	5,700	10,693
所得税	(926)	(819)	497	(1,313)	(2,451)
税后利润	2,930	3,480	(1,742)	4,387	8,242
少数股东权益	(232)	(288)	(313)	(340)	(369)
净利润	2,698	3,192	(2,055)	4,047	7,873
每股盈利 (人民币)	0.186	0.211	(0.125)	0.247	0.481
每股股息 (人民币)	-	0.050	-	0.030	0.058

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
客运收入增长 (%)	13.9	5.9	(29.8)	36.8	11.6
货运收入增长 (%)	0.1	5.5	(49.1)	(8.1)	(9.0)
EPS 增长 (%)	(57.5)	13.3	(159.4)	(297.0)	94.5
经营利润率 (%)	7.8	8.3	2.7	8.6	10.5
净利率 (%)	2.5	2.9	(2.1)	3.9	6.5
股东资金回报率 (%)	4.8	5.0	(3.2)	6.5	11.7
净负债比率 (%)	214.1	221.3	283.2	221.9	173.0
净利息覆盖比率 (%)	259.8	209.7	57.1	198.9	436.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

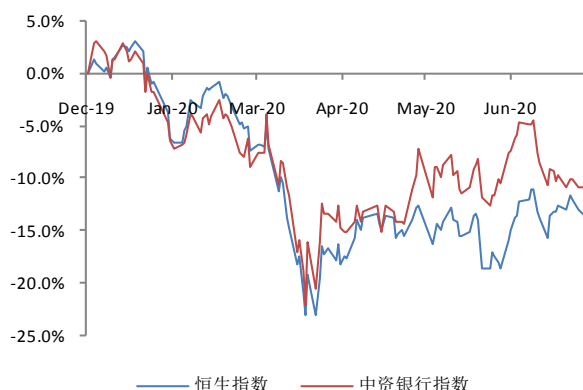
银行业

跑赢大市

分析员：曹 柱 Richard Cao

2020 年上半年香港上市中资银行年迄今加权回报跑赢恒生指数。截至 2020 年 6 月 30 日，香港上市中资银行年迄今加权回报跑赢恒生指数 2.6 个百分点。以香港上市中资银行的年迄今加权回报走势来看，2020 年 1 月 3 日录得 3.1% 最高的年迄今加权回报。截至 2020 年 6 月 30 日，香港上市中资银行年迄今加权回报为 -10.8%。

2020 年上半年恒生指数与中资银行指数走势



资料来源：国泰君安国际。注：中资银行指数是由在香港上市的且主营业务在中国内地的中国银行市值加权平均计算所得，数据截至2020年6月30日。

我们预计推动存量浮动利率贷款定价基准转换将对银行净息差产生负面影响。为深化利率市场化改革，进一步推动贷款市场报价利率（LPR）报价机制运用，中国人民银行在 2019 年 12 月 28 日发布了《关于存量浮动利率贷款的定价基准转换的公告》（以下简称“公告”），公告要求金融机构推动存量浮动利率贷款的定价基准转换为 LPR 或固定利率。公告中所称“存量浮动利率贷款”是指 2020 年 1 月 1 日前金融机构已发放的和已签订合同但未发放的参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款（不包括公积金个人住房贷款）。自 2020 年 1 月 1 日起，各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同。公告规定，自 2020 年 3 月 1 日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成（加点可为负值），加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率。定价基准只能转换一次，转换之后不能再次转换。已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换。存量浮动利率贷款定价基准转换原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。我们认为推动存量浮动利率贷款定价基准转换为从市场化角度推动利率并轨，旨在进一步引导市场利率下降。我们预计推动存量浮动利率贷款定价基准转换将对银行净息差产生负面影响。

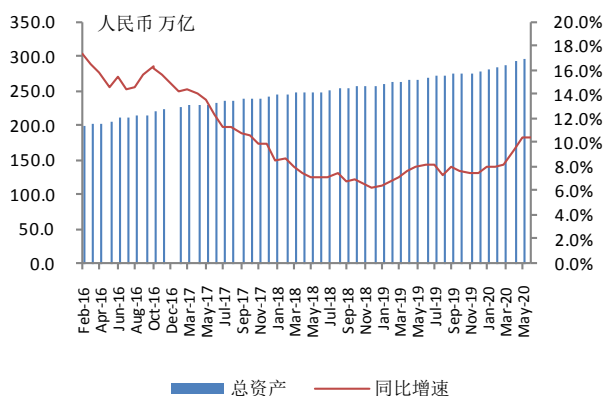
我们认为 2020 年 5 月政府工作报告中提出的银行相关内容对银行业的正面影响大于负面影响。2020 年 5 月政府工作报告中提出：1) 综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年；2) 推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行；3) 大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%；4) 推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业；5) 中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期。我们认为上述内容对银行业的主要影响如下：1) 我们预计降准、广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年、大型商业银行普惠型小微企业贷款增速高于 40% 这些内容，将有利于银行贷款增长及盈利能力提升；2) 我们预计利率下行将会负面影响银行的净息差，预期负面影响银行的盈利能力；3) 推动中小银行补充资本预计使中小银行受益；4) 中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期，有利于缓解银行不良贷款率的攀升。整体上，我们认为政府工作报告中提出的银行相关内容对银行业的正面影响大于负面影响。

国务院常务会议部署引导金融机构进一步向企业合理让利预计对银行业净利润的负面影响相对有限。2020 年 6 月 17 日，国务院常务会议部署引导金融机构进一步向企业合理让利，提出进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利人民币 1.5 万亿元。银行作为金融系统中的主要力量，预计将是向实体合理让利的主力，承担让利人民币 1.5 万亿元中的大部分。但是，由于国务院常务会议提到的让利手段包括

引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策均直接体现在银行营业收入端，而并非直接扣减利润。在利率下行的环境下，预计银行可以透过降低利息支出，降低负债端成本方式确保利润规模。为此，我们认为银行实际净让利规模有限，对银行业净利润的负面影响也相对有限。

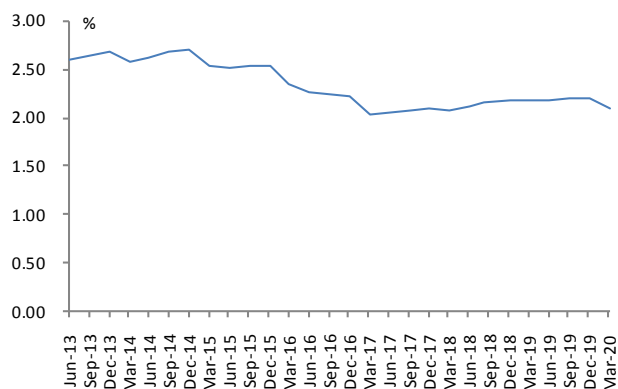
2020 年第一季度，中国银行业的净利润同比增长 5.0%。在中国人民银行进行了一次降准及三次定向降准的背景下，主要受贷款相对较快增长拉动，银行业的总资产增速有所恢复。截至 2020 年 5 月，银行业的总资产达人民币 297.1 万亿元，分别年迄今增长 6.0% 和同比上升 10.5%。主要受市场平均利率水平下降和 LPR 改革推动的影响，银行业净息差同比收缩 7 个基点至 2.10%。2020 年第一季度，非利息收入占总经营收入的比例同比增加 0.79 个百分点至 26.62%，成本收入比同比下跌 1.00 个百分点至 25.69%。在资产增长、非利息收入增加和成本收入比下降的背景下，银行业盈利增长相对较好。2020 年第一季度，银行业的净利润达人民币 6,001 亿元，同比增长 5.0%。

中国银行业的总资产和总资产的同比增速



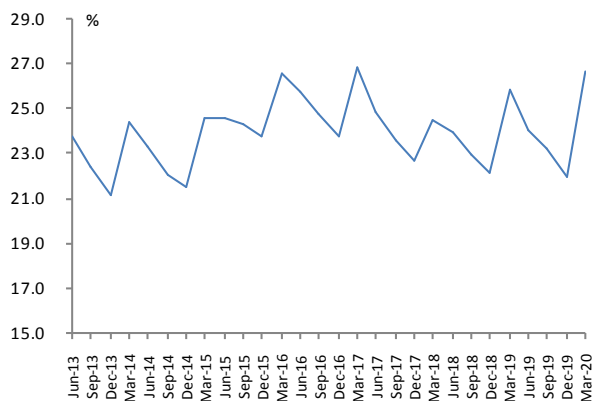
资料来源：中国银保监会、国泰君安国际。

中国银行业的净息差



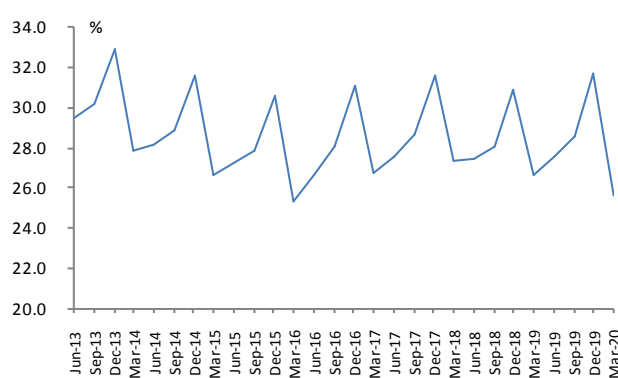
资料来源：中国银保监会。

中国银行业的非利息收入占总营业收入的比例



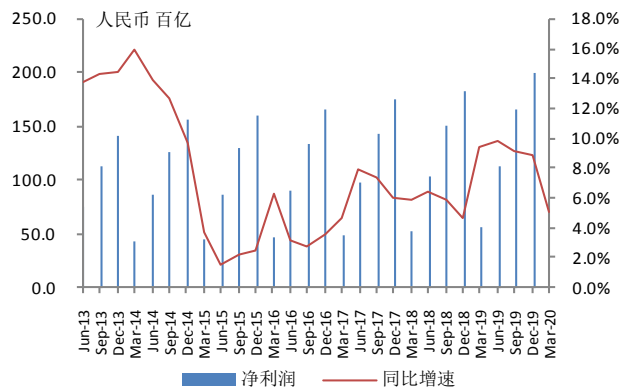
资料来源：中国银保监会。

中国银行业的成本收入比



资料来源：中国银保监会。

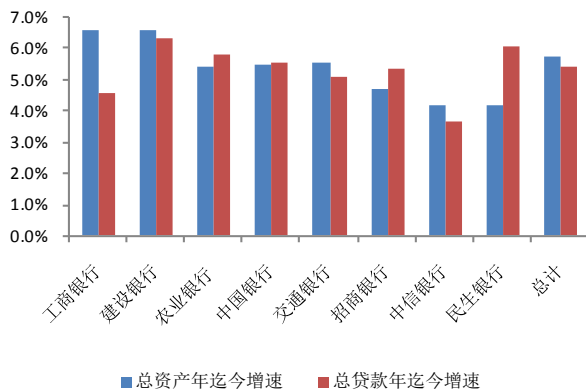
中国银行业的净利润和净利润同比增速



资料来源：中国银保监会、国泰君安国际。

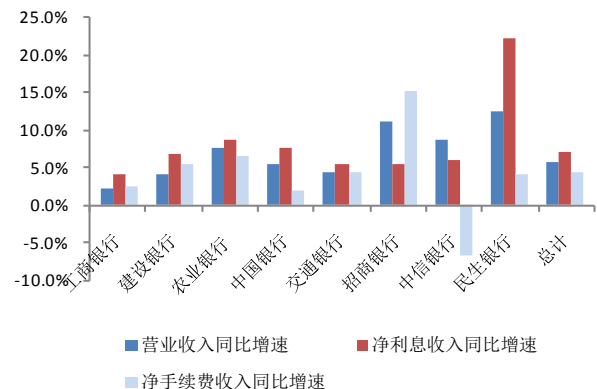
2020 年第一季度，我们覆盖的 8 家中资银行共录得人民币 3,625 亿元的净利润，同比增长 4.6%。下列是我们覆盖的 8 家中资银行的统计数据（不包括徽商银行（03698 HK），其没有披露 2020 年第一季度详细的财务数据）。2020 年第一季度，我们覆盖的 8 家中资银行总贷款、总资产的年迄今增速均高于银行业总贷款、总资产的年迄今增速。截至 2020 年一季度末，8 家中资银行的总贷款和总资产分别达人民币 77.2 万亿元和人民币 141.7 万亿元，分别年迄今上升 5.4% 和 5.8%。8 家中资银行中有 5 家（不包括农业银行（01288 HK）、中信银行（00998 HK）和民生银行（01988 HK））披露了 2020 年第一季度的净息差，5 家中资银行的净息差与去年同期相比均收窄。招商银行（03968 HK）的净息差收窄幅度最大，同比收窄 16 个基点，中国银行（03988 HK）的净息差收窄幅度最小，同比收窄 2 个基点。主要受益于生息资产增长，8 家中资银行的净利息收入同比增长 7.0%。2020 年第一季度，净手续费收入同比上升 4.5%，资产减值损失同比上涨 11.6%。2020 年第一季度，8 家中资银行共录得人民币 3,625 亿元的净利润，同比增长 4.6%。8 家中资银行中，招商银行的净利润同比增速最高，达 10.1%，交通银行（03328 HK）的净利润同比增速最低，为 1.8%。

2020 年一季度末我们覆盖中资银行的总资产和总贷款年迄今增速



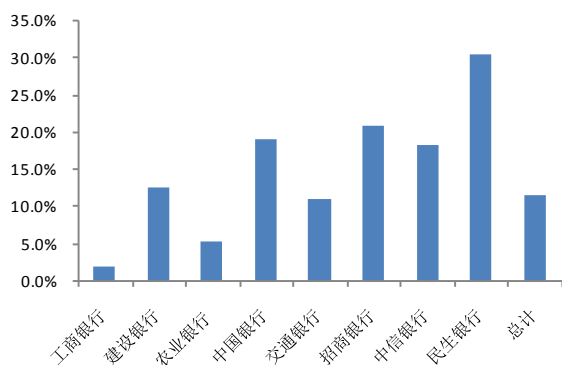
资料来源：各公司。

2020 年第一季度我们覆盖中资银行的营业收入、净利息收入及净手续费收入同比增速



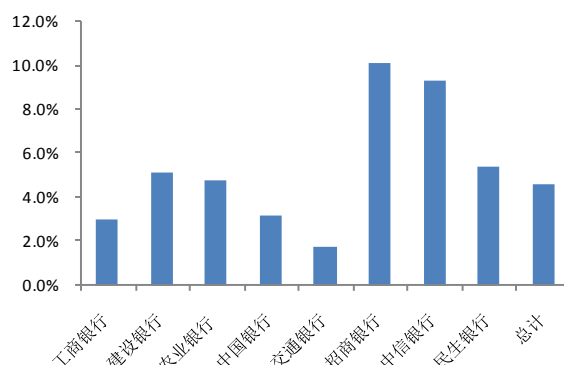
资料来源：各公司。

2020 年第一季度我们覆盖中资银行资产减值损失同比增速



资料来源：各公司。

2020 年第一季度我们覆盖中资银行净利润同比增速

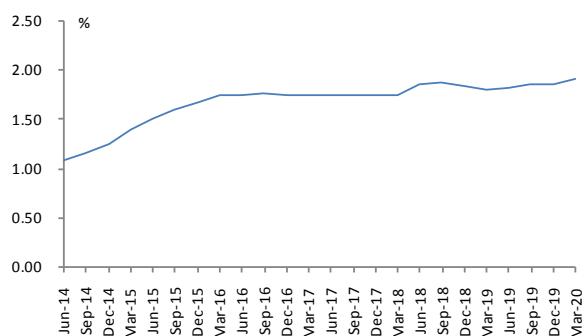


资料来源：各公司。

2020 年第一季度中国银行业资产质量总体上下滑。在实体经济受新冠疫情影响以及许多企业面临资金周转问题的背景下，2020 年第一季度中国银行业资产质量总体上下滑。截至 2020 年一季度末，银行业的不良贷款余额达人民币 26,121 亿元，年迄今增长 8.2%。截至 2020 年一季度末，银行业的不良贷款率为 1.91%，年迄今上升 0.05 个百分点。截至 2020 年一季度末，银行业的不良贷款拨备覆盖率年迄今下降 2.89 个百分点至 183.20%。截至 2020 年一季度末，我们覆盖的 8 家中资银行（剔除徽商银行）中，工商银行（01398 HK）、建设银行（00939 HK）和农业银行的不良贷款率年迄今保持不变。中国银行、交通银行和中信银行的不良贷款率年迄今上升，其中，中信银行年迄今不良贷款率增幅最大，上升 0.15 个百分点。招商银行和民生银行的不良贷款率下降。招商银行的不良贷款率降幅最大，下降 0.05 个百分点至 1.11%，同时其不良贷款率亦为 8 家中资银行中最低，显示出招商银行的资产质量优于其同业。截至 2020 年一季度末，除了交通银行不良贷款拨备覆盖率年迄今下降 17.58 个百分点以外，其他 7 家中资银行的不良贷款拨备覆盖率年迄今均上升。其中，招商银行不良贷款拨备覆盖率录得年迄今最大的升幅，达 24.49 个百分点；工商银行的不良贷款拨备覆盖率年迄今增长最低，为 0.05 个百分点。就不良贷款拨备覆盖率水平而言，招商银行的不良贷款拨备覆盖率最高，达 451.27%；民生银行的不良贷款拨备覆盖率最低，为 155.89%。

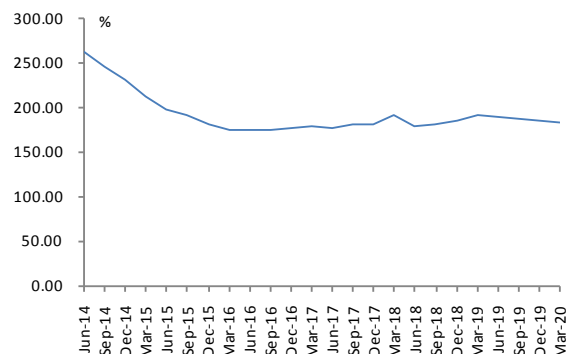
我们预计 2020 年中国银行业资产质量将一定程度上下降。在新冠疫情爆发和全球经济增速下行的背景下，实体经济波动预计将对中国借贷方的经营和偿付能力产生较大影响，并将传导至中国银行业。鉴于新冠疫情对全球及中国经济的负面影响，银行业资产质量预计将面临下行压力。由于预计 2020 年中国经济总体上仍将录得相对稳定的全年增长、中国的流动性环境预计将维持宽松、对小微企业和民营企业的融资支持继续推进、以及包括不良贷款证券化、债转股等市场化处置不良资产措施的进一步推进，我们预计银行业资产质量的下行压力仍可控。同时，中国中央政府已表示，中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至 2020 年 3 月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期，预计这也将缓解银行业不良贷款率的攀升。总体上，2020 年银行业资产质量预计将一定程度下降，银行业不良贷款率预计在 2020 年底将达 2.03% 左右。

中国银行业的不良贷款率

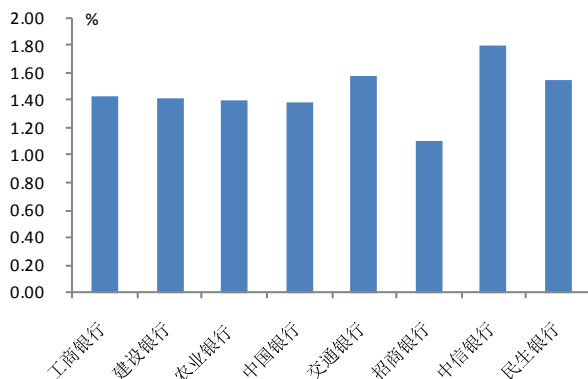


资料来源：中国银保监会。

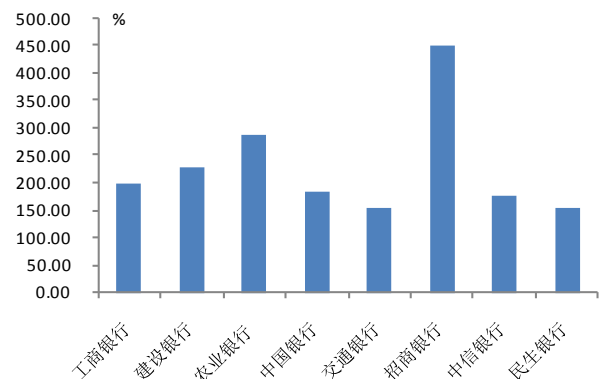
中国银行业的不良贷款拨备覆盖率



资料来源：中国银保监会。

2020 年一季度末我们覆盖中资银行不良贷款率


资料来源：各公司。

2020 年一季度末我们覆盖中资银行不良贷款拨备覆盖率


资料来源：各公司。

我们预计 2020 年中国银行业的贷款仍将相对较快增长，且净息差将一定程度上下滑。在中国新冠疫情已得到控制的背景下，我们预计中国经济总体上仍将录得相对稳定的全年增长，同时在 2020 年下半年，我们预计中国人民银行的货币政策将维持，中国的流动性环境将维持宽松。2020 年，我们预计信贷仍将会成为政府支持经济增长的主要渠道，并仍将以相对较快速度增长。我们预计同业资产和投资将继续恢复并录得稳定增长。同时，考虑到监管机构通过多种渠道支持商业银行补充资本，我们预计银行在扩张资产规模方面，资本压力并不会很大。整体上，我们预计 2020 年年末银行业总贷款和总资产余额的同比增速分别为 13.1% 和 10.5%。2020 年以来，为了支持经济增长，市场平均利率水平已下降。考虑到我们预计中国流动性环境在 2020 年下半年将维持宽松以及中国中央政府致力于降低综合融资成本，我们预计市场平均利率水平在一定程度下将进一步下滑。同时，LPR 改革的推广将进一步给银行业净息差带来下行压力。因此，我们预计 2020 年银行业的净息差同比将一定程度上下滑，达 2.04% 左右。

2020 年中国银行业的净利润同比增速预期将保持相对平稳。随着理财子公司的发展，我们预计 2020 年理财业务手续费收入增速将继续恢复。同时，我们预计结算与清算业务、私人银行业务、投资银行业务、电子支付业务、综合金融业务等仍将录得稳健增长。因此，尽管信用卡业务和部分手续费及佣金业务增速预计会受到新冠疫情对国内消费和全球及中国经济增长所产生的负面影响拖累而放缓，但我们预计 2020 年银行业净手续费佣金收入总体上仍将录得相对稳定的增长。我们预计银行将继续加强成本的控制以提高盈利。因此，我们预计成本收入比在 2020 年将保持相对平稳。由于银行业拨备覆盖水平仍充裕，在预期资产质量下行压力可控的背景下，2020 年银行拨备计提压力预计不会大幅度提升。综合以上所有因素，我们预计银行业 2020 年净利润同比增速将保持相对平稳，达 3.9% 左右。

估值预计将改善，我们维持中国银行业“跑赢大市”投资评级。截至 2020 年 6 月 30 日，我们覆盖的香港上市中资银行 2020 年的加权平均市盈率与市净率分别为 5.1 倍与 0.6 倍。我们认为目前估值仍然较低。2020 年下半年，我们预计下列因素将为香港上市中资银行估值提供支撑：1) 中国新冠疫情已得到控制；2) 我们预计中国经济总体上仍将录得相对稳定的全年增长；3) 我们预计中国流动性环境将维持宽松；4) 我们预计中国人民银行的降准将增强银行的盈利能力；5) 我们预计中国银行业净利润增速将保持相对平稳；6) 我们预计中国银行业资产质量仍可控。因此，我们维持 2020 年下半年中国银行业“跑赢大市”投资评级。行业首选为招商银行。招商银行数字化转型在长期持续，其客户基础较好、零售金融业务优势明显、盈利能力较强、拨备覆盖充足、品牌影响力较强，预计其 2020 年将维持较好盈利增长。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
工商银行	01398	4.700	收集	4.9	4.7	4.4	0.5	11.6	6.2
建设银行	00939	6.270	收集	5.3	5.0	4.8	0.6	12.3	5.8
农业银行	01288	3.120	收集	4.7	4.6	4.3	0.5	10.7	6.6
中国银行	03988	2.870	收集	4.3	4.1	3.9	0.4	9.2	7.0
交通银行	03328	4.780	收集	4.4	4.2	4.0	0.4	10.2	7.4
招商银行	03968	35.650	买入	8.1	7.2	6.4	1.3	16.4	4.0
民生银行	01988	5.320	收集	4.0	3.8	3.5	0.4	11.2	7.9
中信银行	00998	3.380	收集	3.0	2.8	2.6	0.3	10.8	8.2
徽商银行	03698	2.690	收集	3.1	2.7	2.3	0.4	12.9	6.9
市值加权平均			跑赢大市	5.1	4.8	4.5	0.6	11.8	6.2
汇丰控股	00005	36.200	收集	11.0	9.5	7.7	0.6	5.2	4.5
中银香港	02388	24.650	收集	8.7	7.9	7.1	0.8	10.2	5.8

资料来源：国泰君安国际。

拟重整长期表现欠佳环节

分析员：曹 柱 Richard Cao

汇丰控股(00005 HK)
评级：收集
股价：HK\$36.200
目标价：HK\$50.81

End 12/31	Turnover (USD m)	Net Profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	53,780	13,727	0.634	30.7	7.3	8.202	0.6	0.510	11.0	7.6
2019A	56,098	7,383	0.296	(53.3)	15.7	8.071	0.6	0.298	6.4	3.7
2020F	52,939	9,910	0.424	43.3	11.0	8.277	0.6	0.210	4.5	5.2
2021F	55,226	11,243	0.490	15.4	9.5	8.249	0.6	0.510	10.9	5.9
2022F	58,850	13,673	0.609	24.4	7.7	8.339	0.6	0.510	10.9	7.3
已发行股本 Shares in issue (m)			20,691.3	大股东 Major shareholder			Blackrock 7.2%			
市值 Market cap. (HK\$ m)			749,025.1	流通比例 Free float (%)			100.0			
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)			17,614.9	2020 年存贷比 2020 LDR (%)			72.1			
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)			65.800/35.000	2020 年净息差 2020 NIM (%)			1.4			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)							1.0 / (18.0) / (42.6)			
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)							(5.4) / (21.5) / (28.2)			

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 年第一季度归属母公司普通股股东的净利润同比下降 56.8% 至 18 亿美元。2020 年第一季度，列帐基准营业收入为 137 亿美元，同比下降 5.1%，跌幅主要反映零售银行及财富管理业务、环球银行及资本市场业务以及工商金融业务的收入减少；经调整营业收入为 133 亿美元，同比下降 5.8%，当中并未计入货币换算的影响及重大项目的变动。列帐基准营业支出为 79 亿美元，同比下降 4.5%，其中包括有利货币换算差额 2 亿美元，而其余减幅反映与表现挂钩的酬劳支出以及集团成本节约措施；经调整营业支出为 77 亿美元，同比下降 2.9%，反映公司在对包括数码银行服务等投资以推动业务增长的同时积极加强成本控制。2020 年第一季度，列帐基准除税前利润同比下降 48.0%，达 32 亿美元，反映市场环境严峻；经调整除税前利润同比下降 51.3%，达 30 亿美元，当中并未计入货币换算的影响和重大项目的变动。公司的资本基础仍强劲，截至 2020 年一季度末普通股一级比率达 14.6%。

预计公司 FY20-22 年的 EPS 将分别为 0.424 美元、0.490 美元、0.609 美元，分别同比上涨 43.3%、15.4%、24.4%。根据戈登股利增长模型以及分类加总估值法，我们设定公司目标价为 50.81 港元。我们对公司评级为“收集”。

正面因素分析

- 受益于人民币国际化。
- 重点发展中国市场，将使公司受益于“一带一路”。
- 拟重整长期表现欠佳环节，有利于公司长期发展。
- 计划降低成本基础，提升有形股本回报率。
- 公司的资本基础较好。

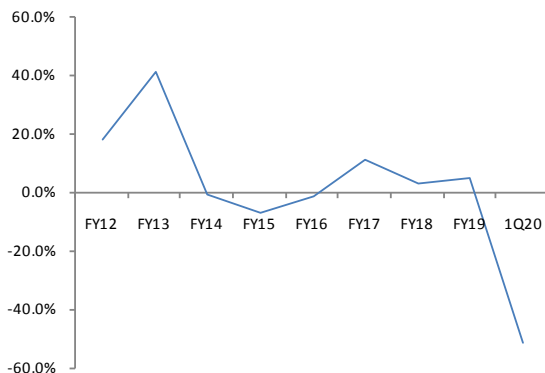
负面因素分析

- 海外新冠疫情仍未得到有效控制。
- 全球经济和中国经济下行压力加大。
- 美联储预期将继续维持零利率不变。
- 公司 2020 年年底将不派发普通股股息。

风险分析

- 全球贸易摩擦存在不确定性，地缘政治冲突可能进一步加剧。
- 英国脱欧，对公司英国业务形成风险。
- 美国对香港制裁，可能负面影响香港经济。

汇丰经调整税前利润增速



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
净利息收入	30,489	30,462	28,878	29,946	31,534
手续费及佣金净收入	12,620	12,023	11,362	11,566	11,890
其它非息收入	10,671	13,613	12,699	13,714	15,426
总非息收入	23,291	25,636	24,061	25,280	27,316
营业总收入	53,780	56,098	52,939	55,226	58,850
经营费用	(34,659)	(42,349)	(34,345)	(34,517)	(35,828)
拨备前经营利润	19,121	13,749	18,594	20,710	23,021
减值准备	(1,767)	(2,756)	(6,063)	(6,366)	(5,411)
附属收入	2,536	2,354	2,378	2,473	2,596
税收	(4,865)	(4,639)	(3,646)	(4,113)	(4,942)
少数股东	(1,298)	(1,325)	(1,352)	(1,460)	(1,591)
归属股东净利	13,727	7,383	9,910	11,243	13,673
优先股股息	(1,119)	(1,414)	(1,330)	(1,330)	(1,330)
税后净利 (报告)	12,608	5,969	8,580	9,913	12,343
每股盈利 (美元)	0.634	0.296	0.424	0.490	0.609

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
不良贷款 (NPL)	13,321	13,692	16,656	18,148	18,218
不良贷款比率 (%)	1.3	1.2	1.5	1.6	1.5
贷款减值损失准备 (LLR)	8,638	8,748	9,961	10,693	11,369
拨备覆盖率 (%)	65	64	60	59	62
普通股一级资本比率 (%)	14.0	14.7	15.1	14.9	15.0
资本充足率 (%)	20.0	20.4	21.2	21.0	21.0
ROE (%)	7.6	3.7	5.2	5.9	7.3
ROA (%)	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

“数字房产”体系初步形成

分析员：曹 柱 Richard Cao

建设银行(00939 HK)

股价：HK\$6.270

评级：收集

目标价：HK\$7.67

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	633,772	254,655	1.003	3.9	5.5	7.587	0.7	0.306	5.6	13.9
2019A	678,001	266,733	1.051	4.8	5.3	8.546	0.7	0.320	5.7	13.0
2020F	724,005	276,215	1.082	3.0	5.3	9.043	0.6	0.331	5.8	12.3
2021F	781,325	289,230	1.134	4.8	5.0	9.869	0.6	0.347	6.1	12.0
2022F	837,526	305,098	1.198	5.6	4.8	10.742	0.5	0.366	6.4	11.6
已发行股本 Shares in issue (m)				250,011.0	大股东 Major shareholder				汇金 57.3%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				1,567,568.8	流通比例 Free float (%)				42.7	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				256,652.6	2020 年存贷比 2020 LDR (%)				76.7	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				6.850/5.550	2020 年净息差 2020 NIM (%)				2.1	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									3.0 / (1.1) / (1.7)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(3.4) / (4.6) / 12.7	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度公司录得股东净利润 80,855 百万元人民币，同比增长 5.1%。净利息收入达 133,499 百万元人民币，同比增长 6.7%，增长主要是由于生息资产增长导致。2020 年第一季度，公司净息差同比收缩 10 个基点至 2.19%。净手续费收入同比上涨 5.5%至 45,376 百万元人民币。公司的资产质量维持稳定，截至 2020 年一季度末，公司的不良贷款率为 1.42%，与去年底相比持平。2020 年第一季度，公司的资产减值损失同比增长 12.8%。不良贷款拨备覆盖率比 2019 年末攀升 2.58 个百分点至 230.27%。公司建设住房租赁综合服务平台，“数字房产”体系初步形成。截止 2019 年末，住房租赁综合服务平台已在 324 个地级及以上行政区运行，累计上线房源超过 2,000 万套，注册用户达 2,100 万。普惠金融量质并进。2019 年末，公司普惠金融贷款余额 9,631.55 亿元人民币，同比增长 57.9%。普惠金融贷款客户近 133 万户，同比增长约 30%。

预计 FY20-22 年的 EPS 将分别为 1.082 元人民币、1.134 元人民币、1.198 元人民币，分别同比上涨 3.0%、4.8%、5.6%。我们认为公司 2020 年的盈利增速将维持平稳。我们给予公司“收集”评级，目标价为 7.67 港元。

正面因素分析

- 受益于国家降准。
- 活期存款占比高，存款成本较低。
- 公司的资本充足率相对较高，抵御风险能力较强。
- “数字房产”体系初步形成，普惠金融量质并进。
- 公司派息能力较强。
- 拨备覆盖率水平相对较高。

负面因素分析

- 市场利率下行，LPR 改革持续推进，预计将对公司的净息差形成一定压力。
- 房地产贷款占比高，国家对房地产市场进行管控，对公司的影响较大。

损益表

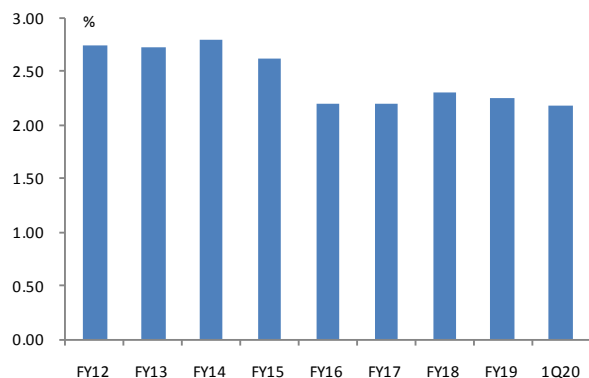
截至 12 月底(百万元人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	811,026	883,499	963,903	1,056,122	1,146,297
利息支出	(324,748)	(372,819)	(412,876)	(458,989)	(505,345)
净利息收入	486,278	510,680	551,027	597,133	640,952
手续费及佣金收入	138,017	155,262	165,230	177,292	190,766
手续费及佣金支出	(14,982)	(17,978)	(19,544)	(21,728)	(24,453)
手续费及佣金净收入	123,035	137,284	145,686	155,563	166,313
其他净收入	24,459	30,037	27,292	28,629	30,261
经营总收入	633,772	678,001	724,005	781,325	837,526
营业费用	(174,764)	(188,132)	(198,001)	(212,896)	(227,372)
拨备前经营利润	459,008	489,869	526,003	568,429	610,154
减值损失准备支出	(150,988)	(163,521)	(188,049)	(214,564)	(236,879)
分占联营及合营企业收益	140	249	266	285	305
税前经营收入	308,160	326,597	338,221	354,150	373,580
税收	(52,534)	(57,375)	(59,417)	(62,215)	(65,629)
税后利润	255,626	269,222	278,804	291,935	307,951
股东应占利润	254,655	266,733	276,215	289,230	305,098
每股盈利 (人民币)	1.003	1.051	1.082	1.134	1.198

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
不履约贷款 (NPL)	200,881	212,473	244,934	254,933	265,414
不履约贷款比率 (%)	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4
拨备覆盖率 (%)	208.4	227.7	219.1	229.1	240.1
核心一级资本充足率 (%)	13.8	13.9	14.1	14.1	14.2
资本充足率 (%)	17.2	17.5	17.6	17.7	17.7
ROE (%)	13.9	13.0	12.3	12.0	11.6
ROA (%)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

建行的净息差



资料来源：公司。

普惠金融贷款快速增长

分析员：曹 柱 Richard Cao

中信银行(00998 HK)
评级：收集
股价：HK\$3.380
目标价：HK\$4.32

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	165,766	44,513	0.882	4.7	3.4	8.209	0.4	0.230	7.7	11.3
2019A	187,881	48,015	0.954	8.1	3.2	8.976	0.3	0.239	7.9	11.1
2020F	200,608	50,972	1.014	6.3	3.0	9.736	0.3	0.254	8.2	10.8
2021F	216,176	54,773	1.092	7.7	2.8	10.556	0.3	0.273	8.9	10.8
2022F	232,640	59,607	1.191	9.0	2.6	11.450	0.3	0.297	9.6	10.8
已发行股本 Shares in issue (m)				48,934.8	大股东 Major shareholder				中信集团 66.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				165,399.6	流通比例 Free float (%)				34.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				33,848.8	2020 年存贷比 2020 LDR (%)				95.0	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				4.790/3.300	2020 年净息差 2020 NIM (%)				2.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									0.3 / (5.1) / (18.3)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(6.1) / (8.5) / (3.9)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度股东净利润同比增长 9.4%至 14,453 百万元人民币。2020 年第一季度，公司的净利息收入为 31,912 百万元人民币，同比上涨 6.0%，主要是由于央行宽松的货币政策背景下，银行资金成本下降所致。公司的非利息收入为 19,658 百万元人民币，同比上涨 13.6%，主要是由投资性证券净收益大幅上升所带动。2020 年第一季度，资产减值损失同比增长 18.4%。截至 2020 年一季度末，公司的不良贷款率为 1.80%，比 2019 年末上升 0.15 个百分点。公司的不良贷款拨备覆盖率比 2019 年末增长 2.12 个百分点至 177.37%。普惠金融贷款快速增长，海外商业银行业务表现良好。2019 年，公司普惠金融贷款同比增长近 50%，高出各项贷款增速约 40 个百分点，大幅超出银保监会“两增两控”和央行定向降准最高档考核要求。2019 年，对公客户总量达 74.3 万户，增量是 2018 年的 3.2 倍。积极响应国家“一带一路”倡议，公司在哈萨克斯坦收购的阿尔金银行已取得新突破，2019 年实现净利润 143.6 亿元坚戈，增幅 37.2%；不良贷款率 0.38%，在哈商业银行中最低；拨备覆盖率达到 472%，成为哈国内信用评级最高商业银行之一。

预计公司 FY20-22 年的每股盈利为 1.014 元人民币、1.092 元人民币、1.191 元人民币，分别同比上涨 6.3%、7.7%、9.0%。我们给予公司“收集”评级，目标价为 4.32 港元。

正面因素分析

- 受益于国家降准。
- 发挥股东背景优势，携手中信集团助力“一带一路”。
- 普惠金融贷款快速增长。
- 海外商业银行业务表现良好。
- 数字化转型，加速科技赋能业务发展。
- 子公司信银理财获准开业，有利于公司理财业务发展。

风险分析

- 国内银行对外开放不断深化，行业竞争将会有所加剧。
- 新冠疫情对中国经济的影响仍存在不确定性。

负面因素分析

- 公司的资本基础相对较弱。
- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等加剧。

损益表

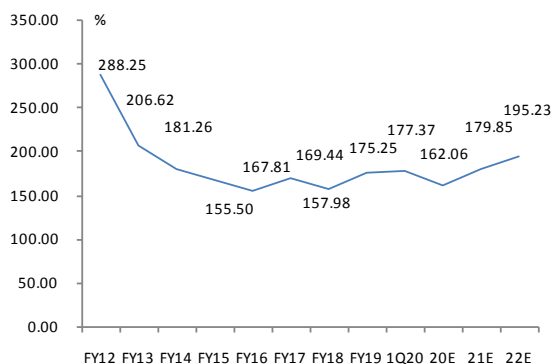
截至 12 月底(百万元人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	241,933	268,498	291,615	318,926	347,094
利息支出	(129,021)	(141,227)	(155,550)	(171,614)	(188,392)
净利息收入	112,912	127,271	136,065	147,311	158,702
手续费及佣金收入	42,599	52,284	52,964	56,883	61,547
手续费及佣金支出	(5,591)	(5,900)	(5,791)	(6,361)	(7,034)
手续费及佣金净收入	37,008	46,384	47,173	50,522	54,513
其他净收入	15,846	14,226	17,370	18,343	19,425
营业总收入	165,766	187,881	200,608	216,176	232,640
经营费用	(52,600)	(54,168)	(55,831)	(59,732)	(63,815)
拨备前经营利润	113,166	133,713	144,776	156,444	168,824
贷款减值准备支出	(58,233)	(77,255)	(84,876)	(92,070)	(98,776)
投资性房地产重估收益	35	(15)	16	17	18
分占联营及合营企业收益	(642)	102	109	117	125
税前经营收入	54,326	56,545	60,026	64,509	70,191
税收	(8,950)	(7,551)	(8,016)	(8,614)	(9,373)
净利润	45,376	48,994	52,010	55,894	60,818
股东应占利润	44,513	48,015	50,972	54,773	59,607
每股盈利 (人民币)	0.882	0.954	1.014	1.092	1.191

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
履约贷款 (NPL)	64,028	66,117	85,075	85,983	85,885
履约贷款比率 (%)	1.8	1.7	1.9	1.8	1.6
拨备覆盖率 (%)	158.0	175.2	162.1	179.8	195.2
核心一级资本充足率 (%)	8.6	8.7	8.8	8.9	9.0
资本充足率 (%)	12.5	12.4	12.6	12.7	12.8
ROE (%)	11.3	11.1	10.8	10.8	10.8
ROA (%)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

中信银行不良贷款拨备覆盖率



资料来源：公司、国泰君安国际。

县域银行业务继续较快发展

分析员：曹 柱 Richard Cao

农业银行(01288 HK)

股价：HK\$3.120

评级：收集

目标价：HK\$3.89

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	602,557	202,783	0.587	1.3	4.7	4.773	0.6	0.174	6.3	13.1
2019A	629,350	212,098	0.593	0.9	4.7	5.567	0.5	0.182	6.5	11.8
2020F	679,215	219,059	0.599	1.0	4.7	6.169	0.5	0.188	6.6	10.7
2021F	735,914	228,992	0.619	3.3	4.6	6.878	0.4	0.196	6.9	10.1
2022F	793,017	241,197	0.653	5.6	4.3	7.614	0.4	0.207	7.3	9.5
已发行股本 Shares in issue (m)				349,983.0	大股东 Major shareholder				汇金 40.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				1,091,947.0	流通比例 Free float (%)				60.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				104,180.3	2020 年存贷比 2020 LDR (%)				72.5	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				3.500/2.690	2020 年净息差 2020 NIM (%)				2.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(0.3) / 0.3 / (4.6)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(6.7) / (3.2) / 9.8	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

在中国拥有规模最大的县域银行业务。2020 年第一季度录得股东净利润 64,187 百万元人民币，同比增长 4.8%。2020 年第一季度，公司的净利息收入达 129,659 百万元人民币，同比增长 8.9%。公司净手续费收入为 31,149 百万元人民币，同比上升 6.6%。公司的成本收入比同比下滑 0.37 个百分点至 22.75%。资产减值损失同比增长 5.5%。2020 年一季度末，公司的不良贷款率为 1.40%，与上年末持平；县域银行业务的不良贷款率较上年末下降了 0.08 个百分点至 1.50%。公司的不良贷款拨备覆盖率较上年末上升 1.16 个百分点至 289.91%。2019 年，新增县域贷款 5,472.22 亿元人民币，同比增长 25.1%。县域公司类贷款（不含票据贴现）余额 24,864.27 亿元人民币，同比增长 9.1%。农业产业化龙头企业贷款余额 1,433 亿元人民币，省级以上农业产业化龙头企业金融服务覆盖率达 61%。零售业务方面，县域个人贷款余额 19,267.98 亿元人民币，同比增长 17.5%。线上农户贷款“农银惠农 e 贷”余额达到 1,986 亿元人民币，同比增长 128%。农户贷款同比增长 28.8%。

预计公司 FY20-22 年的 EPS 将分别为 0.599 元人民币、0.619 元人民币、0.653 元人民币，分别同比上涨 1.0%、3.3%、5.6%。我们给予公司“收集”评级，目标价为 3.89 港元。

正面因素分析

- 受益于国家对“三农”的政策支持。
- 总网点、县域银行网点数量中国银行中最多。
- 县域银行业务继续较快发展。
- 活期存款占比高，成本优势明显。
- 发行无固定期限资本债券，公司资本基础提升。
- 拨备覆盖率五大行中最高。

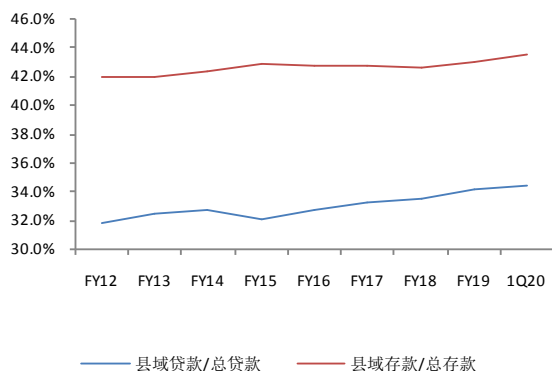
负面因素分析

- 经济下行压力加大，公司的不良贷款率存在攀升压力。
- 成本收入比仍较高。

风险分析

- 县域银行业务抗风险能力相对较弱，受经济下滑负面影响较大。
- 新冠疫情对中国经济的影响仍存在不确定性。

农行的县域贷款占比、县域存款占比



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	784,724	859,141	935,335	1,027,504	1,119,592
利息支出	(306,964)	(372,270)	(407,233)	(453,171)	(500,103)
净利息收入	477,760	486,871	528,102	574,333	619,489
手续费及佣金收入	91,525	103,011	109,418	118,423	128,466
手续费及佣金支出	(13,384)	(16,085)	(16,303)	(18,204)	(20,349)
手续费及佣金净收入	78,141	86,926	93,115	100,220	108,117
其他经营净收入/损失	46,656	55,553	57,997	61,361	65,411
经营收入	602,557	629,350	679,215	735,914	793,017
一般及行政费用	(213,963)	(224,096)	(241,172)	(260,569)	(279,995)
拨备前经营利润	388,594	405,254	438,042	475,345	513,022
减值损失准备支出	(136,898)	(138,723)	(162,748)	(187,565)	(209,909)
分占联营及合营企业收益	(22)	45	49	52	57
税前经营收入	251,674	266,576	275,342	287,833	303,170
税收	(49,043)	(53,652)	(55,416)	(57,930)	(61,017)
税后利润	202,631	212,924	219,926	229,902	242,153
股东应占利润	202,783	212,098	219,059	228,992	241,197
每股盈利 (人民币)	0.587	0.593	0.599	0.619	0.653

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
不履约贷款 (NPL)	190,002	187,210	217,809	226,995	242,886
不履约贷款比率 (%)	1.6	1.4	1.5	1.4	1.4
拨备覆盖率 (%)	252.2	288.8	281.4	292.3	305.5
核心一级资产充足率 (%)	11.6	11.2	11.3	11.4	11.5
资本充足率 (%)	15.1	16.1	16.2	16.3	16.4
ROE (%)	13.1	11.8	10.7	10.1	9.5
ROA (%)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

个人金融发展创新高

分析员：曹 柱 Richard Cao

工商银行(01398 HK)
评级：收集
股价：HK\$4.700
目标价：HK\$5.94

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	725,121	297,676	0.823	4.1	5.0	6.315	0.7	0.251	6.1	13.6
2019A	776,002	312,224	0.863	5.0	4.9	7.174	0.6	0.263	6.3	12.8
2020F	819,356	321,368	0.873	1.1	4.9	7.813	0.5	0.266	6.2	11.6
2021F	882,531	335,603	0.913	4.6	4.7	8.480	0.5	0.278	6.5	11.2
2022F	940,460	353,421	0.963	5.5	4.4	9.182	0.5	0.293	6.9	10.9
已发行股本 Shares in issue (m)				356,406.3	大股东 Major shareholder				汇金 35.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				1,675,109.6	流通比例 Free float (%)				65.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				220,962.6	2020 年存贷比 2020 LDR (%)				72.7	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				6.110/4.700	2020 年净息差 2020 NIM (%)				2.1	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(0.5) / (6.3) / (12.7)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(6.8) / (9.8) / 1.7	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度公司录得股东净利润 84,494 百万元人民币，同比增长 3.0%。2020 年第一季度，公司的净利息收入达 154,287 百万元人民币，同比上升 4.1%，主要是受生息资产增长拉动。年化净息差同比收窄 11 个基点至 2.20%。公司的净手续费佣金收入达 47,283 百万元人民币，同比增长了 2.5%。2020 年第一季度，资产减值损失同比增长了 2.1%。公司的资产质量维持稳定。截至 2020 年一季度末，公司的不良贷款率为 1.43%，与上年末持平。公司的不良贷款拨备覆盖率比上年末攀升了 0.05 个百分点至 199.37%。2019 年底，公司个人客户达 6.5 亿户，同比增长超过 4,300 万户，创近年最好水平。个人存款达 10.5 万亿元人民币，同比增长 11.0%。个人贷款达 6.4 万亿元人民币，同比增长 13.3%。信用卡客户破亿，领先全球同业。2019 年，ETC 客户增加 4,203 万户，增量市场第一。2019 年，境内累计新增人民币债券投资达 1.5 万亿元人民币，居市场首位。

预计 FY20-22 年的 EPS 将分别为 0.873 元人民币、0.913 元人民币、0.963 元人民币，分别同比上涨 1.1%、4.6%、5.5%。2020 年，我们预计公司的盈利仍将录得相对平稳增长。我们给予公司“收集”评级，目标价为 5.94 港元。

正面因素分析

- 受益于国家降准。
- 公司的资本充足率相对较高，抵御风险能力较强。
- 拟发行优先股，有利于增强公司资本基础。
- 个人金融发展创新高，境内新增人民币债券投资居市场首位。
- 公司派息能力较强。

负面因素分析

- 市场利率下行，LPR 改革持续推进，预计将对公司的净息差形成一定压力。
- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等加剧。

损益表

截至 12 月底(百万元人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	948,094	1,038,154	1,121,998	1,233,619	1,336,081
利息支出	(375,576)	(431,228)	(476,980)	(536,042)	(593,121)
净利息收入	572,518	606,926	645,018	697,577	742,960
手续费及佣金收入	162,347	171,641	175,932	188,951	204,445
手续费及佣金支出	(17,046)	(16,041)	(15,353)	(18,416)	(22,143)
手续费及佣金净收入	145,301	155,600	160,579	170,535	182,302
其他净收入	7,302	13,476	13,759	14,419	15,198
营业总收入	725,121	776,002	819,356	882,531	940,460
营业费用	(194,203)	(207,776)	(215,344)	(231,066)	(245,292)
贷款减值损失准备	(161,594)	(178,957)	(203,519)	(233,387)	(255,040)
拨备后经营利润	369,324	389,269	400,493	418,079	440,127
分占联营及合营企业收益	3,089	2,520	2,772	3,049	3,354
税收	(73,690)	(78,428)	(80,725)	(84,301)	(88,776)
税后利润	298,723	313,361	322,539	336,827	354,706
股东应占利润	297,676	312,224	321,368	335,603	353,421
每股盈利 (人民币)	0.823	0.863	0.873	0.913	0.963

重要财务比率

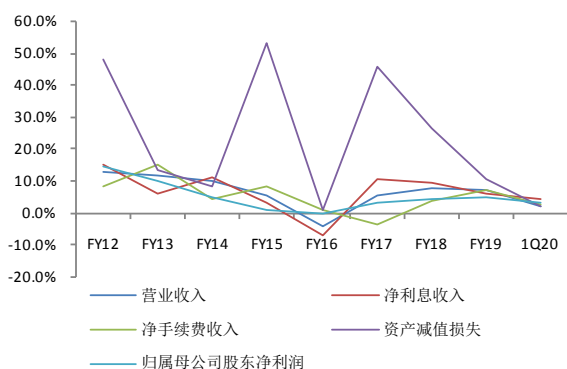
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
不履约贷款 (NPL)	235,084	240,187	274,834	284,601	299,456
不履约贷款比率 (%)	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4
拨备覆盖率 (%)	175.8	199.3	188.7	201.7	212.1
核心一级资本充足率 (%)	13.0	13.2	13.4	13.5	13.6
资本充足率 (%)	15.4	16.8	16.9	17.0	17.1
ROE (%)	13.6	12.8	11.6	11.2	10.9
ROA (%)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

风险分析

- 经济下滑压力加大，对公司业绩及资产质量构成压力。
- 新冠疫情对中国经济的影响仍存在不确定性。

工行营业收入、净利息收入、净手续费收入、资产减值损失、
归属母公司股东净利润同比增速



资料来源：公司。

民企战略进一步落实

分析员：曹 柱 Richard Cao

民生银行(01988 HK)
评级：收集
股价：HK\$5.320
目标价：HK\$6.63

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	152,129	50,327	1.137	(15.8)	4.1	9.369	0.5	0.345	7.4	12.8
2019A	175,200	53,819	1.216	7.0	3.9	10.255	0.5	0.370	7.8	12.4
2020F	189,394	56,017	1.202	(1.2)	4.0	11.143	0.4	0.384	7.9	11.2
2021F	204,094	59,617	1.285	6.8	3.8	12.121	0.4	0.409	8.4	11.0
2022F	219,554	63,922	1.383	7.7	3.5	13.172	0.4	0.438	9.1	10.9
已发行股本 Shares in issue (m)				43,782.4	大股东 Major shareholder				大家保险 17.8%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				232,922.5	流通比例 Free float (%)				82.2	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				25,351.7	2020 年存贷比 2020 LDR (%)				93.7	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				6.060/4.910	2020 年净息差 2020 NIM (%)				2.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)					(1.3) / (7.6) / (1.7)					
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)					(7.7) / (11.1) / 12.8					

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度股东净利润同比增长 5.4%至 16,650 百万元人民币。2020 年第一季度，公司净利息收入为 26,924 百万元人民币，同比上升 22.3%。公司非利息收入为 22,409 百万元人民币，同比增长 2.6%。2020 年第一季度，资产减值损失同比上升 30.6%。截至 2020 年一季度末，公司的不良贷款率为 1.55%，较 2019 年末下降 0.01 个百分点。公司的不良贷款拨备覆盖率为 155.89%，与 2019 年末基本持平。截至 2019 年末，公司战略民企客户 650 户，同比增长 83.62%；存款日均 3,598.55 亿元人民币，同比增长 86.20%；贷款总额 4,364.68 亿元人民币，同比增长 113.00%。截至 2019 年末，公司对公线上平台用户数达 231.03 万户，同比增加 49.83 万户，增幅 27.50%；零售线上平台用户数达 7,041.18 万户，同比增加 1,111.20 万户，增幅 18.74%；直销银行客户达 2,920.30 万户，管理金融资产 1,098.32 亿元人民币。

我们预期公司 FY20-22 年的 EPS 将分别为 1.202 元人民币、1.285 元人民币、1.383 元人民币，分别同比上升-1.2%、6.8%、7.7%。我们给予公司“收集”评级，目标价为 6.63 港元。

正面因素分析

- 受益于国家降准。
- 小微金融业务稳定发展。
- 民企战略进一步落实。
- 数字化转型稳步推进。
- 中小微企业延期还本付息政策延长至 2021 年 3 月底，有利于缓解公司不良贷款率攀升压力。

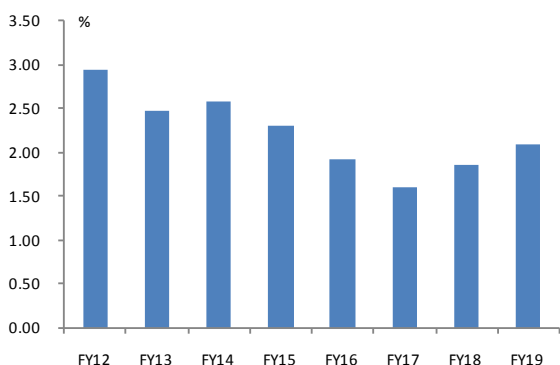
负面因素分析

- 拨备覆盖水平仍较低。
- 国家降低小微企业、民营企业融资成本的措施，预计将对公司的贷款收益率形成一定压力。
- LPR 改革持续推进，预计将对公司的净息差形成一定压力。

风险分析

- 公司小微贷款占比较高，更易受宏观经济波动冲击形成不良。
- 国内银行对外开放不断深化，行业竞争将会有所加剧。
- 新冠疫情对中国经济的影响仍存在不确定性。

民生银行的净息差



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万元人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	235,347	250,724	272,061	298,178	324,716
利息支出	(158,667)	(152,781)	(162,746)	(179,573)	(196,859)
净利息收入	76,680	97,943	109,314	118,606	127,857
手续费及佣金收入	52,684	57,024	58,963	63,149	68,012
手续费及佣金支出	(4,553)	(4,729)	(4,419)	(4,678)	(4,980)
手续费及佣金净收入	48,131	52,295	54,544	58,471	63,032
营业收入	152,129	175,200	189,394	204,094	219,554
经营费用	(49,056)	(50,016)	(52,553)	(56,224)	(60,044)
拨备前经营利润	103,073	125,184	136,841	147,870	159,510
减值拨备	(46,320)	(62,991)	(72,107)	(78,957)	(85,590)
拨备后经营利润	56,753	62,193	64,734	68,913	73,921
其他营业收入	2,032	2,545	2,647	2,806	2,974
税收	(8,455)	(9,814)	(10,215)	(10,872)	(11,657)
股东应占利润	50,327	53,819	56,017	59,617	63,922
每股盈利 (人民币)	1.137	1.216	1.202	1.285	1.383

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
不履约贷款 (NPL)	53,866	54,434	65,509	68,384	73,007
不履约贷款比率 (%)	1.8	1.6	1.7	1.6	1.5
拨备覆盖率 (%)	134.1	155.5	150.3	164.1	176.8
核心一级资产充足率 (%)	8.9	8.9	9.0	9.2	9.3
资本充足率 (%)	11.8	13.2	13.3	13.4	13.6
ROE (%)	12.8	12.4	11.2	11.0	10.9
ROA (%)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

香港经济前景预计维持较不乐观

分析员：曹 柱 Richard Cao

中银香港(02388 HK)

评级：收集

股价：HK\$24.650

目标价：HK\$29.56

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	67,744	32,070	3.033	2.9	8.1	26.579	0.9	1.468	6.0	12.2
2019A	79,736	33,574	3.044	0.4	8.1	28.588	0.9	1.537	6.2	11.5
2020F	77,914	31,484	2.846	(6.5)	8.7	29.933	0.8	1.437	5.8	10.2
2021F	81,714	34,187	3.102	9.0	7.9	31.552	0.8	1.566	6.4	10.5
2022F	87,874	38,069	3.469	11.8	7.1	33.389	0.7	1.752	7.1	11.1
已发行股本 Shares in issue (m)				10,572.8	大股东 Major shareholder				中国银行 66.1%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				260,619.0	流通比例 Free float (%)				33.9	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				15,401.5	2020 年存贷比 2020 LDR (%)				73.0	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				31.650/20.300	2020 年净息差 2020 NIM (%)				1.5	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)					14.1 / 14.9 / (18.3)					
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)					7.7 / 11.4 / (3.9)					

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 年第一季度提取减值准备前的持续经营净经营盈利同比增长 2.7% 至 14,887 百万港元。净利息收入同比增长 2.7% 至 10,518 百万港元，主要是由于贷款增长，带动平均生息资产上升。主要由于市场利率走低及存款竞争激烈，计入外汇掉期合约的资金收入或成本后，净息差为 1.61%，同比下降 6 个基点。净手续费及佣金收入为 2,871 百万港元，同比下滑 9.3%。主要受新冠疫情及经济下行影响，商业活动减慢，旅游、零售及贸易等行业受到冲击，信用卡、买卖货币、汇票及缴款服务的佣金收入减少，保险佣金收入也有所下降。经营支出同比上升 2.7%。其中，人事费用增长，主要由于年度调薪、增聘员工，以及员工津贴和福利支出增加。公司减值准备净拨备同比上升 126.8%，主要是第一季度因应宏观前景不确定性增加，审慎更新预期信用损失模型，以及贷款增长，引致拨备增加。公司资产质量保持稳定，特定分类或减值贷款比率稳定在 0.23%。

预计公司 FY20-22 年的 EPS 分别为 2.846 港元、3.102 港元、3.469 港元，分别同比上涨-6.5%、9.0%、11.8%。我们给予公司“收集”评级，目标价为 29.56 港元。

正面因素分析

- 中国经济 2020 年全年增长预期仍保持相对平稳。
- 东南亚业务步入收成期，积极贡献集团规模与收益。
- 虚拟银行的发展。
- 人民币国际化、一带一路战略、拓宽大湾区跨境业务预计将继续支撑公司的发展。
- 加强数字化建设。

负面因素分析

- 全球及中国经济下行压力加大，香港经济前景预期仍维持较不乐观。
- 海外新冠疫情仍未得到有效控制。
- 美联储预期将继续维持零利率不变。

损益表

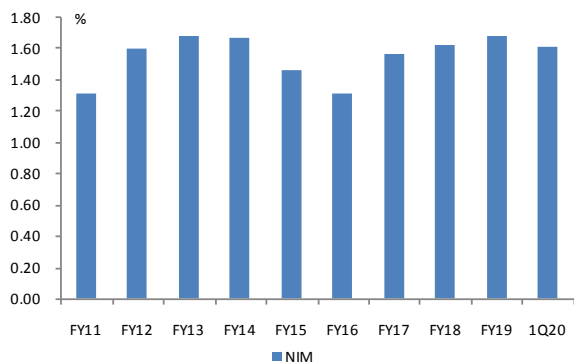
截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	61,865	67,784	68,854	73,727	80,905
利息支出	(22,364)	(27,261)	(27,798)	(30,030)	(33,340)
净利息收入	39,501	40,523	41,056	43,698	47,565
手续费及佣金收入	15,518	15,002	13,472	14,347	15,524
手续费及佣金支出	(4,206)	(4,083)	(3,776)	(4,118)	(4,558)
手续费及佣金净收入	11,312	10,919	9,696	10,229	10,966
其他净收入	16,931	28,294	27,162	27,787	29,343
经营总收入	67,744	79,736	77,914	81,714	87,874
营业费用	(15,206)	(16,667)	(17,143)	(17,898)	(19,159)
拨备前经营利润	39,329	41,777	40,331	42,906	46,634
减值损失准备支出	(1,242)	(2,022)	(3,033)	(2,420)	(1,573)
其它盈利	994	333	343	353	364
税收	(6,427)	(6,014)	(5,647)	(6,127)	(6,815)
税后利润	32,654	34,074	31,994	34,712	38,610
股东应占利润	32,070	33,574	31,484	34,187	38,069
每股盈利 (港元)	3.033	3.044	2.846	3.102	3.469

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
履约贷款 (NPL)	2,383	3,217	5,200	5,762	5,641
履约贷款比率 (%)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3
贷款减值损失准备 (LLR)	5,419	7,035	10,031	12,414	13,951
拨备覆盖率 (%)	227.4	218.7	192.9	215.5	247.3
核心一级资产充足率 (%)	17.5	17.8	18.1	17.9	17.8
资本充足率 (%)	23.1	22.9	23.2	23.1	23.0
ROE (%)	12.2	11.5	10.2	10.5	11.1
ROA (%)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

中银香港净息差



资料来源：公司。

设立金融科技子公司

分析员：曹 柱 Richard Cao

交通银行(03328 HK)

评级：收集

股价：HK\$4.780

目标价：HK\$5.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	212,828	73,630	0.956	5.2	4.4	8.598	0.5	0.300	7.1	11.3
2019A	232,443	77,281	1.005	5.1	4.3	9.337	0.5	0.315	7.4	11.1
2020F	246,141	78,601	1.000	(0.5)	4.4	10.080	0.4	0.320	7.4	10.2
2021F	262,952	81,905	1.044	4.4	4.2	10.863	0.4	0.334	7.7	9.9
2022F	280,956	86,066	1.100	5.4	4.0	11.688	0.4	0.351	8.1	9.7
已发行股本 Shares in issue (m)				74,262.7	大股东 Major shareholder				财政部 23.9%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				354,975.8	流通比例 Free float (%)				76.1	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				25,634.2	2020 年存贷比 2020 LDR (%)				82.4	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				6.090/4.200	2020 年净息差 2020 NIM (%)				1.5	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)					1.7 / 0.6 / (19.4)					
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)					(4.7) / (2.9) / (5.0)					

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度公司录得股东净利润 21,451 百万元人民币，同比上涨 1.8%。2020 年第一季度，公司的净利息收入为 36,736 百万元人民币，同比上升 5.4%。净息差同比下降 4 个基点至 1.55%。公司录得净手续费佣金收入 12,596 百万元人民币，同比上升 4.5%。2020 年第一季度，资产减值损失同比上升了 11.1%。截至 2020 年一季度末，公司的不良贷款率为 1.59%，较上年末上升 0.12 个百分点。公司的不良贷款拨备覆盖率比上年末下降 17.58 个百分点至 154.19%。公司于 2020 年 1 月 16 日批准其子公司交银国际控股有限公司发起设立全资子公司交银金融科技有限公司，这预计将有利于公司的业务发展及成本优化。截至 2019 年末，长三角、粤港澳大湾区、京津冀区域各项贷款新增 2,196 亿元人民币，同比增长超过 218%，占公司新增总贷款比例达 52%，同比上升 6.8%，信贷投放与国家区域战略布局同频共振。

预计公司 FY20-22 年的 EPS 将分别为 1.000 元人民币、1.044 元人民币、1.100 元人民币，分别同比上涨-0.5%、4.4%、5.4%。我们给予公司“收集”评级，目标价为 5.80 港元。

正面因素分析

- 受益于国家降准。
- 拥有较好的资本管理能力，资本充足率相对较高。
- 金融科技子公司设立预计将有利于公司的业务发展及成本优化。
- 信贷投放与国家区域战略布局同频共振。
- 中小微企业延期还本付息政策延长至 2021 年 3 月底，有利于缓解公司不良贷款率攀升压力。

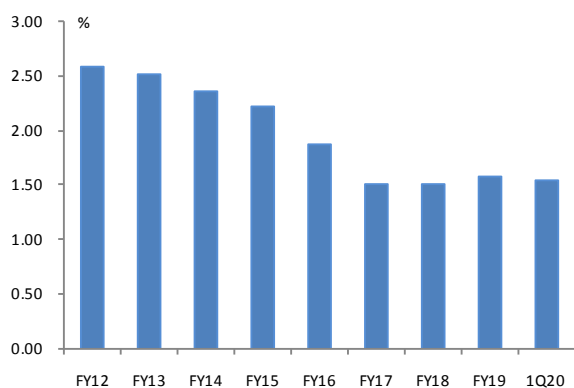
负面因素分析

- 公司的网点主要集中在经济发达地区，吸储成本较高。
- 市场利率下行，LPR 改革持续推进，预计将对公司的净息差形成一定压力。
- 公司拨备覆盖率较低。

风险分析

- 新冠疫情对中国经济的影响仍存在不确定性。
- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等加剧。

交行的净息差



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	348,864	367,453	391,751	424,580	457,842
利息支出	(217,956)	(223,370)	(237,852)	(259,170)	(280,962)
净利息收入	130,908	144,083	153,899	165,410	176,880
手续费及佣金收入	44,673	47,669	49,957	53,404	57,570
手续费及佣金支出	(3,436)	(4,044)	(4,194)	(4,713)	(5,372)
手续费及佣金净收入	41,237	43,625	45,763	48,691	52,197
其他净收入	40,683	44,735	46,480	48,850	51,879
营业总收入	212,828	232,443	246,141	262,952	280,956
营业费用	(83,474)	(92,433)	(97,790)	(103,735)	(110,055)
贷款减值损失准备	(43,514)	(52,224)	(59,068)	(66,151)	(73,080)
拨备后经营利润	227	414	426	439	452
分占联营及合营企业收益	86,067	88,200	89,710	93,505	98,274
税收	(11,902)	(10,138)	(10,312)	(10,748)	(11,296)
税后利润	74,165	78,062	79,398	82,758	86,978
股东应占利润	73,630	77,281	78,601	81,905	86,066
每股盈利 (人民币元)	0.956	1.005	1.000	1.044	1.100

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
不履约贷款 (NPL)	72,512	78,043	97,765	97,717	100,267
不履约贷款比率 (%)	1.5	1.5	1.7	1.5	1.5
拨备覆盖率 (%)	173.1	171.8	150.4	163.9	173.6
核心一级资产充足率 (%)	11.2	11.2	11.3	11.4	11.5
资本充足率 (%)	14.4	14.8	14.9	15.0	15.1
ROE (%)	11.3	11.1	10.2	9.9	9.7
ROA (%)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

零售银行业务较快增长

分析员：曹 柱 Richard Cao

徽商银行(03698 HK)
评级：收集
股价：HK\$2.690
目标价：HK\$3.24

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	26,951	8,747	0.689	15.4	3.4	5.119	0.5	0.056	2.4	14.7	
2019A	31,159	9,819	0.777	12.8	3.1	5.859	0.4	0.157	6.5	14.1	
2020F	33,608	10,555	0.797	2.6	3.1	6.454	0.4	0.169	6.9	12.9	
2021F	36,807	11,808	0.900	12.9	2.7	7.205	0.3	0.189	7.7	13.2	
2022F	40,335	13,531	1.042	15.8	2.3	8.092	0.3	0.216	8.8	13.6	
已发行股本 Shares in issue (m)				12,154.8	大股东 Major shareholder				上海宋庆龄基金会		12.1%
市值 Market cap. (HK\$ m)				32,696.4	流通比例 Free float (%)						87.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				926.3	2020 年存贷比 2020 LDR (%)						77.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				3.250/2.620	2020 年净息差 2020 NIM (%)						2.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(0.4) / (2.9) / (12.8)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(6.8) / (6.4) / 1.6		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度公司录得净利润 2,815 百万元人民币，同比增长 7.6%。公司 2019 年股东净利润达 9,819 百万元人民币，同比增长 12.3%。截至 2020 年一季度末，公司的总资产及股东权益分别比年初增长 2.1% 与 7.4% 至 1,155,657 百万元人民币与 93,705 百万元人民币。截至 2020 年一季度末，公司的核心一级资本充足率达 9.03%，比去年末上升 0.18 个百分点。截至 2019 年末，公司的个人非房消费贷余额为 83.42 亿元人民币（不含信用卡消费贷），同比增长 255.24%；个人财富管理业务规模（不含直销银行）达 1,647.77 亿元人民币，同比增长 60.67%；借记卡保有量 1,443.22 万张，2019 年新增发卡量 173.71 万张，卡内存款 963.20 亿元人民币，同比增长 33.79%；信用卡累计有效卡量 1,470,920 张，2019 年发卡 280,570 张，2019 年实现信用卡业务收入 8.98 亿元人民币，同比增长 18.5%。

预计公司 FY20-22 年的 EPS 为 0.797 元人民币、0.900 元人民币、1.042 元人民币，分别同比上涨 2.6%、12.9%、15.8%。作为安徽省最大的城商行，公司未来将受益于安徽经济的快速发展。我们给予公司“收集”评级，目标价为 3.24 港元。

正面因素分析

- 受益于国家降准。
- 参与发起设立一家经营区域在内蒙古的商业银行，预计未来将会增强公司的盈利能力。
- 公司零售银行业务继续较快增长。
- 理财子公司获准开业，有利于公司理财业务发展。
- 计划公开发行 A 股，预计将有利于公司发展。
- 拨备覆盖水平较高，盈利能力较好。

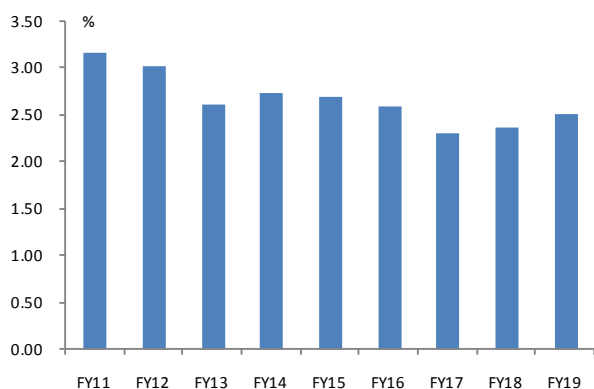
负面因素分析

- 公司的资本基础相对较弱。
- 公众持股较低。
- 经济下行压力加大，公司的不良贷款率存在攀升压力。

风险分析

- 公司业务主要集中在安徽，区域风险较大。
- 新冠疫情对中国经济的影响仍存在不确定性。

徽商银行净息差



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	39,668	47,829	52,374	58,065	64,139
利息支出	(21,701)	(23,103)	(25,595)	(28,698)	(32,052)
净利息收入	17,967	24,726	26,779	29,368	32,087
手续费及佣金收入	3,841	4,477	4,849	5,411	6,125
手续费及佣金支出	(135)	(313)	(360)	(409)	(459)
手续费及佣金净收入	3,706	4,164	4,489	5,002	5,666
其他净收入	5,277	2,269	2,340	2,438	2,582
营业总收入	26,951	31,159	33,608	36,807	40,335
营业费用	(6,205)	(7,092)	(7,452)	(8,051)	(8,702)
贷款减值损失准备	(10,064)	(11,920)	(13,088)	(14,135)	(14,884)
拨备后经营利润	10,681	12,147	13,068	14,621	16,749
联营企业投资收益	140	153	163	174	189
税收	(1,961)	(2,239)	(2,408)	(2,693)	(3,083)
税后利润	8,860	10,062	10,822	12,101	13,854
股东应占利润	8,747	9,819	10,555	11,808	13,531
每股盈利 (人民币)	0.689	0.777	0.797	0.900	1.042

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
不履约贷款 (NPL)	3,980	4,815	6,368	6,529	7,040
不履约贷款比率 (%)	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0
拨备覆盖率 (%)	302.2	303.9	285.9	312.1	333.5
核心一级资本充足率 (%)	8.4	8.9	9.0	9.1	9.2
资本充足率 (%)	11.7	13.2	13.3	13.4	13.5
ROE (%)	14.7	14.1	12.9	13.2	13.6
ROA (%)	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

预计将维持较好盈利增长

分析员：曹 柱 Richard Cao

招商银行(03968 HK)
评级：买入
股价：HK\$35.650
目标价：HK\$47.55

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	247,135	80,560	3.129	12.5	10.0	20.066	1.6	0.940	3.0	16.6
2019A	268,065	92,867	3.616	15.6	8.8	22.888	1.4	1.200	3.8	16.8
2020F	286,557	102,271	3.989	10.3	8.1	25.677	1.3	1.300	4.0	16.4
2021F	312,323	115,049	4.496	12.7	7.2	28.873	1.1	1.465	4.5	16.5
2022F	342,032	130,340	5.102	13.5	6.4	32.509	1.0	1.663	5.1	16.6
已发行股本 Shares in issue (m)				25,219.8	大股东 Major shareholder				招商局集团 30.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				899,085.9	流通比例 Free float (%)				70.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				15,677.7	2020 年存贷比 2020 LDR (%)				90.4	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				42.000/29.800	2020 年净息差 2020 NIM (%)				2.5	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(1.8) / 1.9 / (5.9)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(8.2) / (1.6) / 8.5	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度股东净利润同比增长 10.1%至 27,795 百万元人民币。2020 年第一季度，主要是由于市场利率和 LPR 的下行以及收益率较高的零售贷款因新冠疫情投放进度有所放缓，净息差同比收窄 16 个基点至 2.56%。净利息收入达 45,756 百万元人民币，同比增长 5.5%，主要是受生息资产增长的拉动。非利息收入同比增长 20.6%至 30,616 百万元人民币。截至 2020 年一季度末，公司的不良贷款率为 1.11%，较 2019 年末降低了 0.05 个百分点。2020 年第一季度，公司的资产减值损失同比上升 21.1%。不良贷款拨备覆盖率较 2019 年末攀升 24.49 个百分点达 451.27%。截至 2019 年末，公司累计申报金融科技项目 2,260 个，累计立项 1,611 个，其中 957 个项目已投产上线，覆盖零售、批发、风险、科技及组织文化转型的各个领域，为 3.0 经营模式探索提供坚实支撑。长远来看，公司计划进一步加大数字化转型力度，进一步提升数字化客户获取、业务运营、风险控制能力，推动运营管理效率持续提升。

预计公司 FY20-22 年的 EPS 将分别为 3.989 元人民币、4.496 元人民币、5.102 元人民币，分别同比上涨 10.3%、12.7%、13.5%。招商银行数字化转型在长期持续，其客户基础较好、零售金融业务优势明显、盈利能力较强、拨备覆盖充足、品牌影响力较强。我们给予公司“买入”评级，目标价为 47.55 港元。

正面因素分析

- 受益于国家降准。
- 客户基础较好，零售金融业务优势明显。
- 公司活期存款占比高，成本优势显著。
- 数字化转型在长期持续。
- 获准发行无固定期限资本债券，利于资本基础提升。
- 资产质量相对较好，拨备覆盖水平较高。

负面因素分析

- 市场利率下行，LPR 改革持续推进，预计将对公司的净息差形成一定压力。
- 经济下行压力加大，公司的不良贷款率存在攀升压力。

损益表

截至 12 月底(百万元人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	270,911	292,994	314,722	345,152	380,083
利息支出	(110,527)	(119,904)	(129,834)	(143,867)	(160,440)
净利息收入	160,384	173,090	184,888	201,285	219,643
手续费及佣金收入	73,046	79,047	84,580	91,685	100,212
手续费及佣金支出	(6,566)	(7,554)	(8,154)	(9,298)	(10,657)
手续费及佣金净收入	66,480	71,493	76,426	82,387	89,555
其他净收入	20,271	23,482	25,243	28,651	32,834
营业总收入	247,135	268,065	286,557	312,323	342,032
经营费用	(81,110)	(91,497)	(94,370)	(103,168)	(113,323)
贷款减值准备	(60,837)	(61,159)	(64,564)	(65,515)	(65,883)
分占联营及合营企业收益	1,309	1,723	1,861	2,010	2,170
税前经营收入	106,497	117,132	129,483	145,650	164,996
税收	(25,678)	(23,709)	(26,600)	(29,921)	(33,896)
股东应占利润	80,560	92,867	102,271	115,049	130,340
每股盈利 (人民币)	3.129	3.616	3.989	4.496	5.102

重要财务比率

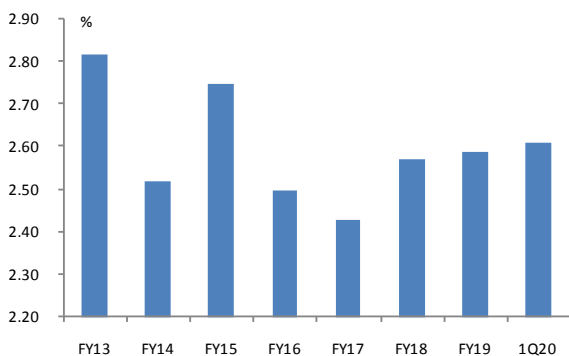
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
履约贷款 (NPL)	53,605	52,275	61,997	65,154	69,482
履约贷款比率 (%)	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
拨备覆盖率 (%)	358.2	426.8	407.5	433.6	448.4
核心一级资产充足率 (%)	11.8	12.0	12.1	12.1	12.2
资本充足率 (%)	15.7	15.5	15.6	15.7	15.8
ROE (%)	16.6	16.8	16.4	16.5	16.6
ROA (%)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

风险分析

- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等进一步加剧。
- 新冠疫情对中国经济的影响仍存在不确定性。

招行的净息差



资料来源：公司。

“一带一路”布局进一步完善

分析员：曹 柱 Richard Cao

中国银行(03988 HK)

评级：收集

股价：HK\$2.870

目标价：HK\$3.51

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	503,806	180,086	0.589	4.6	4.3	5.140	0.5	0.184	7.3	11.1
2019A	550,010	187,405	0.613	4.2	4.2	5.611	0.5	0.191	7.4	10.4
2020F	581,161	191,438	0.606	(1.2)	4.3	6.034	0.4	0.182	7.0	9.2
2021F	622,441	200,048	0.630	4.1	4.1	6.476	0.4	0.189	7.2	8.8
2022F	664,293	210,800	0.667	5.8	3.9	6.946	0.4	0.200	7.7	8.6
已发行股本 Shares in issue (m)				294,387.8	大股东 Major shareholder				汇金 64.6%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				844,893.0	流通比例 Free float (%)				35.4	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				253,012.7	2020 年存贷比 2020 LDR (%)				80.6	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				3.390/2.710	2020 年净息差 2020 NIM (%)				1.7	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									1.4 / (3.4) / (13.0)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(5.0) / (6.9) / 1.4	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中行的海外业务规模为中资上市银行中最大。2020 年第一季度税后利润与股东净利润同比分别增长 2.8%与 3.2%。2020 年第一季度，公司的净利息收入达 96,166 百万元人民币，同比增长 7.6%。净息差同比收缩 2 个基点至 1.80%。公司非利息收入达 52,377 百万元人民币，同比上涨 1.5%。其中，净手续费佣金收入达 27,917 百万元人民币，同比上升 2.1%。2020 年第一季度，资产减值损失同比增长 19.1%。截至 2020 年一季度末，公司的不良贷款率达 1.39%，比 2019 年末上升 0.02 个百分点。公司的不良贷款拨备覆盖率比 2019 年末增加 1.86 个百分点至 184.72%。截至 2019 年末，公司海外机构覆盖全球 61 个国家和地区，包括 25 个“一带一路”沿线国家，是全球和“一带一路”沿线布局最广的中资银行。2019 年，中国银行孟买分行、中国银行（卢森堡）有限公司雅典分行、中国银行（匈牙利）有限公司布加勒斯特分行和中国银行布宜诺斯艾利斯分行等机构相继开业，“一带一路”沿线布局进一步完善。

预计公司 FY20-22 年的 EPS 为 0.606 元人民币、0.630 元人民币、0.667 元人民币，分别同比上涨-1.2%、4.1%、5.8%。预计“一带一路”布局进一步完善有利于公司长期发展。我们给予公司“收集”评级，目标价为 3.51 港元。

正面因素分析

- 受益于国家降准。
- “一带一路”沿线国家机构布局进一步完善。
- 拓宽大湾区跨境业务，受益于粤港澳大湾区发展。
- 由于公司的业务优势，将长期受益于人民币国际化。
- 控股子公司中银租赁获准开业，有利于增强公司盈利能力。
- 发行无固定期限资本债券，公司资本基础进一步提升。

负面因素分析

- 海外新冠疫情仍在持续，全球经济下行压力加大，对公司部分区域业务形成负面影响。
- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等加剧。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	687,900	742,207	793,075	860,642	928,447
利息支出	(328,194)	(367,957)	(392,427)	(428,665)	(466,756)
净利息收入	359,706	374,250	400,648	431,977	461,690
手续费及佣金收入	99,997	104,917	107,750	115,184	124,860
手续费及佣金支出	(12,789)	(15,305)	(15,539)	(17,349)	(19,980)
手续费及佣金净收入	87,208	89,612	92,211	97,836	104,880
其他净收入	56,892	86,148	88,302	92,628	97,723
营业总收入	503,806	550,010	581,161	622,441	664,293
营业费用	(176,979)	(198,269)	(206,592)	(220,645)	(234,816)
贷款减值损失准备	(99,294)	(102,153)	(120,544)	(135,731)	(148,226)
拨备后经营利润	227,533	249,588	254,024	266,065	281,252
分占联营及合营企业收益	2,110	1,057	1,089	1,132	1,178
税收	(37,208)	(48,754)	(49,623)	(51,974)	(54,936)
税后利润	190,325	200,834	204,401	214,092	226,315
股东应占利润	180,086	187,405	191,438	200,048	210,800
每股盈利 (人民币元)	0.589	0.613	0.606	0.630	0.667

重要财务比率

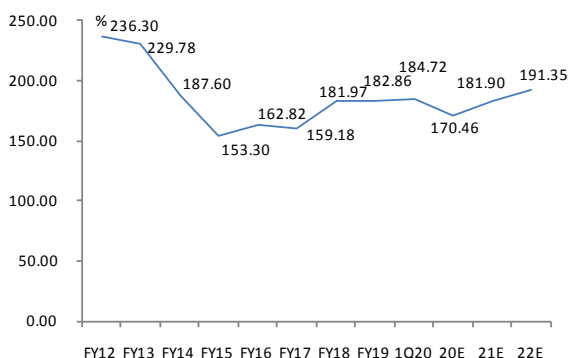
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
履约贷款 (NPL)	166,941	178,235	211,218	218,859	229,362
履约贷款比率 (%)	1.4	1.4	1.5	1.4	1.3
拨备覆盖率 (%)	182.0	182.9	170.5	181.9	191.3
核心一级资产充足率 (%)	11.2	11.4	11.3	11.4	11.5
资本充足率 (%)	14.2	15.0	15.6	15.7	15.8
ROE (%)	11.1	10.4	9.2	8.8	8.6
ROA (%)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

风险分析

- 公司作为全球性系统重要性银行，面临高监管风险。
- 经济下滑压力加大，对公司业绩及资产质量构成压力。

中行不良贷款拨备覆盖率



资料来源：公司。

水泥建材行业

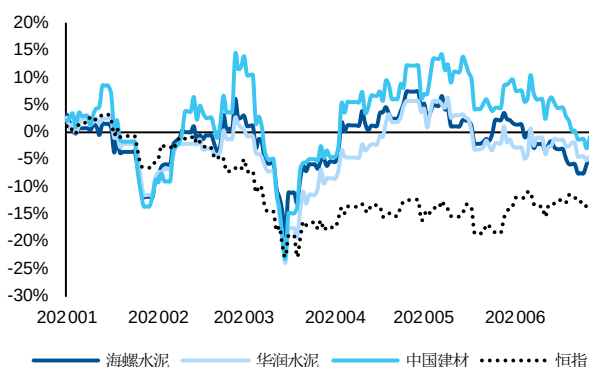
分析员：冯廷帅 David Feng

跑赢大市

股价表现回顾

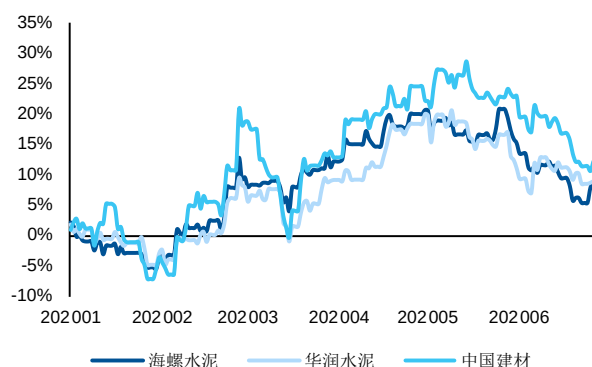
2020 年上半年水泥股跑赢大市，符合我们年初的判断。2020 年上半年，我们所覆盖的 3 家香港上市水泥股的市值加权平均绝对回报为-4.0%，同期恒指跌幅为 13.1%，整体跑赢大市 9.4 个百分点。尽管受新冠疫情冲击，2020 年上半年的全国水泥价格大体维持在高于 2019 年同期的历史高位，而各地区水泥产量均在全面复工后出现了不同程度的补偿性反弹。年初疫情爆发后，水泥股跟随大市调整，随后在复工预期的推动下开始反弹。然而，在大市快速下行以及水泥库存水平高居不下的双重压力下，水泥股出现二次探底。其后，在下游补偿性需求全面释放的带动下，水泥股领先于大市开启一轮强势反弹。进入雨季后，多轮强降水天气打压了水泥出货，加之煤价低位反弹抬升燃料成本，水泥股有所回落。我们所覆盖的 3 家水泥公司在 2020 年上半年的走势大体一致，其中中国建材 (03323 HK) 主要因西北地区期内表现强势，令公司股价表现略好于同业，而公司较大的盈利弹性也加大了其股价的波动性。

我们所覆盖水泥股绝对回报



资料来源：彭博、国泰君安国际。

我们所覆盖水泥股相对回报

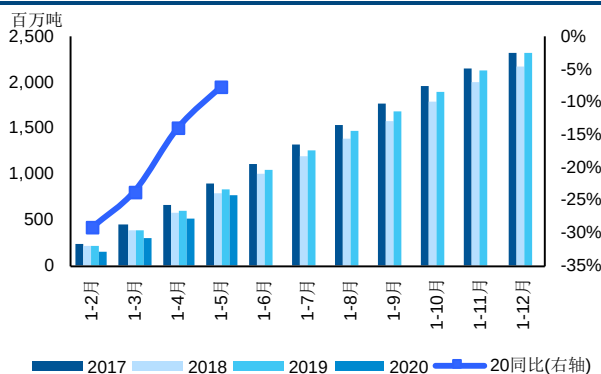


资料来源：彭博、国泰君安国际。

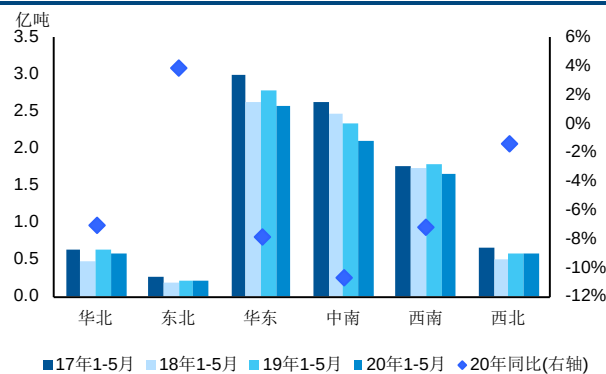
行业概况

补偿性需求将在雨季后的施工旺季集中释放。2020 年 1-5 月全国水泥产量为 7.7 亿吨，全口径下同比下降 7.7%，降幅较 1-4 月显著收窄 5.5 个百分点。尽管 6 月的水泥出货受强降水天气打压，我们预计 1-6 月的全国水泥产量的同比降幅将继续稳步收窄至 7% 以内。分地区看，与我们在疫情爆发之初的预期基本一致，由于北方冬季停产时间较南方长且受雨季冲击较小，2020 年上半年传统的“南强北弱”格局将有所逆转，东北与西北为水泥产量最为强健的两大区域。南方地区中，华东与西南的水泥需求均在四月中下旬后出现了强于历史同期的全面恢复，而中南则主要受疫情中心湖北的拖累。熟料产量方面，2019 年 1-5 月全国熟料产量为 5.5 亿吨，同比下降 4.1%。熟料产量的降幅小于水泥的部分原因在于自 2019 年 P.C 32.5 标号水泥取消后，每吨水泥的熟料消耗量上升所致。展望 2020 年下半年，尽管短期内需求或将继续受到降水天气打压，但我们认为在以基建需求为核心的拉动下，更多补偿性需求将在天气转好后的施工旺季集中释放。预计 2020 年全年水泥产量将仅出现微幅同比下滑，而熟料产量甚至有望出现小幅同比增长。

全国水泥累计产量

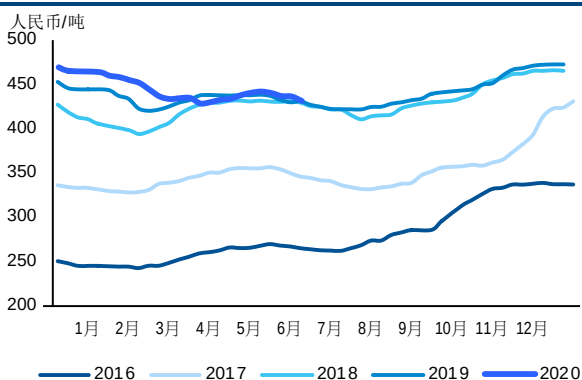


各地区水泥累计产量

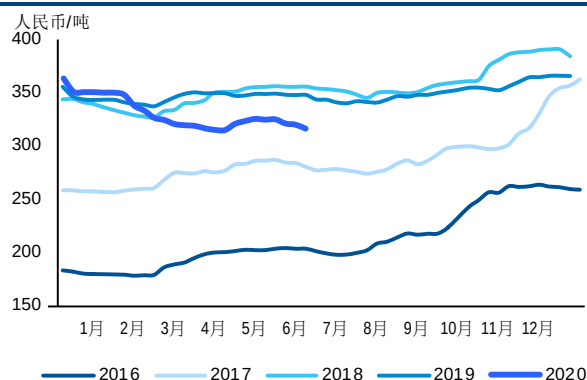


强降水天气令水泥价格短期承压，旺季反攻可期。截至 2020 年 6 月 28 日，全国高标水泥(P.O 42.5)均价为人民币 432 元/吨，较年初回调近 8.3%，但仍较去年同期略高 0.2%。全国熟料均价为人民币 315 元/吨，较去年同期低 9.4%，并较年初下调 13.4%。水泥和熟料价格近期承压的主要原因在于 6 月全国多地的水泥需求受持续强降雨天气冲击，出货明显减弱而库存水平有所攀升。分地区看，东北水泥价格因区域协同破裂同比大跌，而华东市场也在东北和越南外来低价熟料的冲击下显著回调。受坚实的基建需求拉动，西北与中南地区的水泥价格则均维持了较强的同比增长。就 2020 年下半年水泥价格的走势而言，尽管雨季仍将令水泥价格在短期内承压，但我们认为一旦雨季结束，施工旺季再度开启，各地水泥出货将迅速回升至高位，水泥价格将有望强势反弹。成本方面，尽管动力煤价格自 5 月以来在供应趋紧等因素的推动下触底反弹，然而近期由于港口煤炭库存有所回升，预计煤价继续上涨的可能性不大，水泥企业的燃料成本将大体保持稳定。

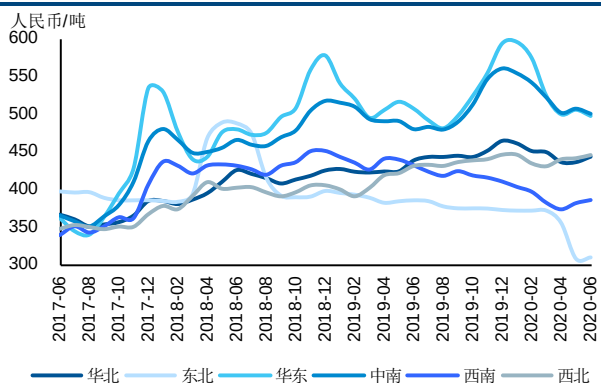
全国水泥均价



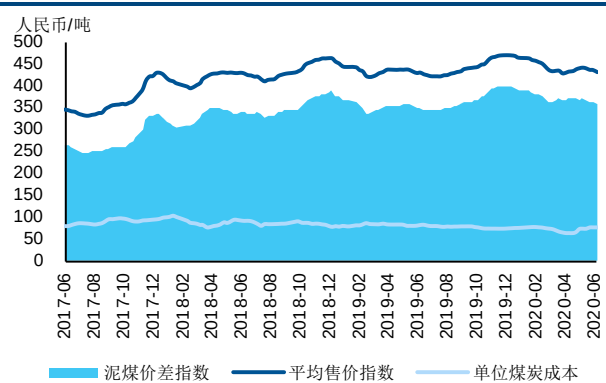
全国熟料均价



各地区水泥价格

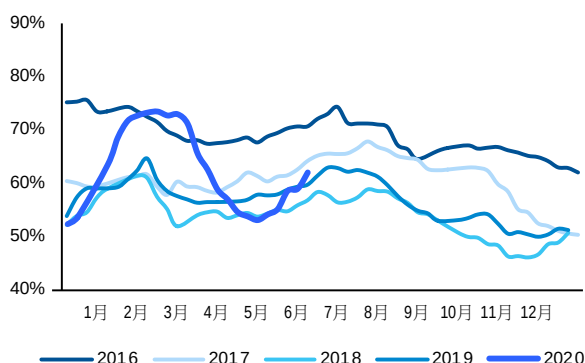


全国水泥煤炭价差指数



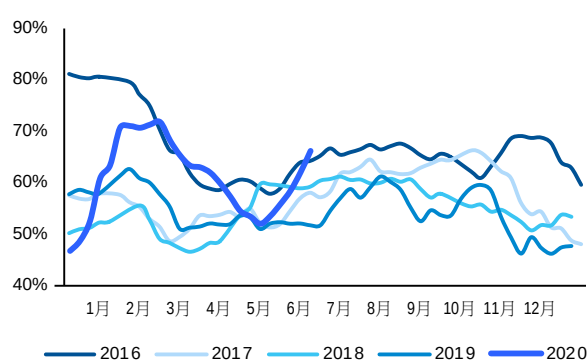
水泥出货受雨水打压，令库存高企。截至 2020 年 6 月 28 日，全国平均水泥及熟料库容比分别为 61.9% 和 55.0%，较前期旺季低点的升幅均高于往年同期，其中熟料库容比已突破 5 年同期高位。库存水平快速上升的原因如前所述，主要在于 6 月全国多地强于往年的降水很大程度上打压了下游的水泥需求。分地区看，由于降水量相对其他区域更强，华东与中南地区所受打压也较为严重。西部地区整体受影响较小，仍维持了较为强劲的出货，西北和西南的水泥库存水平平均维持在历史低位。后续随着各地厂商于 7-8 月陆续开始中期停窑检修或技改，供给收缩后库存压力将得到一定程度的缓解。整体而言，我们认为尽管阴雨天气仍将在淡季持续对水泥出货造成压力，但不利天气对出货的打压是暂时的，受疫情和降水压制的需求将会集中释放，9 月前后旺季再度开启后，5 月的强劲势头将有望重演。

全国平均水泥库存水平



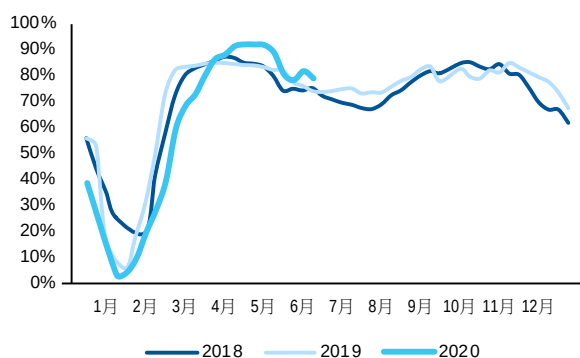
资料来源：数字水泥网、国泰君安国际。

全国平均熟料库存水平



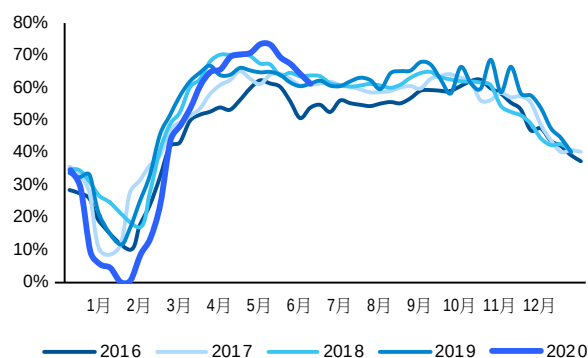
资料来源：卓创资讯、国泰君安国际。

全国平均水泥出货率



资料来源：数字水泥网、国泰君安国际。

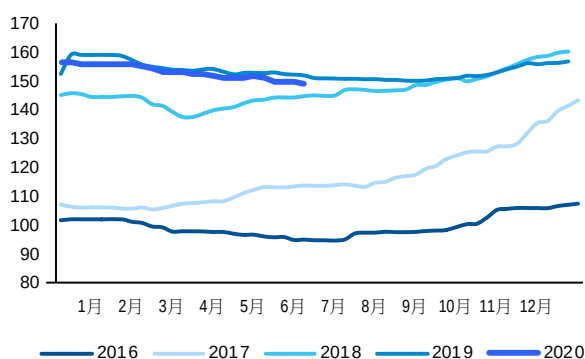
全国平均磨机开工率



资料来源：卓创资讯、国泰君安国际。

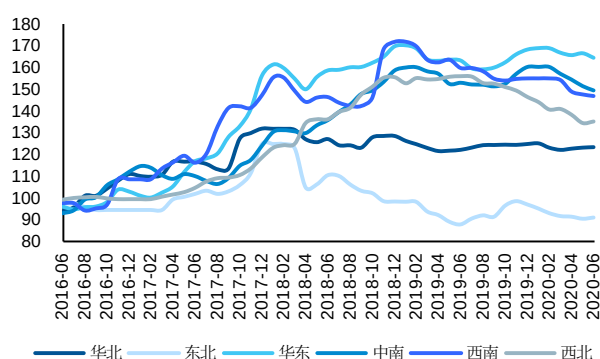
混凝土价格小幅下行，预计下半年稳中有升。截至 2020 年 6 月 24 日，全国混凝土价格指数为 149.6，同比下降 1.8%，而年迄今均值则同比下降 1.5%，年内整体走势与去年同期大体一致。分地区看，除华北与华东相对稳定外，其余地区的混凝土价格均有不同程度的回调。混凝土价格前期主要受疫情冲击，施工需求偏弱，且成本端的水泥和砂石骨料价格均有下调，因此价格跟随下行。近期预拌混凝土需求同样受到了雨水打压，然而随着后期砂石骨料及水泥价格逐渐企稳，预计混凝土价格将稳中有升。尽管各地区行情分化较为严重，但全国混凝土均价整体预计将保持在高位。

全国混凝土价格指数



资料来源：万得资讯、国泰君安国际。

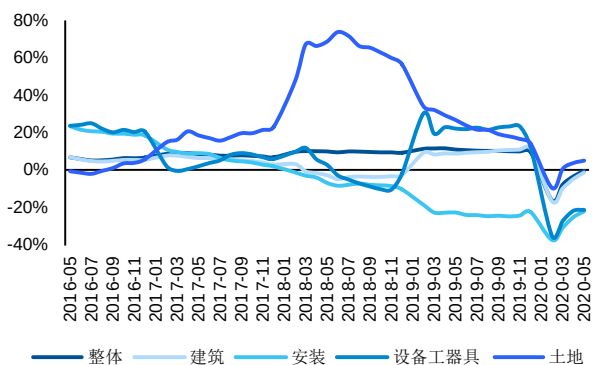
各地区混凝土价格指数



资料来源：万得资讯、国泰君安国际。

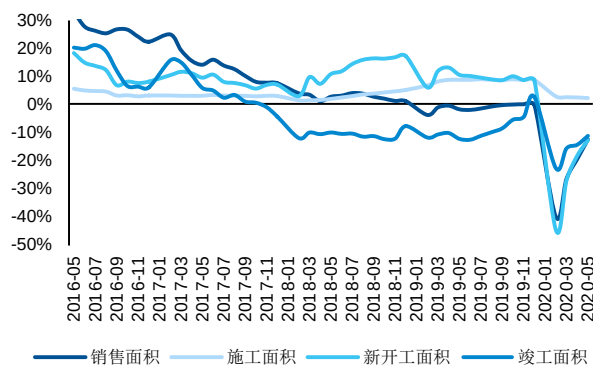
房地产需求韧性仍存，新开工有望稳步修复。2020 年 1-5 月全国房地产开发投资同比微降 0.3%，降幅较 1-4 月收窄 2.9 个百分点，整体复苏步伐符合预期。按成分看，房地产开发投资中反弹较为迅速的是土地购置费，1-5 月同比增长 5.4 个百分点，而体现水泥需求的建筑工程投资同比微降 1.1%，复苏力度与整体基本一致。面积指标方面，尽管疫情对房屋销售与新开工一度均造成重大打击，但经过全面复工以来的稳步复苏后，商品房销售面积和房屋新开工面积 1-5 月的同比降幅已分别收窄至 12.3% 和 12.8%，5 月单月增速则分别达 9.7% 和 2.5%，均为年内首度实现正增长，表明受到延迟的需求已开始加速释放。尽管“房住不炒”仍然是房地产调控的核心主基调，我们认为伴随着流动性宽松、户籍改革提速等积极要素的推动，地产销售需求将继续回暖，继而为房企推盘提供动力，进而从资金层面带动新开工稳步修复。整体而言，尽管疫情或将在中期对房地产需求带来一定波动，我们认为 2020 年的房地产投资仍将维持中单位数的同比增长，而年内来自于房地产端的水泥需求仍将维持相当的韧性。

全国房地产开发投资各成分年累计同比增速



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

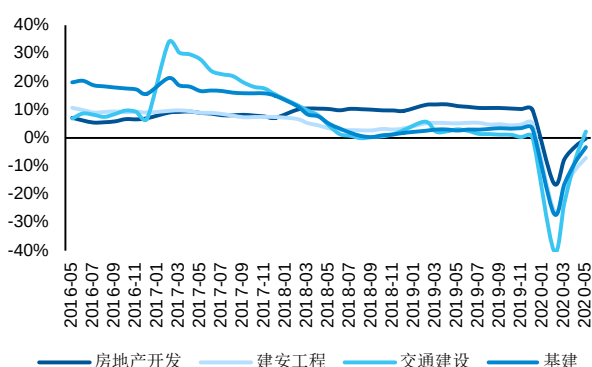
全国房地产开发相关面积年累计同比增速



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

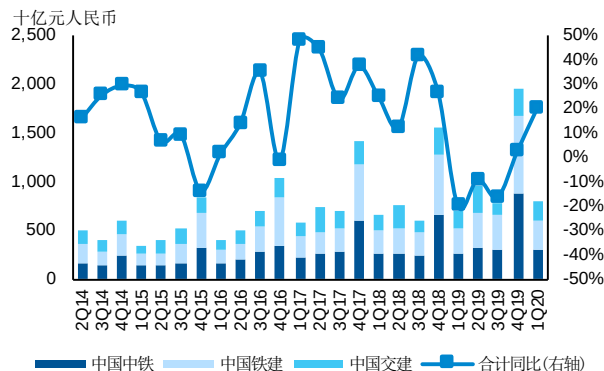
基建工程开始发力，下半年刺激政策将逐步体现。2020 年 1-5 月全国基建投资(不含电力)同比降 6.3%，较 1-4 月显著收窄 5.5 个百分点，5 月单月同比增 8.3%，领先于全行业整体投资。公路建设投资修复强于预期，1-5 月仅同比降 2.9%。据交通运输部数据，1-5 月全国公路水路交通固定资产投资额达 7,710 亿元人民币，同比增 2.3%，较 1-4 月的-7.8%大幅提升 10.1 个百分点，5 月单月的同比增速高达 30.1%，印证了公路建设的强劲复苏。铁路建设投资复苏较慢，1-5 月仍同比下降 8.8%，然而本年政府工作报告中罕见地提出增加国家铁路建设资本金 1,000 亿元，后期铁路建设的稳步复苏仍然可期。2020 年第一季度三大基建公司新签基建业务合同额合计同比增 16.2%，摆脱了 2019 年的颓势并重回增长轨道。资金方面，截至 6 月 15 日，全国各地发行新增专项债 2.19 万亿元，同比增 128%。按照国务院常务会议部署，各地发行的新增专项债将全部用于重大基础设施项目建设。由于重大工程立项审批存在一定的时滞性，当前的复苏主要体现的是延续了去年开工且今年施工受疫情推迟的项目需求。我们认为，今年以来加速推进的专项债发行将在下半年为新开工的基建项目从资金层面提供坚实的基础。预计年内后续各月的基建投资将有望维持近双位数的高速增长，从而对下半年的水泥需求形成有力的拉动。

全国房地产开发与固定资产投资年累计同比增速



资料来源：中国国家统计局、中国交通运输部、国泰君安国际。

三大基建公司新签基建业务合同额及同比增速



资料来源：中国中铁、中国铁建、中国交建、国泰君安国际。

投资建议

行业投资评级为“跑赢大市”，首选中国建材。新冠疫情的爆发为水泥供需平衡的维持带来了一次考验，就目前的状况而言，我们认为水泥需求整体仍然具有较强的韧性。近期水泥行业整体估值出现回调，主要反映了在政府未设定全年 GDP 增长目标的前提下市场对于基建刺激力度的悲观预期，以及强降水对水泥市场的打压等因素。我们认为尽管没有设定明确的增长目标，但在稳就业保民生的压力下，加大基建托底力度仍然是不可或缺的手段，而基建对于水泥需求的拉动并非立竿见影，而是会对未来两到三年处于平台高峰期的水泥需求形成支撑。另一方面，降水对于需求的季节性压制仅仅是暂时的，基于我们对下半年下游需求较为乐观的判断，我们认为无论是受疫情或降水压制的需求，均会推迟到雨季结束后的施工旺季集中释放，且工期压缩造成的赶工将为水泥提价提供良好的基础，特别是在竞争格局较为明朗的区域。就我们覆盖的公司而言，我们首推充分受益于西部地区旺盛水泥需求，以及凭借低利率环境释放更大盈利空间的中国建材。海螺水泥(00914 HK)尽管短期内面临来自东北和越南的较大冲击，我们仍然看好其在超低排放和成本控制方面的领先优势。华润水泥(01313 HK)两广核心区域竞争格局有望改善，2019 年下半年的强势反弹有望重现。总而言之，我们认为水泥行业年中淡季的低估值为投资者提供了良好的配置时点，看好行业下半年的整体表现，给予“跑赢大市”的投资评级。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
海螺水泥	00914	52.200	买入	7.3	7.2	7.2	1.6	23.0	4.3
华润水泥	01313	9.490	买入	6.8	6.4	6.3	1.4	21.7	7.0
中国建材	03323	8.250	买入	4.6	4.3	4.2	0.7	16.0	6.5
市值加权平均			跑赢大市	6.8	6.6	6.6	1.4	21.7	5.1

资料来源：国泰君安国际。

华东本地供给收缩有助于应对外部冲击

分析员：冯廷帅 David Feng

海螺水泥(00914 HK)

评级：买入

股价：HK\$52.200

目标价：HK\$67.90

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	128,403	29,858	5.634	87.8	8.4	21.225	2.2	1.690	3.6	29.6	
2019A	157,030	33,630	6.346	12.6	7.5	25.888	1.8	2.000	4.2	26.9	
2020F	154,601	34,263	6.466	1.9	7.3	30.355	1.6	2.040	4.3	23.0	
2021F	167,886	34,829	6.572	1.6	7.2	34.884	1.4	2.070	4.4	20.1	
2022F	179,395	35,086	6.621	0.7	7.2	39.427	1.2	2.085	4.4	17.8	
已发行股本 Shares in issue (m)				5,299.3	大股东 Major shareholder				海螺集团	36.4%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				299,517.5	流通比例 Free float (%)					24.5	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				7,449.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				61.550 / 41.300	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)					70.7	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(10.1) / (3.1) / 6.6	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(16.5) / (6.6) / 21.1	
资料来源: 公司, 国泰君安国际.											

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

华东 2020 年 1-5 月水泥产量同比降 7.9%，与全国的降幅基本一致，安徽、湖南、贵州等公司核心生产基地所在地的产量复苏步伐均好于全国平均。在东北和进口外来低价熟料的持续冲击下，华东的水泥与熟料价格出现较大幅度的回调，截至 6 月 28 日的水泥与熟料价格较年初高点的下调幅度均超过百元。另一方面，安徽率先推进超低排放，要求省内水泥生产线在 2020 年 10 月 1 日前完成技术改造。由于公司生产线技术标准具有领先优势，需要改造的量很小，而大部分中小企业的生产线需要进行约 20 天的停产技改，因此短期内将在一定程度上利好公司区域内的出货。我们预计未来还将有更多地区的地方政府推进超低排放，公司的技术优势有望继续凸显。此外针对景区及城区附近生产线趋严的监管也将有助于从供给侧维持供需平衡。尽管海外疫情形势严峻，公司于缅甸曼德勒的熟料生产线继今年 3 月点火成功后，于 5 月顺利开始出货。由于华东市场每年 3,000 万吨的熟料缺口客观存在，基于坚实的下游需求，我们认为旺季启动后华东目前的弱势局面有望显著改善。我们目前对公司的投资评级为“买入”，目标价为 67.90 港元，对应 9.6 倍/9.4 倍/9.3 倍的 2020-2022 年市盈率和 2.0 倍的 2020 年市净率。

正面因素分析

- 安徽率先实现超低排放，有助于缓解区域供给压力。
- 海外扩张稳步推进。

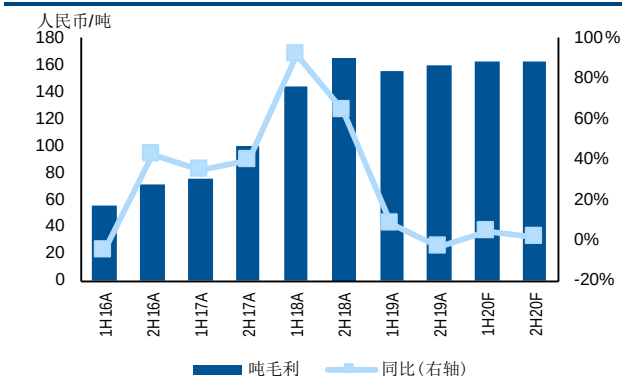
负面因素分析

- 东北与进口低价熟料持续冲击华东市场。
- 强降水天气令库存高企。

风险分析

- 环保监管力度放松。
- 外来熟料冲击力度进一步加强。
- 疫情扩散影响海外项目运营。

自产水泥产品吨毛利



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	128,403	157,030	154,601	167,886	179,395
营业成本	(82,642)	(106,124)	(102,424)	(115,289)	(127,050)
毛利	45,761	50,906	52,177	52,597	52,346
其他收入及损益	1,708	3,808	3,669	4,300	5,012
销售费用	(3,733)	(4,417)	(4,536)	(4,742)	(4,947)
管理费用	(4,038)	(6,109)	(5,558)	(6,136)	(6,645)
经营利润	39,698	44,188	45,752	46,019	45,765
财务费用	(483)	(446)	(496)	(456)	(390)
应占联营与合营公司业绩	460	854	758	928	1,149
税前利润	39,675	44,596	46,015	46,491	46,524
所得税	(8,993)	(10,205)	(10,976)	(10,874)	(10,644)
少数股东权益	(824)	(761)	(776)	(788)	(794)
股东利润	29,858	33,630	34,263	34,829	35,086
每股盈利(人民币)	5.634	6.346	6.466	6.572	6.621

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率(%)	35.6	32.4	33.7	31.3	29.2
经营利润率(%)	30.9	28.1	29.6	27.4	25.5
净利率(%)	23.3	21.4	22.2	20.7	19.6
股东资金回报率(%)	29.6	26.9	23.0	20.1	17.8
资产收益率(%)	22.9	21.2	18.6	16.8	15.0
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率(倍)	83.1	101.0	93.9	103.0	120.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

两广强势需求有望在下半年重现

分析员：冯廷帅 David Feng

华润水泥(01313 HK)
评级：买入
股价：HK\$9.490
目标价：HK\$11.80

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	38,791	7,975	1.179	112.8	8.0	5.570	1.7	0.548	5.8	23.5	
2019A	38,956	8,618	1.234	4.7	7.7	6.012	1.6	0.595	6.3	21.6	
2020F	39,278	9,692	1.388	12.5	6.8	6.773	1.4	0.665	7.0	21.7	
2021F	41,032	10,423	1.493	7.6	6.4	7.574	1.3	0.720	7.6	20.8	
2022F	41,905	10,567	1.513	1.3	6.3	8.363	1.1	0.725	7.6	19.0	
已发行股本 Shares in issue (m)				6,982.9	大股东 Major shareholder				华润集团 68.7%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				66,268.1	流通比例 Free float (%)				31.3		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				11,146.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				10.820 / 6.400	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				15.1		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(2.5) / 2.6 / 25.4	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(8.8) / (0.9) / 39.8	
资料来源：公司、国泰君安国际。											

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年 1-5 月，公司核心经营区域两广地区的水泥产量同比降 7.7%，4 月以来下游赶工需求明显，公司二季度销量预计有望实现两位数的同比增长。尽管进入 6 月以来公司的水泥出货受到雨水冲击，但目前两广的水泥和熟料价格均仍大体稳定在近年来的高位。由于广西宣布暂停产能置换并将严控跨省置换，公司在两广地区的龙头地位将更为稳固。公司在骨料与装配式建筑的战略布局稳步推进。骨料方面，公司于 6 月成功竞得广西田阳年产 500 万吨砂石采矿权，而此前公司已分别竞得福建建平和广西上思两处矿山，公司正在向 2022 年实现骨料产能达 5,000 万吨的目标稳步迈进。装配式建筑方面，公司在两广地区已布局 7 个项目，在运营的两个项目 2019 年已接近盈亏平衡，珠三角对于装配式建筑的接受程度已显著提升。在以深中通道和黄茅海通道为代表的重点基建工程的支撑下，我们预计大湾区内未来 2-3 年内的水泥需求将维持旺盛。展望下半年，与 2019 年类似，被雨水和疫情推迟的需求将在旺季集中释放，赶工需求将产生局部的供不应求，推涨区域行情。我们目前对公司的投资评级为“买入”，目标价为 11.80 港元，对应 8.5 倍/7.9 倍/7.8 倍的 2020-2022 年市盈率和 1.7 倍的 2020 年市净率。

正面因素分析

- 大湾区基建工程需求维持旺盛。
- 广西暂停产能置换利好竞争格局。
- 骨料产能扩张稳步推进。

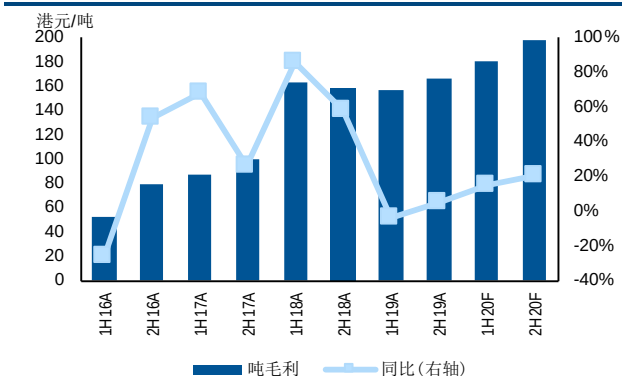
负面因素分析

- 高温多雨天气阻碍水泥出货。
- 塔牌文福万吨二线冲击闽南及粤东市场。

风险分析

- 房地产开发需求转弱。
- 汇率波动对公司业绩造成不利影响。

水泥产品吨毛利



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	38,791	38,956	39,278	41,032	41,905
营业成本	(23,371)	(23,298)	(22,073)	(23,318)	(23,948)
毛利润	15,420	15,658	17,205	17,715	17,957
其他收入及损益	582	608	636	773	906
销售费用	(1,985)	(1,987)	(1,956)	(1,999)	(2,020)
管理费用	(2,545)	(2,329)	(2,338)	(2,390)	(2,415)
经营利润	11,472	11,951	13,547	14,099	14,428
汇兑损益	105	(37)	(163)	480	541
财务费用	(644)	(454)	(301)	(294)	(306)
应占联营与合营公司业绩	403	548	446	497	534
税前利润	11,335	12,008	13,530	14,782	15,196
所得税	(3,328)	(3,314)	(3,751)	(4,266)	(4,535)
少数股东权益	(31)	(77)	(86)	(93)	(94)
股东利润	7,975	8,618	9,692	10,423	10,567
每股盈利(港元)	1.179	1.234	1.388	1.493	1.513

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率(%)	39.8	40.2	43.8	43.2	42.9
经营利润率(%)	29.6	30.7	34.5	34.4	34.4
净利率(%)	20.6	22.1	24.7	25.4	25.2
股东资金回报率(%)	23.5	21.6	21.7	20.8	19.0
资产收益率(%)	14.5	14.8	15.7	15.3	14.2
净负债比率(%)	0.4	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率(倍)	18.6	27.5	46.0	51.3	50.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

低利率环境将进一步凸显盈利弹性

分析员：冯廷帅 David Feng

中国建材(03323 HK)
评级：买入
股价：HK\$8.250
目标价：HK\$10.60

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	218,997	7,932	0.940	60.4	8.0	8.515	0.9	0.180	2.4	11.7	
2019A	253,403	10,974	1.301	38.4	5.8	9.560	0.8	0.350	4.7	14.4	
2020F	267,392	13,794	1.635	25.7	4.6	10.842	0.7	0.490	6.5	16.0	
2021F	283,029	14,788	1.753	7.2	4.3	12.118	0.6	0.525	7.0	15.3	
2022F	296,507	15,207	1.803	2.9	4.2	13.414	0.6	0.540	7.2	14.1	
已发行股本 Shares in issue (m)				8,434.8	大股东 Major shareholder				中国建材集团	41.6%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				69,586.9	流通比例 Free float (%)				45.8		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				27,780.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				86.3		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				10.240 / 6.090	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				14.0		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(5.2) / (2.6) / 20.4	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(11.6) / (6.1) / 34.9	
资料来源：公司、国泰君安国际。											

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

作为全国区域布局最为广泛的建材龙头，尽管东北水泥市场近期的弱势令华东市场同时受到冲击，但公司充分受惠于西部地区旺盛的水泥需求。自 2020 年 4 月中旬以来，西部地区的水泥出货率持续稳定在 3 年来的高位，其中西北地区 1-5 月的熟料产量同比增速率先回正，同比增 4.9%。公司于江西玉山、湖南郴州、贵州毕节、山西运城等地的产能置换项目于年内稳步推进，未来有助于继续提升市场份额。近期，公司成功发行的 10 亿元超短期融资券票面利率仅 1.15%，创公司发债利率新低，其后，公司将 2017 年公司债券（第一期）的票面利率由 4.6% 降至 2.5%。由于公司负债水平较高，财务费用对于公司盈利具有较大影响，低利率环境下公司的盈利能力有望进一步得到释放。公司于 2017 年向证监会承诺于 3 年内解决上市子公司的同业竞争问题，预计公司水泥与玻纤板块的内部整合有望在年内取得进展。我们目前对公司的投资评级为“买入”，目标价为 10.60 港元，对应 5.7 倍/5.3 倍/5.2 倍的 2020-2022 年市盈率和 0.9 倍的 2020 年市净率。

正面因素分析

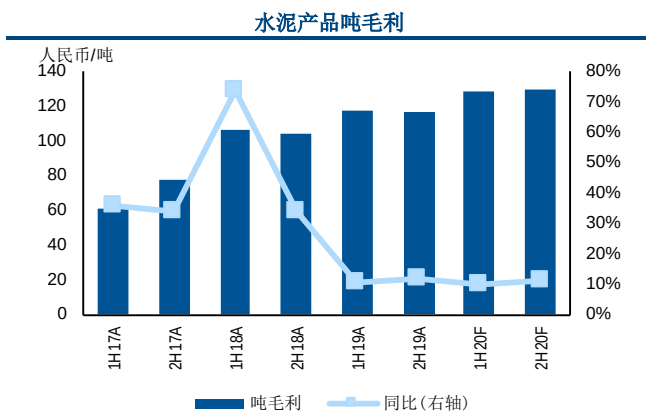
- 产能置换项目稳步推进。
- 西部地区水泥需求旺盛。
- 低利率环境有助于财务成本下降。

负面因素分析

- 东北地区水泥价格大跌，进而冲击华东市场。
- 商品混凝土价格偏弱运行。

风险分析

- 新增产能造成供需失衡，局部地区水泥价格大幅下滑。
- 去杠杆进程慢于预期。
- 煤价反弹蚕食吨毛利。



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	218,997	253,403	267,392	283,029	296,507
营业成本	(153,892)	(176,813)	(185,683)	(199,200)	(210,803)
毛利润	65,105	76,590	81,709	83,828	85,703
其他收入及损益	2,114	4,297	4,099	4,386	4,637
销售费用	(11,536)	(13,141)	(13,620)	(14,146)	(14,591)
管理费用	(26,751)	(34,003)	(33,189)	(33,735)	(34,317)
经营利润	28,932	33,743	38,999	40,333	41,432
财务费用	(10,741)	(8,754)	(7,940)	(7,424)	(6,929)
应占联营与合营公司业绩	2,002	2,459	2,742	2,839	2,926
税前利润	20,192	27,448	33,801	35,749	37,429
所得税	(6,302)	(9,019)	(10,999)	(11,175)	(11,942)
永久资本工具	(981)	(1,170)	(1,108)	(1,319)	(1,572)
少数股东权益	(4,977)	(6,284)	(7,899)	(8,468)	(8,708)
股东利润	7,932	10,974	13,794	14,788	15,207
每股盈利(人民币)	0.940	1.301	1.635	1.753	1.803

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率(%)	29.7	30.2	30.6	29.6	28.9
经营利润率(%)	13.2	13.3	14.6	14.3	14.0
净利率(%)	3.6	4.3	5.2	5.2	5.1
股东资金回报率(%)	11.7	14.4	16.0	15.3	14.1
资产收益率(%)	4.8	5.5	6.2	6.4	6.2
净负债比率(%)	131.1	107.2	86.3	68.6	54.3
利息覆盖率(倍)	2.9	4.1	5.3	5.8	6.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

清洁能源行业—天然气

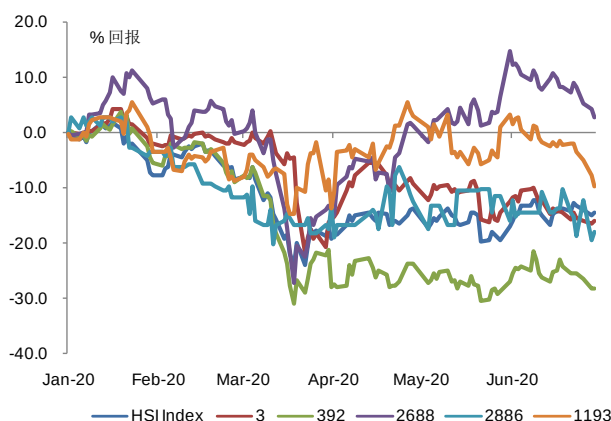
跑赢大市

分析员：郭勇 Kevin Guo

中国天然气消费受疫情影响显著放缓

市场回顾：受新冠病毒疫情影响，中国天然气消费增速在 2020 年上半年显著放缓，燃气企业表现分化显著。受新型冠状病毒疫情的影响，2020 年前 4 个月中国天然气消费的增速仅有 3.3%，消费增速较去年同期显著放缓。2020 年上半年天然气价格基本稳定，天然气供应充足，但各地天然气价格根据供需变化产生的季节性调整逐步成为常态。2019-2020 年取暖季全国各地天然气供应充足，气价保持稳定。新冠病毒疫情的爆发使得燃气企业的经营环境恶化，但天然气销售仍然能够保持增长。在股市整体下行的背景下，2020 年上半年燃气公司整体跑赢大市，但公司的表现分化严重。大型燃气公司华润燃气（01193 HK）和新奥能源（02688HK）显著跑赢恒指，香港中华煤气（00003HK）上半年的表现与恒指基本相当，滨海投资（02886HK）和北京控股（00392HK）跑输恒指。在大市下跌的背景下新奥能源仍然录得小幅上涨，华润燃气的表现差于新奥能源，上半年出现了 9.6% 的跌幅，但仍然跑赢恒指。在新冠病毒疫情导致全球经济不确定的背景下，燃气行业仍然是保持增长的行业，而两家公司历年的经营数据明显好于其它同业公司，因此受到投资者的追逐。香港中华煤气（00003HK）内地的天然气销售增速不及新奥和华润，但拥有香港燃气市场提供的稳定盈利，整体表现与恒指基本一致。滨海投资（02886HK）股价在过去两年超跌显著，2020 年上半年公司股价基本跟随大盘波动，小幅跑输恒指。北京控股（00392HK）的主要经营区域北京市的天然气消费逐步趋于饱和，增长前景相对有限，上半年表现最差。

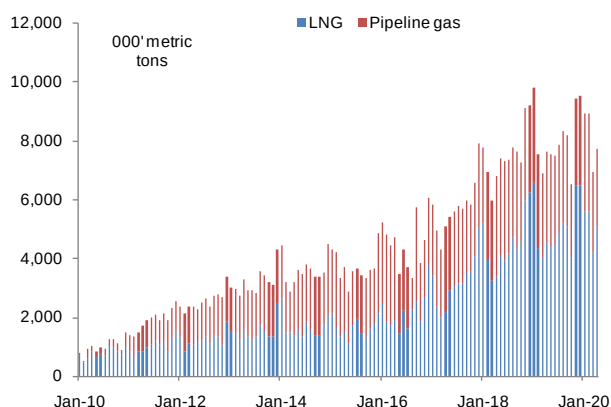
2020 年上半年港股恒指和燃气股走势



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

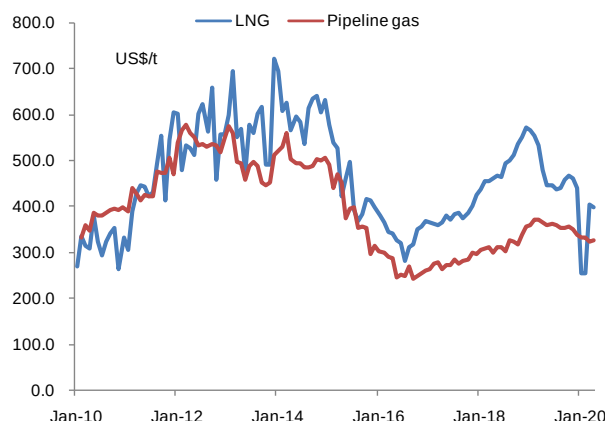
2020 年上半年中国天然气消费增速显著放缓，天然气进口量增速大幅回落。2020 年前 4 个月中国的天然气表观消费同比仅仅增长 3.3% 达到 1,044.3 亿立方米，比 2019 年同期下降了 8.1 个百分点，是近五年来最低的消费增速。受新型冠状病毒疫情爆发的影响，工业和商业用户的天然气消费量受到明显冲击。为防控新冠病毒疫情国内商业活动受到极大抑制，旅游、餐饮和航空等行业基本处于停滞状态，商业用户的用气需求显著减少。工业用户的用气需求同样受到负面影响，但总体表现好于商业用户。二季度随着国内疫情得到控制，国内商业活动逐步恢复，但是整体仍未回到疫情爆发前的正常水平。不幸的是，从 3 月份开始新冠病毒疫情在欧洲、美国以及其它地区相继爆发，全球经济活动受到极大冲击，我国的外贸出口也受到严重影响。2020 年前 5 个月我国外贸出口 8,849.9 亿美元，同比下降 7.7%。疫情的爆发是意外因素，我国鼓励天然气消费的政策导向并未改变，华北四省两市各行业的“煤改气”仍在继续推进，各地农村的“煤改气”相继完成。除此之外，工业领域的“煤改气”要求在不断提高，更多小型的燃煤锅炉将持续被淘汰。我们认为华北地区的“煤改气”，特别是工业领域的“煤改气”仍有巨大的空间，未来仍会带来可观的天然气消费增量。2020 年前 4 个月天然气进口同比增长 8.4% 至 1,068 亿立方米，进口增速大幅回落，主要是由于国内消费增速的放缓。2020 年前 4 个月中国 LNG 的进口量同比增长了 5.2% 至 2,042 万吨。2020 年前 4 个月中国管道燃气进口量出现小幅下跌，同比减少 3.2% 至 1,203 万吨。随着国际油价的下跌，中国进口管道气和 LNG 的价格均出现了一定幅度的下跌。

中国天然气进口量



资料来源：海关总署、国泰君安国际。

中国天然气进口价格



资料来源：海关总署、国泰君安国际。

国家石油天然气管网集团有限公司（简称国家管网公司）2019年12月底在北京正式成立，标志着深化油气管网改革迈出关键一步。国家管网公司的主要职责是负责全国油气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设，负责干线管道互联互通及与社会管道联通，形成“全国一张网”，负责原油、成品油、天然气的管道输送，并统一负责全国油气干线管网运行调度，定期向社会公开剩余管输和储存能力，实现基础设施向所有符合条件的用户公平开放等。国家管网公司的成立，将实现管输和生产、销售分开，以及向第三方市场主体的公平开放，有利于促进市场竞争，提高资源配置效率，更好地体现能源商品属性，发挥市场在资源配置中的决定性作用，进一步推进市场化的油气价格机制改革，激发市场活力，从而更好为经济社会发展服务。国家管网公司的成立能够促进油气管网的互联互通，构建“全国一张网”，有利于更好地在全国范围内进行油气资源调配，提高油气资源的配置效率，保障油气能源安全稳定供应。同时国家管网公司将统筹规划建设运营全国油气干线管网，有利于减少重复投资和管道资源浪费，加快管网建设，提升油气运输能力。国家油气管网公司成立是天然气体制改革中最为重大和根本性的改革措施，将推动油气市场“脱胎换骨”，油气市场体系有望更加规范化、系统化，国内供应主体更加多元化，这也有利于加快管网投资建设步伐，促进管网互联互通，进而提高基础设施运行效率，降低终端用户用气成本。

2019-2020年取暖季天然气供应及价格保持稳定。根据国家发展改革委的信息，进入取暖季后国家发展改革委同各地、有关部门和企业建立了天然气保供日调度机制，随时掌握天然气供需动态，及时发现和处理解决影响供应的问题。对于天然气终端价格，供暖季期间国家采取了有效措施保持国内天然气价格运行在合理区间。对居民用气实行“量价齐保”，也就是在保障供应总量的基础上，执行国家制定的各省份基准门站价格不上浮；对学校、医院、公共交通等民生用气实行“保量稳价”，也就是在保障供应量的基础上，价格根据供需关系适度调整，但上浮的幅度以基准门站价格为基础不超过20%；其它市场化气量价格，则由供需双方协商确定。为重点保障民生价格稳定，供暖季期间，各地不再调整居民用气终端销售价格。由于用气需求增长比较平稳，天然气资源供应相对充足，供需之间保持了一个比较好的平衡状态。供暖季期间，储气调峰保供作用进一步发挥，北方重点地区清洁取暖用气得到较好保障。由于国际国内天然气价格保持低位运行，个案问题得到及时协调解决，天然气供应保障工作总体平稳有序。受新冠肺炎疫情影响，节后企业推迟复工复产延缓天然气需求。进入3月份以后，随着各地陆续复工复产，全国用气量已逐步恢复。部分地区为有效防控疫情，将供暖时间延长至3月底，进一步保障了人民群众取暖用气需要。

中国能源消费结构调整是推动天然气消费增长的长期动力，政府鼓励天然气消费的政策导向保持不变。目前天然气在中国能源消费结构中仅占7%左右，根据国务院的规划到2020年天然气消费在能源消费中的比重将提升至10%左右，且计划到2030年将天然气消费在整个能源消费中的占比提升至20%左右。从目前来看，2020年天然气在中国能源消费结构中的占比将低于原先制定的目标，未来天然气仍有提升的空间。环保压力是政府推动天然气消费的重要因素，居民对环保问题的重视使得政府将保持持续推动天然气消费的政策。在北方集中供暖地区，“煤改气”的推动力度不断加大，地方政府不仅对集中供暖的改造有一次性的投资补贴，部分地区甚至对取暖的燃料费都有一定的补贴。根据发改委联合多部门出台的《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021）》， “煤改气”要在落实气源的前提下有序进行，供用气双方要签订“煤改气”供气协议并严格履行协议，各级地方政府要根据供气协

议制定“煤改气”实施方案和年度计划。北方清洁能源取暖规划是政府鼓励天然气消费政策的延续，并给出了未来北方天然气消费增量的一个更加具体的数字，对燃气分销公司是巨大的利好。虽然政府并未出台新的鼓励政策，且天然气行业下一个“五年”规划目标尚未制定，但总体的政策导向并未发生变化。除此之外，由于当前天然气的供应相对充足，各级政府尝试在各用气领域推进天然气的使用，这有利于深度扩大天然气的用气潜力。

我们预计中国对天然气的需求在未来 5-10 年将保持双位数的增长。中国的天然气消费量在 2010 年首次超过 1,000 亿立方米，并且随着中亚进口的天然气增加，天然气消费增长加快。2011-2015 年期间，中国的天然气消费量保持了 12.4% 的年复合增长率并在 2015 年达到 1,932 亿立方米。中国的天然气消费增速在 2016-2018 年加快，消费量在 2018 年达到 2,800 亿立方米，使中国成为世界上第二大天然气消费国。中国对天然气的消费需求主要受到调整能源消费结构的需要和环保压力特别是冬季雾霾天气的带动。虽然天然气消费量自 2010 年以来增加一倍以上，中国的能源消费仍严重依赖于非清洁能源类型的煤炭。2018 年，天然气仅占中国能源消费总量的 6.6% 左右，远低于世界平均水平。根据“天然气发展十三五规划”，中国对天然气的需求在 2020 年将达到 3,600 亿立方米左右，占能源消费总量的 8.3%-10%。到 2030 年，中国的天然气消费量预计将达到 4,500-5,000 亿立方米并占到能源消费总量的 15% 左右。能源消费结构调整的需求将在长期驱动天然气消费，我们预计中国的天然气消费在未来 5-10 年将保持双位数的增长。虽然中国的天然气消费增速在 2020 年受新冠病毒疫情影响有所放缓，但是中国的天然气消费仍拥有巨大的潜力。我们认为随着工业领域“煤改气”的推进，中国的天然气消费将保持双位数的增长。

由于疫情影响目前国际 LNG 市场供应过剩，天然气进口来源充足。根据彭博的统计数据，全球 LNG 液化产能预计将于 2018-2020 年以约 10% 的速度增长并于 2020 年达到 3.786 亿吨。2020-2024 年间，全球液化产能可能仅录得轻微增长。然而，增速或在 2025 年显著加快并在 2030 年达到 7.346 亿吨。美国在 2018-2023 年间将贡献绝大部分的产能增长，其液化产能将从 2018 年的 2,200 万吨增至 2023 年的 9,330 万吨。2023 年之后，卡塔尔、澳大利亚、俄罗斯、美国和非州可能都会贡献快速的产能增长。我们相信未来 5-10 年全球 LNG 供应充足。与此同时，预计全球 LNG 需求在 2018-2025 年仅有低单位数增长。根据彭博估计，全球 LNG 需求预计将于 2018-2020 年以约 3.54% 的年复合增长率增长并于 2020 年达到 3.569 亿吨。由于新冠病毒疫情的爆发，全球 LNG 未来三年的需求将显著减少，LNG 的需求增速将低于此前市场的估计。中国、印度、欧洲国家和巴基斯坦预计将贡献大部分的增长。然而，曾一度是最大 LNG 进口国的日本预计将自 2018 年起录得负增长。韩国也预计将在未来录得轻微的负增长。新冠病毒疫情的爆发使得 2020-2021 年全球 LNG 市场出现过剩，中国在进口 LNG 上将有更多来源且进口价格将下降。我们预计中国进口的 LNG 每年将增加 100 亿立方米以上。与此同时，中国 LNG 进口能力也在稳步增长。中国共有 19 个 LNG 码头在运营中，总接收能力达每年 7,655 万吨。中国还计划再建设 22 个产能为 6,100 万吨的 LNG 码头。我们相信总的 LNG 码头接收能力足以满足进口 LNG 的需要。管道天然气方面，来自中亚的管道天然气进口量将随着土库曼斯坦等国天然气产量的增长继续保持稳定增长。中俄管道天然气已经在 2019 年 12 月实现通气，我们预计 3-5 年内的进口总量将达到 380 亿立方米。此外，中国和俄罗斯还在协商建设另一条管道，这将额外增加 120 亿立方米的俄罗斯天然气。管道气进口量的增长同样有助于增加中国的天然气供应。

管道燃气公司销气价差预计在 2020 年将保持稳定。经过多年持续的气价改革，“存量气和增量气”之间的价差被抹平，居民用气与非居民用气的价差也已经被消除，因此天然气价格的调整不会对燃气公司的天然气采购成本产生结构性影响，不会导致公司的销气价差受到冲击。未来国家发改委将进一步推动市场化的天然气价格改革，将非居民用气由现行最高门站价格管理改为基准门站价格管理，供需双方可在基准门站价格上浮 20%。我们认为在新的价格机制下，管道燃气公司的销气价差将保持稳定。2019-2020 年取暖季国内天然气供应保障良好，未出现因为供应紧张导致天然气采购价格上升。随着国家对天然气供应保障的重视，未来国内天然气储气设施的建设将持续扩大，充足的储气设施将能够有效调节季节性供气压力，保持天然气价格的稳定。我们相信公司的销气价差可能会因客户结构变化而小幅下降，但会基本保持稳定。我们认为经过气价改革之后，燃气公司未来的销气价差将保持稳定。

投资建议

行业投资评级“跑赢大市”。中国的能源消费结构调整是一个长期的过程，将持续十年以上。天然气在中国能源消费结构中的占比将逐步上升，政府鼓励天然气消费的政策导向不变。我们认为利好燃气分销行业的基本面不变，中国的天然气消费将长期保持中高速增长。我们认为在能源消费结构调整的大背景下，中国的天然气消费在未来拥有巨大的潜力，而燃气分销公司将是最大的受益者之一。虽然新冠病毒疫情的爆发使得 2020 年中国的天然气消费增速显著放缓，但我们认为中国的天然气消费会很快恢复增长，并在未来 3 年保持两位数以上的增速。在经过多轮气价改革之后，燃气分销公司的销气价差预计将保持稳定，因此燃气公司的盈利将随着销气规模的扩大而增加。2020 年上半年燃气公司的股价跟随大盘出现下跌，但行业的市场基本面并未发生重大改变，我们认为天然气消费的高速增长以及燃气公司盈利快速增长前景并未改变，因此我们维持对行业“跑赢大市”的评级。投资首选是燃气业务遍布全国的龙头燃气分销公司华润燃气（01193 HK）。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
香港中华煤气	00003	12.000	中性	28.9	25.1	22.8	3.1	10.8	2.9
华润燃气	01193	37.750	买入	14.7	13.2	12.0	2.1	19.7	1.7
北京控股	00392	25.900	买入	3.9	3.6	3.3	0.4	10.7	4.6
新奥能源	02688	87.200	中性	14.4	13.3	12.0	2.5	22.2	2.4
滨海投资	02886	1.150	买入	7.9	6.1	5.3	0.9	13.1	3.8
市值加权平均			跑赢大市	20.8	18.3	16.7	2.6	15.2	2.7

资料来源：国泰君安国际。

燃气市场受疫情冲击严重

分析员：郭勇 Kevin Guo

香港中华煤气(00003 HK)

评级：中性

股价：HK\$12.000

目标价：HK\$11.20

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	39,073	9,313	0.605	13.2	19.8	4.056	3.0	0.350	2.9	15.2
2019A	40,628	6,966	0.412	(32.0)	29.2	3.794	3.2	0.350	2.9	11.0
2020F	40,904	7,023	0.415	0.8	28.9	3.859	3.1	0.350	2.9	10.8
2021F	43,508	8,102	0.479	15.4	25.1	3.987	3.0	0.350	2.9	12.2
2022F	46,589	8,895	0.526	9.8	22.8	4.163	2.9	0.350	2.9	12.9
已发行股本 Shares in issue (m)				16,925.1	大股东 Major shareholder				李绍基 41.5%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				213,255.7	流通比例 Free float (%)				58.5	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				23,213.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				37.4	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				17.143/11.181	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				26.7	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(1.7) / 0.3 / (25.4)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(8.1) / (3.2) / (11.0)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

香港中华煤气有限公司（中华煤气）成立于 1862 年，是香港首家公用事业公司。公司是香港最大的能源供应商之一，并逐步发展成为在大中华区能源行业占据领先地位的公司。目前公司在大陆拥有超过 260 个项目，包括城市管道燃气项目、上游和中游项目、水务和污水处理项目、天然气加气站以及遍布新能源开发和利用合资公司。公司香港燃气业务贡献盈利稳定，内地天然气销量保持快速增长，内地天然气业务是公司未来主要的增长来源。

受新冠病毒疫情爆发影响，大陆和香港的天然气消费都受到严重冲击，预计 2020 年公司大陆的天然气销量将仅有轻微增长。但是长期看天然气消费在中国仍有巨大的增长空间，在疫情影响消退后中国的天然气消费有望保持双位数以上的快速增长。中华煤气未来仍将极大受益于中国天然气消费的快速增长，在新的定价机制下销气价差将保持稳定，我们认为公司未来的管道燃气销售量和盈利仍能保持快速增长。我们预期公司 12 个月目标价为 11.20 港元，投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 中国天然气消费将保持高速增长。
- 公司大陆管道燃气销售将保持快速增长。
- 大陆天然气销气价差保持稳定。
- 公司香港燃气业务保持稳定。

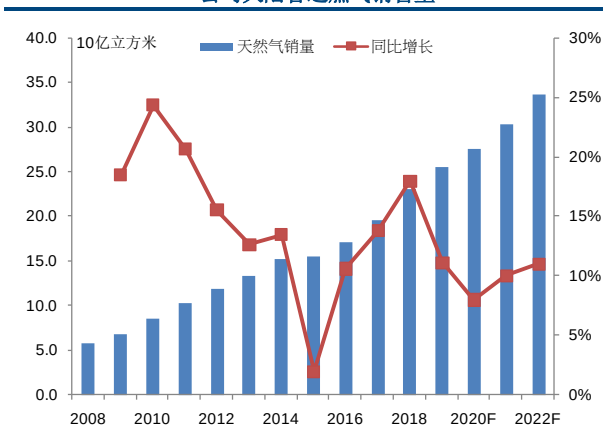
负面因素分析

- 新冠病毒疫情爆发使得大陆和香港的燃气销售都受到严重冲击。
- 中国经济增速放缓导致工业客户用气需求放缓。
- 公司扩张速度慢于大陆的大型燃气公司。

风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 高速扩张带来的管理风险。
- 公司业务安全运营的风险。

公司大陆管道燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	39,073	40,628	40,904	43,508	46,589
营业成本	(30,690)	(32,604)	(33,569)	(35,390)	(37,768)
毛利	8,383	8,024	7,335	8,118	8,821
其它收入	20	1,049	1,154	1,269	1,396
净财务开支/收入	(1,177)	(1,230)	(1,180)	(1,288)	(1,398)
联营公司盈利	3,590	1,820	1,645	1,815	2,004
合营公司盈利	1,523	742	767	882	1,014
除税前盈利	12,340	10,404	9,720	10,796	11,837
所得税	(1,908)	(2,290)	(1,750)	(1,619)	(1,776)
除税后盈利	10,432	8,114	7,970	9,176	10,062
少数股东和永续资本权益	1,119	1,149	947	1,074	1,167
股东应占溢利	9,313	6,966	7,023	8,102	8,895
每股盈利 (港币)	0.605	0.412	0.415	0.479	0.526
每股股息 (港币)	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	20.3	4.0	0.7	6.4	7.1
纯利增长 (%)	13.2	(25.2)	0.8	15.4	9.8
经营利润率 (%)	9.9	(4.3)	(8.6)	10.7	8.7
纯利率 (%)	23.8	17.1	17.2	18.6	19.1
资产回报率 (%)	7.0	5.0	5.0	5.6	5.8
股东资金回报率 (%)	15.2	11.0	10.8	12.2	12.9
净资产负债比率 (%)	38.7	39.9	37.4	40.9	42.8
净利息覆盖率 (倍)	7.9	5.7	6.0	6.3	6.4
市净率 (倍)	3.0	3.2	3.1	3.0	2.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公用事业业务保持稳定

分析员：郭勇 Kevin Guo

北京控股(00392 HK)

评级：买入

股价：HK\$25.900

目标价：HK\$37.60

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	67,765	7,577	6.004	10.1	4.3	55.206	0.5	1.050	4.1	11.0	
2019A	67,783	8,055	6.382	6.3	4.1	59.650	0.4	1.116	4.3	11.1	
2020F	72,070	8,438	6.686	4.8	3.9	65.133	0.4	1.203	4.6	10.7	
2021F	75,205	9,154	7.253	8.5	3.6	71.080	0.4	1.306	5.0	10.6	
2022F	79,391	9,909	7.851	8.2	3.3	77.518	0.3	1.413	5.5	10.6	
已发行股本 Shares in issue (m)				1,262.1	大股东 Major shareholder				BEH Group		54.5%
市值 Market cap. (HK\$ m)				32,687.2	流通比例 Free float (%)						45.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				1,853.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)						49.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				41.500/24.550	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)						62.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										0.6 / (0.9) / (34.0)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(5.8) / (12.5) / (19.6)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

北京控股是一家综合性公用事业公司及北京市政府下辖的投资及融资平台。公司致力于发展公用事业业务，主要包括燃气分销、市政水务运营，同时公司也持有消费板块业务。公司的燃气业务由三部分组成：北京燃气的燃气分销业务、中石油北京天然气管道有限公司（公司持有 40%的股权）及持有中国燃气 23%的股权（在香港交易所上市的燃气分销公司）。公司的水务业务是由其联营公司北控水务集团（00371 HK）所运营。

公司公用事业业务在未来仍将保持增长。天然气消费在中国仍有巨大的增长空间，受疫情影响子公司中国燃气 2020 年的天然气销售增速将放缓，但是北京地区的管道燃气销售将保持稳定。公司水务业务随着新建供水厂和污水处理厂的投产将继续保持高速增长，我们认为公司未来的收入和盈利将保持快速增长。我们认为在疫情影响消退之后公司的其它公用事业板块业务将保持快速增长，预计公司 2020-2022 年每股盈利分别为港币 6.686 元、7.253 元和 7.851 元。我们预期公司 12 个月目标价为 37.60 港元，投资评级为“买入”。

正面因素分析

- 公司管道燃气销售将保持稳定增长。
- 燃气销售价差保持稳定。
- 公司水务业务仍处于高速扩张中。

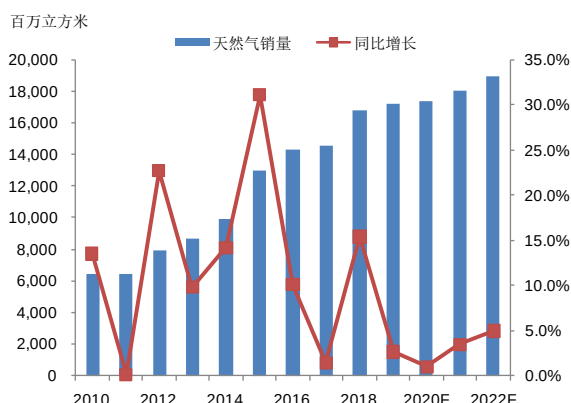
负面因素分析

- 新冠病毒疫情爆发使得燃气销售受到严重冲击。
- 北京地区燃气业务逐步饱和，未来的增长空间受限。
- 公司啤酒业务毛利率较低。

风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 高速扩张带来的管理风险。
- 公司业务安全运营的风险。

公司燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	67,765	67,783	72,070	75,205	79,391
营业成本	(57,201)	(56,837)	(60,864)	(63,422)	(66,892)
毛利	10,564	10,946	11,206	11,782	12,499
经营管理费用	(7,023)	(6,913)	(7,207)	(7,445)	(7,860)
经营溢利	3,541	4,033	3,999	4,337	4,639
净财务开支/收入	(1,978)	(2,195)	(1,905)	(1,861)	(1,843)
其他	7,532	7,758	7,778	8,234	8,797
除税前盈利	9,095	9,596	9,872	10,710	11,593
所得税	(1,159)	(1,022)	(1,037)	(1,125)	(1,217)
除税后盈利	7,937	8,574	8,836	9,585	10,376
少数股东权益	359	519	398	431	467
股东应占溢利	7,577	8,055	8,438	9,154	9,909
每股盈利 (港币)	6.004	6.382	6.686	7.253	7.851
每股股息 (港币)	1.050	1.116	1.203	1.306	1.413

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	17.8	0.0	6.3	4.3	5.6
纯利增长 (%)	10.1	6.3	4.8	8.5	8.2
经营利润率 (%)	5.2	5.9	5.5	5.8	5.8
纯利率 (%)	11.7	12.6	12.3	12.7	13.1
资产回报率 (%)	4.5	4.6	4.8	5.0	5.1
股东资金回报率 (%)	11.0	11.1	10.7	10.6	10.6
净资产负债率 (%)	59.7	49.5	49.2	42.9	37.0
净利息覆盖率 (倍)	4.0	3.9	4.6	5.2	5.6
市净率 (倍)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

疫情将减缓天然气销售增速

分析员：郭勇 Kevin Guo

华润燃气(01193 HK)

评级：买入

股价：HK\$37.750

目标价：HK\$47.50

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	51,165	4,450	2.040	21.4	18.5	14.511	2.6	0.550	1.5	19.3
2019A	55,835	5,043	2.315	13.5	16.3	16.232	2.3	0.770	2.0	19.8
2020F	59,248	5,593	2.567	10.9	14.7	17.895	2.1	0.642	1.7	19.7
2021F	65,687	6,212	2.852	11.1	13.2	19.781	1.9	0.713	1.9	19.5
2022F	73,674	6,856	3.146	10.3	12.0	21.889	1.7	0.787	2.1	19.2
已发行股本 Shares in issue (m)				2,224.0	大股东 Major shareholder				华润集团 64.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				87,354.0	流通比例 Free float (%)				36.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				5,534.8	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				3.7	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				48.000 / 34.050	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				57.8	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(10.7) / (1.4) / (0.4)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(17.0) / (4.9) / 14.0	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

华润燃气是中国领先的燃气公用事业集团，主要从事下游城市燃气分销业务，是中国大陆最大的燃气分销商。公司的业务主要位于经济较发达和人口密集的地区，通过内涵式增长及收购实现快速扩张。公司在中国运营 251 个城市燃气项目，拥有超过 3,795 万客户。公司未来管道燃气销售将保持快速增长，同时销气价差将保持稳定。

受新冠病毒疫情爆发影响，中国的天然气消费增速受到严重冲击显著放缓，预计 2020 年公司的天然气销量将只有低单位数增长。但是长期看天然气消费在中国仍有巨大的增长空间，在疫情影响消退后中国的天然气消费有望保持两位数以上的快速增长。华润燃气未来仍将极大受益于中国天然气消费的快速增长，在新的定价机制下销气价差将保持稳定，我们认为公司未来的管道燃气销售量和盈利仍能保持快速增长。预计公司 2020-2022 年每股盈利分别为港币 2.567 元、2.852 元和 3.146 元。我们预期公司 12 个月目标价为 47.50 港元，投资评级为“买入”。

正面因素分析

- 中国天然气消费将保持高速增长。
- 公司管道燃气销售将保持快速增长。
- 燃气销售价差将继续改善并保持稳定。
- 居民阶梯气价实施有助于提高销气价差。

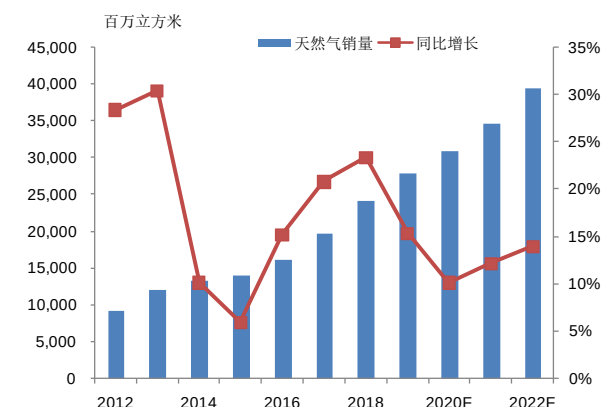
负面因素分析

- 新冠病毒疫情爆发使得燃气销售受到严重冲击。
- 燃气项目并购成本高昂。
- 中国经济增速放缓导致工业客户用气需求放缓。
- 缺少收购对象，公司扩张速度将放缓。

风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 高速扩张带来的管理风险。
- 公司业务安全运营的风险。

公司管道燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	51,165	55,835	59,248	65,687	73,674
营业成本	(37,544)	(41,904)	(43,896)	(48,676)	(54,892)
毛利	13,622	13,931	15,352	17,011	18,783
经营管理费用	(6,962)	(7,200)	(7,465)	(8,145)	(8,915)
经营溢利	7,597	8,247	9,495	10,522	11,574
净财务开支/收入	(460)	(534)	(369)	(360)	(338)
其他	807	756	817	882	953
除税前盈利	7,877	8,391	9,942	11,044	12,188
所得税	(1,989)	(1,922)	(2,486)	(2,761)	(3,047)
除税后盈利	5,888	6,469	7,457	8,283	9,141
少数股东权益	1,438	1,426	1,864	2,071	2,285
股东应占溢利	4,450	5,043	5,593	6,212	6,856
每股盈利 (港币)	2.040	2.315	2.567	2.852	3.146
每股股息 (港币)	0.550	0.770	0.642	0.713	0.787

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	28.4	9.1	6.1	10.9	12.2
纯利增长 (%)	19.9	9.9	15.3	11.1	10.4
经营利润率 (%)	14.8	14.8	16.0	16.0	15.7
纯利率 (%)	11.5	11.6	12.6	12.6	12.4
资产回报率 (%)	8.0	8.0	9.0	9.1	9.2
股东资金回报率 (%)	19.3	19.8	19.7	19.5	19.2
净资产负债率 (%)	(5.3)	(15.2)	3.7	1.6	(1.8)
净利息覆盖率 (倍)	12.8	12.1	20.2	23.0	27.0
市净率 (倍)	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

疫情影响致天然气销售增速放缓

分析员：郭勇 Kevin Guo

新奥能源(02688 HK)

评级：中性

股价：HK\$87.200

目标价：HK\$87.60

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	60,698	2,818	2.560	(1.2)	29.9	23.239	3.3	1.040	1.4	14.7
2019A	70,183	5,670	5.049	97.2	15.4	27.622	2.8	1.190	1.5	24.0
2020F	79,541	6,186	5.508	9.1	14.4	31.662	2.5	1.928	2.4	22.2
2021F	88,882	6,687	5.955	8.1	13.3	36.037	2.2	2.084	2.6	20.9
2022F	100,092	7,434	6.619	11.2	12.0	40.894	1.9	2.317	2.9	20.3
已发行股本 Shares in issue (m)				1,125.5	大股东 Major shareholder				Mr Wang	30.1%
市值 Market cap. (HK\$ m)				98,163.8	流通比例 Free float (%)					36.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				2,400.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					17.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				98.550/60.450	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)					106.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(3.5) / 18.4 / 16.9	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(9.9) / 14.9 / 31.3	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

新奥能源是中国最大的清洁能源分销商之一，公司业务包括燃气管道建设，汽车/船舶加气站的投资、运营和管理以及管道燃气。公司在中国拥有 200 多个燃气项目，燃气管网覆盖的城镇人口超过 1.04 亿。公司将继续收购新的燃气分销项目并扩张至新的地区，燃气销量未来有望继续保持快速增长。预计公司未来的销气价差将保持稳定并有小幅改善。公司致力于成为综合能源服务供应商，并已建成和运营多个项目，我们认为未来将成为公司新的业绩增长点。

受新冠病毒疫情爆发影响，中国的天然气消费增速受到严重冲击显著放缓，预计 2020 年公司的天然气销量将只有低单位数增长。但是长期看天然气消费在中国仍有巨大的增长空间，在疫情影响消退后中国的天然气消费有望保持两位数以上的快速增长。新奥能源未来仍将极大受益于中国天然气消费的快速增长，在新的定价机制下销气价差将保持稳定，我们认为公司未来的管道燃气销售量和盈利仍能保持快速增长。预计公司 2020-2022 年每股盈利分别为人民币 5.508 元、5.955 元和 6.619 元。我们预期公司 12 个月目标价为 87.60 港元，投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 中国天然气消费将保持高速增长。
- 公司管道燃气销售将保持快速增长。
- 燃气销售价差有望得到改善并保持稳定。
- 北方地区煤改气将极大促进公司的天然气销售。

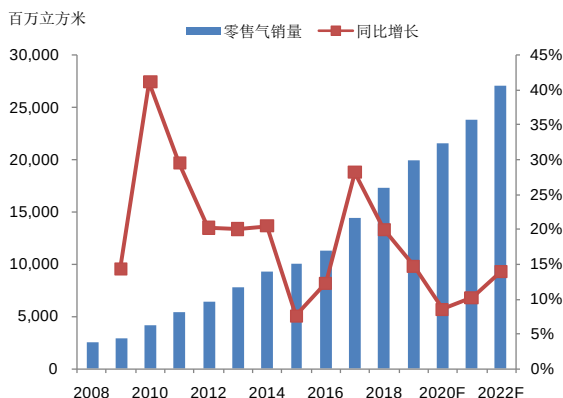
负面因素分析

- 新冠病毒疫情爆发使得燃气销售受到严重冲击。
- 新收购项目的成本高昂。
- 中国经济增速放缓导致工业客户用气需求放缓。

风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 高速扩张带来的管理风险。
- 公司业务安全运营的风险。

公司燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	60,698	70,183	79,541	88,882	100,092
营业成本	(51,188)	(58,918)	(66,593)	(74,789)	(84,477)
毛利	9,510	11,265	12,948	14,093	15,615
经营管理费用	(3,463)	(4,075)	(4,136)	(4,533)	(4,804)
经营溢利	6,047	7,190	8,812	9,560	10,811
净财务开支/收入	(637)	(727)	(719)	(803)	(920)
其他	(446)	1,651	1,371	1,313	1,276
除税前盈利	5,601	8,841	10,182	10,873	12,087
所得税	(1,783)	(1,980)	(2,546)	(2,718)	(3,022)
除税后盈利	3,818	6,861	7,637	8,155	9,065
少数股东权益	1,000	1,191	1,451	1,468	1,632
股东应占溢利	2,818	5,670	6,186	6,687	7,434
每股盈利 (人民币)	2.560	5.049	5.508	5.955	6.619
每股股息 (人民币)	1.040	1.190	1.928	2.084	2.317

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	25.7	15.6	13.3	11.7	12.6
纯利增长 (%)	14.8	19.1	21.8	1.2	11.2
经营利润率 (%)	10.0	10.2	11.1	10.8	10.8
纯利率 (%)	6.3	9.8	9.6	9.2	9.1
资产回报率 (%)	5.2	8.4	9.0	8.8	8.9
股东资金回报率 (%)	14.7	24.0	22.2	20.9	20.3
净资产负债率 (%)	24.7	29.4	17.5	20.0	20.0
净利息覆盖率 (倍)	6.0	9.4	10.6	10.2	9.9
市净率 (倍)	3.3	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

天然气销售受疫情影响较小

分析员：郭勇 Kevin Guo

滨海投资(02886 HK)

股价：HK\$1.150

评级：买入

目标价：HK\$1.93

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	3,308	104	0.089	(52.9)	12.9	1.162	1.0	0.045	3.9	7.5
2019A	3,558	81	0.060	(32.6)	19.2	1.006	1.1	0.035	3.0	6.1
2020F	4,082	196	0.145	142.2	7.9	1.287	0.9	0.044	3.8	13.1
2021F	4,651	256	0.190	30.4	6.1	1.426	0.8	0.057	4.9	14.4
2022F	5,305	292	0.216	14.0	5.3	1.584	0.7	0.065	5.6	14.8
已发行股本 Shares in issue (m)					1,174.3	大股东 Major shareholder			TEDA HK 63.2%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					1,350.5	流通比例 Free float (%)			36.8	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					346.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			147.9	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					1.530/1.050	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			2.6	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(7.3) / (0.7) / (6.2)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(13.6) / (4.2) / 8.2	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

滨海投资是一家快速发展的天然气分销商。公司的主要营运区域位于天津滨海新区，滨海新区聚集了大量的工业企业且正在建设多家天然气发电厂。滨海新区已被批准为自贸区，这有助于吸引更多的工业企业入驻滨海新区，从而大幅增加公司未来的管道燃气销售量。

受新冠病毒疫情爆发影响，中国的天然气消费增速受到严重冲击显著放缓，预计 2020 年公司的天然气销量将受到一定影响。但是长期看天然气消费在中国仍有巨大的增长空间，在疫情影响消退后中国的天然气消费有望保持两位数以上的快速增长。滨海投资的发展受益于滨海新区工业的发展以及政府治理北方地区空气污染的决心，滨海新区煤改气的推进将极大促进公司的天然气销售。随着天然气价格改革的进行，预计公司燃气销售的毛利率在未来将得到持续改善并保持在稳定水平。我们认为公司未来的管道燃气销售量和盈利将保持快速增长。预计公司 2020-2022 年每股盈利分别为港币 0.145 元、0.190 元和 0.216 元。我们预期公司 12 个月目标价为 1.93 港元，投资评级为“买入”。

正面因素分析

- 公司管道燃气销售将保持快速增长。
- 燃气销售价差将持续改善。
- 滨海新区获批成为自贸区。
- 煤改气的推进将促进公司的天然气销售。

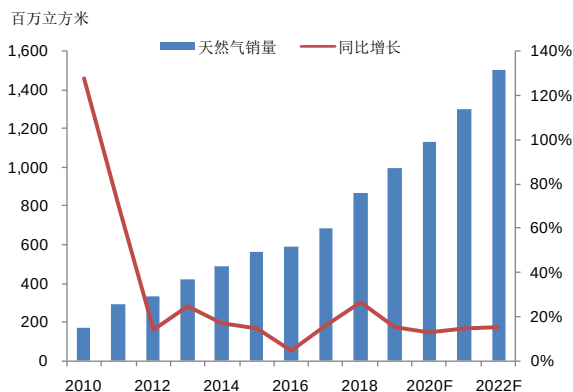
负面因素分析

- 新冠病毒疫情爆发使得燃气销售受到严重冲击。
- 与天津燃气在滨海新区直接竞争从而降低毛利率。
- 公司主要经营区域局限在滨海新区。
- 中国经济增速下降导致工业客户用气需求放缓。

风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 天然气价格波动的风险。
- 公司业务安全运营的风险。

公司燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	3,308	3,558	4,082	4,651	5,305
营业成本	(2,696)	(3,033)	(3,411)	(3,879)	(4,428)
毛利	612	525	671	772	876
经营管理费用	(211)	(262)	(273)	(284)	(324)
经营溢利	401	263	398	488	553
净财务开支/收入	(130)	(105)	(94)	(87)	(94)
其他	(89)	25	24	26	28
除税前溢利	182	183	327	427	487
所得税	(75)	(63)	(82)	(107)	(122)
除税后溢利	107	120	246	320	365
少数股东权益	(3)	(39)	(49)	(64)	(73)
股东应占溢利	104	81	196	256	292
每股盈利 (港币)	0.089	0.060	0.145	0.190	0.216
每股股息 (港币)	0.045	0.035	0.044	0.057	0.065

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	20.5	7.5	14.7	14.0	14.1
纯利增长 (%)	(52.3)	12.0	105.3	30.4	14.0
经营利润率 (%)	12.1	7.4	9.7	10.5	10.4
纯利率 (%)	3.1	2.3	4.8	5.5	5.5
资产回报率 (%)	1.7	1.3	3.1	3.7	3.9
股东资金回报率 (%)	7.5	6.1	13.1	14.4	14.8
净资产负债率 (%)	129.5	140.1	147.9	140.2	131.1
净利息覆盖率 (倍)	0.8	1.1	2.6	3.7	3.9
市净率 (倍)	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

清洁能源行业—太阳能

中性

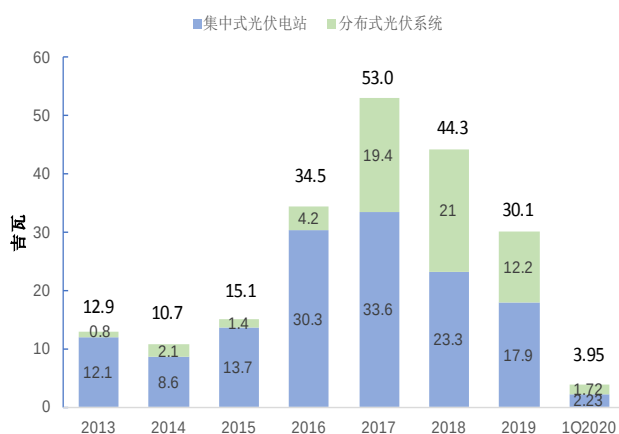
分析员：朱俊杰 Jun Zhu

国家能源局于 2020 年 6 月底下发了关于公布 2020 年光伏发电项目国家补贴竞价结果的通知。该通知将全国 15 个地区 and 新疆生产建设兵团的 434 个光伏发电项目纳入 2020 年国家竞价补贴范围内,总装机容量达 25.97 吉瓦。其中,普通光伏电站 295 个、装机容量 25.63 吉瓦;工商业分布式光伏发电项目 139 个、总装机容量 0.34 吉瓦。各项目按要求建成并网后依政策纳入国家竞价补贴范围并享受国家补贴。鼓励未被纳入竞价补贴范围的申报项目在企业自愿的基础上转为平价上网项目。对于纳入补贴范围的项目未能在 2020 年底前全容量建成并网的,每逾期一个季度其并网电价补贴将降低 0.01 元/千瓦时;而逾期两个季度后仍未建成并网的,将取消项目补贴资格。本次通知内涉及的所有光伏发电项目的计划投产时间均于 2020 年内。鉴于国内于 2020 年前 5 个月新增光伏装机仅为 6.15 吉瓦(同比跌 29%),若本次通知内所涉及的 25.97 吉瓦可全部顺利于年底完工并网,今年国内的新增光伏装机容量原则上将超过 30 吉瓦。从前 5 个月的新增装机容量来看,我们认为今年国内的新增装机将在 30 吉瓦左右。

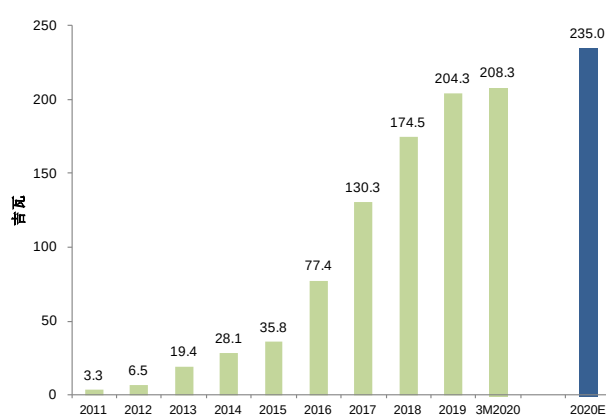
新增电力消纳空间将促进国内于 2020 年对可再生能源的投资。根据全国新能源消纳监测预警中心近期发布的《关于发布 2020 年全国风电、光伏发电新增消纳能力的公告》,2020 年全国风电、光伏发电合计新增消纳能力 8510 万千瓦(85.1 吉瓦)。其中,风电 3665 万千瓦(36.65 吉瓦)、光伏 4845 万千瓦(48.45 吉瓦)。新增消纳空间的确定将为风电和光伏开发商安排项目开发和建设时提供重要参考。其中,国家电网公司经营区 2020 年风电、光伏发电合计新增消纳能力 6850 万千瓦,其中风电 2945 万千瓦、光伏 3905 万千瓦;南方电网公司经营区 2020 年风电、光伏发电合计新增消纳能力 1360 万千瓦,其中风电 620 万千瓦、光伏 740 万千瓦。内蒙古电力公司经营区 2020 年风电、光伏发电合计新增消纳能力 300 万千瓦,其中风电 100 万千瓦、光伏 200 万千瓦。新增可再生能源电力消纳空间将进一步解决国内的可再生能源限电问题,但预计其刺激 2020 年的新增光伏装机的效果不大。

国家发改委于 4 月 2 日正式下发了关于 2020 年光伏发电上网电价政策有关事项的通知。本次通知正式下发的 2020 年光伏发电指导价跟有关部门于 3 月 6 日下发的第二轮光伏电价征求意见稿的结果一致,并没有令人惊喜的地方。相较于 2019 年的光伏指导价,2020 年的指导价被进一步下调。根据该通知,纳入国家财政补贴范围的 I / II / III 类资源区的新增集中式光伏电站的指导价分别确定为每千瓦时人民币 0.35 元 / 人民币 0.40 元 / 人民币 0.49 元。若指导价低于项目所在地燃煤发电基准价,则光伏指导价按当地燃煤基准价执行。新增集中式光伏电站上网电价原则上将通过市场竞争方式确定,且不得超过所在资源区的指导价。此外,纳入 2020 年财政补贴规模,采用“自发自用,余电上网”模式的工商业分布式光伏发电项目,全发电量补贴标准调整为每千瓦时人民币 0.05 元。对于采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目,则按所在资源区集中式光伏电站指导价来执行。另外,对于纳入 2020 年财政补贴规模的居民户用分布式光伏发电量补贴标准将调整为每千瓦时人民币 0.08 元。而对于符合光伏扶贫项目相关管理规定的光伏扶贫项目的上网电价则保持不变(I / II / III 类资源区光伏扶贫项目的上网电价分别为人民币 0.65 元 / 人民币 0.75 元 / 人民币 0.85 元)。本次通知中的事项将于 2020 年 6 月 1 日开始执行。

国内历史新增光伏装机结构



中国历史光伏装机及预测光伏装机



资料来源：国家能源局。

资料来源：国家能源局、国泰君安国际。

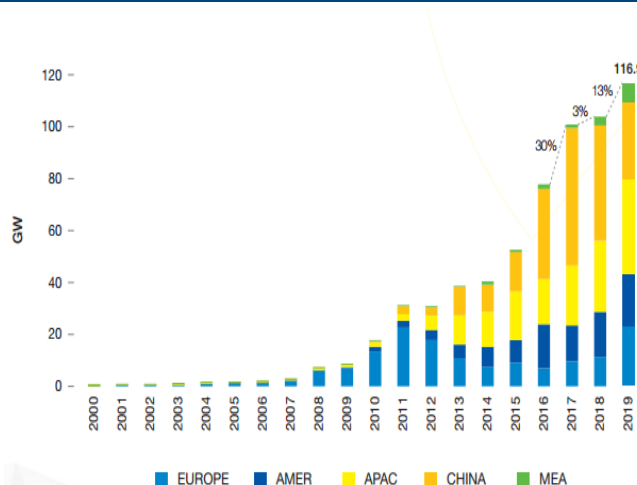
国家能源局于 3 月 10 日下发了关于 2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知。该通知要求全国各地规范组织项目的建设,及时测算各省级区域 2020 年风电、光伏发电新增消纳能力并于 3 月底前对社会发布。针对光伏项目建设的具体指示和要求包括: 1) 积极推进平价上网项目建设, 平价上网项目信息于 2020 年 4 月底前报送能

源局并抄送所在地派出机构；2）合理确定需国家财政补贴项目竞争配置规模，2020 年度新建光伏发电项目补贴预算总金额为 15 亿元。其中：5 亿元用于户用光伏，补贴竞价项目（包括集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目）按 10 亿元补贴总额组织项目建设；3）全面落实电力送出消纳条件；4）针对欲申报国家补贴的发电项目，各省能源主管部门需于 2020 年 6 月 15 日前按相关要求将 2020 年拟新建的补贴竞价项目、申报上网电价及相关信息报送国家能源局；以及 5）加强后续监管工作以及推动降低非技术成本等。根据我们的测算，按照当前最新版本的 2020 年光伏项目指导电价的征求意见稿，今年国家安排的人民币 15 亿元光伏补贴的额度约相当于：a） 6.3 吉瓦的户用分布式光伏项目的建设（度电补贴人民币 8 分 / 千瓦时）；以及 b） 20 吉瓦的工商业分布式光伏发电项目（度电补贴人民币 5 分 / 千瓦时）或 11 吉瓦至 20 吉瓦的集中式光伏电站（度电补贴人民币 5 分至人民币 9 分）。

国家发展改革委和国家能源局联合印发了各省级行政区域 2020 年可再生能源电力消纳责任权重的通知。本次通知明确了各省级行政区 2020 年可再生能源电力消纳总量责任权重、非水电责任权重的最低值和激励值。从全国来看，10 个省级行政区的最低总量消纳责任权重超过 30%，9 个省级行政区最低非水电消纳责任权重超过 15%。与 2019 年实际完成情况相比，东中部省份最低非水电消纳责任权重同比增幅超过“三北”地区，有利于促进新能源跨省跨区消纳。按此消纳责任权重测算评估，预计 2020 年可再生能源电力消费占比将达到 28.2%、非水电消费占比将达到 10.8%，分别较 2019 年增长 0.3 和 0.7 个百分点。本次通知将推升可再生能源的利用率及促进全社会对可再生能源的持续投资。

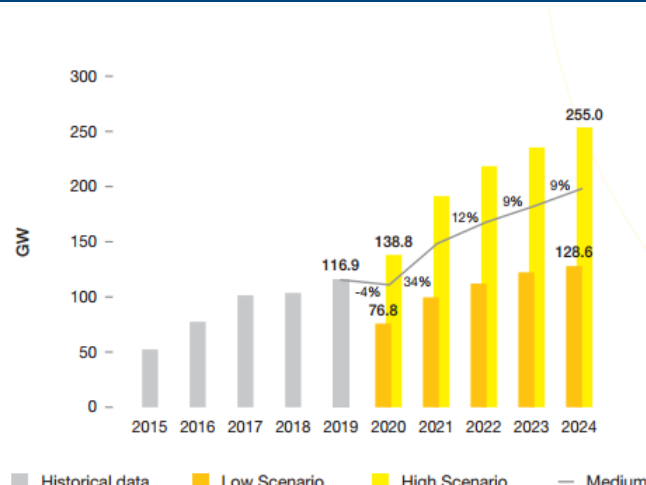
根据国家能源局的数据，2020 年一季度国内新增光伏装机达 3.95 吉瓦，同比回落 24.0%。其中，集中式光伏新增装机 2.23 吉瓦，同比减少 7.1%；分布式光伏新增装机 1.72 吉瓦，同比下降 38.6%。截止 2020 年 3 月底国内的太阳能累计装机容量达 208.25 吉瓦。期末时全国集中式光伏电站和分布式光伏系统分别贡献了 143.9 吉瓦和 64.35 吉瓦。从新增装机布局来看，华北、华南地区新增装机较多，分别达 1.21 吉瓦和 0.99 吉瓦。2020 年一季度光伏发电量 528 亿千瓦时，同比增长 19.9%；全国光伏利用小时数 248 小时，同比增长 8 小时。东北地区光伏利用小时数最高，达 350 小时，但同比下降 9 小时；华东地区利用小时数最低，达 190 小时，同比增长 22 小时。此外，根据中电联的数据，国内于 2020 年前 5 个月的光伏新增装机为 6.15 吉瓦，同比大跌 23.3%。在近期 2020 年全国光伏竞价结果出台后，2020 年国内市场预计将约有 30 吉瓦（我们的预测区间为 25 吉瓦至 35 吉瓦）的光伏新增装机量。展望 2021 年，国内的光伏新增装机量的回升仍需鼓励性政策的出台。

历史全球年度光伏新增装机



资料来源：SolarPower Europe。

全球光伏新增装机预测

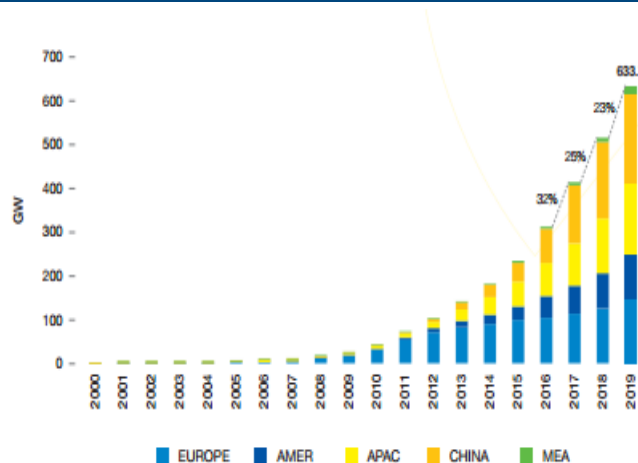


资料来源：SolarPower Europe。

全球光伏新增装机于 2019 年达 116.9 吉瓦，同比升 12.7%。根据 SolarPower Europe（前身为欧洲光伏协会）的数据，2019 年全球新增光伏装机达到了 116.9 吉瓦，较 2018 年新增的 103.7 吉瓦同比增 12.7%。期内国内市场的新增装机录得了 30.1 吉瓦，同比 32.2% 的下滑；而海外市场于 2019 年新增了 86.8 吉瓦，同比大升 49.7%。2019 年的全球新增装机数量符合我们早前的预测。2019 年末时全球累计并网光伏装机容量达 633.7 吉瓦（中国占全球总量的 32.2%），同比升 22.6%。2019 年的全球光伏新增装机的前五大市场分别为：中国（30.1 吉瓦，同比跌 32.2%，主要受去补贴政策的影响），美国（13.3 吉瓦，同比增 19.8%），印度（8.8 吉瓦，同比跌 11.1%），日本（7.0 吉瓦，同比跌 4.5%），越南（6.4 吉瓦，同比激增 6,300%或 6.3 吉瓦）。分区域来看，欧洲市场 2019 年新增 22.9 吉瓦，同比大升 104.5%。亚太市场新增 67.1 吉瓦，同比跌 6.0%。美洲市场新增 20.1 吉瓦，同比增

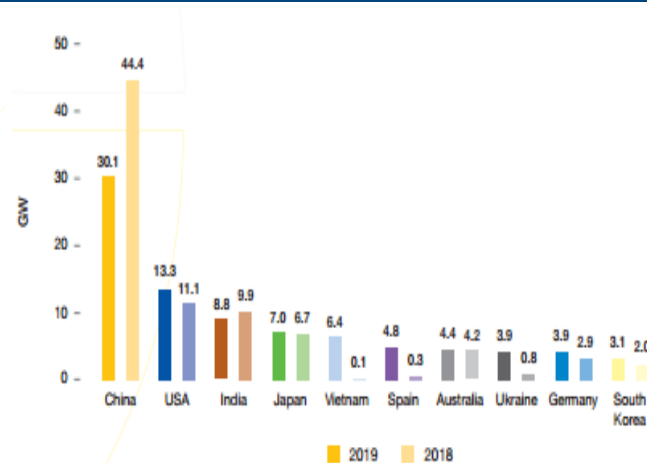
14.9%。2019 年光伏新增装机超过 1 吉瓦的国家达到了 16 个，较 2018 年上升了 5 个。前十大市场里面，越南，西班牙，及乌克兰的增速较为显著。该机构对 2020 年全球新增光伏装机的中等情景预测为 112 吉瓦（同比跌 4.2%），低等情景预测为 76.8 吉瓦，而高等前景预测为 138.8 吉瓦。受疫情影响，我们认为海外市场新增装机于 2020 年将回落至 70 吉瓦左右，同比回落 19.4%。假设国内今年新增装机将稳定在 30 吉瓦左右，我们认为 2020 年全球的光伏装机将回落至 100 吉瓦左右，意味着同比下跌 14.5%。

历史全球累计光伏装机容量



资料来源: SolarPower Europe。

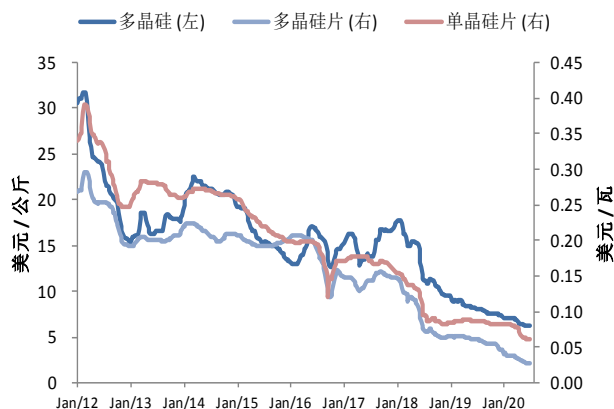
2019 年全球前十大光伏装机市场



资料来源: SolarPower Europe。

各类型光伏材料价格于 2020 上半年继续出现较大幅度的价格回落。根据 PVInsights 的报价，2020 年迄今（截至 6 月 24 日）的多晶硅，多晶硅片，单晶硅片，电池片以及光伏组件的平均价格分别录得同比-22.2%，-46.4%，-15.6%，-37.8%和-16.9%的价格变动。该等光伏产品年迄今的价格变动（由年头至 6 月 24 日）则分别为-13.8%，-38.3%，-25.5%，-21.3%和-14.1%。光伏玻璃方面，3.2 毫米镀膜超白光伏玻璃价格年迄今下降了近 17.2%，目前企稳在人民币 24 每平方米。今年受新冠疫情影响，年内的海外市场需求存在重大不确定性，我们认为光伏材料价格仍将继续低走。过去两年不断推出的光伏去补贴及竞价上网的政策以及行业内材料商加快产能扩张的步伐均共同导致了光伏材料价格的持续低走。光伏材料价格的不断下跌为国内外光伏平价上网创造有利条件的同时亦在不断削弱光伏材料生产商们的盈利能力。我们预计未来一年内光伏行业的集中度将不断提升，具规模效应及成本优势的龙头企业将不断做大做强并逐步吃掉高成本和落后产能的市场份额。展望未来，光伏材料的价格预计仍将维持低迷并将成为一个新常态，企业必须通过提升自身的管理水平，产品技术以及更好的管控成本才能在低价格时代里崭露头角不被淘汰。未来光伏材料的毛利将处于一个比较低的水平，企业将以压低成本薄利多销以及不断扩张的形式实现盈利的增长。由于光伏材料价格暴跌的影响，我们目前对于光伏材料供应商持审慎乐观的态度，但我们当前仍然较为看好光伏玻璃以及单晶硅片的供应商，主要考虑到两者目前的毛利率仍处于较高的水平。

多晶硅、多晶硅片及单晶硅片的历史价格走势



资料来源: PVInsights, 国泰君安国际。

各类型光伏材料历史价格变化

	多晶硅	多晶硅片	单晶硅片	电池片	组件
YTD YoY	-22.2%	-46.4%	-15.6%	-37.8%	-16.9%
WoW	0.0%	0.0%	-0.4%	0.0%	-0.6%
MoM	-1.0%	-4.2%	-2.5%	0.0%	-3.0%
52w H/L (US\$)	8.16 / 6.19 每公斤	0.06 / 0.03 每瓦	0.09 / 0.06 每瓦	0.11 / 0.06 每瓦	0.22 / 0.16 每瓦

资料来源: PVInsights, 国泰君安国际。

股价表现及行业估值

清洁能源（太阳能）行业于 2020 年下半年仍将面临挑战。在过去 1 年里，保利协鑫能源、协鑫新能源和信义光能的股价绝对回报分别为-49.1%、-63.3%、和+96.2%。当前股价分别相当于三家公司-10.7 倍 / 5.3 倍 / 22.8 倍 2020 年市盈率，行业加权 2020 年市盈率为 22.2 倍。由于国家致力于去补贴的缘故，项目回报或在低补贴或无补贴的因素下而显著降低，并预计将继续影响国内民营投资者对太阳能的投资。此外，在后补贴时代里，国内对太阳能的投资将从民间资本转向由国有资本牵头进行的投资。大型国企将在国家政策的带动下陆续进入到太阳能电站的投资，或对市场上现有的大型太阳能电站资产进行大规模收购。我们认为未来一段时间国内的投资主力将是国有资本。在世纪疫情的影响下，我们认为 2020 年的全球新增光伏装机将出现下滑。国内市场新增装机预计将在政策的驱动下而与 2019 年基本持平（30 吉瓦左右），然而海外市场的需求则将大幅滑落。我们预计海外市场将回落至 70 吉瓦左右。年内的全球新增装机预计将下跌至 100 吉瓦左右，而预计低迷的需求或将进一步拉低光伏材料的价格及利润率。我们预计在疫情结束后全球对太阳能的投资将大幅反弹。因此，我们看好光伏行业长期的发展，但短期内仍对行业持审慎乐观的看法。

投资建议

行业评级为“中性”，首选股为信义光能 (00968 HK)。由于今年的全球新增装机预计将录得负增长，并将持续压低光伏材料价格，我们目前对行业的评级是“中性”。我们认为短期内行业的波动将持续，但长线看好太阳能行业的发展。预计在疫情结束后，全球对太阳能的投资将迎来大反弹。我们目前仍较看好光伏玻璃生产商，主要考虑到光伏玻璃价格偏稳以及其较高的毛利率。我们行业首选是信义光能 (00968.HK)，投资评级为“买入”，目标价 7.85 港元。

核心风险因素：1) 受光伏材料制造商加快产能扩张及今年全球新增光伏装机的预期放缓，光伏材料价格预计将于 2020 年下半年持续走低；2) 全国光伏平价上网和竞价上网的政策或将导致未来几年国内对太阳能投资的持续低迷；3) 海外市场差于预期的光伏新增装机；4) 电价补贴款的拖欠将提升太阳能电站运营商债务违约风险的上升；以及 5) 国内外对可再生能源发展战略的突然转变等。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 ROE(%)	2020 市净率(x)	2020 股息率(%)
保利协鑫能源	03800	0.219	中性	n.a.	5.7	4.2	(1.7)	0.2	0.0
信义光能	00968	7.340	买入	22.8	15.6	14.1	17.2	3.9	2.1
协鑫新能源	00451	0.110	中性	5.3	5.2	6.1	5.6	0.3	0.0
市值加权平均			中性	22.2	14.6	13.1	15.5	3.5	1.9

资料来源：国泰君安国际。

未来将专注于太阳能资产的处置

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

协鑫新能源(00451 HK)
股价: HK\$0.110
评级: 中性
目标价: HK\$0.11

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	5,632	470	0.025	(44.2)	3.9	0.322	0.3	0.000	0.0	8.0
2019A	6,052	295	0.015	(37.5)	6.4	0.338	0.3	0.000	0.0	4.7
2020F	5,558	357	0.019	21.6	5.3	0.337	0.3	0.000	0.0	5.6
2021F	4,729	366	0.019	2.6	5.2	0.330	0.3	0.000	0.0	5.8
2022F	4,019	315	0.016	(14.1)	6.1	0.315	0.3	0.000	0.0	0.7
已发行股本 Shares in issue (m)					19,073.7	大股东 Major shareholder		保利协鑫新能源 62.3%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					2,098.1	流通比例 Free float (%)		37.7		
3 个月平均成交量 3 month average vol. ('000)					32,056.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		311.9		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					0.335/0.092	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		0.12		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								19.6 / 1.9 / (63.3)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								13.2 / (1.6) / (48.9)		

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年净利润同比跌 37.3%至人民币 2.95 亿元, 业绩差于预期。2019 年收入符合预期但盈利较市场预期低约 62.4%。尽管总债务录得下降, 融资成本于期内同比上升 26.6%至人民币 28.82 亿元, 主要因期内的平均借贷成本同比攀升 1.4 个百分点至 7.4%。继于 2019 年出售了 1.56 吉瓦的太阳能资产之后, 我们预计公司将于 2020 年出售更多及更大规模的太阳能资产, 特别是协鑫集团当前正致力于进一步去杠杆以降低其金融风险。

我们维持对公司的投资评级为“中性”, 但下调目标价为 0.11 港元, 相当于 5.3 倍/5.2 倍 2020 年/2021 年市盈率或 0.3 倍/ 0.3 倍的 2020 年/ 2021 年市净率。

正面因素分析

- 去杠杆战略及出售资产或将带来盈利大幅提升。
- 公司拥有国内较为庞大的已并网光伏电站资产。

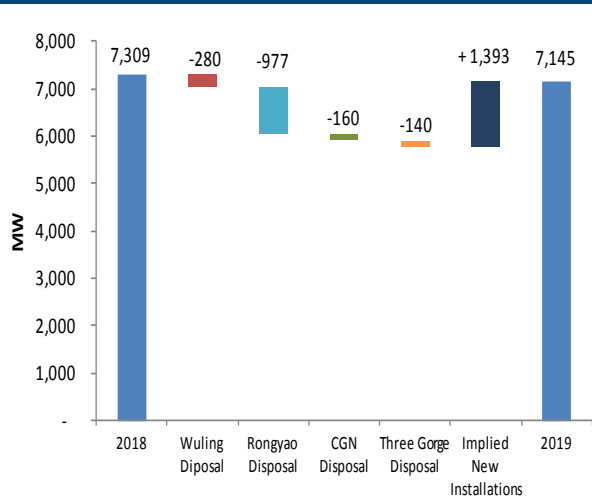
负面因素分析

- 高负债率和高债务成本是协鑫新能源低利润率的主因。
- 电价补贴的持续拖欠使公司面临较大的资金回款压力。

风险分析

- 平价上网政策的推行使光伏行业的不确定性上升。
- 高负债或带来信用评级降级风险并导致借款成本上升。
- 剥离光伏资产的大多数股权或大幅削减该等资产对公司的盈利贡献。

历史光伏电站处置规模



资料来源: 公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	5,632	6,052	5,558	4,729	4,019
销售成本	(1,890)	(2,098)	(1,907)	(1,554)	(1,285)
毛利	3,743	3,954	3,652	3,175	2,733
其他收入	272	307	322	348	390
销售及管理费用	(615)	(693)	(656)	(520)	(402)
其他支出 / 收入	-371	23	-94	39	37
经营利润	3,029	3,591	3,224	3,042	2,758
净融资成本	(2,277)	(2,882)	(2,389)	(2,135)	(1,862)
关联企业贡献和其它	4	73	33	44	60
税前利润	756	782	868	952	956
税项	(7)	(178)	(193)	(222)	(269)
少数股东权益	(145)	(148)	(155)	(165)	(175)
永续债务	(135)	(162)	(162)	(198)	(198)
股东应占净利润	470	295	357	366	315
每股盈利 (人民币)	0.025	0.015	0.019	0.019	0.016
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	66.4	65.3	65.7	67.1	68.0
经营利润率 (%)	53.8	59.3	58.0	64.3	68.6
净利率 (%)	8.3	4.9	6.4	7.7	7.8
流动比率 (倍)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
股东资金回报率 (%)	8.0	4.7	5.6	5.8	5.1
总资产回报率 (%)	0.8	0.5	0.7	0.7	0.7
速动比率 (倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转期 (天)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转期 (天)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
应付款周转期 (天)	5.4	2.8	3.2	3.1	3.1
净负债比率 (%)	376.9	352.6	311.9	273.1	254.4

资料来源: 公司、国泰君安国际。

对公司长期前景保持乐观

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

信义光能(00968 HK)

评级：买入

股价：HK\$7.340

目标价：HK\$9.45

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	7,672	1,863	0.249	(23.7)	29.5	1.362	5.4	0.120	1.6	18.1
2019A	9,096	2,416	0.303	21.8	24.2	1.754	4.2	0.140	1.9	19.6
2020F	10,897	2,606	0.322	6.5	22.8	1.876	3.9	0.154	2.1	17.2
2021F	14,244	3,815	0.471	46.3	15.6	2.124	3.5	0.226	3.1	23.6
2022F	15,221	4,230	0.522	10.8	14.1	2.371	3.1	0.248	3.4	23.2
已发行股本 Shares in issue (m)				8,081.9	大股东 Major shareholder				李贤义 32.1%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				59,320.9	流通比例 Free float (%)				47.1	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				27,865.9	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				39.9	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				7.700/3.610	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				8.6	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								30.4 / 69.8 / 96.2		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								24.0 / 66.3 / 110.6		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

信义光能宣布其于 2020 上半年的净利润预计将从 2019 上半年录得的 9.53 亿港元大幅增长 35%至 50%。主要原因包括光伏玻璃产品销量上升、光伏玻璃产品的均价的同比上升、以及期内较低的原材料和生产成本。国内于 2020 年一季度的新增太阳能装机同比下降 24.0%至 3.95 吉瓦。我们预计国内于 2020 年的新增太阳能装机将约为 30 吉瓦(同比持平),而海外市场于 2020 年的需求存在较大的不确定性,主要由于新冠疫情在全球爆发。国内光伏玻璃价格于 2020 初至今下跌了约 17.2%至 6 月 17 日的人民币 24 元每平米。我们预计公司于 2020 年的光伏玻璃均价将录得 8.9%的同比下降,而光伏玻璃价格预计将于 2021 和 2022 年逐步反弹。

我们对公司的投资评级为“买入”,目标价为 9.45 港元,相当于 29.3 倍 / 20.0 倍 / 18.1 倍 2020 至 2022 年市盈率或 5.0 倍 / 4.4 倍 / 4.0 倍 2020 至 2022 年市净率。

正面因素分析

- 公司在电站建设及融资方面的成本均拥有绝对优势。
- 公司拥有全球最大的光伏玻璃市场份额,在生产成本方面有优势。
- 双玻组件的普及将大幅拉动光伏玻璃的需求。

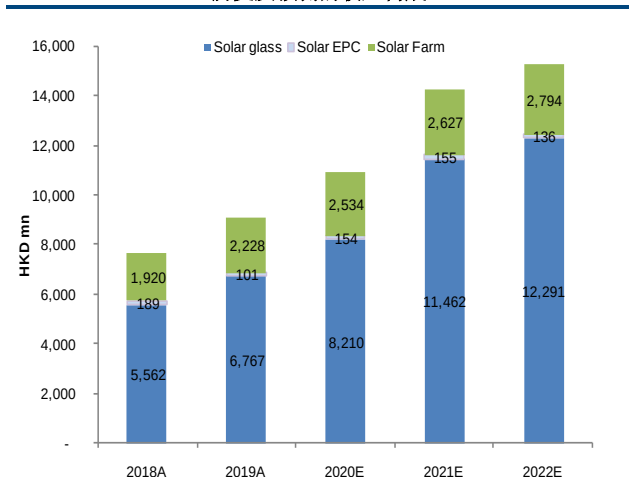
负面因素分析

- 各厂家加速光伏玻璃产能扩张或将引发供过于求。
- 光伏玻璃价格年迄今大幅下挫 17.2%。

风险分析

- 人民币的贬值将增加公司的融资成本,导致汇兑损失。
- 新冠疫情全球蔓延使今年全球的太阳能投资面临较大下行风险。
- 去补贴或将影响国内对太阳能的投资。

历史及预测的收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	7,672	9,096	10,897	14,244	15,221
销售成本	(4,711)	(5,185)	(6,481)	(8,108)	(8,518)
毛利	2,960	3,912	4,416	6,136	6,702
其他收入	176	131	144	165	190
管理费用	(413)	(427)	(523)	(684)	(731)
销售费用	(271)	(282)	(276)	(372)	(398)
其他支出/收益	(10)	(20)	(26)	(34)	(44)
经营利润	2,443	3,314	3,735	5,212	5,721
净融资成本	(246)	(254)	(260)	(291)	(283)
关联企业贡献	49	33	37	41	45
税前利润	2,246	3,093	3,512	4,961	5,482
税项	(205)	(294)	(361)	(579)	(649)
少数股东权益	(179)	(382)	(544)	(568)	(603)
股东应占净利润	1,863	2,416	2,606	3,815	4,230
每股盈利 (港币)	0.249	0.303	0.322	0.471	0.522
每股股息 (港币)	0.120	0.140	0.154	0.226	0.248

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	38.6	43.0	40.5	43.1	44.0
经营利润率 (%)	31.9	36.4	34.3	36.6	37.6
净利率 (%)	24.3	26.6	23.9	26.8	27.8
流动比率 (倍)	1.0	1.8	1.4	1.4	1.4
股东资金回报率 (%)	18.1	19.6	17.2	23.6	23.2
总资产回报率 (%)	8.0	9.2	8.0	11.1	11.3
速动比率 (倍)	0.9	1.7	1.4	1.3	1.4
存货周转期 (天)	33.3	28.9	28.2	30.1	29.1
应收账款周转期 (天)	197.6	218.2	200.8	202.6	202.6
应付账款周转期 (天)	83.8	47.6	61.5	64.3	57.8
净负债比率 (%)	76.5	31.5	39.9	44.8	38.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

庞大的债务使公司的运营风险显著上升

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

保利协鑫能源(03800 HK)

评级：中性

股价：HK\$0.219

目标价：HK\$0.25

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	20,565	(693)	(0.038)	(136.5)	n.a.	1.193	0.2	0.000	0.0	(3.1)	
2019A	19,250	(197)	(0.010)	(72.5)	n.a.	1.121	0.2	0.000	0.0	(0.9)	
2020F	20,151	(369)	(0.019)	77.4	n.a.	1.093	0.2	0.000	0.0	(1.7)	
2021F	19,959	696	0.035	n.a.	5.7	1.118	0.2	0.000	0.0	3.2	
2022F	19,467	935	0.047	34.3	4.2	1.154	0.2	0.000	0.0	4.1	
已发行股本 Shares in issue (m)				19,841.0	大股东 Major shareholder				朱共山 34.3%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				4,345.2	流通比例 Free float (%)				65.0		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				119,543.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				145.9		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				0.470/0.210	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				0.3		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(1.8) / (12.0) / (49.1)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(8.2) / (15.5) / (34.7)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年的净亏损同比收窄至人民币1.97 亿元，好于预期。公司于期内录得的亏损主要是因为期内光伏材料的毛利率持续下滑以及融资成本的增加。好于预期的业绩主要是由于公司于期内录得了一笔人民币 44 亿元的附属公司处置收益，并大幅推升了公司的利润。期内的综合毛利率同比下降 0.2 个百分点至24.3%，而光伏材料毛利率则同比下跌3.6个百分点至仅剩3.3%。期内新能源板块毛利率则基本持平。我们预计公司将大规模处置其太阳能资产以实现对自身于2020至2022年的降杠杆。我们经调整的2020/ 2021/ 2022财年的每股盈利分别为人民币-0.019元、人民币0.035元及人民币0.047元。

由于光伏材料价格大幅下挫，公司于未来的不确定性亦大幅攀升，我们目前对公司的投资评级为“中性”，目标价为0.25港元，价相当于公司 6.5倍/ 4.8倍 2021/ 2022年市盈率或0.2倍/ 0.2倍 2021 / 2022年市净率。

正面因素分析

- 公司正致力于把其硅片的生产由多晶硅片全部转型为类单晶硅片，意图扭转其下行趋势。2020 年将是公司实现转型的关键一年。
- 持续低走的太阳能发电成本将推升全球对太阳能的投资。
- 今年国内新增装机预计将稳在 30 吉瓦左右。

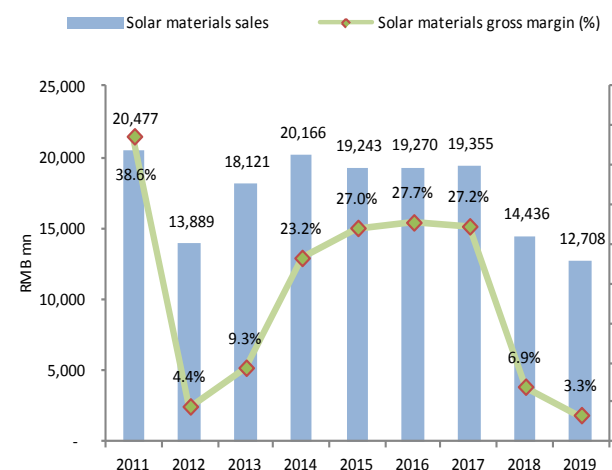
负面因素分析

- 光伏材料价格持续低走并严重冲击着公司的盈利能力。
- 超过 600 亿元人民币庞大的债务大大的增加了公司债务违约的风险，特别是在主营业务盈利能力不断下行之下。
- 单晶硅片的全面崛起将不断侵蚀多晶硅片的市场，导致后者的价格进一步下行。

风险分析

- 由于光伏去补贴政策的发布，国内于未来对太阳能材料的需求或持续减少。
- 高杠杆将继续削弱公司的整体盈利能力。
- 新冠疫情的全球蔓延将影响 2020 年全球对光伏的投资。

光伏材料业务分部的历史收入及毛利率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	20,565	19,250	20,151	19,959	19,467
销售成本	(15,533)	(14,571)	(15,158)	(15,074)	(14,934)
毛利	5,033	4,678	4,992	4,885	4,532
管理费用	(2,020)	(2,051)	(2,015)	(1,796)	(1,752)
销售费用	(113)	(126)	(141)	(130)	(127)
其他收入/支出	(152)	1,414	(34)	228	307
经营利润	2,748	3,915	2,802	3,187	2,961
净融资成本	(3,419)	(3,947)	(3,156)	(2,264)	(1,734)
关联企业贡献和其它	160	350	357	374	384
税前利润	(511)	318	3	1,297	1,611
税项	52	(207)	(0)	(195)	(242)
少数股东权益	(235)	(308)	(371)	(406)	(435)
股东应占净利润	(693)	(197)	(369)	696	935
每股盈利 (人民币)	(0.038)	(0.010)	(0.019)	0.035	0.047
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	24.5	24.3	24.8	24.5	23.3
经营利润率 (%)	13.4	20.3	13.9	16.0	15.2
净利率 (%)	(3.4)	(1.0)	(1.8)	3.5	4.8
流动比率 (倍)	0.5	0.5	0.7	0.9	0.9
股东资金回报率 (%)	(3.1)	(0.9)	(1.7)	3.2	4.1
总资产回报率 (%)	(0.6)	(0.2)	(0.4)	0.8	1.2
速动比率 (倍)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转期 (天)	23.3	21.1	25.6	25.9	25.9
应收帐款周转期 (天)	229.1	259.1	248.2	244.6	244.6
应付款项周转期 (天)	475.5	436.2	401.5	383.3	368.7
净负债比率 (%)	233.5	215.7	145.9	101.3	73.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

清洁能源行业—风电及其它

跑赢大市

分析员：汪昌江 Jake Wang

清洁能源行业-风电及其它（以下简称“风电”）行业表现回顾：新能源国企私有化预期带动行业估值上行，风电行业**2020年整体跑赢大市**。2020年1季度受国内外新冠疫情相继爆发的影响，市场风险偏好明显收紧，风电行业亦跟随大盘总体震荡下行。随后国内疫情逐渐受控，受估值因素驱动行业股价表现有所好转。6月初，行业权重股之一的华电福新（00816 HK）宣布其母公司计划以吸收合并的方式对其进行私有化，且要约价格大幅超出其当时股价，传递出行业被显著低估的信号。近年来港股新能源国企私有化频率逐步提高，市场预期行业后续仍将出现类似的套利机会，推动板块估值迅速反弹。总结2020上半年，我们覆盖的3家中资清洁发电公司的加权平均回报率为13.2%，跑赢同期恒生指数26.5个百分点，符合我们此前预期。其中股价表现相对较好的是华电福新（00816 HK），上半年录得56.0%的绝对回报，且自其母公司公布私有化消息后的1个月之内公司股价合计上涨64.2%。

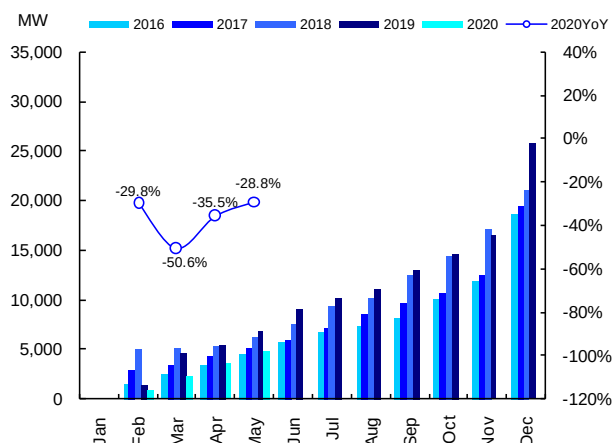
香港市场清洁发电股表现回顾

公司名/地区	代码	货币	股价	港股市值 (百万港币)	绝对回报%			股价范围		相对估值	
					3个月	6个月	1年	52周高位	52周低位	预测市盈率	预测市净率
香港恒生指数	HSI	HKD	24,427.19		3.5	(13.3)	(14.4)	29,174.92	21,139.26		
港股市场											
龙源电力	916 HK	HKD	4.35	34,958	2.1	(11.8)	(13.2)	5.23	3.40	6.8	0.6
大唐新能源	1798 HK	HKD	0.87	6,328	55.4	10.1	4.8	1.07	0.48	6.0	0.4
华电福新	816 HK	HKD	2.48	20,852	93.8	56.0	73.4	2.49	1.16	8.2	0.7
行业均值(加权平均)					38.3	13.2	17.7			7.2	0.6
行业相对回报					34.8	26.5	32.1				

资料来源：Bloomberg。注：预测市盈率、市净率为Bloomberg一致预期。

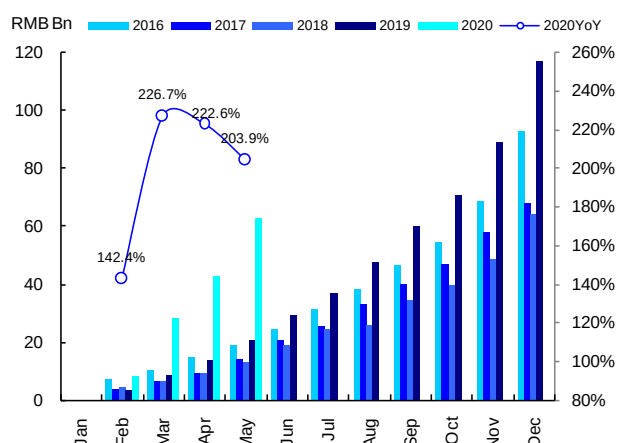
疫情对项目工期影响有限，2020年风电行业装机容量预计仍将维持高增速。2020年首5个月全国新增风电装机4.90吉瓦，同比减少28.8%；截至5月底，全国累计规模以上风电装机容量为214.46吉瓦，同比增长12.4%。由于受新冠疫情的影响，2020年1季度风电行业相关的项目建设不同程度地处于停工或半停工状态，导致项目工期普遍延迟了1-2个月不等。尽管首4个月的风电装机增速略低于我们预期，但考虑到疫情的时间跨度以及国内受影响的地域范围，我们认为其对于年内的项目完工影响有限。一方面由于1季度为传统淡季，风电项目的建设通常自2季度才开始发力，而且诸如风机设备和其他相关物料的生产与安排也均为提前准备。进入3月份以来国内疫情逐步缓解，目前已基本得到控制，且发电企业对于年内项目的原定并网时间距离年底多数留有一定的余地。因此即使这些项目工期有所滞后，也能于年底前完成投产目标。另一方面，由于疫情分布主要是以湖北省为中心向四周省份辐射，故对于南方第IV类风资源区的项目工期影响较大，而三北地区和海上风电项目受到的影响则相对较轻。综上，我们认为疫情并不会导致年内项目建设和并网出现显著且大范围的延期，受影响的项目占比约为15.0%-20.0%左右。我们预计2020全年的新增风电装机容量仍将达到30吉瓦左右的较高水平，至2020年末全国的风电并网容量或将达到240吉瓦以上，折合“十三五”期间的复合增速约为13.4%。新增投资方面，2020年首5个月全国主要发电企业完成风电电源工程投资623亿元人民币，同比激增203.9%，反映出补贴退坡节点之前行业的抢装热潮。但由于计划在年内并网的项目已基本于1季度或以前完成投资，后续新增多为竞价和平价项目，因此我们认为新增风电投资的增速于或将于2020下半年起逐渐回落。“十四五”期间全国新增风电装机容量可能维持在每年15吉瓦-20吉瓦的水平，以维持行业的健康发展。

2020 年首 5 个月风电新增装机同比变动



资料来源：国家能源局、国泰君安国际。

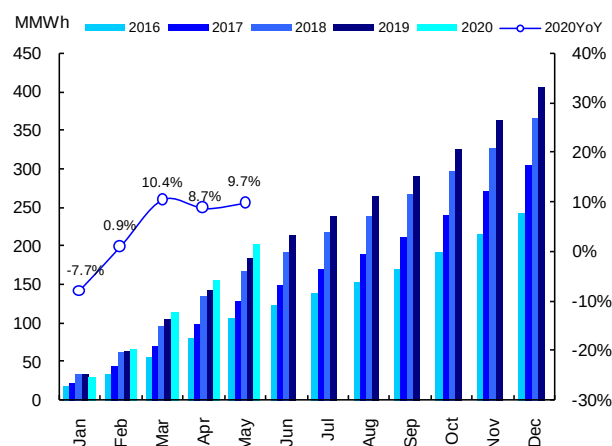
2020 年首 5 个月新增风电投资同比变动



资料来源：国家能源局、国泰君安国际。

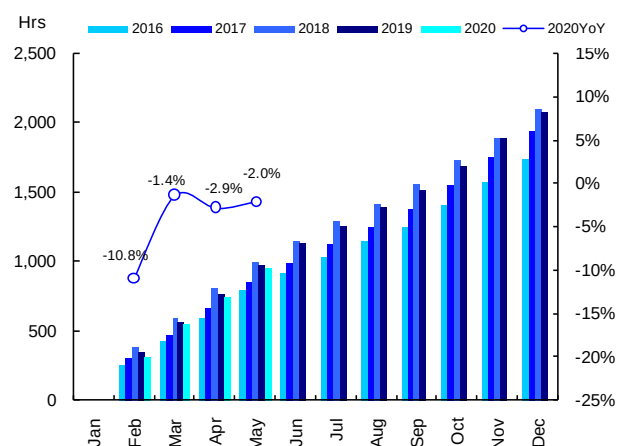
新项目投产带来的增量效应将为行业发电量增速提供支撑，限电率将逐步回落。受新增装机的带动 2020 年首 5 个月全国风电发电量同比增长 9.7%至 2,021 亿千瓦时。而由于东北及华北地区自年初以来的风资源情况都普遍显得较为疲软，加之 1 季度疫情对国内基建、制造业等行业用电需求的影响，首 5 个月全国累计风电利用小时数同比下滑 2.0%至 958 小时。全国平均弃风率亦出现小幅同比上升。据我们估算，2020 年 1 季度全国的平均风电限电率约为 5.7%-6.0%，而 2019 年同期则为 4.0%。从近期数据来看，随着国内企业复工复产加速，弃风率同比及环比均呈现出改善的趋势，预计下半年有望回归至 5.0%以内水平，2020 年全国平均弃风率或将维持在 4.8%左右。展望 2020 下半年，由于季节性因素的限制，3 季度风资源情况预计并无惊喜，利用小时数出现明显反弹的可能性不高，发电量或将维持与去年同期持平的状态。而 4 季度平均风速预计会有所回升，且国内疫情的影响到届时也应基本消散，发电量增速有望逐渐回升。考虑到风资源波动的不确定性，我们小幅下调不限电利用小时数假设至 2,170 小时，对应 2020 年的全国风电平均利用小时数约为 2,065 小时。

2020 年首 5 个月风电发电量同比变动



资料来源：国家能源局、国泰君安国际。

2020 年首 5 个月风电利用小时同比变动



资料来源：中电联、国泰君安国际。

国家能源局发布 2020 年度风电投资监测预警结果。根据 2020 年的风电投资监测预警结果，新疆（含兵团）、甘肃由红色区域解禁，转为橙色区域；蒙东地区除赤峰市按橙色区域管理以外，其余部分转为绿色区域。除少数备注地区以外，其余省（区、市）和地区均已划归为绿色区域。从限电情况来看，内蒙和甘肃于 2019 年末的限电率已降至 10.0%以内；而新疆除哈密地区 2020 年 1 季度弃风率高于 20.0%以外，其余部分也已基本消除限电问题。因此如后续不出现明显的限电反弹，上述三省区将大概率于 2021 年完全解禁为绿色区域。按照国家能源局要求，除部分列入以前年度实施方案的项目及跨省区输电通道外送项目之外，橙色预警区域 2020 年度不再新增建设项

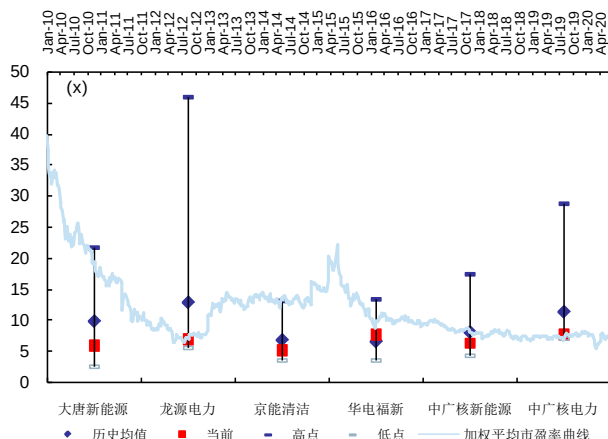
目。我们预计该类区域解禁后的风电建设目标将以重启此前因限电问题而停滞的已核准项目为主，例如与准东—皖南、哈密—郑州的特高压直流输电工程配套的风电项目（项目总装机容量超过 4 吉瓦），或是位于甘肃酒泉及通渭的风电基地（约 200 兆瓦在建项目及 700 兆瓦后续项目）。而对于投资预警的绿色区域，则预计将更加侧重于平价项目的建设和有补贴项目的竞争性配置。

第十三届全国人大会议对能源行业发展提出新要求。在2020年5月召开的全国人大会议上，政府工作报告围绕推动煤炭的清洁高效利用、发展可再生能源等主题提出了一系列具体要求。包括着力推进煤改电；积极稳妥发展水电、核电，推动非化石能源成为增量主体；制度上要健全可再生能源电力消纳利用长效机制，完善电力交易市场；电网侧将原本截至6月30日的降电价政策延长至年底，一方面是为了缓解疫情影响下一般工商业成本端的上升压力，另一方面则是发改委阶段性降本增效政策的延续。此外，政府工作报告中也提及了对于能源行业“十四五”规划的编制。我们认为“十四五”规划可能会更侧重于提高用能、用电及其他能源消费的综合利用效率，比如在体制机制、电网的调峰能力或是技术层面的改变。同时或将更加侧重于结合储能、氢能等新技术，提升可再生能源在区域能源供应中的比重。而相比“十三五”时期，规划在新增装机的要求上可能会相对缓和一些，以避免限电问题的反复。根据国家能源局要求，相关部门需在2020年底之前完成“十四五”规划征求意见稿的编制。

投资建议

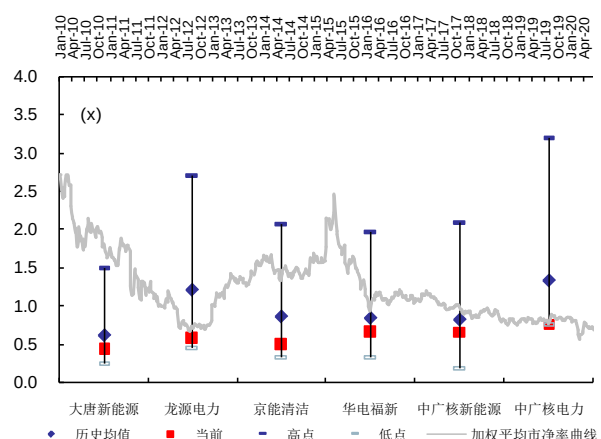
受新能源央企的私有化预期所推动，近期行业估值水平有所上升但仍处于相对低位，后续有望持续复苏。目前我们覆盖的3家在港上市的中资清洁发电公司加权平均后的2020/2021/2022年市盈率为7.7倍/6.3倍/4.9倍。尽管受华电福新（00816 HK）近期的私有化消息所带动，行业整体估值出现了明显抬升，但相比于12.0倍的历史平均市盈率仍处于较低位置。我们认为市场估值长期偏低以及股权融资功能的缺失是新能源央企近年来频繁出现私有化的主要原因。此外，可再生能源补贴的拖欠问题也使得发电企业在疫情影响下的债务压力愈发凸显。后续建议关注大唐新能源（01798 HK），公司的负债率属于行业较高水平，且近两年股价表现持续疲软，我们认为其母公司亦有可能对其提出私有化议案。

中资清洁电力股预测市盈率水平



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

中资清洁电力股预测市净率水平



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

维持行业投资评级为“跑赢大市”，行业首选为龙源电力（00916 HK）。展望2020下半年，国内疫情已基本得到控制，随着企业复工复产加速，全社会用电量需求将逐渐回升，带动行业发电量平稳增长。限电率预计将呈现按月回落趋势，全年可维持于5.0%或以内。2020年为行业补贴退坡的关键时间节点，年内新增风电装机或将达到30吉瓦左右的较高水平。而随着行业补贴退坡的加速，后续新增项目的投资或将更趋理性。“十四五”规划预计将更加侧重于提高能源消费的综合利用效率，同时进一步扩大清洁能源消费的占比。届时竞价、平价项目将迎来规模上的高速发展时期，成为行业新的盈利增长点。我们维持风电行业“跑赢大市”的投资评级，目前的行业首选是龙源电力（00916 HK）。公司未来的盈利增长可能相对温和但较为稳定，负债率预计将维持在行业较低水平，且公司相比于其同业具有更强的规模效应及成本管控能力。新冠疫情或使公司在建项目工期受到部分延期但影响有

限，2020年内预计新增超约2.15吉瓦风电装机，这将为公司的利用小时数表现提供有力支撑。我们对龙源电力的投资评级为“收集”，目标价为5.25港元。

行业风险因素包括：1) 在建项目受疫情影响进度不及预期；2) 风资源情况不及预期；3) 风机设备和零部件供应的短缺可能影响新项目的开发。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
龙源电力	00916	4.350	收集	7.0	6.1	4.9	0.6	8.3	2.9
大唐新能源	01798	0.870	收集	6.5	5.3	3.9	0.4	7.6	3.1
华电福新	00816	2.480	中性	9.2	6.9	5.1	0.6	6.0	2.6
市值加权平均			跑赢大市	7.7	6.3	4.9	0.5	7.5	2.8

资料来源：国泰君安国际。

私有化消息利好已反映于股价

分析员：汪昌江 Jake Wang

华电福新(00816 HK)
评级：中性
股价：HK\$2.480
目标价：HK\$2.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	18,330	1,993	0.237	0.4	9.2	3.575	0.6	0.057	2.6	7.5
2019A	19,776	1,887	0.224	(5.3)	9.9	4.170	0.5	0.054	2.4	5.8
2020F	19,982	2,068	0.246	9.6	9.2	4.053	0.6	0.059	2.6	6.0
2021F	24,250	2,740	0.326	32.5	6.9	4.085	0.6	0.078	3.5	8.0
2022F	26,268	3,735	0.444	36.3	5.1	4.399	0.5	0.107	4.7	10.5
已发行股本 Shares in issue (m)				8,408.0	大股东 Major shareholder		中国华电集团有限公司 69.4%			
市值 Market cap. (HK\$ m)				20,851.7	流通比例 Free float (%)		22.9			
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				33,844.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		197.6			
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				2.490 / 1.160	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		2.7			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)							64.2 / 93.8 / 73.4			
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)							57.8 / 90.3 / 87.8			

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 年 5 月的总发电量同比下滑 8.3% 至 4,201 吉瓦时；2020 年 1-5 月累计发电量同比跌 7.6%。公司的控股股东（中国华电集团有限公司）于 6 月初发布公告称其拟对华电福新与华电集团旗下另一附属公司进行合并，并对公司所有已发行股份作出私有化要约。注销价格为每股 2.50 港元，相当于 9.3 倍的 2020 年预测市盈率及 0.6 倍的预测市净率。目前我们预计华电福新 2020/ 2021/ 2022 财年每股盈利分别为人民币 0.246 元/ 0.326 元/ 0.444 元。后续来看，虽然收入端和成本端的压力或使公司的短期经营承压，但公司的长期基本面依旧稳健。另外，在香港联交所退市后，华电福新或在内地 A 股市场寻求股权融资以支持其未来的项目发展。由于私有化消息的利好因素已基本反映于股价，我们将公司的投资评级下调为“中性”。当前目标价相当于 9.3 倍/ 7.0 倍/ 5.1 倍的 2020/ 2021/ 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 新增装机将带动利用小时数的提升。
- 2020 年煤炭价格预计将维持相对低位。

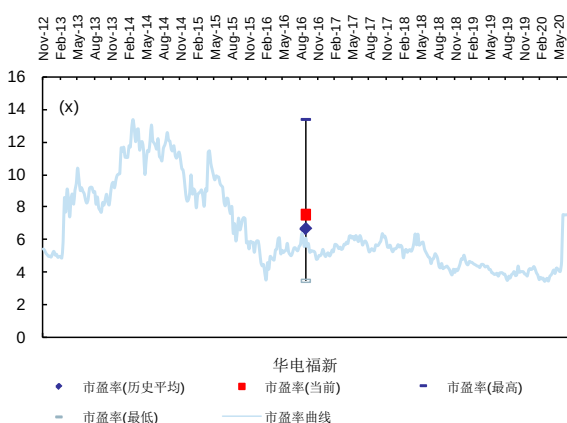
负面因素分析

- 风电项目竞价上网将使电价相比现有水平出现折让。
- 可再生能源补贴的回收进度仍相对缓慢。

风险分析

- 贷款利率上升的风险。
- 水电利用小时数波动的风险。
- 风资源情况或不及预期。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入	18,330	19,776	19,982	24,250	26,268
其他收入净额	343	324	270	264	258
折旧和摊销	(5,877)	(5,244)	(5,527)	(7,768)	(8,399)
员工成本	(4,570)	(4,781)	(4,976)	(5,339)	(5,676)
维修保养	(80)	(318)	(62)	(57)	(52)
行政费用	(1,599)	(1,831)	(2,023)	(2,235)	(2,398)
其他经营成本	(1,736)	(2,868)	(2,391)	(2,907)	(2,774)
经营利润	4,809	5,057	5,274	6,210	7,227
财务净费用	(2,991)	(2,624)	(2,800)	(3,073)	(3,192)
应占联合营业绩	940	801	1,030	1,239	1,479
税前利润	2,758	3,234	3,504	4,376	5,514
所得税	(285)	(542)	(460)	(707)	(837)
税后利润	2,473	2,691	3,044	3,669	4,677
少数股东权益	(204)	(276)	(381)	(452)	(508)
净利润	1,993	1,887	2,068	2,740	3,735
每股净利 (人民币)	0.237	0.224	0.246	0.326	0.444

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	9.0	7.9	1.0	21.4	8.3
经营利润增长 (%)	(1.1)	5.2	4.3	17.7	16.4
净利润增长 (%)	0.4	(5.3)	9.6	32.5	36.3
经营利润率 (%)	26.2	25.6	26.4	25.6	27.5
有效所得税率 (%)	10.3	16.8	13.1	16.2	15.2
净利润率 (%)	10.9	9.5	10.3	11.3	14.2
股东资金回报率 (%)	7.5	5.8	6.0	8.0	10.5
资产回报率 (%)	1.8	1.7	1.8	2.3	3.0
净负债比率 (%)	205.2	172.8	197.6	211.2	200.1
净利息覆盖比例 (倍)	1.8	1.9	2.1	2.2	2.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

业绩稳定，估值仍吸引

分析员：汪昌江 Jake Wang

龙源电力(00916 HK)

股价：HK\$4.350

评级：收集

目标价：HK\$5.25

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	26,388	3,924	0.488	6.4	7.8	6.127	0.6	0.098	2.6	8.2
2019A	27,541	4,325	0.538	10.2	7.2	6.585	0.6	0.108	2.8	8.5
2020F	27,392	4,568	0.568	5.6	7.0	7.047	0.6	0.114	2.9	8.3
2021F	29,408	5,234	0.651	14.6	6.1	7.585	0.5	0.130	3.3	8.9
2022F	32,215	6,509	0.810	24.4	4.9	8.265	0.5	0.162	4.1	10.2
已发行股本 Shares in issue (m)				8,036.4	大股东 Major shareholder		国家能源投资集团有限公司 58.4%			
市值 Market cap. (HK\$ m)				34,958.3	流通比例 Free float (%)		39.5			
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				15,691.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		136.4			
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				5.230 / 3.400	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		6.9			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)							15.4 / 2.1 / (13.2)			
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)							9.0 / (1.4) / 1.2			

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 年 6 月风电发电量同比增长 18.8%至 3,261 吉瓦时，测算的风电当月利用小时同比升 12.2%至 163 小时。2020 年 1 季度权益持有人应占净利润同比上升 6.1%至人民币 19.90 亿元，符合预期。净利润的增长主要受益于风资源的改善。公司主要经营成本的变动大多属于正常范围，融资成本的升幅保持稳定。展望 2020 下半年，公司的风电发电量增长或将在风资源的季节性效应下出现阶段性反弹。成本端的涨幅预计将大致保持稳定，而由于用电需求减少以及煤价下降，火电板块的经营成本或继续呈下行趋势。可再生能源补贴款的预期回收情况或与 2019 年相似，但公司将继续利用债务置换或其它可选融资手段来优化融资成本。我们现预测龙源电力 2020/ 2021/ 2022 财年的每股盈利为人民币 0.568 元/ 0.651 元/ 0.810 元。公司现时估值仍然吸引，我们维持对其的“收集”评级。当前目标价相当于 8.4 倍/ 7.3 倍/ 5.9 倍的 2020/ 2021/ 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 公司年内新增风电装机进度受疫情影响较小。
- 2020 年煤炭价格预计将维持相对低位。

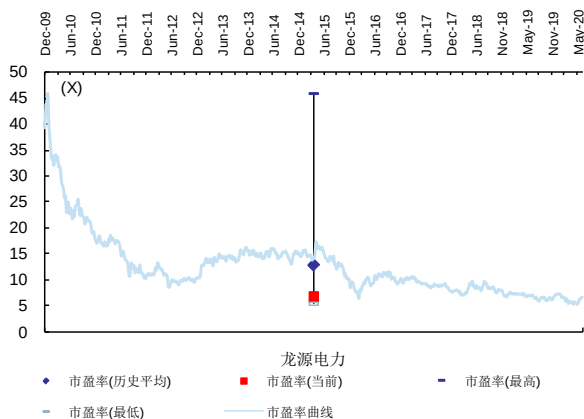
负面因素分析

- 风电机组及零部件供应或将受疫情阻碍而出现短缺。
- 可再生能源补贴的回收进度仍相对缓慢。

风险分析

- 风资源情况或不及预期。
- 限电率可能出现阶段性反弹。
- 部分已核准项目可能无法于 2020 年之前投产，需转为竞价或平价项目。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入	26,388	27,541	27,392	29,408	32,215
其他收入净额	917	843	873	877	951
煤炭消耗及销售成本	(5,616)	(5,752)	(5,066)	(5,214)	(5,288)
折旧与摊销	(7,286)	(7,633)	(7,713)	(8,317)	(9,341)
人工成本	(2,075)	(2,352)	(2,617)	(2,899)	(3,021)
维修与保养	(819)	(820)	(919)	(1,057)	(1,206)
其他经营成本	(2,268)	(1,880)	(2,006)	(2,144)	(2,173)
经营利润	9,242	9,946	9,943	10,653	12,137
财务费用净额	(3,513)	(3,486)	(3,467)	(3,596)	(3,438)
应占联营合营业绩	167	(10)	149	229	260
税前利润	5,897	6,450	6,626	7,286	8,958
所得税	(976)	(1,131)	(1,069)	(1,035)	(1,283)
税后利润	4,921	5,320	5,557	6,251	7,676
少数股东权益	(755)	(753)	(747)	(776)	(925)
净利润	3,924	4,325	4,568	5,234	6,509
每股净利 (人民币)	0.488	0.538	0.568	0.651	0.810

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	7.3	4.4	(0.5)	7.4	9.5
经营利润增长 (%)	10.9	7.6	(0.0)	7.1	13.9
净利润增长 (%)	6.4	10.2	5.6	14.6	24.4
经营利润率 (%)	35.0	36.1	36.3	36.2	37.7
有效所得税率 (%)	16.5	17.5	16.1	14.2	14.3
净利率 (%)	14.9	15.7	16.7	17.8	20.2
股东资金回报率 (%)	8.2	8.5	8.3	8.9	10.2
资产回报率 (%)	2.7	2.9	2.8	3.0	3.5
净负债比率 (%)	147.3	143.2	136.4	137.4	133.1
净利息覆盖比例 (倍)	2.56	2.83	3.07	3.04	3.40

资料来源：公司、国泰君安国际。

盈利恢复仍需时日

分析员：汪昌江 Jake Wang

大唐新能源(01798 HK)

评级：收集

股价：HK\$0.870

目标价：HK\$1.33

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	8,319	1,209	0.150	78.7	5.1	1.690	0.5	0.020	2.6	10.2
2019A	8,325	936	0.113	(25.0)	6.9	1.522	0.5	0.030	3.9	8.0
2020F	8,770	1,024	0.122	8.3	6.5	2.164	0.4	0.024	3.1	7.6
2021F	9,863	1,230	0.149	21.6	5.3	2.288	0.3	0.030	3.8	7.6
2022F	10,982	1,623	0.203	36.4	3.9	2.461	0.3	0.041	5.1	9.4
已发行股本 Shares in issue (m)					7,273.7	大股东 Major shareholder		大唐集团有限公司 65.6%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					6,328.1	流通比例 Free float (%)		34.4		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					7,099.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		341.2		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					1.070 / 0.480	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		1.8		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								33.8 / 55.4 / 4.8		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								27.4 / 51.9 / 19.2		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 年 1 季度母公司所有者应占净利润同比下滑 9.0%至人民币 4.8 亿元，符合预期。净利润的同比下跌主要是由于相对疲弱的收入增长，以及更高的有效税率。折旧摊销费用、维修保养成本和员工成本的增幅与装机增速基本一致，其他经营开支则是由于计提减值拨备而出现明显上升。展望后续，公司的各项主要经营费用预计仍将随着装机容量的扩大而有所增长，但总体仍将处于可控范围之内。由于部分在建项目进度受到新冠疫情影响，公司可能需要继续计提减值拨备，但其规模相比 2019 年应不会出现大幅增长。公司 2020 年内可再生能源补贴的回收情况预期将与 2019 年相近，而融资成本的下降或使财务费用净额维持在合理水平。考虑到成本端的增长以及公司盈利能力出现进一步下降，我们预计大唐新能源 2020 全年的净利润可能仅录得约 5.0%-10.0%的同比温和增长。我们预测公司 2020/ 2021/ 2022 年的每股盈利分别为人民币 0.122 元/ 0.149 元/ 0.203 元。当前目标价相当于 9.9 倍/ 8.1 倍/ 6.0 倍的 2020/ 2021/ 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 内蒙古及甘肃地区的限电形势稳步改善。
- 公司年内新增风电装机进度受疫情影响较小。

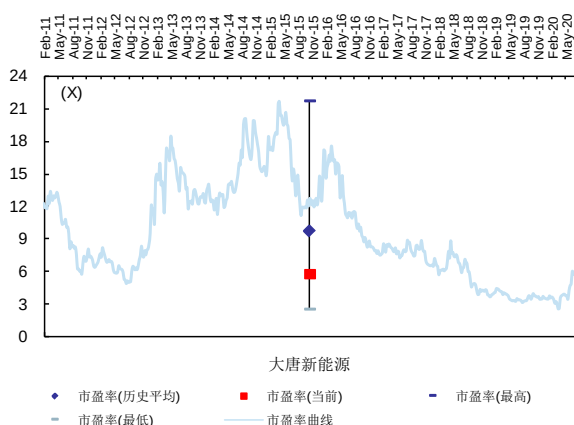
负面因素分析

- 风电机组及零部件供应或将受疫情阻碍而出现短缺。
- 公司负债率水平偏高，可能使盈利能力承压。

风险分析

- 融资成本上升的风险。
- 风资源情况或不及预期。
- 部分地区的限电率可能出现反弹。
- 可再生能源补贴滞后的风险。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入	8,319	8,325	8,770	9,863	10,982
其他收入净额	270	366	341	384	418
折旧和摊销	(3,397)	(3,566)	(3,632)	(4,082)	(4,420)
员工成本	(567)	(703)	(751)	(849)	(948)
维修保养	(244)	(253)	(276)	(321)	(354)
行政费用	(55)	(58)	(64)	(70)	(73)
其他经营成本	(540)	(584)	(662)	(689)	(718)
经营利润	3,785	3,527	3,726	4,237	4,886
财务净费用	(2,112)	(2,146)	(2,267)	(2,527)	(2,647)
应占联合营业绩	56	59	50	52	55
税前利润	1,729	1,440	1,509	1,763	2,294
所得税	(303)	(296)	(289)	(304)	(372)
税后利润	1,426	1,144	1,220	1,459	1,922
少数股东权益	217	208	196	230	298
净利润	1,209	936	1,024	1,230	1,623
每股净利 (人民币)	0.150	0.113	0.122	0.149	0.203

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	17.1	0.1	5.4	12.5	11.3
经营利润增长 (%)	32.0	(6.8)	5.7	13.7	15.3
净利润增长 (%)	66.2	(22.6)	9.3	20.1	32.0
经营利润率 (%)	45.5	42.4	42.5	43.0	44.5
有效所得税率 (%)	17.5	20.5	19.1	17.2	16.2
净利润率 (%)	14.5	11.2	11.7	12.5	14.8
股东资金回报率 (%)	10.2	8.0	7.6	7.6	9.4
资产回报率 (%)	1.7	1.2	1.2	1.4	1.8
净负债比率 (%)	380.5	481.2	341.2	342.4	326.3
净利息覆盖比例 (倍)	1.6	1.5	1.5	1.6	1.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

综合业务公司 水资源和地产板块将推动未来增长

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

粤海投资(00270 HK)

评级：收集

股价：HK\$13.300

目标价：HK\$17.00

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	13,364	5,015	0.767	(12.9)	17.3	6.175	2.2	0.535	4.0	12.4	
2019A	16,691	5,044	0.772	0.6	17.2	6.295	2.1	0.578	4.3	12.4	
2020F	18,418	4,874	0.745	(3.4)	17.8	6.514	2.0	0.522	3.9	11.6	
2021F	20,014	5,523	0.845	13.3	15.7	6.848	1.9	0.591	4.4	12.6	
2022F	20,046	5,737	0.878	3.9	15.2	7.137	1.9	0.614	4.6	12.5	
已发行股本 Shares in issue (m)				6,537.8	大股东 Major shareholder				粤海控股- 56.5%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				86,953.0	流通比例 Free float (%)				42.9		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				7,594.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				17.340/11.980	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				18.1		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(10.3) / (8.4) / (10.5)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(16.7) / (11.9) / 3.9	
资料来源：公司、国泰君安国际。											

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年 1 季度业绩不如预期，期内净利润同比下降 17.6% 至 9.86 亿港元。尽管受新冠疫情的影响，期内的收入同比微增 0.6% 至 34.15 亿港元，主要受期内表现较好的水务和地产业务的拉动。此外，由于公司的非核心业务预计将于 2020 年持续承压，我们下调了对公司的盈利预测。我们预计公司非核心业务（扣除水务和地产业务）的整体收入将于 2020 年同比回落 22.9% 至 25.3 亿港元。然而，我们预计非核心业务的收入将于 2021 年录得 32.7% 的同比反弹。相比之下，我们预计水务和地产业务将经历较为平稳的增长。我们经调整后的 2020 至 2022 年的每股盈利预测分别为 0.745 港元 / 0.845 港元 / 0.878 港元。我们对粤海投资的展望保持乐观的看法并相信公司的非核心业务将在新冠疫情结束后并于 2021 年录得反弹。

我们目前对公司的投资评级为“收集”，目标价为 17.00 港元，相当于 22.8 倍 / 20.0 倍 / 19.4 倍 2020 至 2022 年市盈率或 2.6 倍 / 2.5 倍 / 2.4 倍 2020 至 2022 年市净率。

正面因素分析

- 国内的快速扩张将推动公司未来的增长，水资源业务和房地产业务将是未来主要发展的领域。
- 公司将通过持续地并购和不断升级现有生产设施以继续提升其在国内的供水及污水处理的产能。

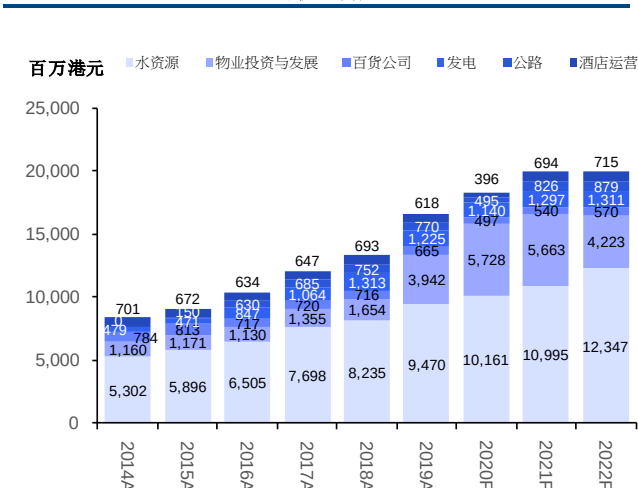
负面因素分析

- 迅速崛起的电商将对公司百货店的运营造成负面影响。
- 新冠疫情严重冲击了公司的百货，酒店以及公路等板块。

风险分析

- 国内房地产行业过快增长之后的不确定性。
- 新冠疫情的持续影响使得公司非核心业务的不确定性显著攀升。

公司收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	13,364	16,691	18,418	20,014	20,046
销售成本	(5,696)	(7,933)	(9,345)	(10,108)	(9,817)
毛利	7,667	8,758	9,074	9,906	10,229
其他净收益	692	674	697	722	747
汇兑损益	335	392	(170)	186	136
分销及销售费用	(349)	(427)	(459)	(511)	(508)
行政开支	(1,734)	(1,839)	(2,273)	(2,424)	(2,370)
其他收入或开支	297	0	0	0	0
营业利润	6,908	7,558	6,870	7,879	8,234
财务净收入	(150)	(290)	(210)	(218)	(196)
应占联合营公司利润	137	213	150	167	177
除税前溢利	6,895	7,481	6,810	7,828	8,215
税收	(1,394)	(1,835)	(1,497)	(1,741)	(1,883)
少数股东权益	(486)	(602)	(439)	(563)	(595)
净利润	5,015	5,044	4,874	5,523	5,737
每股盈利 (港元)	0.767	0.772	0.745	0.845	0.878
每股派息 (港元)	0.535	0.578	0.522	0.591	0.614

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	57.4	52.5	49.3	49.5	51.0
经营利润率 (%)	51.7	45.3	37.3	39.4	41.1
净利率 (%)	37.5	30.2	26.5	27.6	28.6
股东资金回报率 (%)	12.4	12.4	11.6	12.6	12.5
总资产收益率 (%)	7.2	6.7	6.1	6.5	6.5
派息率 (%)	69.8	74.9	70.0	70.0	70.0
流动比率 (倍)	3.2	2.4	1.9	1.9	2.0
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

基建和地产板块将稳住增长

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

上海实业控股(00363 HK)

评级：买入

股价：HK\$11.920

目标价：HK\$18.00

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	30,413	3,333	3.066	6.3	3.9	37.964	0.3	1.000	8.4	8.0
2019A	32,345	3,350	3.081	0.5	3.9	37.012	0.3	1.530	12.8	8.2
2020F	32,778	3,267	3.005	(2.5)	4.0	38.808	0.3	1.052	8.8	7.9
2021F	34,973	3,699	3.402	13.2	3.5	40.957	0.3	1.191	10.0	8.5
2022F	36,309	3,911	3.597	5.7	3.3	43.280	0.3	1.259	10.6	8.5
已发行股本 Shares in issue (m)					1,087.2	大股东 Major shareholder			上实控股集团 61.6%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					12,959.6	流通比例 Free float (%)			38.4	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					1,018.7	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			62.0	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					16.554/10.880	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			19.6	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(12.0) / 6.0 / (21.4)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(7.5) / 2.6 / (7.0)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年盈利持平至 33.5 亿港元，符合预期。2019 年的收入同比增 6.4%至 323.45 亿港元，但盈利则同比增 0.5%至 33.5 亿港元。期内，公司的基建设施板块收入同比升 3.3%至 90.94 亿港元，而房地产及消费品板块的收入则分别同比升 8.4%及 4.5%至 186.5 亿港元和 46.02 亿港元。从 2019 年的盈利贡献来看，基建设施板块/ 房地产板块/ 消费品板块分别贡献了期内盈利的 48.2% / 21.4% / 30.3%。我们预计收费公路和桥梁的收入将于 2020 年录得同比 23.7%的下滑，但将于 2021 年录得同比 37.2%的收入反弹。基建板块收入预计将于 2020 至 2022 年间分别录得 0.2%/ 16.5% / 9.5%的增长。

我们对公司的投资评级为“买入”，目标价为 18.00 港元价，相当于 5.6 倍/ 5.3 倍/ 5.0 倍的 2020 / 2021 / 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 基建板块的持续投资成为公司未来增长的动力来源。
- 公司在污水处理和供水服务领域位列全国前五强。
- 公司持续转型的战略，未来将加大其多元化发展。

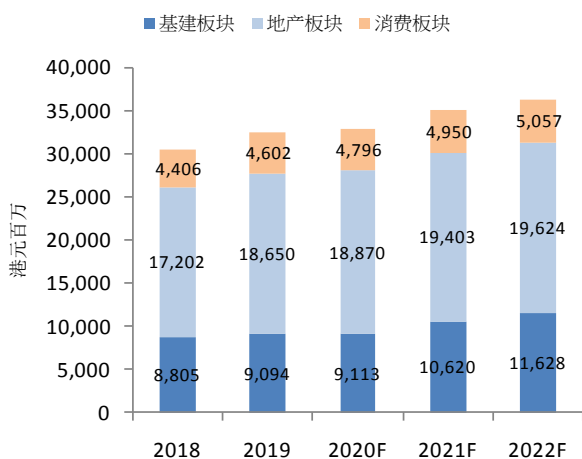
负面因素分析

- 未来新业务的开拓或将导致公司杠杆率的上升。
- 新冠疫情将冲击公司 2020 年的公路业务。
- 地产板块的可持续性发展存在较大不确定性。

风险分析

- 大规模的基建投资将为公司带来庞大的债务
- 新冠疫情预计将导致国内的经济面临下行风险，进而影响公司的基建板块业务。

公司收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	30,413	32,345	32,778	34,973	36,309
销售成本	(18,765)	(19,813)	(20,680)	(21,422)	(22,169)
毛利	11,648	12,532	12,098	13,551	14,141
管理费用	(2,255)	(2,479)	(2,471)	(2,658)	(2,748)
销售费用	(1,131)	(1,080)	(1,213)	(1,294)	(1,343)
其他支出/收益	1,521	1,336	1,379	1,356	1,424
经营利润	9,783	10,310	9,794	10,955	11,472
利息收入	(1,969)	(1,896)	(1,935)	(1,954)	(1,943)
其它非营运及投资收益	709	492	518	484	498
税前利润	8,523	8,906	8,377	9,485	10,027
税项	(3,430)	(3,573)	(3,351)	(3,794)	(4,011)
少数股东权益	(1,761)	(1,984)	(1,759)	(1,992)	(2,106)
股东应占净利润	3,333	3,350	3,267	3,699	3,911
每股盈利 (港元)	3.066	3.081	3.005	3.402	3.597
每股股息 (港元)	1.000	1.530	1.052	1.191	1.259

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	38.3	38.7	36.9	38.7	38.9
经营利润率 (%)	32.2	31.9	29.9	31.3	31.6
净利率 (%)	11.0	10.4	10.0	10.6	10.8
总资产回报率 (%)	2.0	2.0	1.8	2.0	2.0
股东资金回报率 (%)	8.0	8.2	7.9	8.5	8.5
流动比率 (倍)	1.9	1.7	1.7	1.8	1.8
派息率 (%)	32.6	49.7	35.0	35.0	35.0
净负债比率 (%)	61.5	62.4	62.0	58.7	54.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

消费—服装行业

分析员：洪学宇 Terry Hong

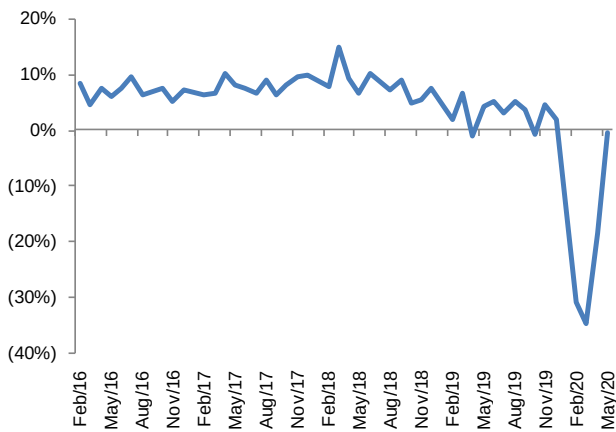
行业概况

新冠肺炎（COVID-19）疫情对中国服装行业造成了一定影响。中国的新冠肺炎疫情爆发始于 2020 年 1 月下旬，2 月份疫情最为严重，但由于中国政府的应对措施得当，疫情在 3 月便已经基本得到控制。疫情对服装行业最直接也是最致命的打击就是政府命令店铺暂停营业、民众不得外出，这直接切断了服装企业的收入来源。不过好在这种严重冲击只持续了一个多月，随后国内经济逐步恢复运转，服装企业的压力也得以缓解。然而，海外的疫情从 3 月才开始爆发，随后迅速蔓延至全球，截至 2020 年 6 月 29 日，全球新冠肺炎累计确诊病例数已经突破了 1,000 万。更糟糕的是，目前全球每日确诊病例数量不仅没有放缓，甚至仍在加速。尽管中国的疫情已经基本得到控制，但全球经济环境的恶化依然会对中国企业尤其是出口型服装企业造成影响，例如来自国外的订单减少、国际物流系统部分暂停、跨国商业合作变得更加困难等等。除了这些最直接的影响，疫情对中国服装行业的中期发展格局也造成了影响，包括：**1）疫情打击了消费者的消费意愿。**疫情期间很多公司倒闭、员工失业，直接削弱了消费者的实际消费能力。尽管复工复产后重获收入来源，但疫情带来的危机感会延续更长时间。**2）疫情加深了消费者分层。**疫情对中低收入消费者影响较大，而对中高收入消费者影响很小，因此消费阶层差异将会更大。**3）疫情加速了行业集中化进程。**疫情间接淘汰了一批运营能力低、产品竞争力弱的服装企业。而对于行业领先的优质企业来说，疫情的影响不仅是短期且有限的，反而可以帮助它们更快速地获得市场份额。

预计 2020 年下半年国内服装行业将保持复苏趋势。2020 年 1 至 5 月限额以上服装鞋帽、针纺织品累计零售额同比下滑 23.5%。其中 1-2 月同比下滑 30.9%（1 月大部分未受影响），3 月同比下滑 34.8%。随着疫情隔离措施的逐步放开，零售额下滑幅度在 4 月缩减至 18.5%，5 月仅下滑 0.6%。目前全国的线下店铺都已经基本正常营业，客流量也已经接近疫情前的水平。政府从 6 月份开始大力推进的“地摊经济”和“小店经济”也将促进低端服装产品的销售。我们预计 6 月份的零售额将同比持平或小幅正增长，下半年将保持复苏的趋势。线上渠道成为疫情期间最为重要的渠道之一，一定程度上缓解了线下渠道所承受的压力。2020 年 1-5 月实物商品网上零售额累计同比增长 11.5%，远远好于线下渠道的表现，而其占社会零售总额的比例也从 2019 年的 20.7% 上升至 2020 年 5 月的 24.3%。穿着类商品网上零售额在 2020 年 1-5 月累计同比下跌 6.8%，自年初以来跌幅逐月收窄。中国体育、娱乐用品零售额在 2020 年 1-5 月累计同比增长 2.4%。月度零售额在 1-2 月同比下降 4.0%，3 月同比下降 7.1%，4 月就已经恢复 11.6% 的正增长，5 月增长 15.4%。体育用品板块的恢复情况明显好于整体服装行业，主要由于疫情促使人们更加注重锻炼身体，在隔离放开后带动了体育用品销售的一个短期黄金期。此外，学生逐步返回学校后，也带来了体育用品的大量需求。我们认为 2020 年下半年国内的疫情仍将得以良好控制，因此在需求恢复、快速增长的线上渠道和体育用品板块的带动下，我们预期国内服装行业将在下半年恢复正增长。

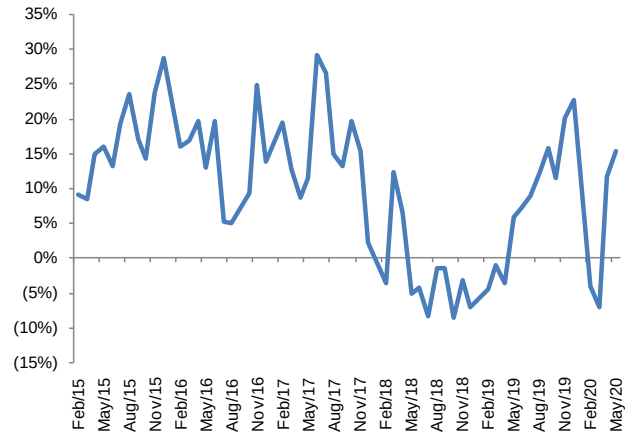
预计 2020 年下半年主要原材料价格仍将保持在相对低位。今年 1-3 月份中国经济受疫情影响严重，下游需求急剧减少，同时对未来的预期也极为悲观，因此棉花价格出现断崖式下跌。从 4 月份开始，国内经济快速恢复，很多其他国家也从 5 月开始陆续重启经济，使得棉花需求得以提振，棉花价格也出现小幅反弹，但由于此前下跌过于严重，年初至今平均价格仍同比下跌 19.0%。根据国际棉花咨询委员会（ICAC）的预测，受疫情影响，主要产棉国的棉花种植面积下降，2020/21 年度（2020 年 9 月-2021 年 8 月）全球棉花产量将同比减少。但是需求端受到的影响更大，棉花库存仍将继续上涨。因此我们预计棉花价格在 2020 年下半年仍将处于相对低位。同样由于疫情的影响以及国际原油价格的下跌，主要化工类原材料包括粘胶纤维、涤纶长丝、聚酯切片等的价格在 2020 年前 3 个月也呈现大幅下降的趋势，随后受到下游需求的提振以及国际油价回升，4 月以来价格略微上涨，但仍然较低。大部分品类的年初至今平均价格均录得 25%-30% 左右同比下降。由于下游需求仍然较为保守，因此我们预计化工原材料价格也将在 2020 年下半年处于相对低位。纺织服装、服饰业 PPI 增速在 2020 年前 5 个月均为负增长，并且跌幅持续扩大，5 月同比下降 1.0%。PPI 的下跌主要是由于上游原材料价格下跌以及下游需求疲弱。PPI 增速的放缓经过一个滞后的传导效应，使得 CPI 增速也出现下降。鞋类和服装类 CPI 分别在 2 月和 3 月进入负增长区间，5 月分别同比下滑 1.0% 和 0.2%。由于疫情期间企业积累了较多存货，因此近期服装折扣力度加大。短期来看，国内疫情形势总体稳定，复工复产、复市复业有序推进，市场供需状况将进一步好转。但是今年下半年整体需求仍将偏弱，清库存周期也会比较长，所以我们预计 2020 年下半年 CPI 仍将维持负增长。

全国限额以上服装鞋帽、针纺织品零售额月同比增速



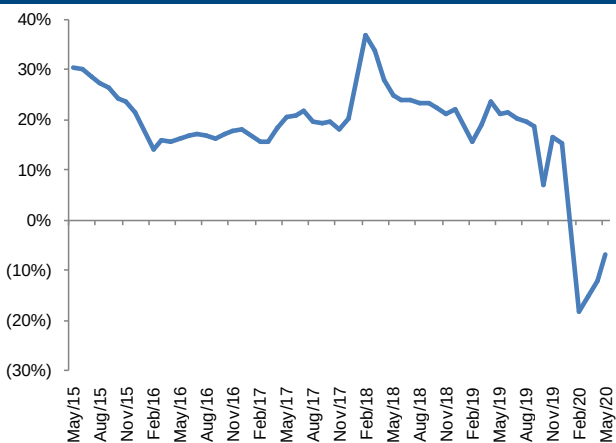
资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

全国体育、娱乐用品零售额月同比增速



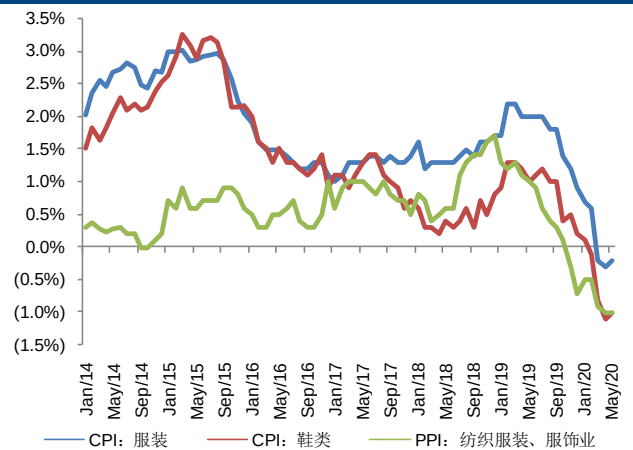
资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

全国穿着类商品网上零售额累计同比增速



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

全国服装类和鞋类CPI及纺织服装PPI月度同比



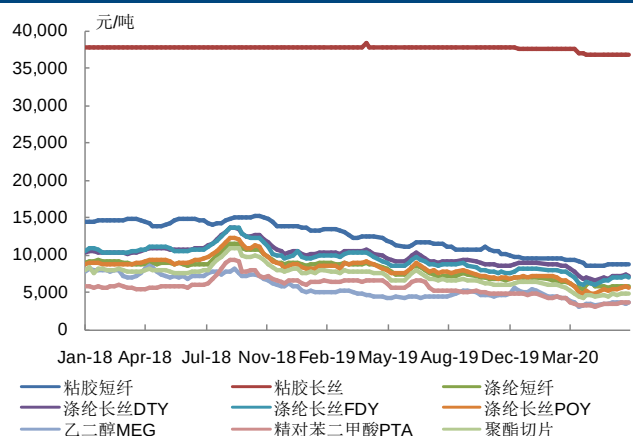
资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

中国棉花价格 328 指数



资料来源：全国棉花交易市场、国泰君安国际。

服装行业主要化工原材料价格



资料来源：锦桥纺织网、国泰君安国际。

2020 年上半年体育用品板块股价表现最为突出。2020 年前几个月由于疫情的影响，服装行业股价遭受重挫，随后随着对未来预期的改善，股价也有所反弹。其中体育用品板块股价表现最好，在我们覆盖的公司中，安踏体育(02020 HK)和李宁(02331 HK)是仅有的两个跑赢恒指的公司，分别跑赢 11.9%和 19.4%，主要是因为龙头企业从疫情中恢复的速度要明显快于行业整体水平。中国动向(03818 HK)也正在从疫情中恢复，2020 财年业绩基本符合预期，目前公司已经完成批发模式向大货流模式的转型，预计未来半年业务将保持改善趋势，带动股价回升，上半年仅跑输恒指 6.4%。361 度(01361 HK)和特步国际(01368 HK)在疫情期间的表现要差于龙头公司，股价也较为疲弱，而特步又因为新品牌的海外业务受疫情影响严重，今年业绩表现将更差。申洲国际(02313 HK)作为纺织服装行业龙头，在国内和海外同时拥有生产基地，并且上半年订单提前锁定，因此受疫情影响不大，股价也仅跑输恒指 3.8%，但预计下半年受疫情的影响会更大，股价也将受压。思捷环球(00330 HK)的业务主要在欧洲，佐丹奴(00709 HK)的业务主要在亚太和中东地区，这些地区除中国以外，疫情都仍然比较严重，而且可能下半年会继续恶化，将给公司财务表现造成极大压力，因此上半年这两家公司的股价都几乎下降了 50%。中国利郎(01234 HK)继续深化其“提质不提价”战略，并且由于其业务集中于国内市场，目前已经基本从疫情中恢复，带动股价出现一定反弹。普拉达(01913 HK)在疫情期间大力推进电商渠道的开拓，分别在 2 月和 5 月入驻天猫和京东平台，并与流量明星蔡徐坤深度合作，推动了 Prada 品牌的销售额在 5 月同比增长逾 10%，股价也因之大幅反弹，上半年仅跑输恒指 3.1%。新秀丽(01910 HK)在全球的业务均受到疫情的严重影响，同时由于公司在 2016 年收购 Tumi 时背负了巨额债务，因此全球业务的停滞引发了市场对其现金流动性以及偿债能力的严重担忧，导致上半年股价大幅下跌 58.3%。

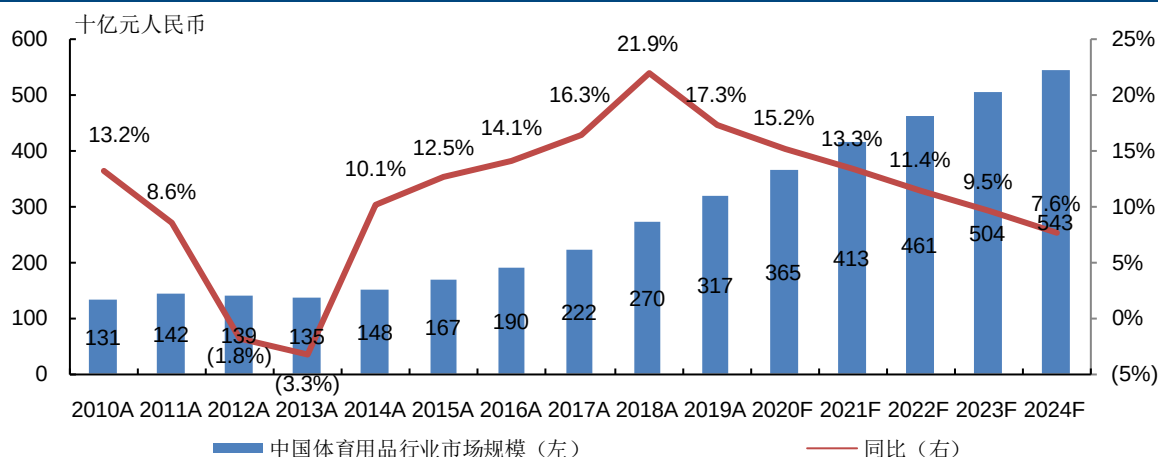
年初至今各公司股价表现

截至2020年6月30日	代码	绝对回报	相对恒指
思捷环球	00330 HK	(46.5%)	(33.1%)
佐丹奴国际	00709 HK	(48.1%)	(34.8%)
中国利郎	01234 HK	(29.9%)	(16.5%)
361 度	01361 HK	(28.7%)	(15.3%)
特步国际	01368 HK	(36.1%)	(22.7%)
新秀丽	01910 HK	(58.3%)	(44.9%)
普拉达	01913 HK	(16.5%)	(3.1%)
安踏体育	02020 HK	(1.4%)	11.9%
申洲国际	02313 HK	(17.1%)	(3.8%)
李宁	02331 HK	6.1%	19.4%
中国动向	03818 HK	(19.8%)	(6.4%)

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

预期未来几年国内体育用品行业仍将保持平稳快速增长。中国体育用品行业在 2020 年 1 季度受到疫情的严重影响，然而该影响是暂时并有限的，并不会改变该行业未来长期增长的逻辑。相较于发达国家，中国的体育行业还处在较为初期阶段，各类运动（包括跑步、综训、户外运动、冰雪运动等）尚有极大的增长潜力。体育用品行业作为体育行业十分重要且基础的板块，将受益于中国整体体育行业的发展。我们认为中国体育用品行业将迅速从疫情中恢复，并在未来几年维持其强劲的增长势头，主要驱动力包括 1) 中国居民人均可支配收入的持续增长；2) 中国人健身意识增强；3) 参加体育活动的人数增加；4) 设立更多的体育及健身设施；5) 中国政府繁荣中国体育产业的决心以及与之配套的一系列的扶持政策；以及 6) 线上渠道十分强劲的增长。根据 Euromonitor 的数据，国内体育用品行业的市场规模在 2019 年同比增长 17.3%至人民币 3,166 亿元，预计到 2024 年可达到人民币 5,425 亿元，相当于在 2019-2024 年期间保持 11.4%的年复合增长率。此外，体育用品行业的市场集中度在过去几年中持续提升，预计未来仍将延续这一趋势，而疫情的突然到来将会加速这一进程，这对于我们覆盖的几家国内领先的体育用品公司来说，反而将会是一个非常好的发展机遇。

中国体育用品行业市场规模及同比增速



资料来源: Euromonitor、国泰君安国际。

中国对发展体育产业的相关政策

产业政策	受益赛道	颁布机构	颁布时间
《促进体育消费试点工作实施方案》	强化体育设施、引导体育消费	国家体育总局	2020年5月
《产业结构调整指导目录(2019年本)》	休闲旅游、登山、滑雪、潜水、探险等户外用品	国家发展改革委	2019年10月
《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》	冰雪运动	国务院办公厅	2019年3月
《山地户外运动产业发展规划》	户外运动用品	国家体育总局、国家发展改革委、中国工信部等8部委	2016年11月
《冰雪运动发展规划(2016-2025年)》	冰雪运动	国家体育总局	2016年11月
《国务院关于加强发展健身休闲产业的指导意见》	登山、攀岩、徒步、露营等户外设施建设	国务院办公厅	2016年10月
《纺织工业发展规划(2016-2020年)》	纺织工业	中国工信部	2016年9月
《轻工业发展规划(2016-2020年)》	新材料在户外、运动、休闲等行业的应用	中国工信部	2016年8月
《体育产业发展“十三五”规划》	冰雪运动、户外运动、水上运动	国家体育总局	2016年7月

资料来源: 中商产业研究院、国泰君安国际。

国内主要体育用品公司的渠道表现在2020年1季度严重受损,但目前已经基本恢复。在2020年1月前两周,国内主要体育用品的渠道表现保持了跟之前相同的增速,甚至还略好一些;1月底和2月份绝大多数实体店铺关闭,导致零售流水只有往年的20%甚至不到;3月零售流水就恢复到平常的50%-60%,而此时不同品牌恢复的速度明显有差异,实力较强的品牌恢复情况也较好,例如FILA在3月就已经可以基本同比持平了;电商渠道在1季度成为最重要的渠道,表现明显好于线下渠道,占比也大幅上升,1季度安踏的电商流水同比增长接近50%,FILA品牌的电商流水几乎翻倍,李宁的电商流水也录得低双位数同比增长。这些公司均表示,零售渠道在3月以来持续逐月改善,目前渠道表现已经基本恢复正常。不过库存水平仍然比较高,清理库存的周期将延续至下半年。此外,由于要帮助清理库存,零售折扣率也比以往高,而且线上渠道占比提升也会导致整体折扣率上升。基于我们对国内疫情维持平稳的假设,我们预计2020年下半年体育用品行业仍然可以保持改善的趋势。

国内主要体育用品公司零售销售额增长

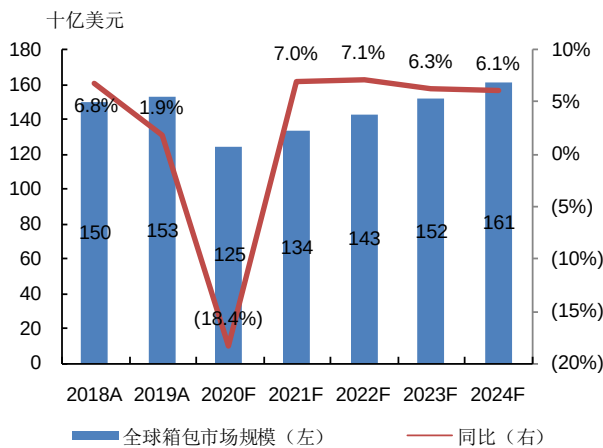
	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
安踏体育	+中双位数	+中双位数	+低双位数	+中双位数	+中双位数	+高双位数	-20%-25%
- 安踏品牌							
安踏体育	90%-95%	80%-85%	65%-70%	55%-60%			
- 非安踏品牌							
安踏体育					+50%-55%	+50%-55%	-中单位数
- FILA 品牌							
安踏体育					+30%~35%	+25%-30%	-高单位数
- 其它品牌							
361 度	+中单位数	持平	+低单位数	+低单位数	+低单位数	+低单位数	-25%-30%
- 核心品牌							
361 度	+低双位数	+低双位数	+低单位数	+高单位数	+高单位数	+高单位数	-25%-30%
- 童装品牌							
特步国际			>20%	>20%	20%	>20%	-20%-25%
李宁	+中双位数	+高双位数	+20%-25%	+20%-25%	+30%-35%	+32%-37%	-高双位数
中国动向	+低双位数	+高单位数	+中单位数	+中单位数	+中双位数	+低双位数	-中低单位数

资料来源：公司、国泰君安国际。

全球箱包市场短期内受疫情冲击明显，但中长期向好势头不变。全球箱包行业的增长与全球旅游行业的增长高度相关。据世界旅游组织发布的报告，受新冠疫情的影响，2020 年 1 季度国际游客到达人次同比下滑 22%，预计 2020 年全年的国际游客到达人次或将减少约 8.5 亿到 11 亿。截至 2020 年 5 月，全球 217 个旅游目的地出台了针对国际旅客的旅行限制措施，其中有 156 个目的地彻底向国际游客关闭边境。2020 年 5 月以来，部分国家和地区提出“旅游气泡”方案，有限度地互相开放旅游，我们预计短途国际旅游与国内旅游或将率先反弹。中长期来看，疫情结束后全球旅游市场仍将保持平稳增长的趋势。根据 Euromonitor 数据，全球箱包市场规模在 2019 年同比增长 1.9%至 1,530 亿美元，原本预计未来将持续保持增长，但是由于突然而至的疫情，预计 2020 年市场规模将同比缩水 18.4%，并从 2021 年开始恢复正增长，未来 5 年将保持 1.1%的 CAGR。中国箱包市场在过去几年一直保持相对较高的增速，2019 年同比增长 8.2%，2020 年受疫情影响预计将同比下滑 11.2%。由于中国对疫情的控制情况远远好于全球水平，因此国内箱包行业可能会更快开始复苏，预计未来 5 年将保持 3.5%的 CAGR，增速高于全球水平。因此，中国箱包市场占全球的比例也将继续提升，预计将从 2019 年的 20.8%上升至 2024 年的 23.8%。同时，随着落后的品牌与产能的加速淘汰，全球箱包市场集中度将进一步提升。我们认为新秀丽(1910 HK)作为全球箱包市场的领先企业，将于 2021 年开始受益于国际旅游业的回暖、箱包产品需求反弹以及行业集中度的提升。

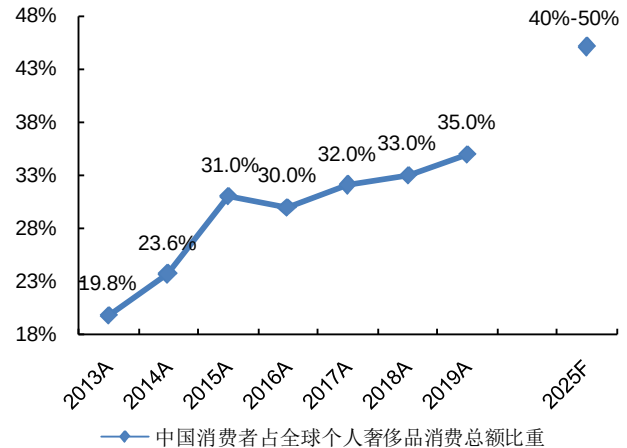
全球奢侈品行业受到严重打击，但中国奢侈品市场已提前开始回暖。全球奢侈品行业在 2020 年初维持了此前复苏的趋势，然而新冠疫情爆发后，全球多个国家和地区大规模的隔离措施以及主要市场旅游业的停滞使奢侈品行业陷入了前所未有的困境。根据贝恩公司和意大利奢侈品协会预测，2020 年 1 季度全球个人奢侈品市场销售额同比下降 25%，2 季度或将加速收缩，2020 年全年市场规模预计将同比减少 20%至 35%。预计全球个人奢侈品市场将在 2022 年复苏至 2019 年水平；此后逐步恢复增长动力，并在 2025 年达到 3,200 至 3,300 亿欧元的市场规模。然而，中国奢侈品市场在疫情有效控制的前提下已经提前出现回暖迹象。同时由于出国旅游受限，中国消费者的奢侈品消费从海外向内地回流，更加速了中国市场的复苏。根据波士顿咨询公司的预测，2020 年中国奢侈品销售将恢复至正增长区间，同比增长 0%-10%。根据贝恩公司的预测，2019 年中国消费者对全球个人奢侈品消费总额的贡献率约为 35%，预计到 2025 年，这一比率将达到 40%-50%，中国消费者将成为全球奢侈品行业反弹增长的关键引擎。尽管传统销售渠道受到巨大冲击，个人奢侈品的线上销售渠道始终保持韧性。包括 Montblanc、Bally、Coach 在内的上千家奢侈品牌，共计 3,000 余件新品、秀款、限量款，已经上线 2020 年的京东 618 全球购物节。普拉达也在疫情期间大力推进电商渠道的发展，分别在今年 2 月和 5 月入驻天猫和京东平台，并与流量明星蔡徐坤深度合作，推动了 Prada 品牌的销售额在 5 月同比增长逾 10%。今年 6 月，Prada 在 YouTube VR、VEER、优酷等平台推出 VR 项目，令消费者可在家中观看 360°的新品发布与时装表演，享受沉浸式购物体验。线上渠道的快速发展将在一定程度上抵消新冠疫情造成的影响。

全球箱包行业市场规模



资料来源: Euromonitor、国泰君安国际。

中国消费者占全球个人奢侈品消费总额比重



资料来源: 贝恩公司、意大利奢侈品协会、国泰君安国际。

投资建议

维持服装行业“跑赢大市”的投资评级。得益于中国对疫情的强有力控制以及线上渠道的强劲增长，中国服装行业已经基本从新冠病毒疫情中恢复。基于我们的假设，即中国的疫情将在2020年下半年得到良好控制，我们预计中国服装行业在2020年下半年和2021年将保持复苏趋势。下半年线上渠道仍将是主要的增长引擎，将帮助企业清理积累的库存，并且服装行业的主要原材料价格预计也将保持在较低水平，这有利于减轻服装公司的成本压力。在服装行业的子版块中，体育用品板块将是复苏最快的板块。疫情使人们更加意识到体育锻炼的重要性，并且由于室内健身场所受限制，户外运动将更加流行，未来几年增长潜力巨大。此外，我们覆盖的几家体育用品公司均属行业领先者，财务实力较强，受疫情的影响有限，并且未来将受益于市场加速集中化的进程。目前行业2020年和2021年市值加权平均市盈率分别为31.7倍和22.0倍，若剔除奢侈品公司Prada之后则分别为25.5倍和19.4倍。考虑到行业将从疫情中继续快速恢复，我们认为估值仍有进一步提升的空间。因此，我们维持服装行业“跑赢大市”的评级。

我们的行业首选为安踏体育(02020 HK)。安踏在国内体育用品企业中处于龙头地位，虽然规模最大，但仍保持了行业内最高的增速。安踏成功部署了“单聚焦+多品牌+全渠道”策略，其品牌影响力、品牌组合和产品组合都在不断完善，在国内市场具有非常强的竞争优势，使其可以保持行业龙头地位，并且最大受益于行业集中度的提升，进一步与国内竞争对手拉开差距。目前安踏旗下已经拥有13个中国及国际品牌，其中主品牌增长稳健，FILA品牌则保持了非常强劲的增长势头，并将在未来几年为公司的收入增长及整体毛利率改善做出重要贡献。Descente和Kolon Sports已基本步入正轨。Amer Sports的加入使得安踏能够领先于同行业公司，迅速攫取中国户外运动装备的市场份额。安踏为Amer Sports制定了发展目标，预期Amer Sports收入在未来5年中可以实现10%-15%的年复合增长率，并且由于盈利能力的改善，预计净利润的增速将超过收入增速，净利率将提升到双位数水平。安踏目标为在未来5年将三个大品牌（始祖鸟、萨洛蒙和威尔逊）发展成“十亿欧元品牌”，并在中国市场实现4倍以上的收入增长，在美国市场实现约50%的收入增长。此外，我们还预期公司现有品牌与Amer Sports旗下品牌将在销售增长与成本节约方面产生协同效应。因此，我们对安踏未来的增长保持信心，我们相信安踏在接下来几年中仍将作为行业龙头并取得比同业更好的表现。我们预测安踏的每股盈利将在2019-2022年期间保持29.3%的年复合增长率。我们给予安踏“买入”的投资评级以及83.40港元的目标价，分别相当于31.0倍、22.0倍和17.7倍2020年、2021年和2022年市盈率。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
思捷环球*	00330	0.840	中性	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	(27.4)	0.0
佐丹奴	00709	1.170	中性	n.a.	14.0	6.9	0.8	(5.4)	0.0
中国利郎	01234	4.160	买入	6.8	4.7	4.2	1.2	18.2	10.6
361 度	01361	1.000	买入	5.0	3.8	3.3	0.3	5.9	8.2
特步国际	01368	2.580	收集	11.1	7.1	5.9	0.8	7.6	4.5
普拉达	01913	26.900	卖出	67.9	37.7	34.6	2.6	3.9	0.3
安踏体育	02020	68.400	买入	25.4	18.1	14.5	6.8	29.5	1.3
申洲国际	02313	93.400	买入	23.9	20.5	17.8	4.6	20.2	2.1
李宁	02331	24.600	买入	34.4	24.9	20.6	6.9	21.4	1.2
中国动向*	03818	0.690	买入	7.9	6.4	6.1	0.3	4.3	7.5
市值加权平均			跑赢大市	31.7	22.0	18.8	5.3	21.0	1.6

资料来源：国泰君安国际。

* 思捷环球(00330 HK)和中国动向(03818 HK)的财年截止日不是12月31日。对于思捷环球，“2020”代表“FY20”，以此类推。对于中国动向，“2020”代表“FY21”，以此类推。

新冠肺炎疫情的冲击比预期更加严重

分析员：洪学宇 Terry Hong

思捷环球(00330 HK)

评级：中性

股价：HK\$0.840

目标价：HK\$0.93

End 06/30	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)	
FY18A	15,455	(2,554)	(1.346)	n.a.	n.a.	4.643	0.2	0.000	0.0	(24.8)	
FY19A	12,932	(2,144)	(1.141)	(15.2)	n.a.	3.557	0.2	0.000	0.0	(27.2)	
FY20F	9,482	(1,620)	(0.859)	(24.8)	n.a.	2.699	0.3	0.000	0.0	(27.4)	
FY21F	9,403	(703)	(0.373)	(56.6)	n.a.	2.326	0.4	0.000	0.0	(14.8)	
FY22F	9,228	(379)	(0.201)	(46.1)	n.a.	2.125	0.4	0.000	0.0	(9.0)	
已发行股本 Shares in issue (m)				1,887.2	大股东 Major shareholder		North Point Talent Limited			12.9%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				1,585.3	流通比例 Free float (%)					64.9	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				6,903.9	2020 财年净负债/股东资金 FY20 Net gearing (%)					净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				1.700 / 0.540	2020 财年每股估值 FY20 NAV (HK\$)					1.4	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)											40.0 / 27.3 / (43.6)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)											33.6 / 23.8 / (29.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

新冠肺炎疫情在 2020 财年 4 季度（2020 年 4-6 月）对思捷环球造成了超出预期的冲击。公司约 90% 的收入来自欧洲市场，而欧洲的疫情自 2020 年 4 月以来正在变成愈加严重，并且该趋势不仅没有放缓，反而还在加速。思捷环球 2020 财年 3 季度的收入同比下滑 25.0%，我们预期 2020 财年 4 季度的收入将下滑更多。公司还决定关闭除中国大陆以外在亚洲的所有 56 间零售店铺，这些店铺合计贡献了公司总收入的不到 4%。此外，公司估算关闭店铺将在 2020 财年 4 季度产生 1.5 亿港元至 2.0 亿港元的一次性损失。

思捷环球正在采取一系列转型措施，并已产生了一些正面效果。然而，突然出现的疫情打断了公司业务重组的进程。我们预期欧洲的疫情在 2020 年下半年将仍然很严重，这将严重伤害公司 2021 财年上半年业务的表现。我们给予公司“中性”的投资评级以及 0.93 港元的目标价。

正面因素分析

- Esprit 拥有较强的品牌价值和客户基础。
- 业务转型措施已经产生了一些正面效果，疫情之前业绩下滑呈现按季度改善的趋势。

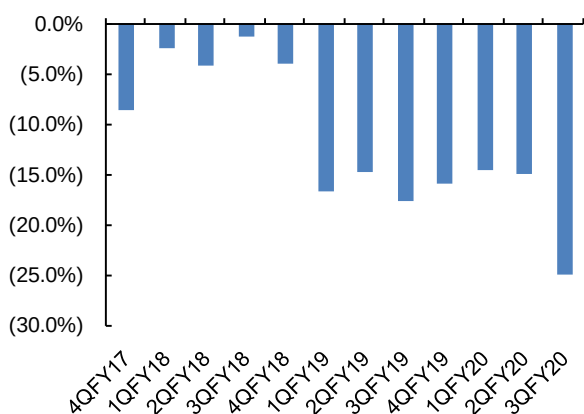
负面因素分析

- 公司的业务集中在欧洲市场，而欧洲受疫情影响严重，并且该影响将延续至 2020 年下半年。
- 盈利能力弱，预计未来几年仍将继续录得亏损。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 全球服装行业增速下滑。
- 业务转型达不到预期效果。
- 全球汇率超预期波动影响以港币计价的财务业绩。

思捷环球季度收入同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 6 月底(百万港元)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
营业额	15,455	12,932	9,482	9,403	9,228
销售成本	(7,534)	(6,431)	(4,858)	(4,676)	(4,497)
毛利	7,921	6,501	4,625	4,727	4,731
物流费用	(1,029)	(821)	(608)	(541)	(519)
市场及广告费用	(900)	(634)	(533)	(490)	(475)
其他收益	(8,245)	(7,126)	(5,023)	(4,456)	(4,167)
经营利润	(2,253)	(2,080)	(1,538)	(760)	(430)
财务费用	(31)	(35)	(66)	(30)	(30)
利息收入	58	49	47	42	44
税前利润	(2,226)	(2,066)	(1,558)	(748)	(417)
税项	(328)	(78)	(62)	45	37
股东净利	(2,554)	(2,144)	(1,620)	(703)	(379)
每股盈利(港元)	(1.346)	(1.141)	(0.859)	(0.373)	(0.201)

重要财务比率

	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
收入增长 (%)	(3.1)	(16.3)	(26.7)	(0.8)	(1.9)
净利增长 (%)	n.a.	(16.1)	(24.4)	(56.6)	(46.1)
毛利率 (%)	51.3	50.3	48.8	50.3	51.3
经营利润率 (%)	(14.6)	(16.1)	(16.2)	(8.1)	(4.7)
净利率 (%)	(16.5)	(16.6)	(17.1)	(7.5)	(4.1)
权益回报率 (%)	(24.8)	(27.2)	(27.4)	(14.8)	(9.0)
存货周转期 (天)	117.1	117.5	136.5	138.3	140.9
应收账款周转期 (天)	25.5	28.2	38.8	38.3	38.6
应付账款周转期 (天)	35.3	32.5	31.0	30.9	31.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

新冠肺炎疫情的影响仍未消退

分析员：洪学宇 Terry Hong

佐丹奴国际(00709 HK)
评级：中性
股价：HK\$1.170
目标价：HK\$1.08

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	5,509	480	0.305	(4.3)	3.8	1.767	0.7	0.335	28.6	16.8	
2019A	4,852	230	0.146	(52.2)	8.0	1.672	0.7	0.146	12.5	8.5	
2020F	3,288	(138)	(0.088)	n.a.	n.a.	1.541	0.8	0.000	0.0	(5.4)	
2021F	4,093	132	0.083	n.a.	14.0	1.583	0.7	0.083	7.1	5.3	
2022F	4,294	269	0.170	104.0	6.9	1.626	0.7	0.170	14.6	10.6	
已发行股本 Shares in issue (m)				1,578.1	大股东 Major shareholder				BlackRock, Inc.	6.4%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				1,846.4	流通比例 Free float (%)					69.2	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				3,519.1	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				3.500 / 1.050	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)					1.3	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									5.4 / (13.6) / (62.9)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(1.0) / (17.1) / (48.5)		
资料来源：公司、国泰君安国际。											

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

新冠肺炎疫情在 2020 年 2 季度对佐丹奴造成了超出预期的冲击。2020 年 1 季度佐丹奴来自中国大陆和香港合计的收入同比下滑 49.8%，并占总收入的 30.7%。因此，2020 年 1 季度总收入同比减少 34.6%。公司在 2020 年 1 季度期间净减少了 112 家店铺，整体可比门店销售 (CSS) 同比下滑 30.2%。由于公司收入大多数来自亚太除中国外地区以及中东地区，而疫情在中国爆发于 2020 年 1 季度，而在全球其他国家则爆发于 2020 年 2 季度，因此我们预期疫情在未来短期内仍将对公司造成严重的伤害。

由于亚太地区受疫情影响将会持续，我们预期在 2020 年下半年甚至 2021 年，公司将会出现更多店铺关闭以及更加疲弱的可比门店销售增长。由于 2020 年严重下滑的收入，我们预测公司将会在 2020 年录得 1.58 亿港元的经营亏损。我们认为股息派发可能会在 2020 年取消并在 2021 年继续。假如公司在 2021 年仍然维持其传统的 100%派息比率，这会产生非常具有吸引力的 7.3%股息回报率。我们给予公司“中性”的投资评级以及 1.08 港元的目标价，分别相当于 12.9 倍和 6.3 倍 2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 中国和香港地区的疫情控制良好。
- 公司控制促销活动并改善产品组合，毛利率维持稳定。
- 派息比率较高，股息回报率吸引。

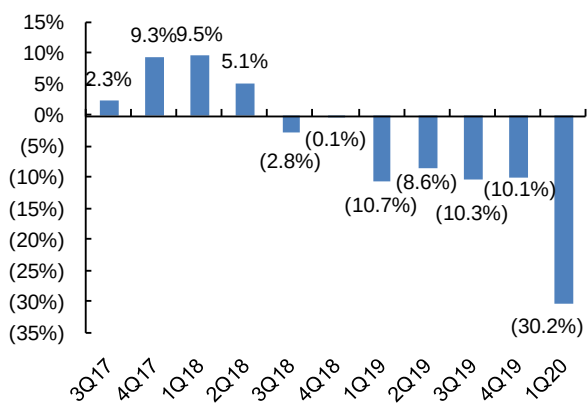
负面因素分析

- 疫情对亚太地区的影响将持续至 2020 年下半年甚至 2021 年。
- 电商业务和批发业务毛利率较低，削弱整体毛利率。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 全球服装行业增速下滑。
- 全球汇率超预期波动影响以港币计价的财务业绩。
- 中美贸易战及区域性事件造成负面影响。

佐丹奴整体可比门店销售增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	5,509	4,852	3,288	4,093	4,294
销售成本	(2,259)	(2,006)	(1,376)	(1,721)	(1,801)
毛利	3,250	2,846	1,912	2,372	2,493
其他收益	86	83	75	78	79
分销费用	(2,440)	(2,300)	(1,955)	(2,072)	(2,031)
管理费用	(271)	(232)	(190)	(194)	(184)
经营利润	625	397	(158)	183	357
财务费用	(5)	(55)	(5)	(5)	(6)
联营公司收益	64	63	66	69	73
税前利润	684	405	(97)	248	424
税项	(142)	(116)	20	(52)	(89)
少数股东权益	(62)	(59)	(61)	(64)	(66)
股东净利	480	230	(138)	132	269
每股盈利(港元)	0.305	0.146	(0.088)	0.083	0.170

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	1.8	(11.9)	(32.2)	24.5	4.9
净利增长 (%)	(4.0)	(52.1)	n.a.	n.a.	104.0
毛利率 (%)	59.0	58.7	58.2	58.0	58.1
经营利润率 (%)	11.3	8.2	(4.8)	4.5	8.3
净利率 (%)	8.7	4.7	(4.2)	3.2	6.3
权益回报率 (%)	16.8	8.5	(5.4)	5.3	10.6
存货周转期 (天)	86.9	100.1	147.6	120.9	117.3
应收账款周转期 (天)	34.9	33.1	37.8	29.0	27.8
应付账款周转期 (天)	77.6	106.3	162.0	115.1	114.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

逐渐从新冠疫情中恢复

分析员：洪学宇 Terry Hong

中国利郎(01234 HK)

评级：买入

股价：HK\$4.160

目标价：HK\$6.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	3,168	751	0.627	23.7	5.8	2.839	1.3	0.476	13.0	23.0
2019A	3,658	812	0.678	8.1	5.5	3.012	1.2	0.515	13.8	23.2
2020F	3,311	663	0.554	(18.3)	6.8	3.087	1.2	0.400	10.6	18.2
2021F	4,370	972	0.812	46.6	4.7	3.429	1.1	0.580	15.3	24.9
2022F	4,919	1,083	0.905	11.5	4.2	3.704	1.0	0.660	17.4	25.4
已发行股本 Shares in issue (m)					1,197.5	大股东 Major shareholder			晓升国际 55.2%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					4,981.5	流通比例 Free float (%)			33.8	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					1,167.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					7.151 / 4.100	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			8.4	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									0.7 / (0.5) / (35.3)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(5.7) / (3.9) / (20.9)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年 1 季度零售渠道表现受到新冠肺炎疫情的严重影响。2020 年 1 季度 LILANZ 零售店铺的同店销售额录得 40%-45% 的同比下滑，对比 2019 年全年则为中单位数的同比增长。公司 2020 年春夏订货会总订单金额（以批发价计）录得 6%-9% 的增长。为了改善库存控制能力，公司计划自 2020 年秋季订货会起革新主系列的订货形式，减低订货比例，并准备充足的生产能力应付补单。

公司正从疫情中逐步恢复。由于自 2020 年三月起，疫情在中国得到了良好的控制，我们预计 2020 年 2 季度渠道表现将转好。公司预计 2020 年下半年疫情的影响将减弱，并期望零售销售额录得不低于中单位数的增长。此外，我们预计未来几年派息比率将维持在 70% 左右的高位，这使公司的股息回报率（2020 年为 10.6%）非常吸引。我们给予公司“买入”评级以及 6.70 港元的目标价，分别相当于 11.0 倍、7.5 倍和 6.7 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 公司业务聚焦国内，正从疫情中逐步恢复。
- “提质不提价”战略取得良好效果。
- 轻商务系列增长迅猛，将成为公司的重要增长引擎。
- 公司派息比率较高，使得股息回报率十分吸引。

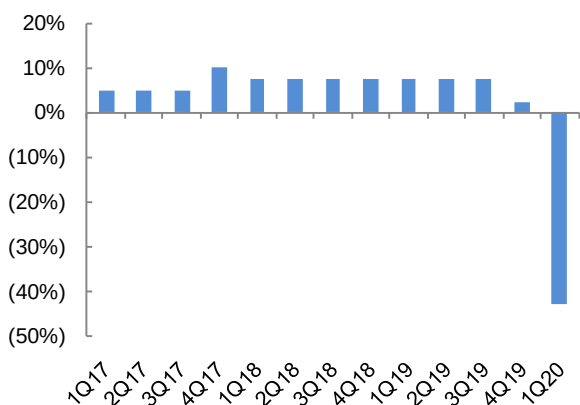
负面因素分析

- “提质不提价”及轻商务系列导致毛利率下降。
- 国内男装行业竞争激烈，市场份额相对较分散。
- 公司采用纯批发模式，对渠道管控能力有限。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 国内男装行业整体增速放缓。
- 轻商务系列可能增长不及预期。

中国利郎零售店铺同店销售增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	3,168	3,658	3,311	4,370	4,919
销售成本	(1,870)	(2,255)	(2,061)	(2,672)	(3,018)
毛利	1,298	1,403	1,250	1,698	1,902
其它收益	87	116	84	108	121
分销成本	(396)	(410)	(398)	(458)	(514)
行政及一般开支	(92)	(104)	(133)	(156)	(177)
其它经营开支	(15)	(26)	(25)	(27)	(28)
经营利润	882	980	779	1,166	1,304
财务成本	63	44	50	49	51
税前利润	945	1,024	829	1,215	1,354
税项	(194)	(212)	(166)	(243)	(271)
纯利	751	812	663	972	1,083
每股盈利 (人民币)	0.627	0.678	0.554	0.812	0.905
增长/减少 (%)	23.7	8.1	(18.3)	46.6	11.5

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	29.8	15.5	(9.5)	32.0	12.6
净利增长 (%)	22.9	8.1	(18.3)	46.6	11.5
毛利率 (%)	41.0	38.4	37.8	38.9	38.7
经营利润率 (%)	27.8	26.8	23.5	26.7	26.5
净利率 (%)	23.7	22.2	20.0	22.2	22.0
权益回报率 (%)	23.0	23.2	18.2	24.9	25.4
存货周转期 (天)	97.6	110.5	125.7	107.3	108.2
应收账款周转期 (天)	83.0	88.7	115.6	102.9	104.6
应付账款周转期 (天)	92.1	91.0	99.2	88.4	89.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

业务已基本从新冠肺炎的影响中恢复

分析员：洪学宇 Terry Hong

361 度(01361 HK)

评级：买入

股价：HK\$1.000

目标价：HK\$1.65

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	5,187	304	0.147	(33.5)	6.0	2.851	0.3	0.064	7.3	5.3
2019A	5,632	432	0.209	42.4	4.3	3.221	0.3	0.095	10.6	7.2
2020F	5,684	380	0.184	(12.1)	5.0	3.367	0.3	0.075	8.2	5.9
2021F	6,135	493	0.238	29.8	3.8	3.539	0.3	0.100	11.0	7.3
2022F	6,458	573	0.277	16.2	3.3	3.726	0.2	0.118	13.0	8.1
已发行股本 Shares in issue (m)					2,067.6	大股东 Major shareholder			丁氏家族 49.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					2,067.6	流通比例 Free float (%)			34.7	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					1,419.7	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					1.846 / 0.977	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			3.2	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(2.0) / (20.3) / (30.7)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(8.3) / (23.7) / (16.3)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年 1 季度渠道表现受到新冠肺炎疫情的严重影响。361°核心品牌和 361°童装品牌产品的零售销售额均录得了 25%-30% 同比下滑，与同业公司类似。2020 年 1 季度渠道库存销售比约为 5 个月左右，高于正常的 4-5 个月水平。2020 年 1 季度零售折扣率约为 35%，同样高于正常的 25% 左右水平。2020 年 1 季度期间由于零售渠道所承受的压力，公司的零售店铺出现了净减少。

公司的业务已从疫情中复苏。根据公司管理层所述，公司在中国的零售店铺几乎已经全部在 4 月份恢复营业，渠道表现也在持续改善。公司将会继续推出更多新产品，尤其是 IP 联名产品，这将推动公司的业务复苏。假如中国的疫情继续得以控制，我们预期 2020 年 2 季度公司零售销售额的下滑将会有所缩窄。与此同时，公司将会采取一些费用控制措施来缓解疫情带来的影响。我们预期 2020 年下半年公司的业务将延续复苏的趋势，并伴随盈利能力的改善。我们给予公司“买入”评级以及 1.65 港元的目标价，分别相当于 8.0 倍、6.2 倍和 5.3 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 目前业务以及基本从疫情中恢复，并且预计复苏趋势将延续至 2020 年下半年。
- 新的品牌重塑计划有望推动中长期业务改善。
- 新的订货会模式将改善渠道管理。

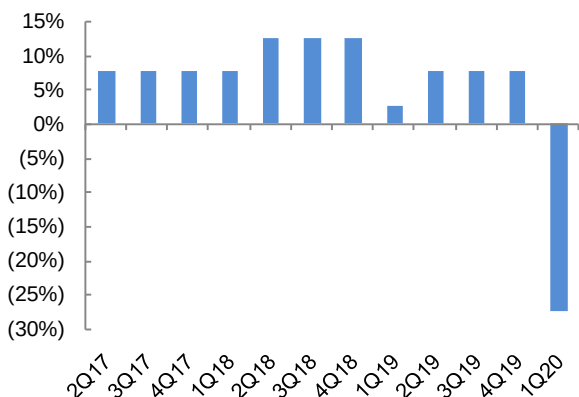
负面因素分析

- 疫情导致库存积压严重，未来短期仍将继续清理库存，可能会导致较高的零售折扣率。
- 应收账款天数持续位于同业较高水平。
- 在香港发行的优先票据产生较大的财务成本。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 国内体育用品行业整体增速放缓。
- 外汇汇率的超预期波动。

361 度主品牌零售销售额同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	5,187	5,632	5,684	6,135	6,458
销售成本	(3,082)	(3,362)	(3,417)	(3,668)	(3,854)
毛利	2,106	2,270	2,267	2,467	2,605
其它收益	199	214	173	167	166
分销成本	(979)	(1,027)	(1,075)	(1,130)	(1,185)
行政及一般开支	(544)	(570)	(582)	(609)	(633)
经营利润	782	887	782	895	953
其他收入	0	53	26	0	0
财务成本	(212)	(217)	(173)	(77)	(10)
税前利润	571	722	636	818	944
税项	(265)	(253)	(223)	(286)	(330)
少数股东权益	(2)	(37)	(34)	(39)	(41)
纯利	304	432	380	493	573
每股盈利 (人民币)	0.147	0.209	0.184	0.238	0.277
增长/减少 (%)	(33.5)	42.4	(12.1)	29.8	16.2

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	0.6	8.6	0.9	7.9	5.3
净利增长 (%)	(33.5)	42.4	(12.1)	29.8	16.2
毛利率 (%)	40.6	40.3	39.9	40.2	40.3
经营利润率 (%)	15.1	15.8	13.8	14.6	14.8
净利率 (%)	5.9	7.7	6.7	8.0	8.9
权益回报率 (%)	5.3	7.2	5.9	7.3	8.1
存货周转期 (天)	110.4	120.5	127.9	124.5	122.6
应收账款周转期 (天)	160.0	149.0	145.4	142.9	143.4
应付账款周转期 (天)	194.9	178.5	167.0	155.6	149.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

海外业务受到疫情影响严重

分析员：洪学宇 Terry Hong

特步国际(01368 HK)

股价：HK\$2.580

评级：收集

目标价：HK\$3.12

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	6,383	657	0.302	60.5	7.5	2.374	1.0	0.174	7.8	12.4
2019A	8,183	728	0.307	1.8	7.5	2.743	0.8	0.174	7.8	11.9
2020F	8,332	531	0.212	(31.1)	11.1	2.837	0.8	0.106	4.5	7.6
2021F	10,780	833	0.333	57.1	7.1	3.032	0.8	0.166	7.1	11.3
2022F	12,181	1,001	0.399	20.1	5.9	3.248	0.7	0.199	8.5	12.7
已发行股本 Shares in issue (m)					2,512.4	大股东 Major shareholder			丁氏家族 54.5%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					6,482.1	流通比例 Free float (%)			45.5	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					6,536.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					5.990 / 2.040	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			3.9	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									3.2 / 3.8 / (42.2)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(3.2) / 0.3 / (27.7)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

新冠肺炎爆发对公司中国业务造成的影响正在减弱但其他国家仍深陷困境。公司 2020 年 1 季度在中国的零售销售流水同比下滑 20%-25%，4 月份缩减至双位数百分比下滑，5 月份已经恢复至小幅正增长。然而，由于 K-Swiss 和 Palladium 很大一部分业务来自于欧洲和美国，而这两个地区受疫情的影响至今仍十分严重，因此这两个品牌在 2020 年的销售将受严重影响，我们预计 2020 年合计将录得约人民币 1.00 亿元的亏损。

虽然中国的商业环境在不断改善，但公司在已经结束的 2020 年 3 季度及 2020 年 4 季度订货会中向分销商给出了更为保守的指引。再加上 K-Swiss 和 Palladium 海外受到疫情的严重影响，预计公司 2020 年业绩将有明显下滑。但我们相信特步将会克服短期的困难，并对公司的长期增长保持信心。我们给予公司“收集”评级以及 3.12 港元的目标价，分别相当于 13.4 倍、8.5 倍和 7.1 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 特步主品牌已经基本从疫情中恢复。
- 转型计划已经完成，效果开始显现，将带动公司未来几年的业绩增长。
- 加强了产品设计和产品组合，店铺效率持续改善。
- 引入四个新的品牌，完善品牌组合。

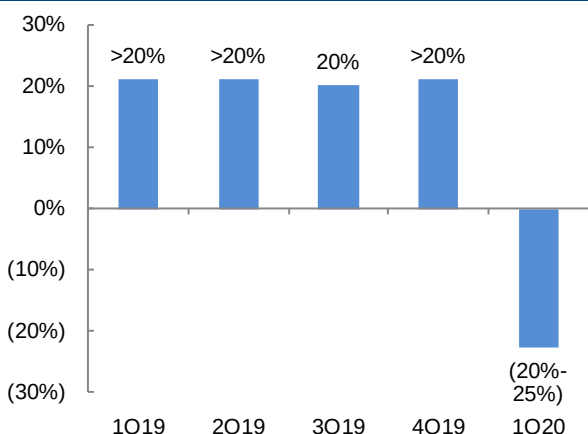
负面因素分析

- 新品牌的海外业务将继续受疫情影响。
- 新品牌的加入短期内将削弱公司的盈利能力，并且为收购品牌而发行的新股对每股盈利造成了稀释。
- 公司的童装业务短期内并不会对收入有较大贡献。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 中国体育用品行业增速放缓。
- 新品牌的发展可能达不到预期。

特步零售销售额增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	6,383	8,183	8,332	10,780	12,181
销售成本	(3,555)	(4,632)	(4,980)	(6,313)	(7,097)
毛利	2,828	3,550	3,352	4,467	5,084
分销成本	(1,357)	(1,718)	(1,609)	(2,168)	(2,391)
行政及一般开支	(622)	(906)	(920)	(1,172)	(1,326)
其他收入	196	308	116	241	255
经营利润	1,044	1,234	939	1,368	1,621
财务成本	(68)	(111)	(106)	(108)	(112)
税前利润	976	1,121	798	1,250	1,500
税项	(306)	(390)	(263)	(412)	(495)
少数股东权益	(13)	(4)	(4)	(4)	(4)
纯利	657	728	531	833	1,001
每股盈利 (人民币)	0.302	0.307	0.212	0.333	0.399
增长/减少 (%)	60.5	1.8	(31.1)	57.1	20.1

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	24.8	28.2	1.8	29.4	13.0
净利增长 (%)	60.9	10.8	(27.1)	57.1	20.1
毛利率 (%)	44.3	43.4	40.2	41.4	41.7
经营利润率 (%)	16.4	15.1	11.3	12.7	13.3
净利率 (%)	10.3	8.9	6.4	7.7	8.2
权益回报率 (%)	12.4	11.9	7.6	11.3	12.7
存货周转期 (天)	79.8	74.1	84.0	79.2	83.8
应收账款周转期 (天)	105.0	101.5	126.0	116.2	119.2
应付账款周转期 (天)	97.9	90.6	112.4	100.9	99.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

新冠肺炎疫情的影响将延续至 2020 年下半年

分析员：洪学宇 Terry Hong

普拉达(01913 HK)

评级：卖出

股价：HK\$26.900

目标价：HK\$20.90

End 12/31	Turnover (EUR m)	Net Profit (EUR m)	EPS (EUR)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (EUR)	PBR (x)	DPS (EUR)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	3,142	205	0.080	(17.5)	37.3	1.125	2.7	0.060	2.0	7.2	
2019A	3,226	256	0.100	24.5	30.8	1.160	2.7	0.020	0.6	8.8	
2020F	2,861	116	0.046	(54.5)	67.9	1.180	2.6	0.009	0.3	3.9	
2021F	3,258	210	0.082	80.0	37.7	1.255	2.5	0.041	1.3	6.7	
2022F	3,382	229	0.089	9.1	34.6	1.302	2.4	0.067	2.2	7.0	
已发行股本 Shares in issue (m)				2,558.8	大股东 Major shareholder			Prada Holding S.P.A.			80.0%
市值 Market cap. (HK\$ m)				68,832.4	流通比例 Free float (%)						20.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				967.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)						净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				33.200 / 18.380	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)						25.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)											(5.8) / 18.5 / 11.4
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)											(12.2) / 15.0 / 25.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

普拉达受新冠肺炎疫情的影响仍然较为严重，欧盟市场大量零售门店仍处停业状态，全球消费情绪低迷，不过中国奢侈品市场由于疫情控制较好，已经提前复苏。普拉达通过与流量明星蔡徐坤深度合作，推动了 Prada 品牌在中国的销售额在 5 月同比增长逾 10%。此外，公司在疫情期间大力推进电商渠道的发展，分别在 2 月和 5 月入驻天猫和京东平台。6 月份 Prada 还在 YouTube VR、VEER、优酷等平台推出 VR 项目，令消费者可在家中观看 360°的新品发布与时装表演，享受沉浸式购物体验。线上渠道的快速发展将在一定程度上抵消新冠疫情造成的影响。

普拉达正在开展多项转型举措以改善业务，包括优化全球零售网络、调整产品结构、拓展宣传渠道、扩大电商平台、加强产品设计等，并带来了一定的业务复苏，尤其是 2019 年正价销售的强劲增长。我们预计疫情对全球奢侈品市场的影响将会延续至 2020 年下半年，在此期间公司的业绩仍然承受巨大压力。我们认为公司目前估值过高，因此给予公司“卖出”的投资评级，目标价为 20.90 港元，分别相当于 54.0 倍、30.0 倍和 27.5 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 中国奢侈品市场已经开始出现回暖。
- Prada 品牌定位清晰，核心客户忠诚度高。
- 积极开展电商业务，可与线下渠道产生协同效应。
- 公司减少折价产品销售，这将改善公司整体毛利率。

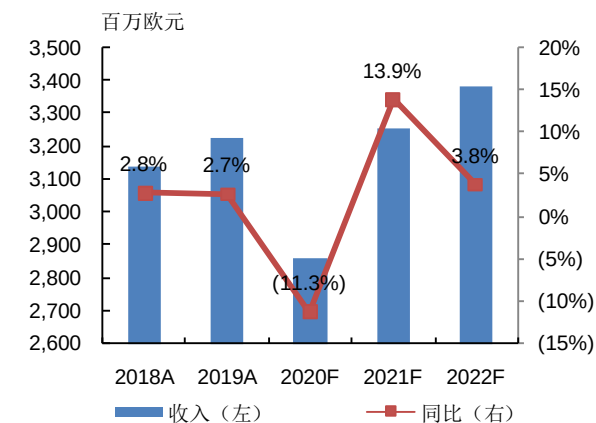
负面因素分析

- 疫情对全球奢侈品市场造成的影响仍将延续至 2020 年下半年。
- 未来几年广告宣传及市场推广费用仍然较高。
- 公司整体盈利能力仍然偏弱。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 全球奢侈品行业整体下滑。
- 外汇汇率的超预期波动影响以欧元计价的总收入。
- 来自众多轻奢品牌的竞争。

公司收入及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万欧元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	3,142	3,226	2,861	3,258	3,382
销售成本	(880)	(906)	(809)	(892)	(919)
毛利	2,263	2,320	2,052	2,367	2,463
经营性费用	(1,939)	(2,013)	(1,840)	(2,020)	(2,095)
经营利润	324	307	212	346	369
财务成本	(22)	(25)	(19)	(18)	(17)
投资所得股息	1	2	1	1	1
税前利润	303	285	193	329	352
税项	(94)	23	(46)	(91)	(99)
少数股东权益	(3)	(2)	(1)	(2)	(2)
净利润	205	256	116	210	229
每股盈利 (欧元)	0.080	0.100	0.046	0.082	0.089
增长/减少 (%)	(17.5)	24.5	(54.5)	80.0	9.1

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	2.8	2.7	(11.3)	13.9	3.8
净利增长 (%)	(17.5)	24.5	(54.5)	80.0	9.1
毛利率 (%)	72.0	71.9	71.7	72.6	72.8
经营利润率 (%)	10.3	9.5	7.4	10.6	10.9
净利率 (%)	6.5	7.9	4.1	6.4	6.8
资产回报率 (%)	4.4	4.4	1.6	2.9	3.0
权益回报率 (%)	7.2	8.8	3.9	6.7	7.0
存货周转期 (天)	249.3	270.8	336.1	330.7	341.6
应收账款周转期 (天)	35.5	36.2	41.4	37.8	37.7
应付账款周转期 (天)	130.5	129.4	149.2	138.0	136.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

疫情后的业务复苏好于预期

分析员：洪学宇 Terry Hong

安踏体育(02020 HK)

评级：买入

股价：HK\$68.400

目标价：HK\$83.40

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	24,100	4,103	1.528	30.6	39.3	5.876	10.2	0.685	1.1	27.8
2019A	33,928	5,344	1.987	30.0	30.8	7.432	8.2	0.608	1.0	29.8
2020F	39,869	6,621	2.450	23.3	25.4	9.166	6.8	0.784	1.3	29.5
2021F	51,055	9,309	3.445	40.6	18.1	11.530	5.4	1.378	2.2	33.3
2022F	60,784	11,594	4.291	24.5	14.5	14.274	4.4	1.716	2.8	33.3
已发行股本 Shares in issue (m)					2,702.2	大股东 Major shareholder			丁氏家族 61.9%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					184,829.0	流通比例 Free float (%)			38.2	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					9,094.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					79.900 / 42.000	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			98.6	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(1.0) / 20.7 / 28.8	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(7.4) / 17.2 / 43.2	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

安踏从疫情中恢复的情况好于预期。2020 年 1 季度安踏主品牌及 FILA 产品零售金额分别同比减少 20%-25%以及中单位数百分比，均好于此前指引。FILA 品牌的零售流水在 2020 年 4 月达到了原销售目标的 70%以上，预期在 2020 年 2 季度将实现正增长，下半年录得超过 30%的增长。此外，公司的电商业务在 2020 年下半年将保持快速增长。基于我们认为中国的疫情将在 2020 年下半年总体上继续得到控制的假设，我们预期中国的体育用品板块将保持复苏的趋势，并且安踏将比同业更快地恢复。

基于其“单聚焦+多品牌+全渠道”战略，安踏从疫情中恢复的情况好于预期也好于同行业公司。我们维持对公司长期增长的信心。此外，疫情加速了行业集中化进程，而安踏将从中受益最大。我们预测公司的每股盈利将在 2019-2022 年期间保持 29.3%的年复合增长率。我们给予公司“买入”评级以及 83.40 港元的目标价，分别相当于 31.0 倍、22.0 倍和 17.7 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 安踏从疫情中恢复的情况远好于同行业公司。
- 业务增长领先同业，市场份额快速增长。
- FILA、童装及电商业务增速较高。
- Amer Sports 为公司带来新的业务增长点。

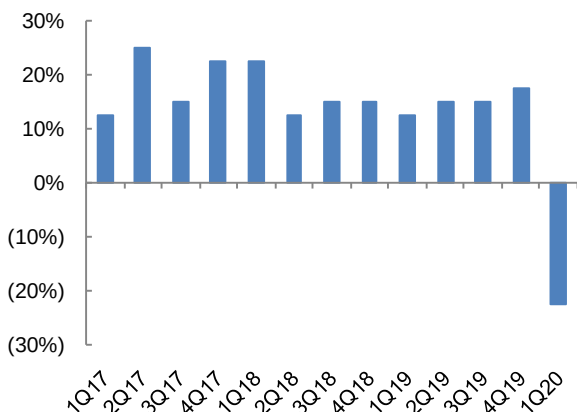
负面因素分析

- 公司对 FILA 单一品牌的依赖性逐渐提升。
- 营销和管理费用上升，对利润率造成压力。
- 收购 Amer Sports 导致财务成本上升，并在未来几年内降低派息比率。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 国内体育用品行业整体增速放缓。
- 自营零售店扩张引致的更高经营风险。
- 运营 Amer Sports 旗下品牌存在失败风险。

安踏品牌产品零售流水同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	24,100	33,928	39,869	51,055	60,784
销售成本	(11,413)	(15,269)	(18,464)	(22,282)	(26,109)
毛利	12,687	18,659	21,406	28,773	34,675
其它收益	760	1,070	875	1,070	1,274
分销成本	(6,525)	(9,721)	(11,084)	(14,602)	(17,384)
行政及一般开支	(1,223)	(1,313)	(1,447)	(1,863)	(2,283)
经营利润	5,700	8,695	9,751	13,377	16,281
财务成本	68	(53)	(101)	(26)	69
税前利润	5,767	8,008	9,460	13,205	16,421
税项	(1,533)	(2,384)	(2,497)	(3,486)	(4,335)
少数股东权益	(131)	(280)	(342)	(410)	(492)
纯利	4,103	5,344	6,621	9,309	11,594
每股盈利 (人民币)	1.528	1.987	2.450	3.445	4.291
增长/减少 (%)	30.6	30.0	23.3	40.6	24.5

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	44.4	40.8	17.5	28.1	19.1
净利增长 (%)	32.9	30.3	23.9	40.6	24.5
毛利率 (%)	52.6	55.0	53.7	56.4	57.0
经营利润率 (%)	23.7	25.6	24.5	26.2	26.8
净利率 (%)	17.0	15.8	16.6	18.2	19.1
权益回报率 (%)	27.8	29.8	29.5	33.3	33.3
存货周转期 (天)	80.7	87.2	95.8	95.3	97.6
应收账款周转期 (天)	34.8	34.4	38.9	36.2	36.4
应付账款周转期 (天)	51.8	56.8	62.4	58.1	55.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

产能已从疫情中恢复，但下半年仍有影响

分析员：洪学宇 Terry Hong

申洲国际(02313 HK)

评级：买入

股价：HK\$93.400

目标价：HK\$104.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	20,950	4,540	3.021	16.9	27.2	14.834	5.5	1.537	1.9	21.7	
2019A	22,665	5,095	3.390	12.2	24.6	16.746	5.0	1.690	2.0	21.5	
2020F	24,613	5,344	3.555	4.9	23.9	18.516	4.6	1.778	2.1	20.2	
2021F	28,473	6,239	4.150	16.7	20.5	20.740	4.1	2.075	2.4	21.1	
2022F	32,322	7,184	4.779	15.2	17.8	23.287	3.6	2.390	2.8	21.7	
已发行股本 Shares in issue (m)				1,503.2	大股东 Major shareholder		Keep Glory Limited			44.8%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				140,401.0	流通比例 Free float (%)					50.2	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				4,358.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				118.900 / 72.350	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				124.9		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										2.4 / 14.5 / (11.4)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(4.0) / 11.0 / 3.0	
资料来源: 公司、国泰君安国际。											

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

申洲国际 2019 年业绩小幅差于预期。收入同比增长 8.2%至 227 亿元人民币。整体毛利率同比下滑 1.2 个百分点至 30.3%，主要由于：1）零售业务的缩减；2）人工及化工原材料成本上涨；3）能源消耗成本增加。由于经营费用管理较好，经营利润率同比上升 0.4 个百分点至 25.0%。净利润同比增长 12.2%至 50.95 亿元人民币。末期股息为每股 1.000 港元，全年派息比率为 50.3%。

由于公司通常提前几个月收到客户的订单，因此疫情对公司 2020 年上半年业务的影响较为轻微，但对公司下半年的影响较大。截至 2020 年 2 月 28 日，公司的实际产能已达到正常水平的约 95%，但 2020 年下半年的订单可能不足以充分利用公司的产能。受益于公司垂直整合的业务模式，申洲国际将比其同业更快的恢复，并维持其行业龙头的地位。我们给予公司“买入”的投资评级以及 104.00 港元的目标价，分别相当于 26.0 倍、22.2 倍和 19.3 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 国内及海外产能布局，整体产能受疫情的影响可控。
- 行业龙头，将受益于市场集中度的提升。
- 研发能力强，市场竞争力无可替代。
- 客户结构稳定，未来收入增长预期明朗。

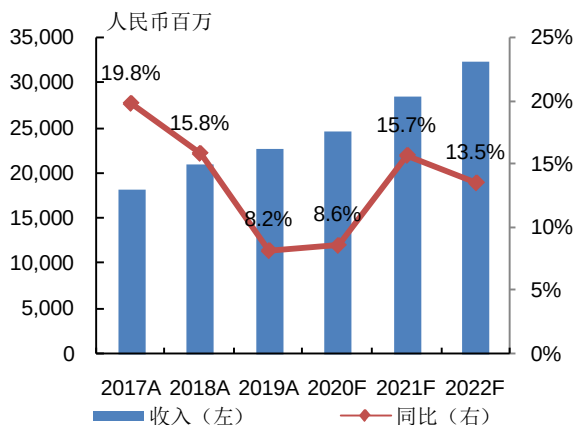
负面因素分析

- 下半年受疫情的影响预计将会更加严重。
- 对前四大客户依赖性过高。
- 重资产模式，资本开支较大。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 全球服装和体育用品行业增速放缓。
- 上游原材料价格上涨。
- 外汇汇率超预期的大幅波动。

申洲国际收入同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	20,950	22,665	24,613	28,473	32,322
销售成本	(14,336)	(15,789)	(16,949)	(19,465)	(21,935)
毛利	6,614	6,876	7,664	9,008	10,387
其它收益	709	731	783	804	878
销售及分销费用	(708)	(380)	(437)	(507)	(578)
分销成本	(1,450)	(1,551)	(1,768)	(2,024)	(2,297)
行政及一般开支	(19)	(21)	(24)	(26)	(28)
经营利润	5,146	5,655	6,218	7,256	8,362
财务成本	(61)	(89)	(96)	(83)	(80)
税前利润	5,090	5,572	6,127	7,178	8,288
税项	(598)	(613)	(797)	(955)	(1,103)
少数股东权益	48	137	14	16	(1)
纯利	4,540	5,095	5,344	6,239	7,184
每股盈利 (人民币)	3.021	3.390	3.555	4.150	4.779
增长/减少 (%)	16.9	12.2	4.9	16.7	15.2

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	15.8	8.2	8.6	15.7	13.5
净利增长 (%)	20.7	12.2	4.9	16.7	15.2
毛利率 (%)	31.6	30.3	31.1	31.6	32.1
经营利润率 (%)	24.6	25.0	25.3	25.5	25.9
净利率 (%)	21.7	22.5	21.7	21.9	22.2
权益回报率 (%)	21.7	21.5	20.2	21.1	21.7
存货周转期 (天)	123.7	121.6	122.6	123.3	126.4
应收账款周转期 (天)	55.6	58.1	59.0	60.2	62.5
应付账款周转期 (天)	21.5	19.6	20.3	20.2	20.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

强劲的增长动能正在恢复

分析员：洪学宇 Terry Hong

李宁(02331 HK)

评级：买入

股价：HK\$24.600

目标价：HK\$29.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	10,511	715	0.296	38.0	72.9	2.656	8.1	0.088	0.4	13.1
2019A	13,870	1,499	0.619	109.0	35.5	3.076	7.1	0.155	0.7	23.2
2020F	15,404	1,615	0.652	5.2	34.4	3.227	6.9	0.261	1.2	21.4
2021F	18,924	2,298	0.900	38.2	24.9	3.776	5.9	0.368	1.6	26.4
2022F	21,573	2,789	1.088	20.8	20.6	4.410	5.1	0.442	2.0	27.1
已发行股本 Shares in issue (m)					2,473.9	大股东 Major shareholder				李宁 17.1%
市值 Market cap. (HK\$ m)					60,858.0	流通比例 Free float (%)				38.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					17,377.9	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					29.000 / 14.800	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				31.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(4.7) / 9.4 / 34.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(11.1) / 5.9 / 48.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

李宁 2020 年 1 季度渠道表现受到疫情影响。李宁店铺（不包括李宁 Young 店铺）整体同店销售录得高双位数同比下滑，为过去 5 年中的最高增速；以渠道划分，零售渠道（直营）的流水录得 30%-40%中段下滑，批发渠道（授权经销商）流水录得高双位数同比下滑。在 1 季度期间，李宁品牌销售点净减少了 224 个，截至 2020 年 3 月 31 日达到 6,225 个。李宁 Young 销售点的数量在过去几年中持续增长，但在 1 季度净减少了 75 个，截至 2020 年 3 月 31 日达到 1,026 个。

李宁目前但业务已经基本从疫情中恢复，我们预期公司将会保持高于行业的增速水平，并且可以实现 2020 年全年净利率维持在 10.0%-10.5% 的目标。我们预测公司的每股盈利将在 2019-2022 年期间保持 20.6% 的年复合增长率。我们给予公司“买入”的评级，目标价为 29.70 港元，分别相当于 41.5 倍、30.0 倍和 24.8 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 公司正从疫情中快速恢复，将保持高于行业的增速。
- 拥有强大的品牌影响力和稳定的客户基础。
- 线上业务表现突出，将成为重要的增长引擎。
- 童装和中国李宁系列增长非常迅速。

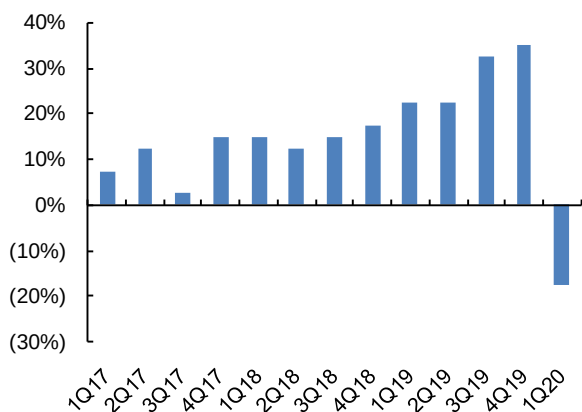
负面因素分析

- 疫情导致库存积压，以及对经销商的折扣和补贴增加，将对公司毛利率造成负面影响。
- 国内电商行业竞争激烈，线上利润率呈下降趋势。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 国内体育用品行业整体增速放缓。
- 自营店数量增长导致更高的运营风险。
- 超预期的外汇波动。

李宁主品牌零售流水同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	10,511	13,870	15,404	18,924	21,573
销售成本	(5,458)	(7,064)	(7,938)	(9,525)	(10,794)
毛利	5,053	6,805	7,466	9,399	10,780
分销成本	(3,708)	(4,445)	(4,686)	(5,609)	(6,266)
行政及一般开支	(680)	(968)	(985)	(1,149)	(1,280)
其他收益	113	151	90	94	97
经营利润	777	1,543	1,884	2,735	3,332
财务成本	10	(30)	19	24	31
联营公司收益	64	343	90	96	102
税前利润	850	1,857	1,993	2,855	3,465
税项	(135)	(357)	(379)	(557)	(676)
非连续经营业务收入	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
纯利	715	1,499	1,615	2,298	2,789
每股盈利 (人民币)	0.296	0.619	0.652	0.900	1.088
增长/减少 (%)	38.0	109.0	5.2	38.2	20.8

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	18.4	32.0	11.1	22.8	14.0
净利增长 (%)	38.8	109.6	7.7	42.3	21.4
毛利率 (%)	48.1	49.1	48.5	49.7	50.0
经营利润率 (%)	7.4	11.1	12.2	14.5	15.4
净利率 (%)	6.8	10.8	10.5	12.1	12.9
权益回报率 (%)	13.1	23.2	21.4	26.4	27.1
存货周转期 (天)	78.3	68.4	69.6	67.0	68.6
应收账款周转期 (天)	35.9	21.3	17.0	14.9	13.8
应付账款周转期 (天)	76.2	64.1	64.2	57.2	53.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

核心运动服饰业务正从疫情中恢复

分析员：洪学宇 Terry Hong

中国动向(03818 HK)

股价：HK\$0.690

评级：买入

目标价：HK\$0.96

End 3/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	1,706	315	0.054	(62.5)	11.1	1.658	0.4	0.049	8.1	3.3
FY20A	1,841	366	0.062	n.a.	9.9	1.804	0.3	0.044	7.1	3.6
FY21F	1,601	464	0.079	26.7	7.9	1.830	0.3	0.047	7.5	4.3
FY22F	1,977	574	0.098	23.7	6.4	1.874	0.3	0.059	9.3	5.3
FY23F	2,137	603	0.103	4.9	6.1	1.915	0.3	0.061	9.8	5.4
已发行股本 Shares in issue (m)				5,886.1	大股东 Major shareholder				陈义红 44.3%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				4,061.4	流通比例 Free float (%)				55.7	
3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				3,881.0	2021 财年净负债/股东资金 FY21 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				1.005 / 0.540	2021 财年每股估值 FY21 NAV (HK\$)				1.3	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									13.1 / 3.0 / (24.3)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									6.7 / (0.5) / (9.8)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

注：2018 代表截至 2018 年 12 月 31 日的 12 个月，FY20 代表截至 2020 年 3 月 31 日的 12 个月，以此类推。

公司近况简评和估值

中国动向 2020 财年业绩符合预期。收入同比增长 12.6%至 18.41 亿元人民币。整体毛利率同比改善 4.3 个百分点至 60.2%，主要由于公司从批发模式向大货流模式的转型。2020 财年投资分部收益同比减少 16.9%至 5.67 亿元人民币，导致经营利润率同比下滑 9.5 个百分点至 26.3%。净利润同比减少 14.7%至 3.66 亿元人民币。2020 财年全年派息比率为 70.1%。在大货流模式下，自营及非自营渠道的存货均由公司自身持有。因此，2020 财年的存货周转天数达到 248 天，高于去年的 208 天。

公司中国区的业务已经从疫情中复苏。2020 年 3 月，中国市场线下渠道的零售流水已经恢复至去年同期的 50%；4 月该比率升至 75%；5 月零售流水录得正增长。然而，日本分部受疫情的影响将会延续至下半年。目前公司的大部分利润主要来自于投资业务分部，使得净利率及派息比率都非常高，但同时净利润受投资分部收益波动的影响也非常大。我们给予公司“买入”的投资评级以及 0.96 港元的目标价，分别相当于 11.0 倍、8.9 倍和 8.5 倍 2021 财年、2022 财年和 2023 财市盈率。

正面因素分析

- 中国分部的业务已经基本从疫情中恢复。
- 大货流模式的转型改善整体毛利率。
- 投资业务高收益，导致极高的净利率和派息比率。
- 电商业务占总收入超过 20%，并保持了较高的增速。

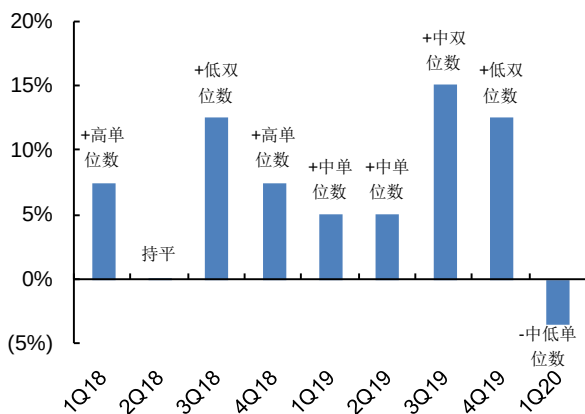
负面因素分析

- 日本分部受疫情的影响将会延续至下半年。
- 投资业务占总收入的 50%-80%，而新会计准则将导致其公允价值变动对净利润产生更加显著的影响。
- 大货流模式使得公司库存周转天数严重高企。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 中国体育用品行业整体下滑。
- 投资金融资产可能产生预期外的大额损失。

中国动向零售流水增长（同比）



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 3 月底(百万人民币)	2018A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
营业额	1,706	1,841	1,601	1,977	2,137
销售成本	(728)	(732)	(648)	(759)	(812)
毛利	978	1,109	953	1,218	1,326
分销成本	(782)	(1,078)	(916)	(1,073)	(1,152)
行政及一般开支	(177)	(174)	(156)	(165)	(171)
其他收益	399	627	690	723	737
经营利润	418	484	572	704	741
财务成本	20	(7)	6	9	9
联营公司收益	(8)	(31)	(20)	(21)	(23)
税前利润	430	445	558	692	727
税项	(120)	(86)	(100)	(125)	(131)
少数股东权益	5	7	7	7	7
纯利	315	366	464	574	603
每股盈利 (人民币)	0.054	0.062	0.079	0.098	0.103

重要财务比率

	2018A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
收入增长 (%)	17.2	12.6	(13.1)	23.5	8.1
净利增长 (%)	(60.8)	(14.6)	26.7	23.7	4.9
毛利率 (%)	57.3	60.2	59.5	61.6	62.0
经营利润率 (%)	24.5	26.3	35.7	35.6	34.6
净利率 (%)	18.5	19.9	29.0	29.0	28.2
权益回报率 (%)	3.3	3.6	4.3	5.3	5.4
存货周转期 (天)	172.0	248.0	258.5	228.2	229.4
应收账款周转期 (天)	58.1	30.0	33.3	28.8	28.2
应付账款周转期 (天)	75.3	91.0	85.4	76.6	77.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

注：2018 代表截至 2018 年 12 月 31 日的 12 个月，FY20 代表截至 2020 年 3 月 31 日的 12 个月，以此类推。

消费—食品饮料及日用品行业

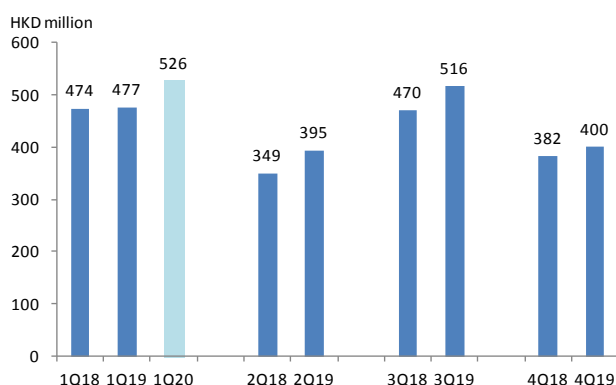
跑赢大市

分析员：吴宇扬 Barney Wu

— 食品及饮料

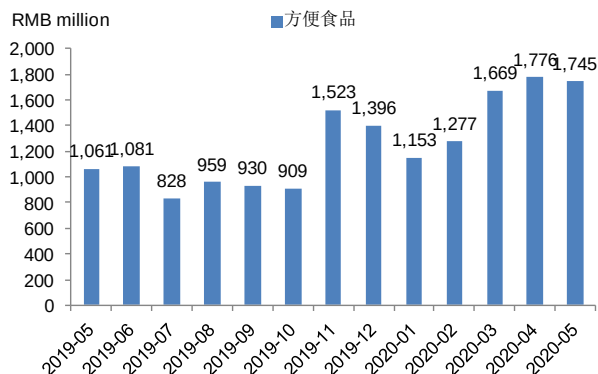
方便食品 - 迎来前所未有的发展机遇。在新冠疫情高峰期间，适合于宅家烹饪的食品如方便食品和速冻食品等实现了快速增长。方便食品不仅包括方便面，还包括其他特殊方便食品（螺蛳粉、自热米饭、自热小火锅等）。2020 年第 1 季度，日清食品在中国的收入同比增速达到 16.1%（以人民币计），2019 年同比增速则为 10.9%。而方便面龙头康师傅和统一的增速更是快于日清食品的增速，因为其工厂的复工时间更早。在疫情爆发后，方便食品迎来前所未有的发展机遇，消费者对于除方便面外的方便食品如螺蛳粉、自热米饭和自热小火锅的接受程度大幅提升，其销售更是取得爆发式增长。以螺蛳粉为例，螺蛳粉过去一直是特定用户群体的小众美食。但疫情期间爆红出圈，让螺蛳粉触达上亿用户。在疫情爆发后，螺蛳粉长期处于供不应求、一碗难求的状态。根据淘数据，淘宝和天猫平台上销售的方便食品在 2020 年 3 至 5 月的单月销售甚至超过去年 11 月。由于防疫的常态化，并不是所有家庭，尤其是有小孩及老人的家庭，愿意承担外出就餐被感染的风险。许多消费者认为在家烹煮更安全，一部分消费者仍会继续保持这些习惯。年长家庭对于调味品、酵母的需求仍然强劲。而年轻家庭对于方便食品及速冻食品的需求在防疫常态化期间得到延续。方便食品线上销售在 4 月及 5 月依然维持高速增长。但是在该品类中绝对受益的只有日清食品，疫情使得康师傅和统一的饮料业务受损，而颐海国际的 B 端业务受损。

日清食品在中国大陆的销售额



资料来源：日清食品、国泰君安国际。

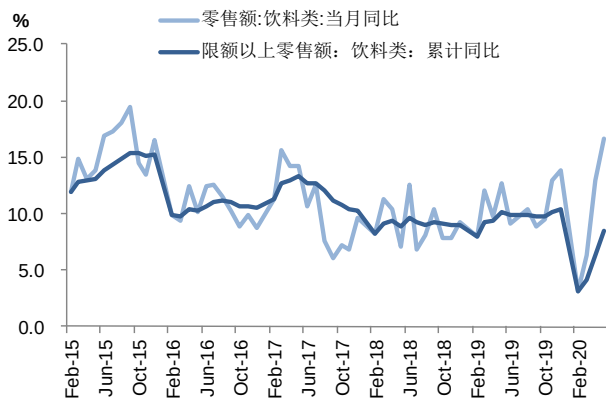
淘宝和天猫的方便食品线上销售额



资料来源：淘数据、国泰君安国际。

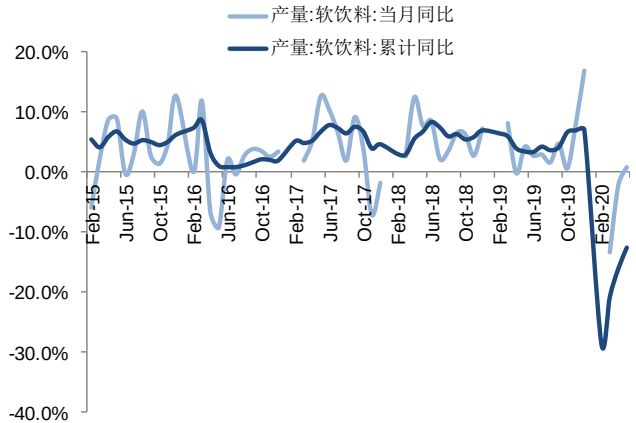
饮料 - 疫情期间受到严重冲击，旺季有望复苏。新冠疫情爆发后国家号召消费者少出门，饮料的户外冲动型消费大受影响。另外饮料春节期间的聚会型消费基本消失，因此饮料也属于受到疫情影响严重的产品。统一、康师傅、达利食品和维他奶的饮料业务在 2020 年第 1 季度都有明显下滑。在 2020 年 4、5 月份，由于特通渠道的缺失对于饮料复苏压力较大。对于饮料来说，学校和景点关闭，餐饮复苏缓慢以及有限的户外流量压制着饮料的复苏力度。好消息是随着中小学的逐渐开学，中国的饮料销售将呈现进一步复苏趋势，有利于清理前期积压库存。饮料行业在今年能否实现增长取决于今年夏季的炎热情况以及户外人流的复苏情况。但是由于疫情的持续性，全国旅游市场没有完全开放，景点饮料销售压力将一直存在。好消息 PET 价格维持在低位，原材料成本有利。新冠疫情不改饮料行业结构升级趋势，以及健康化、无糖化仍然是中国饮料发展的重点。气泡水作为健康化和健康化代表，在国内市场逐渐走俏，吸引了越来越多企业入局。可口可乐、农夫山泉等饮品巨头也在加紧布局，而青岛、伊利跨界进入。相比其他饮料品类，气泡水还远未到存量竞争的阶段，增量的市场机会有希望持续一段时间。在“无糖”、“健康”等概念的推动下，涌现了元气森林这样 3 年估值 40 亿的新势力企业。瓶装水作为最大的并且增长最快的饮料板块，同样成为兵家必争之地。2 元水市场已经被农夫和怡宝垄断，今麦郎、康师傅另辟蹊径进入熟水市场，希望通过开水的概念吸引消费者，并卖出溢价。景田继续加码上游水资源建设，拟投 5 亿在广东梅州建矿泉水基地。

中国限额以上饮料零售额同比及累计同比



资料来源: 国家统计局。

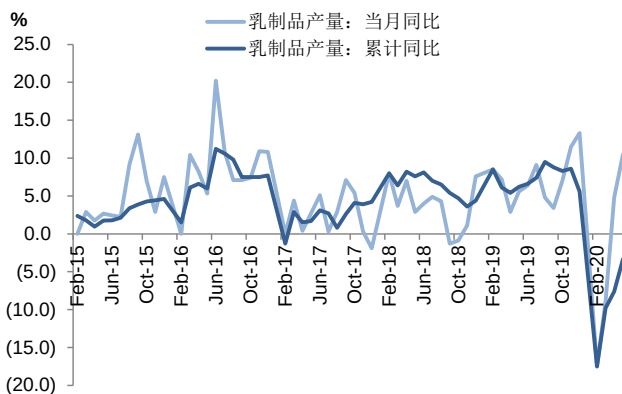
中国饮料产量增长



资料来源: 国家统计局。

乳制品 - 疫情高峰期受到严重冲击但疫情缓和后基本复苏。新冠疫情的高峰期 2 和 3 月份, 乳制品销售受到严重冲击。乳制品的年货消费占据每年销售较大的比例, 而疫情爆发后, 消费者对年货的需求大幅下降, 再加上传统渠道零售网点大面积关停, 导致年货装乳制品滞销严重。根据尼尔森数据, 中国 2 月的液态奶销售同比下跌 30%。伊利和光明的一季度销售额是同比下降 10.7% 和 5.8%。蒙牛 2、3 月份销售也录得下降。不过进入 3 月下旬, 乳制品出现强劲复苏迹象。尼尔森数据显示, 中国乳制品销售额在 3 月环比 2 月增长 14%。一方面, 厂家和经销商反应迅速, 在 3 月份进行了大范围、大力度、前所未有的打折促销以消化前期积压库存。厂商也在尽力帮助经销商度过难关。乳制品企业还在努力运作线上渠道, 包括电商 (传统电商和直播电商等) 和新零售 (生鲜电商和社区团购等), 弥补传统渠道的下滑。另一方面, 经历这次疫情消费者充分认识到乳制品对于增强免疫力和健康的好处。这次抗击疫情的英雄医生钟南山院士和张文宏医生也在社交媒体上大力宣传乳制品的好处。在疫情趋缓后, 零售终端正常运营以及消费者感到可以去放心购物, 这些品类就会很快恢复增长。自疫情暴发以来, 蒙牛积极采取措施应对疫情暴发带来的影响, 加大促销力度, 通过电商、O2O 到家等业务以及与生鲜电商开展密切合作, 以尽快降低渠道库存, 加速恢复正常的销售节奏。通过一系列有效措施, 公司 2020 年 4 月至 5 月的整体业务恢复良好, 现有可比业务的营业收入 (不包括君乐宝及贝拉米) 较去年同期恢复双位数增长。**婴幼儿奶粉基本不受疫情影响。**在疫情爆发后的第一阶段, 许多线下零售门店关停, 包括母婴店等。但由于婴幼儿奶粉属于强刚需, 所以消费者转向线上购买的比例大幅增加。根据淘数据, 线上奶粉销售在 2、3 月份呈现爆发增长。而奶粉企业也在积极布局线上渠道, 比如飞鹤率先开展线上直播带货活动。从 2 月至 3 月 15 日, 飞鹤的线上互动活动接近 9 万场, 覆盖消费者超过 210 万人次。各奶粉品牌在第 1 季度都取得了不错的正增长, 表现远好于其他行业。进入缓役阶段后, 奶粉的“稳定”的价值弥足珍贵。由于有限影响品类的需求比较刚需, 在疫情严重阶段结束以后, 其需求亦不会出现大幅变动。但是由于渠道端发生的根本性变化, 考验着公司的适应能力。具体来说就是公司能在多大程度上留存电商渠道在疫情期间赢得的新消费者。我们认为奶粉代表着必选消费品行业中的必选, 其稳定的属性无与伦比。

中国乳制品产量增长



资料来源: 中国统计局。

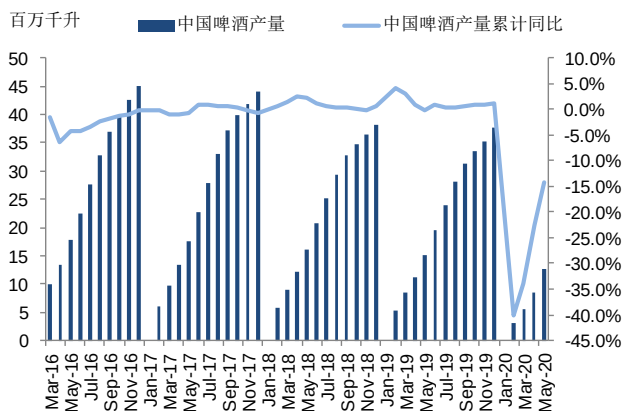
中国生鲜乳及进口乳粉价格



资料来源: 中国农业部、Global Dairy Trade。

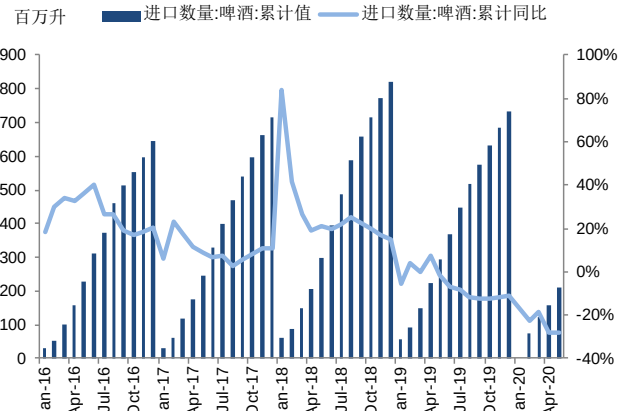
啤酒 - 疫情期间受到严重冲击，第 2 季度开始复苏。啤酒行业有一半的销售在即饮渠道（餐饮和夜店）完成，这部分的销售在疫情高峰期间几乎为 0，对于啤酒行业压力巨大。虽然第 1 季度属于啤酒消费的淡季，但啤酒厂商在春节前往渠道压货迎接春节，导致渠道库存较高。餐饮行业在 3 月份已经开始复苏，但是速度较慢。2020 年第一季度，百威亚太（01876 HK）中国区收入同比下滑 45.5%，燕京啤酒收入同比下滑 41.9%，重庆啤酒销售同比倒退 33.4%，青岛啤酒（00168 HK）销售同比下滑 20.9%。进入年第 2 季度，环比来看，流通渠道完全恢复运营，餐饮行业在持续复苏以及夜场逐渐开放，啤酒的销售压力逐渐减轻。4 月和 5 月，啤酒行业产量分别同比增长 7.5% 和 14.6%，主要受益于渠道的补库存。但我们也看到如果防疫常态化在今年成为现实，那么夜场、大型体育赛事、音乐节等必然仍然会受到政府严密监管，啤酒行业全年销量的下降将成为大概率事件。为应对销量的下降对于盈利的严重损害，啤酒企业已经将调整产品结构、提价和收缩费用列入议事日程。总体来说新冠疫情并没有影响啤酒行业高端化的长期逻辑，但可能会干扰企业高端化的布局。我们看到啤酒企业已经在加大布局流通渠道和电商渠道。这样带来的好处是啤酒企业盈利能力的提升，因为啤酒企业在流通渠道的盈利能力强于即饮渠道。我们看到啤酒企业的平均售价(ASP)在 2020 年第一季度反而提升。燕京/青岛/百威的 ASP 分别增长 13.7%/5.2%/2.0%，主要因为流通渠道的出厂价较高以及产品结构升级所带动。

中国啤酒产量及增速



资料来源：中国统计局。

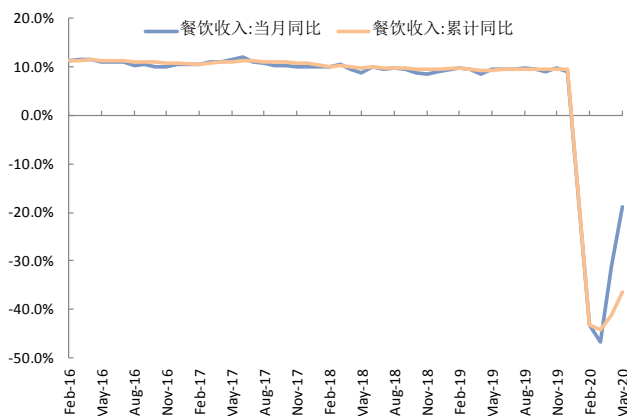
中国啤酒进口量及增速



资料来源：中国海关总署。

餐饮 - 大陆餐饮复苏差于预期。根据国家统计局数据，中国餐饮收入在 5 月份同比下跌 31.1%。截止 6 月 30 日，根据哗啦啦的数据，虽然 90% 的餐饮门店已经复工，但是营业额仍徘徊在往常的 60%-80%，而且其中相当大部分来自外卖的贡献。当前疫情容易出现反复，对于好不容易复工的餐饮企业，又是新一轮的打压，尤其是在北京地区。虽然餐饮行业整体承压，但是龙头餐饮企业表现明显超出行业整体水平。海底捞，太二和呷哺呷哺的复苏速度明显超过其他餐饮企业。2020 年对于餐饮行业是比较痛苦的一年，许多小型餐饮企业面临资金链断裂的风险。我们预计今年餐饮行业将迎来大洗牌，对于龙头餐饮品牌的扩张也会更为有利，因为小餐馆的关闭使得许多优质店铺可以供其选择。虽然业绩没有完全恢复，但是龙头餐饮企业如海底捞、呷哺呷哺和九毛九的股价已经回到了疫情前的水平。根据香港统计处数据，香港餐饮总体收入在 2019 年第四季度和 2020 年第一季度分别同比减少 14.4% 和 31.2%。**外卖经济恢复较快。**2020 年第 1 季度，美团外卖业务受到疫情冲击，一季度公司餐饮外卖业务的 GTV 为 715 亿元，同比下降 5.4%，订单量 13.75 亿单，同比下降 17.3%。由于餐厅承受巨大压力，美团的扣点难以提升，其餐饮外卖单季度变现率 13.3%，环比下降 0.7 ppt。不过 4、5 月份外卖显著复苏，恢复程度明显超过堂食。一方面餐厅重新开门供给显著增长，另一方面上班族开始复工复产需求明显增长。美团和饿了么的日活在 4、5 月份增长较快。由于疫情蔓延完全结束，消费者对于外出就餐还是比较谨慎，需要餐厅堂食销售一直没有回升。专注到店餐饮的品牌餐厅纷纷加大投入外卖，促进了外卖的高品质供给。另外需求端，消费者在疫情期间更加注重健康与安全，更加偏爱品牌及高品质外卖。根据哗啦啦数据，外卖行业营业额在 5 月份已经开始正增长。**香港餐饮业再遭重创。**自去年受到社会运动影响，今年香港餐饮行业再遭新冠疫情重创，下降幅度进一步加大。根据香港统计部门，香港餐饮总体收入在 2019 年第四季度和 2020 年第一季度分别同比减少 14.4% 和 31.2% 不过 5 月后，随着社交距离限制逐步放宽，香港餐饮业正在回暖。香港政府的防疫抗疫基金将为餐厅提供补助对抗疫情。根据餐饮店铺面积，每家餐厅可申请一笔 25 万至 220 万港元不等的资助补贴。香港政府补贴对于餐饮企业的盈利改善十分关键。

中国餐饮收入及餐饮行业销售额增长



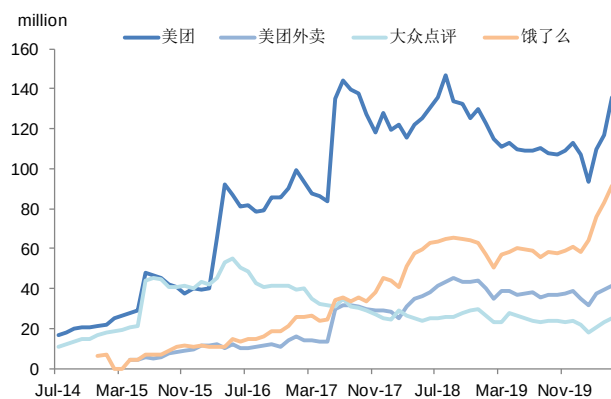
资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

门店增长率及单量增长率



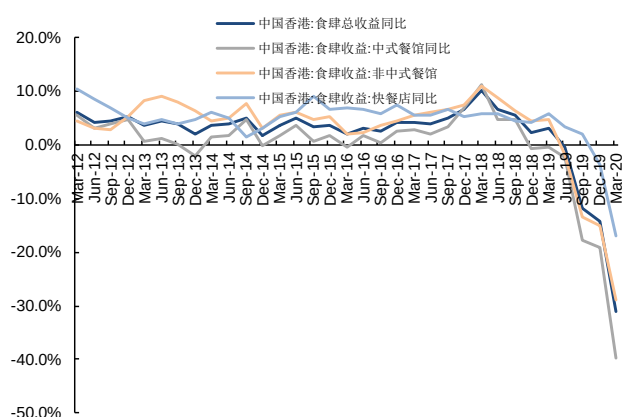
资料来源：哗啦啦。

外卖 app 月活



资料来源：Questmobile。

香港食肆收益增长

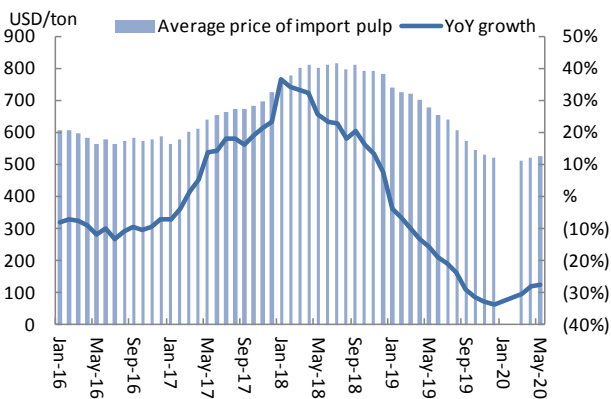


资料来源：香港政府统计处、国泰君安国际。

一 日用品

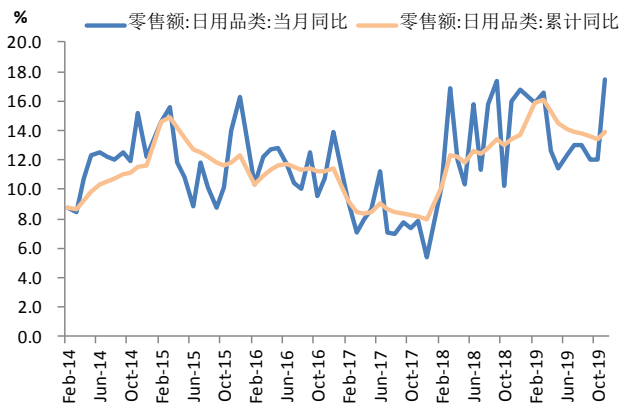
日用品 - 零售端表现基本不受疫情影响；纸巾利润将大幅增长。纸巾、纸尿裤和女性护理用品都属有限影响类别。这些品类属于生活必需品，需求非常刚性，基本不受到疫情影响。日用品属在有限影响品类的另一个特征是，消费者更倾向于在网上购买，因为这些产品可以长期囤放在家里。在疫情期间部分商品出现被消费者囤货的现象。根据凯度数据，整体快速消费品中，电商的销售额占比已经达到 19%，而此类产品的电商贡献高达 25%。在疫情的第一阶段，有限影响品类相关公司的出厂端销售差于零售终端销售，主要因为生产停滞以及物流中断。在此阶段，不同公司复工的进展决定了其第一季度的业绩。维达在第一季度收入差于中顺洁柔，因为维达春节前压货较少，武汉工厂产能占比较大以及生产恢复较慢。截至 2020 年 6 月 23 日，年迄今长纤价格和短纤价格分别同比下滑 16.2% 和 27.3%。由于疫情导致全球需求不振，预计 2020 年木浆价格难有明显回升。随着人们的生活和工作逐渐恢复常态以及线下销售门店逐渐恢复运营，日用品的线下销售强劲复苏。经销商的补库存动作将刺激生产商 2020 年第 2 季度的销售。另一方面，随着新冠病毒肆虐全世界，木浆需求疲弱，继续压制木浆价格。我们预计今年纸巾生产商的利润将大幅增长。

进口纸浆平均价格



资料来源：中国海关总署。

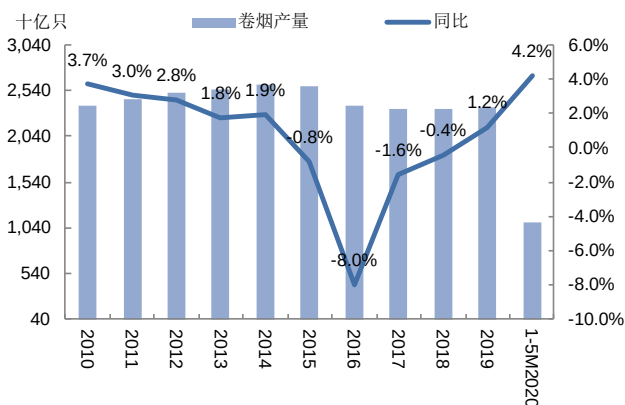
中国限额以上日用品零售额增长



资料来源：中国统计局。

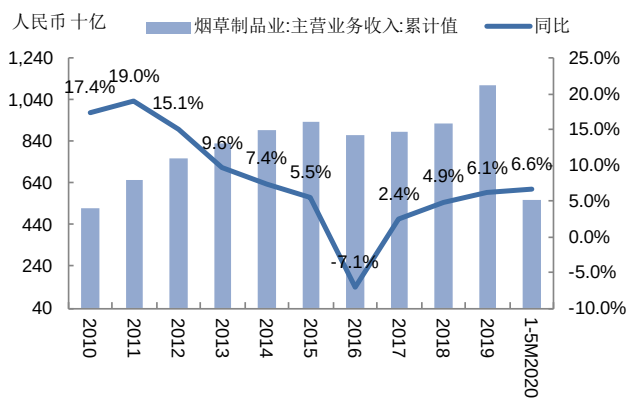
烟草行业 - 烟草行业逆势增长；中国电子烟行业经历洗牌。疫情爆发后，一方面有巨额的防控疫情支出，另一方面，为给中小企业和居民生活兜底，财政减税控费牺牲巨大，都给国家财政平衡带来巨大压力。在此背景下，烟草成为创收的重要工具。2020 年，各卷烟生产基地于 2 月陆续复工，伴随全国物流体系逐步回归正轨，卷烟作为相对刚需、有成瘾性的品类，受疫情影响较小，2020 年 1-4 月中国卷烟产量达到 9235.7 亿支，累计增长 6.2%。前 4 个月，烟草企业主营业务收入同比增长 7.8%。互联网禁令叠加疫情，使得 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 17 日，电子烟企业中符合“清算、停业、注销、吊销”条件的达 197 家，这个数据在 4 月 1 日到 5 月 31 日的两个月期间就达到了 121 家。2019 年初，各路网红品牌手持巨额融资入场，公开披露的融资额就有 15.11 亿元。数据显示，今年上半年以来，只有飞喜和 VPO 两家宣布了融资。行业格局更加集中。根据尼尔森 2020 年 4 月的报告，20 个新一线城市中，悦刻占封闭式电子烟 69% 的市场份额。

卷烟产量及同比



资料来源：国家统计局。

烟草企业主营业务收入及同比



资料来源：国家统计局。

投资建议

行业投资评级为“跑赢大市”，蒙牛乳业和恒安国际为我们的行业首选。对于消费-食品饮料行业和消费-日用品行业我们维持“跑赢大市”评级。虽然出口部门萎靡（因海外疫情蔓延）、失业率上升以及消费者消费意愿不强对于必选消费品行业有负面影响，但相比其他行业，消费削减对必选消费品开支的影响会小很多。而且出国旅游基本受限，这部分消费会回流国内，对于内需有促进作用。我们认为有限影响品类（婴幼儿奶粉，纸巾、卫生巾、烟草制品等）的公司被市场低估，此次疫情对于有限影响类的公司的盈利影响不大，有限影响品类的“稳定”性质凸显无疑。另外，纸巾生产商恒安国际和维达国际仍将充分受益于低迷的木浆价格，享有较高的盈利增长确定性。蒙牛属于 U 型复苏公司，虽然一季度受到疫情影响，但由于其在 3 月后的强劲销售复苏，上半年收入增长超此前预期。虽然餐饮行业整体承压，但是龙头餐饮企业表现明显超出行业整体水平。我们预计今年餐饮行业将迎来大洗牌，对于龙头餐饮品牌的扩张也会更为有利。在食品饮料行业中，蒙牛乳业（02319 HK）为我们的行业首

选，投资评级为“买入”，目标价为 35.50 港元。在日用品行业中，恒安国际（01044 HK）为我们的行业首选，投资评级为“买入”，目标价为 68.00 港元。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
统一企业中国	00220	7.720	中性	23.6	19.4	18.8	2.2	9.5	3.2
华润啤酒	00291	43.200	中性	56.9	38.6	33.4	6.0	10.9	0.7
康师傅控股	00322	12.020	收集	19.3	17.9	17.1	3.2	16.4	3.6
大家乐	00341	16.040	收集	14.6	15.2	14.5	2.9	22.0	2.5
维他奶国际	00345	29.650	中性	50.0	38.3	34.0	9.4	19.4	1.3
中国食品	00506	2.940	买入	16.8	14.0	13.0	1.5	9.5	2.0
蒙牛乳业	02319	29.600	买入	35.0	22.5	20.3	3.3	9.9	0.7
达利食品	03799	4.700	买入	14.9	13.5	12.5	3.6	24.1	5.0
天韵国际	06836	0.950	买入	4.6	3.7	3.2	0.8	19.1	5.7
市值加权平均			跑赢大市	35.9	25.9	23.2	4.4	13.9	2.0
恒安国际	01044	60.700	买入	14.9	13.7	12.4	3.3	23.6	4.4
维达国际	03331	27.700	买入	17.7	15.7	14.5	3.0	18.3	2.0
中国波顿	03318	1.150	买入	5.5	4.8	4.2	0.3	6.4	3.8
市值加权平均			跑赢大市	15.7	14.3	13.0	3.2	21.8	3.6

资料来源：国泰君安国际、Bloomberg。

方便食品增长迅速但饮料业务承压

分析员：吴宇扬 Barney Wu

统一企业中国(00220 HK)

评级：中性

股价：HK\$7.720

目标价：HK\$7.60

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	21,772	1,030	0.238	17.3	28.4	3.061	2.2	0.238	3.5	8.0
2019A	22,020	1,366	0.316	32.7	22.2	3.156	2.2	0.316	4.6	10.2
2020F	22,507	1,288	0.298	(5.7)	23.6	3.139	2.2	0.224	3.2	9.5
2021F	23,552	1,560	0.361	21.1	19.4	3.276	2.1	0.271	3.9	11.3
2022F	24,459	1,616	0.374	3.6	18.8	3.380	2.1	0.281	4.0	11.2
已发行股本 Shares in issue (m)				4,319.3	大股东 Major shareholder				统一企业 70.5%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				33,345.3	流通比例 Free float (%)				29.5	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				3,630.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				9.970/6.160	2020 年每股估值 2020 NAV(HK\$)				8.25	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(3.7) / 7.1 / (7.4)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(10.1) / 3.6 / 7.0	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

统一 2020 年第 1 季度的未经审计的净利润同比增长 11.4%至人民币 4.34 亿元。剔除出售位于合肥土地一次性收益，公司核心净利同比高单位数增长。统一 2020 年第 1 季度收入同比正增长，主要因为方便面的强劲表现所带动，而饮料因为疫情影响录得负增长。但是在疫情爆发前，统一的饮料渠道库存一直管理较好，公司饮料表现在第 1 季度好于行业。统一的毛利率在第 1 季度同比下滑，主要因为饮料产能利用率降低所拖累，但方便面平均售价同比高单位数增长对毛利率有正面影响。第 1 季度统一方便面产品结构改善明显，其中 5 元以上方便面占比达到 34%。原材料对毛利率影响为中性，PET 价格下降被糖价格上升所抵消。第 1 季度，统一对于销售费用进行有效管控，其核心净利取得同比高单位数增长。

4 月份以来，统一的饮料业务相比第 1 季度有明显改善。但是复学的进展差于预期，导致饮料在学校的销售受到较大影响。第 2 季度统一方便面业务仍然维持比较好的趋势。公司仍然维持 2020 年整体收入增长 6%的指引不变。由于 1 季度通常来说是方便面旺季，饮料的淡季，所以在第 1 季度方便面的增长可以带动收入及盈利的增长。到了第 2 季度传统的饮料消费来临，如果饮料的销售承压，对于公司的收入以及利润的压力更大。我们现在对公司的投资评级为“中性”，目标价为 7.60 港币，相当于 23.2 倍，20.4 倍和 19.7 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 疫情后宅家利好方便面销售。
- 公司渠道库存管理较好。
- 开小灶 618 销售位列米饭类第一。
- 原材料价格下降。

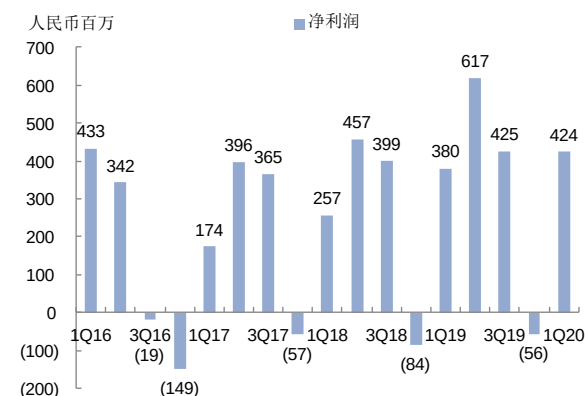
负面因素分析

- 疫情影响户外人流量增长，拖累饮料销售复苏。
- 饮料竞争压力加大。

风险分析

- 饮料市场复苏不及预期。
- 旺季天气不及预期风险。

统一季度净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收益	21,772	22,020	22,507	23,552	24,459
销售成本	(14,484)	(14,101)	(14,365)	(14,899)	(15,450)
毛利	7,289	7,918	8,142	8,653	9,009
其他收入及开支	256	263	182	216	204
销售及市场推广开支	(5,098)	(5,368)	(5,514)	(5,700)	(5,919)
行政开支	(1,115)	(1,007)	(1,125)	(1,178)	(1,223)
经营利润	1,332	1,806	1,685	1,991	2,071
净财务收入	123	152	140	222	221
应占联营公司业绩	84	13	11	11	12
税前利润	1,540	1,971	1,836	2,224	2,304
税项	(510)	(605)	(548)	(664)	(688)
股东应占净利润	1,030	1,366	1,288	1,560	1,616
每股净利 (人民币)	0.238	0.316	0.298	0.361	0.374

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
饮料业务毛利率 (%)	37.0	39.9	40.1	40.7	40.7
方便面业务毛利率 (%)	30.1	32.0	32.8	33.1	33.4
净利率 (%)	4.7	6.2	5.7	6.6	6.6
股东资金回报率 (%)	8.0	10.2	9.5	11.3	11.2
流动比率 (倍)	0.9	0.9	1.2	1.3	1.4
存货周转期 (天)	33.0	41.4	33.0	35.0	35.0
应收帐款周转期 (天)	9.2	9.1	9.5	9.0	9.0
应付帐款周转期 (天)	37.2	42.4	33.0	30.0	30.0
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

第2季度有所复苏，全年压力仍在

分析员：吴宇扬 Barney Wu

华润啤酒(00291 HK)
评级：中性
股价：HK\$43.200
目标价：HK\$41.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	31,867	977	0.301	(16.9)	126.0	5.810	6.5	0.120	0.3	5.2
2019A	33,190	1,312	0.404	34.3	97.2	6.063	6.4	0.165	0.4	6.8
2020F	31,390	2,241	0.691	70.8	56.9	6.604	6.0	0.276	0.7	10.9
2021F	35,112	3,300	1.017	47.3	38.6	7.438	5.3	0.407	1.0	14.5
2022F	36,670	3,816	1.176	15.6	33.4	8.273	4.8	0.471	1.2	15.0
已发行股本 Shares in issue (m)				3,244.2	大股东 Major shareholder				华润集团	51.7%
市值 Market cap. (HK\$ m)				140,148.4	流通比例 Free float (%)					42.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				8,812.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				46.100/30.450	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)					42.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									5.2 / 22.2 / 17.0	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(1.1) / 18.7 / 31.4	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

受到疫情影响，润啤未经审计的收入和息税前利润在2020年前2月分别同比倒退26%和42%。随着啤酒企业恢复供应以及经销商开始为了即将来临的旺季补库存，中国啤酒产量在四月和五月分别增长7.5%和14.6%。润啤的表现基本与行业情况一致，甚至略好。而且润啤稳步提高喜力品牌在渠道渗透率。随着喜力星银的推出，其产品组合进一步强化。随着疫情持续时间长于预期，在即饮渠道啤酒销售复苏差于预期。高线城市的复苏情况慢于低线城市。我们预计公司全年销量仍然承压。为了抵消销量下降带来的盈利恶化，啤酒企业开始调整产品结构，提高售价和降低促销费用。疫情后，高端化趋势没有改变，但一些新品的推出可能会延迟。流通渠道和电商渠道会发挥更大作用。

因为润啤在低线城市以及流通渠道有着更高的销售占比，其复苏快于同业。然而，新冠疫情持续时间可能远超预期，啤酒行业仍将继续受损。相比于必选消费板块里的其他行业，啤酒行业受到影响会更长。因此我们维持“中性”投资评级和目标价41.80港元，相当于23.7倍/19.4倍/18.3倍2020年/2021年/2022年EV/调整后EBITDA，和55.1倍/37.4倍/32.3倍2020年/2021年/2022年市盈率。

正面因素分析

- 中国疫情控制较好，内需消费复苏。
- 流通渠道占比加大，利好平均售价上升。
- 产品结构升级继续。
- 公司在低线城市和流通渠道销售占比更大。

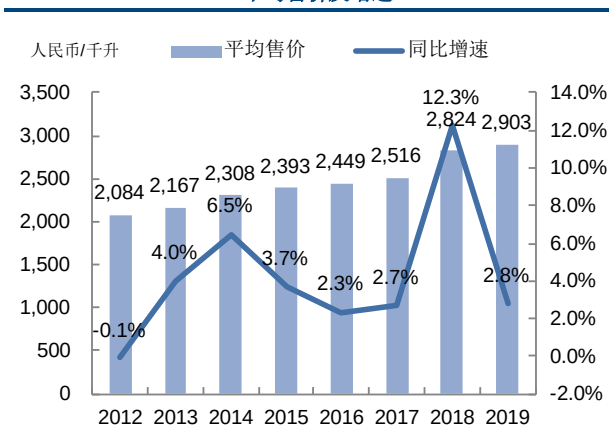
负面因素分析

- 疫情影响即饮渠道生意，拖累啤酒销售。
- 大型体育赛事与音乐节停办，影响啤酒营销。
- 高端化进展被拖慢。

风险分析

- 餐饮和夜场的客流量复苏差于预期风险。
- 旺季天气不及预期风险。

平均售价及增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	31,867	33,190	31,390	35,112	36,670
销售成本	(20,669)	(20,964)	(19,838)	(21,980)	(22,809)
毛利	11,198	12,226	11,551	13,132	13,861
其他收入	878	908	811	876	903
销售费用	(5,570)	(5,925)	(5,650)	(6,285)	(6,564)
管理费用	(5,041)	(5,046)	(3,775)	(3,586)	(3,620)
经营溢利	1,465	2,163	2,937	4,136	4,580
净财务开支/(收入)	(67)	(39)	(70)	(192)	(397)
除税前盈利	1,532	2,202	3,007	4,328	4,977
税项	(547)	(892)	(744)	(995)	(1,122)
除税后盈利	985	1,310	2,263	3,333	3,855
少数股东权益	8	(2)	23	33	39
股东应占溢利	977	1,312	2,241	3,300	3,816
每股盈利 (人民币)	0.301	0.404	0.691	1.017	1.176

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	35.1	36.8	36.8	37.4	37.8
经营利润率 (%)	4.6	6.5	9.4	11.8	12.5
净利率 (%)	3.1	4.0	7.1	9.4	10.4
资本回报率 (%)	5.2	6.8	10.9	14.5	15.0
流动比率 (x)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(0.9)
存货周转天数	98.9	99.2	120.0	95.0	95.0
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
债务权益比 (%)	(3.8)	(2.6)	(6.0)	(4.0)	(2.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

方便面龙头受益于宅家经济

分析员：吴宇扬 Barney Wu

康师傅(00322 HK)

评级：收集

股价：HK\$12.020

目标价：HK\$14.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	60,686	2,463	0.439	35.3	24.0	3.498	3.0	0.439	4.2	12.9
2019A	61,978	3,331	0.593	35.1	18.5	3.485	3.1	0.593	5.5	17.0
2020F	62,807	3,191	0.568	(4.2)	19.3	3.454	3.2	0.398	3.6	16.4
2021F	66,047	3,426	0.610	7.4	17.9	3.667	3.0	0.457	4.2	17.1
2022F	69,013	3,600	0.641	5.1	17.1	3.850	2.8	0.481	4.4	16.9
已发行股本 Shares in issue (m)				5,624.0	大股东 Major shareholder				顶新 33.8%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				67,600.3	流通比例 Free float (%)				32.3	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				8,033.8	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				15.182/9.978	2020 年每股估值 2020 NAV(HK\$)				15.2	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(5.0) / (0.2) / (3.0)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(11.4) / (3.7) / 11.4	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2019 年收入录得 619.78 亿元人民币，同比上升 2.1%，其中方便面和饮料收入分别同比上升 5.8%和 0.8%。2019 年公司毛利率同比上升 1.0 个百分点至 31.9%，主要受益饮料产品结构改善。康师傅 2019 年分销成本占比同比提升 1.9 个百分点至 21.4%，主要因为广告支出增长较快。由于公司录得更多一次性出售收益以及较少的减值损失，康师傅 2019 年股东净利录得 33.31 亿元人民币，同比上升 35.2%，高于之前公司给出的指引。2019 年康师傅全年派息率相当于 100%。

康师傅通过降价加强了其在大众方便面市场的地位，其超高端方便面取得初步成功。因为新冠疫情期间更加旺盛的需求，康师傅方便面销售增速在 2020 年前 2 个月达到双位数。碳酸饮料和咖啡成为了康师傅饮料业务的主要增长动力。新冠疫情对于其饮料业务有强烈负面影响。因为其在方便面市场的稳固地位以及强劲现金流，在疫情期间康师傅显示出一定的防御性。而且其派息率以及股息率具有吸引力。我们维持“收集”评级和 14.30 港元目标价，相当于 22.7 倍、21.1 倍和 20.1 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 疫情后宅家利好方便面销售。
- 公司方便面利润贡献较大。
- 原材料价格下降。
- 新品布局超预期。

风险分析

- 饮料市场复苏不及预期风险。
- 旺季天气不及预期风险。

负面因素分析

- 疫情影响户外人流量增长，拖累饮料销售复苏。
- 瓶装水继续倒退。

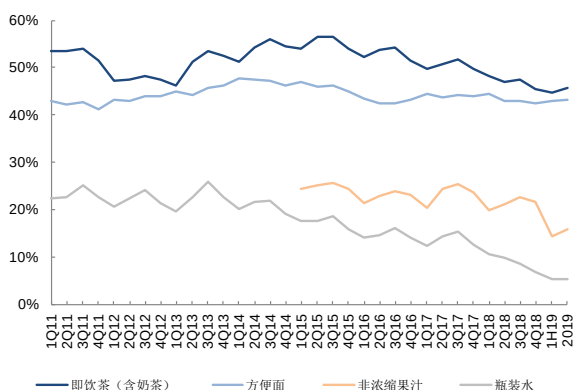
损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	60,686	61,978	62,807	66,047	69,013
销售成本	(41,958)	(42,219)	(43,068)	(44,760)	(46,669)
毛利	18,727	19,759	19,739	21,287	22,344
分销成本	(11,817)	(13,259)	(12,813)	(13,804)	(14,562)
行政费用	(2,268)	(2,375)	(2,387)	(2,510)	(2,623)
其他收益收入及经营费用	(313)	1,466	756	432	490
经营利润	4,329	5,591	5,296	5,405	5,650
净财务收入	(422)	(414)	(371)	(309)	(300)
应占联营公司业绩	72	234	258	283	312
税前利润	3,979	5,412	5,182	5,379	5,662
税项	(1,251)	(1,693)	(1,714)	(1,483)	(1,567)
少数股东权益	(265)	(387)	(277)	(474)	(500)
股东应占净利润	2,463	3,331	3,191	3,426	3,600
每股净利 (人民币)	0.439	0.593	0.568	0.610	0.641

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
方便面业务毛利率 (%)	30.2	29.0	29.1	29.8	30.0
饮料业务毛利率 (%)	31.3	33.7	33.2	33.9	34.0
方便面业务净利率 (%)	7.1	8.7	8.7	6.8	6.9
饮料业务净利率 (%)	2.3	3.8	3.8	3.8	3.8
股东资金回报率 (%)	12.9	17.0	16.4	17.1	16.9
流动比率 (倍)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
存货周转率 (天)	22.0	26.4	28.0	25.0	26.0
应收帐款周转率 (天)	10.1	10.0	9.0	8.8	8.8
应付帐款周转率 (天)	61.2	63.3	65.0	65.0	65.0
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖比率 (倍)	10.3	13.5	14.3	17.5	18.9

康师傅方便面、即饮茶、非浓缩果汁及瓶装水的市场份额 - 按销量计算



资料来源：尼尔森。

资料来源：公司、国泰君安国际。

政府助力大家乐度过难关

分析员：吴宇扬 Barney Wu

大家乐(00341 HK)
评级：收集
股价：HK\$16.040
目标价：HK\$19.20

End 3/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
FY2019A	8,494	570	1.020	29.1	15.7	5.422	3.0	0.840	5.2	16.9
FY2020A	7,963	74	0.130	(87.3)	126.4	4.554	3.5	0.190	1.2	2.4
FY2021F	7,597	644	1.099	745.4	14.6	5.439	2.9	0.400	2.5	22.0
FY2022F	8,964	618	1.056	(3.9)	15.2	6.081	2.6	0.500	3.1	18.3
FY2023F	9,430	647	1.105	4.7	14.5	6.872	2.3	0.600	3.7	17.1
已发行股本 Shares in issue (m)					585.7	大股东 Major shareholder			罗氏家族 43.6%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					9,394.7	流通比例 Free float (%)			56.4	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					2,617.6	2021 财年净负债/股东资金 FY2021 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					26.900/12.600	2021 财年每股估值 FY2021 NAV(HK\$)			25.8	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									14.9 / 26.1 / (28.5)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									8.5 / 22.6 / (14.1)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 财年公司收入下滑 6.2%至 79.6 亿港元。香港速食餐饮及机构饮食收入在 2020 年财年小幅同比下滑 5.2%至 59.4 亿港元。香港大家乐和一粥面的同店销售分别录得 6%和 7%的负增长。香港休闲餐饮业务收入为 7.79 亿港元，同比减少 14.0%。大家乐的中国大陆业务同比下滑 5.4%至 10.9 亿港元。2020 财年下半年，大家乐收入同比下降 13.9%。截至 3 月 31 日，公司在香港和中国内地分别有 356 家和 114 家门店。公司 2020 财年全年和 2020 财年下半年的毛利率分别恶化 5.3 个百分点和 9.2 个百分点至 9.2%和 6.3%，由于成本的削减不足以抵消疫情对其收入的冲击。公司股东净利同比减少 87.1%至 0.74 亿港元。2020 财年业绩符合之前盈利预警。

随着中国大陆和香港地区的疫情得到有效控制，大家乐的同店销售自 5 月已显著复苏。香港保持社交距离措施也有进一步放松。自 6 月后大家乐可从香港政府收到 8 千万港元每月的补贴，预计将大幅帮助公司稳定其经营和财务状况。尽管大家乐的门店扩张在 2020 财年下半年有所放缓，但考虑到快餐行业前景仍乐观，公司将基于更理想的租赁条款及地理位置开设新门店，旨在抓住行业回升期的扩张机遇。大家乐已取得的 11.8 亿港元银行信贷恰为公司未来扩张提供支持。因而我们给予“收集”评级和 19.20 港元目标价，相当于 17.5 倍、18.2 倍和 17.4 倍 2021 财年、2022 财年和 2023 财年年市盈率。

正面因素分析

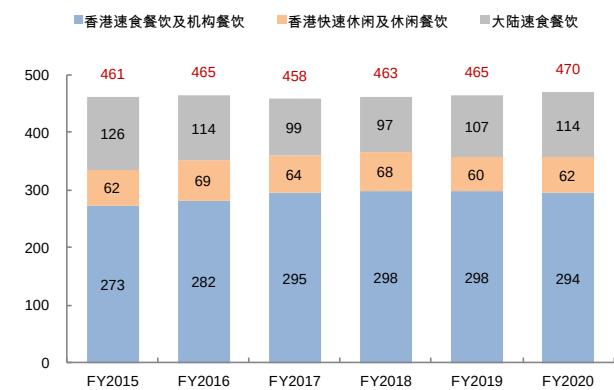
- 政府补贴对于公司改善现金流帮助巨大。
- 租金和员工成本将有较为可观的下调空间。
- 银行信贷支持帮助公司逆势扩张。

负面因素分析

- 公司毛利率下滑颇为明显。
- 新冠疫情对香港本地经济活动与消费意愿的冲击仍在。

风险分析

- 公司休闲餐饮业务复苏不及预期。
- 香港开放游客入关的时间存在很大不确定性
- 新冠疫情可能反弹风险。

大家乐门店数量


资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 3 月底(百万港币)	FY2019A	FY2020A	FY2021F	FY2022F	FY2023F
收益	8,494	7,963	7,597	8,964	9,430
销售成本	(7,267)	(7,232)	(6,714)	(7,698)	(8,099)
毛利	1,227	731	883	1,266	1,330
其他收入/费用	18	(41)	427	73	68
行政开支	(445)	(481)	(436)	(491)	(517)
经营溢利	800	209	874	847	882
净财务收入	(99)	(94)	(93)	(93)	(92)
税前溢利	700	114	781	755	790
所得税	(128)	(40)	(137)	(136)	(142)
税后利润	572	74	644	619	648
少数股东权益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
股东净利	570	74	644	618	647
每股盈利 (港元)	1.020	0.130	1.099	1.056	1.105

重要财务比率

	FY2019A	FY2020A	FY2021F	FY2022F	FY2023F
毛利率 (%)	14.4	9.2	11.6	14.1	14.1
经营利润率 (%)	9.4	2.6	11.5	9.5	9.3
净利率 (%)	6.7	0.9	8.5	6.9	6.9
股东资金回报率 (%)	16.9	2.4	22.0	18.3	17.1
流动比率 (x)	0.8	0.5	0.9	1.2	1.5
速动比率 (x)	0.6	0.4	0.8	1.0	1.4
存货周转天数 (天)	10.3	11.4	12.0	11.0	10.5
应收账款周转天数 (天)	7.5	7.6	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数 (天)	9.3	8.8	10.7	10.7	10.7
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖比率 (倍)	净收入	净收入	净收入	净收入	净收入

资料来源：公司、国泰君安国际。

80 载生生不息，新时代岁岁求新

分析员：吴宇扬 Barney Wu

维他奶国际(00345 HK)

评级：中性

股价：HK\$29.650

目标价：HK\$32.20

End 3/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
FY2019A	7,526	696	0.656	18.2	45.2	2.985	9.9	0.418	1.4	22.9
FY2020A	7,233	536	0.504	(23.2)	58.8	2.947	10.1	0.322	1.1	17.0
FY2021F	7,786	631	0.593	17.6	50.0	3.166	9.4	0.379	1.3	19.4
FY2022F	8,934	824	0.775	30.7	38.3	3.520	8.4	0.496	1.7	23.2
FY2023F	9,997	926	0.871	12.4	34.0	3.844	7.7	0.557	1.9	23.6
已发行股本 Shares in issue (m)					1,063.8	大股东 Major shareholder			罗氏家族 38.8%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					31,543.0	流通比例 Free float (%)			37.6	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					5,314.6	2021 财年净负债/股东资金 FY2021 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					39.600/23.000	2021 财年每股估值 FY2021 NAV(HK\$)			33.50	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									3.3 / 26.2 / (20.1)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(3.1) / 22.7 / (5.7)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

由于包括新冠疫情、社会动乱和干旱在内的一系列的事件影响，公司 2020 财年收入同比下跌 3.9%至 72.33 亿港元，小幅好于此前发布的盈利预警。维他奶在中国大陆和香港地区销售同比分别下降 2.7%和 6.9%。2020 财年下半年，维他奶收入同比下降 17.2%。2020 财年维他奶的毛利率同比下降 0.4 个百分点至 53.3%。维他奶销售费用比例进一步同比升 1.2 个百分点至 29.2%。2020 财年维他奶的股东净利同比下降 23.0%至 5.36 亿港元。

随着学校重开、渠道补库存以及线上、新零售渠道的增长，自 5 月份起，公司大陆地区业务已经重拾增长，但香港业务将受损更长时间。公司推出了更多的豆奶和饮料新品旨在补充其产品线和扩大消费群体，亦积极拥抱新零售渠道和新媒体，与快速成长的新零售平台战略合作并涉足直播电商。公司在中国大陆和香港地区的市场份额均有提升。更好的管理层激励则有利于公司长远发展。因为维他奶目前估值较不吸引，加上不确定的行业展望，我们维持“中性”评级。但我们看到公司在渠道布局和产品结构方面有巨大的进步，因此上调目标价至 32.20 港元，相当于 54.3 倍/41.6 倍/37.0 倍的 2021 财年/2022 财年/2023 财年市盈率。

正面因素分析

- 产品结构优化
- 零售渠道进一步多元化，销售团队进一步扩张。
- 在中国大陆和香港地区的市占率提升。
- 东莞工厂顺利开工。
- 原材料价格下降。

风险分析

- 饮料市场复苏不如预期风险。
- 香港开放游客进入的时间存在很大不确定性。

负面因素分析

- 大陆市场竞争仍较为激烈。
- 香港经济衰退、游客减少、本地销售者消费意愿低迷，导致市场复苏较慢。

损益表

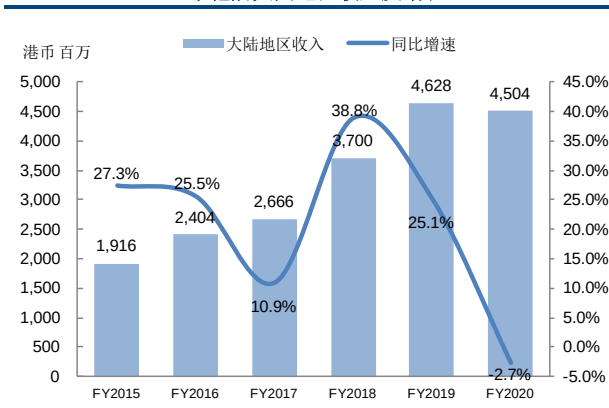
截至 3 月底(百万港币)	FY2019A	FY2020A	FY2021F	FY2022F	FY2023F
收益	7,526	7,233	7,786	8,934	9,997
销售成本	(3,485)	(3,381)	(3,667)	(4,137)	(4,629)
毛利	4,042	3,851	4,119	4,798	5,368
其他收入/费用	(325)	(315)	(307)	(353)	(402)
销售及推广费用	(2,105)	(2,112)	(2,196)	(2,528)	(2,819)
行政开支	(635)	(717)	(724)	(768)	(860)
经营溢利	977	707	892	1,148	1,287
净财务收入	(2)	(11)	(14)	(9)	(9)
应占联营公司业绩	(19)	(17)	(17)	(16)	(15)
税前溢利	956	679	861	1,124	1,264
所得税	(208)	(109)	(185)	(242)	(272)
少数股东权益	(52)	(34)	(45)	(58)	(65)
股东净利	696	536	631	824	926
每股盈利 (港元)	0.656	0.504	0.593	0.775	0.871

重要财务比率

	FY2019A	FY2020A	FY2021F	FY2022F	FY2023F
毛利率 (%)	53.7	53.3	52.9	53.7	53.7
经营利润率 (%)	13.0	9.8	11.5	12.9	12.9
股东净利 (%)	9.2	7.4	8.1	9.2	9.3
股东资金回报率 (%)	22.9	17.0	19.4	23.2	23.6
流动比率 (x)	1.2	0.9	1.0	1.2	1.3
存货周转天数 (天)	35.3	33.9	30.0	29.0	28.0
应收账款周转天数 (天)	47.0	50.3	44.0	44.0	44.0
应付账款周转天数 (天)	98.9	115.3	110.0	108.0	108.0
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖比率 (倍)	净收入	84,384.6	209.0	12,955.1	净收入

资料来源：公司、国泰君安国际。

维他奶大陆地区收入及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

疫情影响较大但产品结构改善趋势不变

分析员：吴宇扬 Barney Wu

中国食品(00506 HK)

评级：买入

股价：HK\$2.940

目标价：HK\$3.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	15,648	321	0.115	(28.1)	22.5	1.508	1.7	0.039	1.3	7.8
2019A	17,172	418	0.149	29.6	17.9	1.623	1.6	0.044	1.6	9.5
2020F	17,784	445	0.159	6.7	16.8	1.738	1.5	0.053	2.0	9.5
2021F	20,098	535	0.191	20.1	14.0	1.882	1.4	0.064	2.4	10.6
2022F	21,538	575	0.206	7.9	13.0	2.032	1.3	0.069	2.6	10.5
已发行股本 Shares in issue (m)					2,797.2	大股东 Major shareholder			COFCO	74.1%
市值 Market cap. (HK\$ m)					8,223.8	流通比例 Free float (%)				25.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					1,473.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					3.640/2.480	2020 年每股估值 2020 NAV(HK\$)				4.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									14.6 / 5.3 / (7.7)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									8.2 / 1.8 / 6.8	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年公司收入同比增长 9.7%至人民币 171.72 亿元，销售量同比增长 6%。2019 年中国食品汽水、瓶装水和果汁收入分别同比增长 10.4%、14.3%和 0.6%。由于高毛利产品销量增长、包装结构改善以及增值税税率下调，中国食品毛利率同比增长 1.1 个百分点至 36.5%。2019 年下半年公司毛利率同比提升 1.9 个百分点。中国食品 2019 全年的经调整 EBIT 增长 33.4%至人民币 10.25 亿元。2019 年全年归属股东净利为人民币 4.18 亿元，同比增长 30.2%。

中国食品作为绝对领导者，充分受益于中国碳酸饮料的增长，其甚至获取了更多的市场份额。汽水产品变得更加多元化，为龙头企业提供了更多的机遇。中国食品的产品结构有潜力继续改善。新冠疫情已经显著影响公司销售。中国食品的短期表现与疫情的进展高度相关。排除疫情影响，公司有着向好的收入增长以及盈利能力改善。在可口可乐强大创新能力的支撑下，公司将推出更多新品。而且其估值相对同业吸引。因此我们给予“买入”评级和 3.80 港元目标价，相当于 21.5 倍、17.9 倍和 16.4 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 产品结构改善好于预期。
- 新品表现良好。
- 市场份额继续提升。
- 估值吸引。

风险分析

- 国内汽水新品牌增多。
- 饮料行业复苏不及预期。
- 旺季天气不及预期风险。

负面因素分析

- 新冠疫情影响餐饮行业以及户外人流量复苏，拖累饮料销售。
- 北京受到疫情二次爆发影响。

损益表

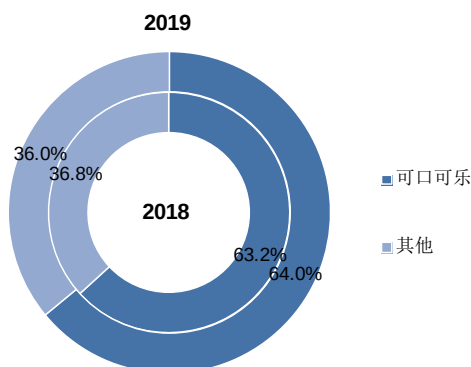
截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入	15,648	17,172	17,784	20,098	21,538
销售成本	(10,107)	(10,898)	(11,286)	(12,682)	(13,547)
毛利	5,541	6,274	6,498	7,416	7,991
销售费用及分销成本	(4,467)	(4,975)	(5,122)	(5,788)	(6,224)
行政及其它支出	(451)	(466)	(462)	(502)	(517)
其他收入与支出	146	191	117	115	115
经营溢利	769	1,025	1,031	1,240	1,364
融资成本净额	(75)	(54)	(18)	(16)	(45)
应占联营公司溢利	44	41	25	25	25
除税前溢利	738	1,013	1,038	1,249	1,344
所得税支出	(162)	(237)	(243)	(294)	(316)
经常性税后利润	576	776	795	955	1,027
税后利润	576	776	795	955	1,027
少数股东权益	(256)	(358)	(350)	(420)	(452)
股东净利	321	418	445	535	575
调整后每股盈利 (港元)	0.115	0.149	0.159	0.191	0.206

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	35.4	36.5	36.5	36.9	37.1
经营利润率 (%)	4.9	6.0	5.9	6.4	6.5
股东净利 (%)	2.1	2.4	2.5	2.7	2.7
股东资金回报率 (%)	7.8	9.5	9.5	10.6	10.5
流动比率 (x)	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0
存货周转天数 (天)	53.1	59.3	46.0	40.0	40.0
应收账款周转天数 (天)	7.0	6.7	9.0	10.0	10.0
应付账款周转天数 (天)	27.8	22.9	29.0	29.0	29.0
净负债比率 (%)	21.9	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司特许经营区域内非酒精饮料的市场份额



资料来源：公司、尼尔森。

收入呈 U 型复苏趋势

分析员：吴宇扬 Barney Wu

蒙牛乳业(02319 HK)

评级：买入

股价：HK\$29.600

目标价：HK\$35.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	68,977	3,043	0.779	48.1	33.4	6.419	4.0	0.181	0.7	12.7
2019A	79,030	4,105	1.049	34.7	25.7	7.411	3.6	0.182	0.7	15.1
2020F	78,432	3,022	0.769	(26.7)	35.0	8.074	3.3	0.177	0.7	9.9
2021F	86,820	4,697	1.195	55.4	22.5	9.166	2.9	0.275	1.0	13.9
2022F	95,677	5,219	1.328	11.1	20.3	10.294	2.6	0.305	1.1	13.6
已发行股本 Shares in issue (m)				3,936.0	大股东 Major shareholder				COFCO	31.4%
市值 Market cap. (HK\$ m)				116,505.8	流通比例 Free float (%)					68.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				12,653.0	2020 年净负债/股东资金 2020Net gearing (%)					46.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				34.373/24.190	2020 年每股估值 2020 NAV(HK\$)					37.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									7.6 / 10.6 / (1.5)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									1.2 / 7.1 / 12.9	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

蒙牛 2020 年上半年现有可比业务收入（不包括君乐宝及贝拉米）较去年同期实现正增长。但是 2020 年上半年蒙牛股东净利同比下降 45%至 60%，因为（1）额外疫情防控费用；（2）为尽快降低渠道库存而投入了额外营销费用；及（3）积极承担社会责任，向社会捐赠款物。疫情爆发后，公司迸发出强大执行力，通过大力度的打折促销及时清理渠道库存。同时，蒙牛提前布局电商渠道和新零售渠道（生鲜电商、社区团购和天鲜配）很大程度上弥补了传统渠道的下滑。公司 2020 年 4 月至 5 月的整体业务恢复良好，现有可比业务的营业收入较去年同期恢复双位数增长。公司在全国的生产基地均已全面复工复产，现金流和库存恢复到健康水平，整体运营恢复情况持续改善。

尽管乳制品行业在疫情期间受到一定影响，但在抗击疫情过程中，消费者对于健康的关注和提升免疫力的需求进一步增强。消费者对优质乳制品的需求将进一步增长。此外蒙牛近年来在高端化、多元化、数字化和国际化方面作出的努力，增强了对抗风险的能力。我们预计 2020 年下半年公司的经营利润率将继续改善。进入防疫常态化后，我们认为只要不出现疫情高峰期的全面封锁的情况，疫情对乳制品行业的影响将逐渐消退。经历这次疫情，我们对于蒙牛的执行力的信心更有信心。因此我们给予“买入”评级和 35.50 港元的目标价，相当于 41.6 倍/26.7 倍/24.1 倍 2020 年/2021 年/2022 年市盈率。

正面因素分析

- 4、5 月份销售恢复双位数增长。
- 鲜奶成为风口，增长迅速。
- 疫情使得消费者对于乳制品需求增加。
- 新零售渠道增长迅速。

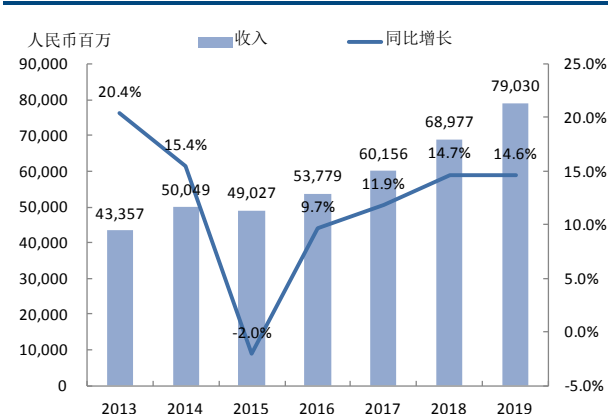
负面因素分析

- 疫情严重拖累蒙牛上半年盈利。
- 净负债比率在消费品企业中较高。

风险分析

- 新收购项目整合存在不确定性。
- 竞争加大风险。

蒙牛收入及增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收益	68,977	79,030	78,432	86,820	95,677
销售成本	(43,193)	(49,351)	(49,075)	(53,601)	(58,979)
毛利	25,784	29,679	29,356	33,219	36,698
其他收入及开支	736	4,101	675	723	777
销售及分销费用	(18,833)	(21,536)	(20,804)	(23,069)	(25,422)
行政开支	(2,915)	(3,319)	(3,581)	(4,061)	(4,539)
其他经营费用	(851)	(3,692)	(1,797)	(1,148)	(1,201)
经营利润	3,835	4,970	3,850	5,664	6,312
净财务收入	318	461	(291)	(196)	(178)
应占联营公司业绩	(300)	175	161	268	268
税前利润	3,853	5,605	3,719	5,735	6,401
税项	(649)	(1,310)	(573)	(880)	(987)
少数股东权益	(161)	(190)	(124)	(158)	(195)
股东应占净利润	3,043	4,105	3,022	4,697	5,219
每股净利 (人民币)	0.779	1.049	0.769	1.195	1.328

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	37.4	37.6	37.4	38.3	38.4
经营利润率 (%)	5.6	6.3	4.9	6.5	6.6
净利润率 (%)	4.4	5.2	3.9	5.4	5.5
股东资金回报率 (%)	12.7	15.1	9.9	13.9	13.6
流动比率 (倍)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
存货周转率 (天)	32.9	34.7	38.0	34.0	32.0
应收帐款周转率 (天)	14.7	15.0	18.0	16.0	16.0
应付帐款周转率 (天)	56.5	50.9	56.0	50.0	50.0
净负债比率 (%)	29.4	58.3	46.0	36.0	8.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

三驾马车成型，朝着 2025 前进

分析员：吴宇扬 Barney Wu

达利食品(03799 HK)

股价：HK\$4.700

评级：买入

目标价：HK\$6.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	20,864	3,717	0.271	8.3	15.5	1.126	3.7	0.141	3.4	25.5
2019A	21,375	3,841	0.280	3.3	15.3	1.189	3.5	0.281	6.7	24.2
2020F	21,911	3,942	0.288	2.6	14.9	1.196	3.6	0.216	5.0	24.1
2021F	23,866	4,327	0.316	9.8	13.5	1.296	3.3	0.237	5.5	25.0
2022F	25,351	4,682	0.342	8.2	12.5	1.401	3.1	0.256	6.0	24.9
已发行股本 Shares in issue (m)				13,694.1	大股东 Major shareholder				许氏家族 85.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				64,362.4	流通比例 Free float (%)				15.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				7,229.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				5.993/4.337	2020 年每股估值 2020 NAV(HK\$)				7.6	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(1.7) / (10.4) / (3.8)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(8.1) / (13.9) / 10.6	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

达利 2019 年收入同比增长 2.5%至人民币 213.75 亿元，主要因家庭消费板块的贡献，其同比大增 41.6%。2019 年美焙辰收入达到人民币 7-8 亿元，而豆本豆收入为人民币 19 亿元。由于销售体系改革，达利休闲食品与即饮饮料板块的收入分别同比下滑 2.4%与 2.1%。达利 2019 年下半年的收入同比增长 4.1%。公司 2019 年的毛利率同比改善 1.1 个百分点至 39.7%。由于推广新产品相关的渠道建设与物流支出增加，达利的销售费用占比同比升 1.0 个百分点至 17.2%。达利 2019 年股东净利同比增长 3.3%至人民币 3,841 百万元，2019 年下半年股东净利则同比微升 1.1%至人民币 17.67 亿元。公司提供了 0.07 港元的末期股息和 0.07 港元的特别股息。2019 年总派息比率达到 100%。

达利已经完成了管理架构和销售体系的重组，为其长远发展打下了良好基础。达利力争在 2025 年之前培育出四个百亿品牌：达利园、乐虎、豆本豆和美焙辰。新冠疫情对于达利有负面影响，但是公司有信心在 2020 年下半年重拾增长。2020 年，达利预计将进一步充实豆本豆的产品线并使美焙辰的销售翻倍。大量的在手现金、强劲的现金流以及稳健的食品业务使得达利在新冠疫情期间保持健康发展，而且疫情期间可能对于达利是一个低价收购优质资产的好时机。另外达利的股息率和估值吸引。因此我们给予公司“买入”评级和 6.30 港元的目标价，相当于 19.9 倍、18.1 倍和 16.8 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 管理架构和销售体系重组进展顺利。
- 积极推出新品求新求变。
- 股息回报率高。

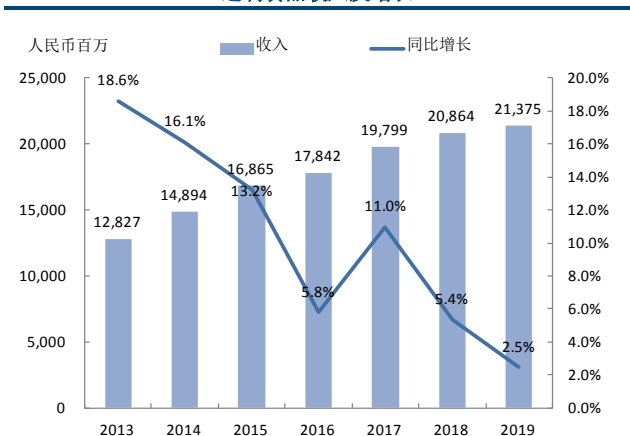
负面因素分析

- 老品销售下滑。
- 新冠疫情影响餐饮行业以及户外人流量复苏，拖累饮料销售。

风险分析

- 饮料行业复苏差于预期风险。
- 功能饮料市场竞争更加激烈风险。
- 短保面包短期内难以实现盈利风险。

达利食品收入及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收益	20,864	21,375	21,911	23,866	25,351
销售成本	(12,813)	(12,884)	(13,220)	(14,292)	(15,116)
毛利	8,051	8,491	8,691	9,574	10,235
其他收入	649	887	833	843	943
销售及推广费用	(3,377)	(3,677)	(3,791)	(4,129)	(4,386)
行政开支	(573)	(553)	(581)	(632)	(672)
经营利润	4,751	5,148	5,152	5,656	6,121
财务费用	0	(1)	0	0	0
税前利润	4,751	5,146	5,152	5,656	6,121
税项	(1,033)	(1,306)	(1,211)	(1,329)	(1,438)
股东应占净利润	3,717	3,841	3,942	4,327	4,682
每股净利 (人民币)	0.271	0.280	0.288	0.316	0.342

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	38.6	39.7	39.7	40.1	40.4
经营溢利率 (%)	22.8	24.1	23.5	23.7	24.1
净利率 (%)	17.8	18.0	18.0	18.1	18.5
股东资金回报率 (%)	25.5	24.2	24.1	25.0	24.9
流动比率 (倍)	5.1	4.3	5.5	4.4	5.9
存货周转期 (天)	21.6	20.5	21.0	21.0	21.0
应收帐款周转期 (天)	15.7	12.4	12.0	12.0	12.0
应付帐款周转期 (天)	16.0	19.5	21.0	20.0	20.0
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

自有品牌销售保持强劲增长

分析员：吴宇扬 Barney Wu

天韵国际(06836 HK)

股价: HK\$0.9500

评级: 买入

目标价: HK\$1.56

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	941	148	0.151	19.5	5.5	0.784	1.1	0.039	4.6	20.8
2019A	1,063	169	0.173	14.8	4.9	0.915	0.9	0.043	5.1	20.4
2020F	1,175	184	0.189	9.0	4.6	1.060	0.8	0.049	5.7	19.1
2021F	1,399	229	0.234	24.1	3.7	1.245	0.7	0.061	7.0	20.3
2022F	1,558	263	0.269	14.8	3.2	1.453	0.6	0.070	8.1	19.9
已发行股本 Shares in issue (m)					977.5	大股东 Major shareholder			四川发展 27.00%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					928.6	流通比例 Free float (%)			54.1	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					3,249.9	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					1.270/0.680	2020 年每股估值 2020 NAV(HK\$)			2.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									27.3 / 27.3 / (13.2)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									21.0 / 23.9 / 1.3	

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2019 年收入同比升 13.0%至人民币 10.63 亿元, 主要受强劲的自有品牌销售增长所驱动, 其同比增长 31.0%至人民币 6.32 亿元。天韵 2019 年毛利率同比小幅下滑 0.1 个百分点至 27.9%。分销及行政费用占比同比上升 0.8 个百分点至 6.0%, 主要由于更多的推广活动与更高的研发开支。2019 年公司的净利润同比增长 14.6%至人民币 1.69 亿元。2019 年下半年公司的股东净利同比增长 23.4%至人民币 0.99 亿元, 好于我们的预期。

天韵已对湖北的工厂进行了改善, 以增强自有品牌产品的仓储和运输安排。待 5、6 号厂房投入运营后, 天韵的生产能力将在 2021 年前得以大幅提升。天韵不仅将继续革新其自有品牌产品的风味与包装, 还会推出全新的饮料产品来满足日趋多样的消费需求。天韵巩固了从线下到线上的多元化分销渠道, 并将进一步深化与国内外合作伙伴在农业及食品领域的战略协作。天韵在 2019 年已经成为果蔬加工行业的头号玩家, 得益于自有品牌业务高速增长。我们认为天韵的估值水平较低, 其利润自上市以来已翻了近一倍。背靠四川发展和住友食品, 公司将继续成长。因此, 我们维持“买入”评级和 1.56 港元的目标价, 相当于 7.4 倍/6.0 倍/5.2 倍的 2020 年/2021 年/2022 年市盈率。

正面因素分析

- 产品结构持续优化。
- 产能扩张计划将支持业务进一步发展。
- 与四川发展和住友食品的合作的协同效应显著。
- 成为水果罐头行业头号玩家。

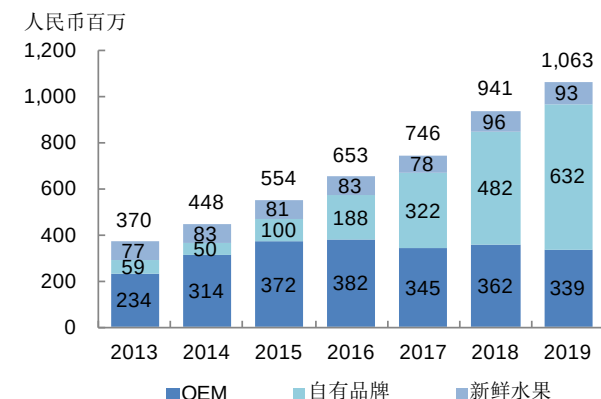
负面因素分析

- OEM 业务收入均出现倒退。
- 自有品牌销售增速略有下滑。

风险分析

- 扩产进度延迟风险。
- 全球疫情反复或影响公司下游需求。
- 中美贸易战加剧的风险。

天韵国际收入按品类划分



资料来源: 公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
OEM 收入	362	339	332	359	369
自有品牌销售及其他	578	724	824	1,011	1,149
收入	941	1,063	1,175	1,399	1,558
销售成本	(677)	(767)	(852)	(1,005)	(1,112)
毛利	263	296	324	394	446
其他收入	1	5	5	6	6
分销开支	(14)	(18)	(21)	(25)	(28)
行政开支	(35)	(46)	(49)	(59)	(65)
经营溢利	212	234	256	314	357
净财务收入	(12)	(9)	(8)	(7)	(4)
税项	(53)	(56)	(63)	(78)	(90)
股东应占净利润	148	169	184	229	263
每股净利 (人民币)	0.151	0.173	0.189	0.234	0.269

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
OEM 毛利率 (%)	28.7	32.2	30.0	31.0	31.0
自有品牌毛利率 (%)	30.8	27.1	28.0	29.0	30.0
综合毛利率 (%)	28.0	27.9	27.5	28.2	28.6
经营利润率 (%)	22.6	22.0	21.8	22.4	22.9
净利率 (%)	15.7	15.9	15.7	16.3	16.8
股东资金回报率 (%)	20.8	20.4	19.1	20.3	19.9
流动比率 (倍)	2.4	2.7	3.5	4.2	7.1
存货周转期 (天)	44.7	45.7	46.1	48.8	48.8
应收帐款周转期 (天)	40.7	50.2	50.0	40.0	40.0
应付帐款周转期 (天)	14.0	13.3	10.5	10.5	10.5
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖率 (倍)	17.7	26.1	30.6	47.4	84.9

资料来源: 公司、国泰君安国际。

对新冠疫情基本免疫

分析员：吴宇扬 Barney Wu

恒安国际(01044 HK)

评级：买入

股价：HK\$60.700

目标价：HK\$68.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	20,514	3,800	3.151	0.1	16.9	13.868	3.8	2.200	4.1	23.1	
2019A	22,493	3,908	3.285	4.2	16.8	15.023	3.6	2.250	4.1	22.6	
2020F	23,948	4,421	3.717	13.1	14.9	16.490	3.3	2.416	4.4	23.6	
2021F	25,384	4,781	4.018	8.1	13.7	18.093	3.1	2.612	4.7	23.2	
2022F	26,671	5,309	4.463	11.1	12.4	20.893	2.6	2.901	5.3	22.9	
已发行股本 Shares in issue (m)				1,189.7	大股东 Major shareholder				施文博与许连捷		39.5%
市值 Market cap. (HK\$ m)				72,214.0	流通比例 Free float (%)						60.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				3,692.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)						净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				70.000/48.600	2020 Est. NAV (HK\$) 2020 每股估值 (港元)						75.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)											(4.1) / 6.3 / 10.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)											(10.5) / 2.8 / 24.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年恒安收入同比增长 9.6%至人民币 224.93 亿元，主要由于纸巾销售快速增长，其同比增长 12.3%至人民币 114.87 亿元。而卫生巾销售额同比微跌 1.6%至人民币 64.87 亿元。恒安收入在 2019 年下半年实现同比 12.9%的增长，增速明显扩大，因纸巾销售同比增速上升到 17.2%。由于木浆价格的下跌，纸巾业务的毛利率同比大增 5.2 个百分点至 27.7%，带动恒安 2019 年毛利率同比微升 0.4 个百分点至 38.6%。2019 年公司市场及广告费用占比同比增长 3.0 个百分点。恒安毛利率改善被销售费用增加所部分抵消。2019 年恒安股东净利同比增长 2.8%至人民币 39.08 亿元。

尽管 2 月份的物流中断以及人员短缺对公司生产造成一定影响，但恒安的生产和运营自 3 月份开始逐渐恢复正常。第 2 季度公司的运营恢复正常，由于渠道补库存需求强劲，公司收入端恢复增长。公司小团队模式的缺点已经充分暴露，且目前该模式的运行越来越有效率。我们预计因为较低的木浆价格和减少的市场及广告费用，恒安将在 2020 年录得更加强健的盈利增长。恒安是疫情期间很好的防御性投资标的，且其估值吸引。因此，我们维持公司“买入”评级和 68.00 港元的目标价，相当于 16.1 倍/15.4 倍/14.7 倍 2020 年/2021 年/2022 年市盈率。

正面因素分析

- 木浆价格同比大幅下降。
- 湿纸巾、成人纸尿裤、space7 升级版表现亮眼。
- 日用品需求受疫情影响较小。
- 市场及广告费用有望收窄

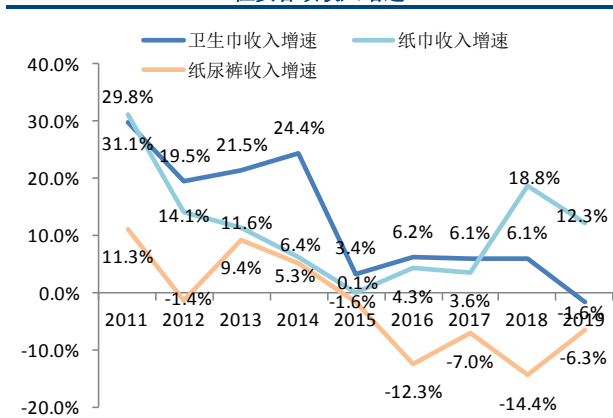
负面因素分析

- 无纺布供应紧缺。
- 卫生巾行业增长放缓。

风险分析

- 纸巾市场竞争加大风险。
- 阿米巴改革不顺利风险。

恒安各项收入增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入	20,514	22,493	23,948	25,384	26,671
销售成本	(12,678)	(13,804)	(14,353)	(15,252)	(16,023)
毛利	7,836	8,689	9,596	10,132	10,649
分销成本	(2,270)	(3,203)	(3,233)	(3,325)	(3,521)
行政费用	(1,199)	(1,285)	(1,389)	(1,472)	(1,547)
其他利得	1,063	1,479	1,338	1,405	1,475
经营利润	5,429	5,680	6,311	6,739	7,056
净财务收入	(525)	(633)	(601)	(565)	(200)
税前利润	4,904	5,047	5,710	6,174	6,856
税项	(1,097)	(1,130)	(1,279)	(1,383)	(1,536)
少数股东权益	(7)	(9)	(10)	(10)	(11)
股东应占净利润	3,800	3,908	4,421	4,781	5,309
每股净利 (人民币)	3.151	3.285	3.717	4.018	4.463

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	38.2	38.6	40.1	39.9	39.9
经营利润率 (%)	26.5	25.3	26.4	26.5	26.5
净利率 (%)	18.5	17.4	18.5	18.8	19.9
股东资金回报率 (%)	23.1	22.6	23.6	23.2	22.9
流动比率 (倍)	1.3	1.3	1.5	1.5	1.7
存货周转期 (天)	111.1	106.9	105.0	106.0	104.0
应收帐款周转期 (天)	45.9	52.7	52.0	46.0	46.0
应付帐款周转期 (天)	72.4	67.8	62.0	64.0	64.0
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖比率 (倍)	10.3	9.0	10.4	11.8	34.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

电子烟业务快速增长

分析员：吴宇扬 Barney Wu

中国波顿(03318 HK)
评级：买入
股价：HK\$1.150
目标价：HK\$1.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	1,146	127	0.162	(13.5)	6.2	3.203	0.3	0.029	2.9	5.2
2019A	1,641	119	0.134	(17.2)	7.7	2.925	0.4	0.000	0.0	4.7
2020F	1,843	172	0.192	42.9	5.5	3.095	0.3	0.040	3.8	6.4
2021F	2,042	195	0.217	13.2	4.8	3.277	0.3	0.040	3.8	6.8
2022F	2,278	225	0.251	15.6	4.2	3.489	0.3	0.040	3.8	3.4
已发行股本 Shares in issue (m)					896.3	大股东 Major shareholder			王明凡 52.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					1,030.7	流通比例 Free float (%)			26.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					48.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			37.7	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					2.000/0.960	2020 Est. NAV (HK\$) 2020 每股估值 (港元)			2.11	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									8.5 / (1.7) / (37.8)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									2.1 / (5.2) / (23.4)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年全年公司收入同比升 43.2%至人民币 16.41 亿元，超出我们预期。2019 年下半年公司收入同比增长 71.0%，增速明显加快，主要因为电子烟收入同比爆发式增长 343.1%至人民币 5.38 亿元，成为公司最重要收入来源。2019 年公司毛利率同比下降 4.8 个百分点至 46.5%，主要因为电子烟的毛利率相对较低所致。除去一次性收益及亏损，公司调整后经营利润同比增长 23.9%，超出我们预期。但因为一次性项目影响以及更高的归属少数股东权益盈利占比，2019 年中国波顿的股东净利同比减少 6.3%至人民币 1.19 亿元。

国内外电子烟的监管带来不确定性，但行业长期增长依旧向好。FDA 已禁止水果味电子烟在美国销售，而中国已禁止电子烟在线上渠道销售，都预示着对电子烟更强的规管。新冠疫情的爆发或影响全球电子烟的销售，但我们认为电子烟的长期增长依旧向好，因其可以满足消费者多元化的需求。中国传统烟草行业亦继续增长，利好公司的香味增强剂业务。由于中国波顿有着向好的收入增长以及较高的盈利能力，我们认为公司目前估值吸引。但公司的收入可能会更多地经由非全资附属公司产生，且永久次级可换股证券预计将继续摊薄公司的每股盈利，其股东或不会完全享受增长的红利。因而，我们给予“买入”评级和 1.80 港元目标价，相当于 8.4 倍/7.5 倍/6.5 倍的 2020 年/2021 年/2022 年市盈率。

正面因素分析

- 公司电子烟及其配件的收入爆发式增长。
- 公司将进一步开发韩国及世界其他地区的贸易业务。
- 2020 年一次性电子烟在美国快速增长，利好公司出口业务。

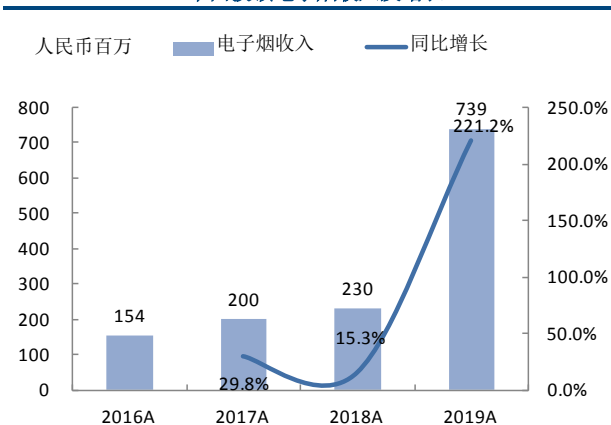
负面因素分析

- 分拆东莞波顿后影响股东净利。
- 香精香料业务的增速有所放缓。
- 国内外电子烟管控政策趋严。

风险分析

- 新冠疫情令全球电子烟产业承压。
- 电子烟行业的政策风险。

中国波顿电子烟收入及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收益	1,146	1,641	1,843	2,042	2,278
销售成本	(558)	(878)	(995)	(1,107)	(1,235)
毛利	588	764	848	935	1,044
其他收入	66	(7)	11	11	10
销售及推广费用	(94)	(143)	(160)	(176)	(196)
行政开支	(275)	(294)	(328)	(363)	(406)
经营利润	285	299	370	407	452
净财务收入	(103)	(86)	(88)	(86)	(83)
税前利润	182	213	282	321	370
税项	(36)	(49)	(56)	(64)	(74)
税后利润	146	164	226	257	296
少数股东权益	(19)	(44)	(54)	(62)	(71)
股东应占净利润	127	119	172	195	225
每股净利 (人民币)	0.162	0.134	0.192	0.217	0.251

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	51.3	46.5	46.0	45.8	45.8
经营利润率 (%)	24.9	18.2	20.1	19.9	19.9
净利率 (%)	11.1	7.3	9.3	9.5	9.9
股东资金回报率 (%)	5.2	4.7	6.4	6.8	7.4
存货周转期 (天)	120.2	100.0	110.0	91.0	85.0
应收帐款周转期 (天)	169.8	101.7	80.0	85.0	80.0
应付帐款周转期 (天)	128.0	111.1	110.0	110.0	110.0
净负债比率 (%)	38.9	42.6	37.7	29.5	23.3
净利息覆盖比率 (倍)	2.7	3.4	4.2	4.7	5.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

2020 年强劲的盈利增长确定性强

分析员：吴宇扬 Barney Wu

维达国际(03331 HK)
评级：买入
股价：HK\$27.700
目标价：HK\$28.80

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	14,879	649	0.544	3.4	50.9	7.306	3.8	0.200	0.7	7.4	
2019A	16,074	1,138	0.953	75.1	29.1	7.918	3.5	0.280	1.0	12.5	
2020F	17,699	1,871	1.566	64.4	17.7	9.204	3.0	0.548	2.0	18.3	
2021F	19,359	2,104	1.760	12.4	15.7	10.694	2.6	0.616	2.2	17.7	
2022F	21,088	2,284	1.911	8.6	14.5	12.335	2.2	0.669	2.4	16.6	
已发行股本 Shares in issue (m)				1,197.3	大股东 Major shareholder				爱生雅	52.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				33,165.7	流通比例 Free float (%)				26.0		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				3,488.8	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				23.8		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				28.950/12.640	2020 Est. NAV (HK\$) 2020 每股估值 (港元)				29.5		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										17.6 / 47.3 / 109.6	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										11.2 / 43.9 / 124.0	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

因为新冠疫情爆发期间延迟生产、物流中断和零售门店的关闭，公司 2020 年第 1 季度收入同比下降 16.2% 至 34.19 亿港元，有机倒退为同比 12.4%。但是因为低木浆价格和持续产品组合改善带来的强劲的毛利率改善（同比上升 11.2 个百分点），公司 2020 年第 1 季度股东净利同比增长 64.8% 至 3.77 亿港元，与之前盈利预喜一致。随着中国的新冠疫情已经被有效控制，维达的所有工厂已经复工，其产能利用率已经快速上升至 90% 以上。

随着人们的生活和工作逐渐恢复常态以及线下销售门店逐渐恢复运营，维达的线下销售强劲复苏。经销商的补库存动作将刺激维达 2020 年第 2 季度的销售。另一方面，随着新冠病毒肆虐全世界，木浆需求疲弱，继续压制木浆价格。随着维达产品结构继续改善，其毛利率长期中枢将明显提高，更不受木浆价格周期影响。我们认为维达产品需求基本对于疫情和宏观经济波动免疫。因双位数的销售增长以及毛利率的预期大幅改善，我们预计维达 2020 年盈利增长以及能见度具有确定性。维达同时具备增长型和防御性的投资标的，且估值吸引。因此，我们给予公司“买入”评级 28.80 港元的目标价，相当于 18.4 倍、16.4 倍和 15.1 倍 2020 年、2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

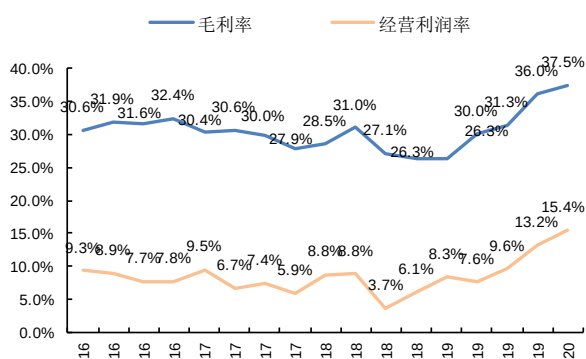
- 木浆价格维持低位，盈利能力提升明显。
- 湿纸巾销售增长强劲。
- 高端产品布局较好。
- 个护增长提速。

负面因素分析

- 纸巾中小品牌起死回生。

风险分析

- 纸巾市场竞争加剧风险。
- 电商市场变得更加拥挤。

维达毛利率和经营利润率


资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收益	14,879	16,074	17,699	19,359	21,088
销售成本	(10,692)	(11,089)	(11,431)	(12,456)	(13,632)
毛利	4,187	4,985	6,268	6,903	7,456
其他收入	(29)	16	20	15	21
销售及推广费用	(2,380)	(2,575)	(2,956)	(3,233)	(3,522)
行政开支	(759)	(856)	(938)	(1,026)	(1,118)
经营利润	1,020	1,570	2,395	2,659	2,838
净财务收入	(216)	(201)	(135)	(119)	(80)
外币汇兑收益	(6)	3	-	-	-
税前利润	798	1,371	2,260	2,541	2,758
税项	(148)	(232)	(389)	(437)	(474)
股东应占净利润	649	1,138	1,871	2,104	2,284
每股净利 (港元)	0.544	0.953	1.566	1.760	1.911

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	28.1	31.0	35.4	35.7	35.4
经营利润率 (%)	6.9	9.8	13.5	13.7	13.5
净利率 (%)	4.4	7.1	10.6	10.9	10.8
股东资金回报率 (%)	7.4	12.5	18.3	17.7	16.6
流动比率 (倍)	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6
存货周转期 (天)	98.9	98.2	110.0	105.0	100.0
应收帐款周转期 (天)	53.8	47.9	47.8	48.3	47.8
应付帐款周转期 (天)	152.4	148.8	150.3	149.3	146.3
净负债比率 (%)	53.5	39.1	23.8	6.3	净现金
净利息覆盖比率 (倍)	4.7	7.8	17.7	22.4	35.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

消费—酒店

跑输大市

分析员：Noah Hudson

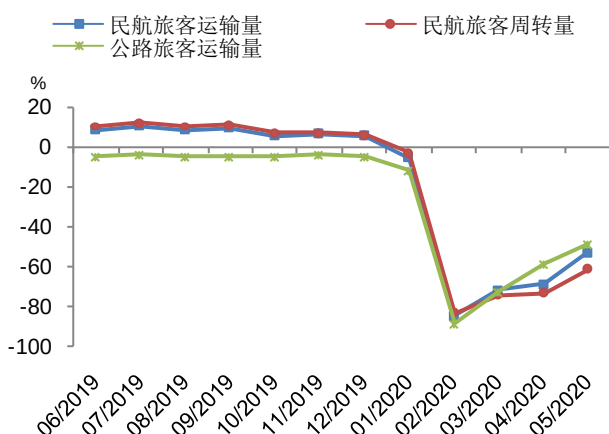
酒店行业是受新冠肺炎疫情影响最严重的行业之一。世界各地的城市都被封锁，出行受到严格限制，在某些情况下旅客被禁止出行，对现代全球酒店和旅游业造成了最大的干扰。自3月28日起，即使是持有有效签证的外国人，也不得再进入中国大陆。中国公民可以返回中国，但目前每次入境都要在政府指定的酒店接受14天的强制检疫。

好消息是，新冠肺炎最坏时刻很短暂，而且已经远离我们，因为中国的酒店及旅游业已开始复苏。受益中国政府有效的措施控制，中国新冠肺炎的爆发已基本受控。中国政府已推行不同的措施以鼓励内需，酒店及旅游业已开始复苏，因为中国消费者逐渐回复正常生活和出行。

中国的酒店入住率和RevPAR在2月触底，自3月开始提升。根据全球酒店业数据服务提供商STR的数据，中国酒店的入住率在2月中旬降至10%以下。然而，截至4月底，中国的入住率和RevPAR仅分别同比下降了约52.1%和61.2%。3月和4月，以入住率计算，深圳的入住率跑赢上海、广州和北京。然而，在5月份，上海的入住率跑赢了深圳。包括湖州和云南在内的休闲市场于5月份的入住率较高。STR的数据显示，截至6月6日，中国的入住率恢复到同比下降约20-25个百分点，一线城市降幅超过其他城市，高端和豪华酒店降幅超过中高端和经济型酒店。酒店日均房价同比下滑20%左右，因为各大酒店纷纷降低价格和费用，以争取市场份额。目前酒店预订量已恢复到正常水平的50%左右。

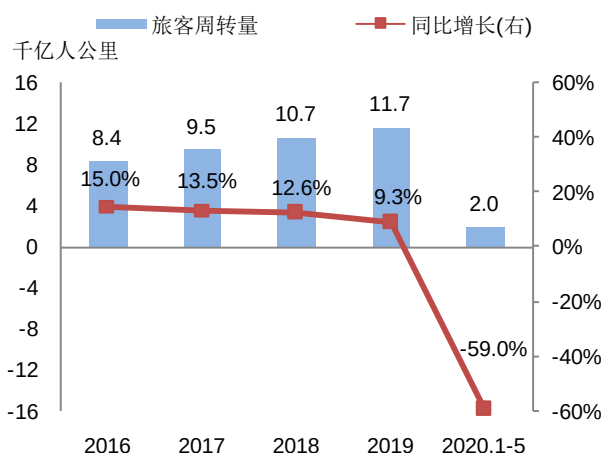
由于严格的出行限制，在新冠肺炎大流行爆发初期，航空旅客人数急剧下降。在1月份农历新年前的旅游旺季，也就是新冠肺炎爆发前，每天约有17,300个客运航班，乘客人数最多接近200万。但从1月23日起，客运量和航班数量均大幅下降，于2月23日触底，分别为132,900人次和3,931架次，仅相当于正常水平的7.5%和23%左右。在2020年第一季度，中国出境旅游人数同比大降66.3%至1,450万人次。

中国民航旅客运输量增长、民航旅客周转量增长及公路旅客运输量增长（同比）



资料来源：中国民用航空局。

中国民航旅客周转量及增速



资料来源：中国民用航空局。

中国国内旅游业已开始复苏，因为自2月下旬起，国内航空旅客人数正在回升。2020年1至5月份民航旅客运输量2.58千万人次，同比下降52.6%；民航旅客周转量为1.955亿人公里，同比下降59.0%；公路旅客运输量为5.423亿人次，同比下降57.3%。据中国民航局的统计，今年3月全国日均航班6,538架次，日均运送旅客458,300人次。4月份，日均航班和旅客数量分别环比增长6.3%和14.1%至6,950架次和522,700人次。5月份，这些数字以更快的速度增长；日均航班数为9,487架次，环比增长36.5%；日均旅客数为785,800人次，环比增长50.3%。最新数据显示，6月1日至5日，日均航班数量为10,570架次，日均客运量为935,200人次，环比分别增长61.7%和104.1%，分别相当于去年同期的66.1%和57.4%。6月5日，合计有11,333架次航班，为2月份以来最高，合计有103.7万位旅客，相当于2019年正常水平的61.5%。这也是自1月28日起，航空旅客人数首日达到100万位旅客。

国际出行有望在今年晚些时候将开始复苏。目前仍有严格的限制措施,将国际航班数量限制在每周 134 架次左右。自 3 月下旬起,中国的航空公司在一条航线上每周只允许一次国际客运航班。不过,这些限制预计将在未来几个月内放松。自 6 月 8 日起,一些此前禁止飞往中国大陆的外国航空公司每周允许一次航班。然而,增加的运力主要是为了让海外华人返回祖国。由于许多跨境旅游限制和检疫要求仍然生效,中国的出境游还没有复苏的迹象。我们预计,由于新冠肺炎大流行,中国当局将继续严格限制国际航班,至少到 10 月份为止。

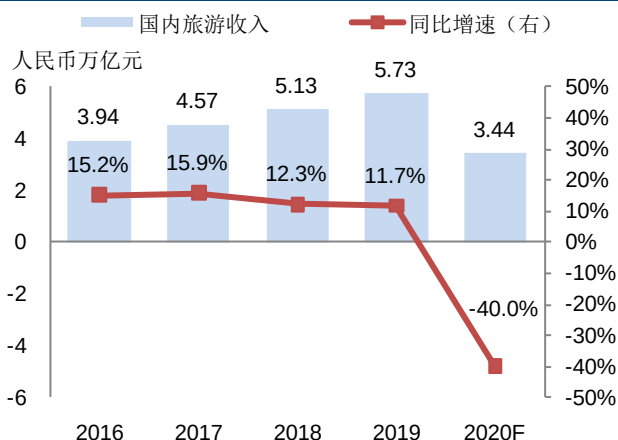
出行信心正在稳步改善。英国的在线旅行社天巡网和子公司携程集团(TCOM US)于 6 月初公布,在目前的环境下,旅客对航空旅行态度的调查结果。在全球范围内,旅客的焦虑已从 72% 的高水平降至目前(最低的) 58%。受欧洲(从 6% 的最低点升至 15%)和美国(从 7% 升至 18%)的乐观情绪推动,认为国际旅行安全的人数已经翻倍:从 6% 的最低点升至目前的 12%。

在亚太地区,30% 的人认为现在国内旅行是安全的,澳大利亚、韩国、新加坡和台湾的人最乐观。根据天巡网的调查,在亚太地区,49% 的人认为全球形势正在好转,较前一周的 47% 有所上升;75% 的人认为他们的国内旅游形势正在好转,较前一周的 73% 有所上升,而且;大部分的人预计,他们需要超过 6 个月才能再次出国旅行。根据由携程集团(TCOM US)和中国旅游研究院于 3 月进行的旅游意愿调查,41% 的中国旅客表示,一旦新冠肺炎大流行受控,他们愿意坐车旅行,29% 愿意坐火车旅行,16% 愿意坐公共汽车旅行,只有 14% 愿意坐飞机。

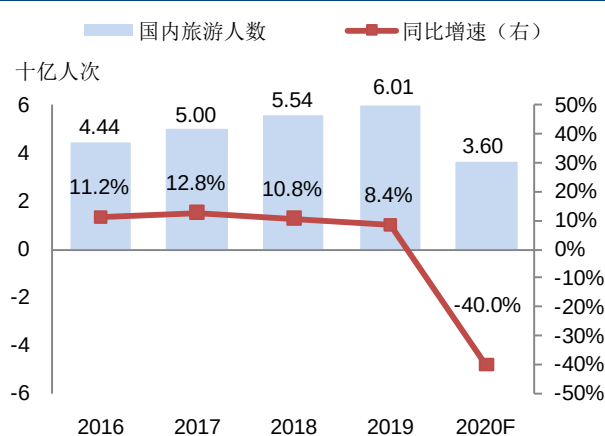
预计中国的在线旅行社和酒店企业将开始复苏,但部分企业要到 2020 年第 3 季度。中国最大的在线旅行社携程集团(TCOM),其 2020 年第一季度收入同比下降 42.1%,预计 2020 年第二季度收入同比下降 66%-77%。我们预计 2020 年第二季度将是携程集团的业绩将从 2020 年第三季度开始回升。同程艺龙(00780)预计,其 2020 年第二季度净收入将同比下降 24%-29% 左右,好于其在 2020 年第一季度 43.6% 的收入下降。途牛网(TOUR US)在 2020 年第 1 季度收入下降 61.9%,预计 2020 年第 2 季度收入同比下降 86%-96%。格林酒店(GHG US)在中国有 3,963 家酒店在运营,其 2010 年第一季度收入同比下降 33.1%,预计其 2020 年第二季度收入同比下降 18%-23%。大幅打折将损害利润率。由于预计行业在今年余下时间内仍将处于复苏阶段,酒店企业和在线旅行社正降低价格以保持竞争力,避免失去市场份额。携程集团管理层给出 2020 年第二季度非 GAAP 经营亏损指引在人民币 12 亿元-13 亿元之间。我们预计我们覆盖的所有酒店企业它们今年的核心净利将为负数。

2020 年全球的旅游业务收入可能将下降 30% 至 62%。根据 STR,2019 年的全球旅游业增长 3.5%,连续第九年跑赢了世界 GDP 的增长率。世界旅行与旅游理事会于 6 月份发表的一份研究报告显示,在乐观的情况下,全球 2020 年国际游客数量将减少 41%,旅游业收入将减少 30%。在基准情况下,2020 年国际旅客人数将减少 53%,旅游业收入将减少 39%。最后,在世界旅行与旅游理事会的悲观预测下,2020 年国际旅游人数将下降 73%,旅游业收入将下降 62%。

中国国内旅游总收入及增速



中国国内旅游人数及增速



资料来源: CEIC、中华人民共和国文化和旅游部、国泰君安国际。

资料来源: CEIC、中华人民共和国文化和旅游部、国泰君安国际。

取消检疫要求的快捷通道和“旅行泡泡”将允许更快的地区边境开放。6月8日，新加坡和中国开通了“快捷通道”，允许新加坡和中国大陆六个省之间的必要商务和公务旅行。“旅行泡泡”允许人们在不受检疫或检疫的情况下跨越国界。旅客在飞行前和到达目的地后必须检测新冠肺炎为阴性。自5月以来，香港当局一直试图建立类似的旅行泡泡，允许香港、广东省和澳门之间的旅行，而不需要进入目前所需的14天检疫。我们预计，在最终全面恢复往返中国的国际旅行之前，这种更多的旅行泡泡将被推广到其他低风险地区。

中国酒店行业的复苏速度将取决于旅游限制放松及最终取消的速度。预计随着新冠肺炎疫情大流行在全球范围内受控，中国的出行限制已经开始放松，且有望将继续逐步放松。目前对国内和短线区域出行的限制可能在夏季继续放宽，如果全球新冠肺炎的感染率继续下降的话，10月份往返中国的洲际出行可能重新开放。我们预计，国内旅游业将于2020年余下时间继续复苏和反弹。

我们认为2020年中国的酒店和旅游收入可能将下降30%至50%。2019年，中国国内旅游业收入增长至11.7%至人民币5.73万亿元，国内旅客的客运量增加8.4%至60.1亿次。STR预测，由于更多运营酒店数量和经济复苏步伐等一系列因素，北京的酒店入住率在2023年之前不会恢复到2019年的水平；据STR表示，RevPAR预计在2024年前不会恢复到2019年的水平。然而，我们认为，与全球酒店和旅游收入增长相比，中国的酒店和旅游收入的增长将恢复的更快。受益于中国政府的应对措施，在中国的大流行已基本受控，国内旅游也开始恢复。

投资建议

我们预计2020年酒店行业“跑输大市”。尽管行业正在复苏，但在行业的收入和利润恢复至2019年的水平之前，还需要一个漫长的过程和有许多不确定性。我们对携程集团(TCOM US)和华住集团(HTHT US)的评级为“卖出”。我们对锦江资本(02006 HK)的评级为“减持”。

我们预计2020年携程集团(TCOM US)的经营利润和净利润均将录得亏损，因为受到利率下滑加剧令收入大跌。携程集团以及与其竞争的其他在线旅游公司正在下调价格和费用，从而试图在目前低迷的环境下刺激需求和争取市场份额。

对华住集团(HTHT US)来说，新冠疫情的时机再糟糕不过了。由于收入下降和费用比率上升，我们预计华住集团今年的净利润将为负数。在爆发2019年的新冠肺炎之前，伴随收购高端的德意志酒店及华住集团今年进军高端市场，华住集团已经承诺增加开支和资本支出。

对锦江资本(02006 HK)造成的负面影响将一定程度上得到缓解，因为它从控股公司获得财务支持。锦江国际（集团）有限公司是上海国资委直接管理和控制的国有独资公司。不过，我们仍然预计，锦江资本今年的核心净利润仍将为负数。

公司名称	编号	股价 (US\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
华住集团	HTHT US	35.050	卖出	n.a.	313.0	151.2	6.6	(3.8)	0.0
携程集团	TCOM US	36.920	卖出	n.a.	31.1	20.8	1.1	(2.9)	0.0
锦江资本	02006 HK	HK\$1.370	减持	51.2	23.1	16.6	0.8	1.5	1.3
市值加权平均			跑输大市	51.2	140.4	71.3	3.2	(3.1)	0.3

资料来源：国泰君安国际。

受新冠肺炎疫情影响，酒店入住率和利润明显下降

分析员：Noah Hudson

锦江资本(02006 HK)
评级：减持
股价：HK\$1.370
目标价：HK\$1.25

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	20,631	762	0.137	0.1	8.8	1.702	0.8	0.080	6.4	8.0
2019A	20,972	676	0.121	(11.3)	10.3	1.658	0.8	0.080	6.4	7.2
2020F	13,586	136	0.024	(80.0)	51.2	1.659	0.8	0.016	1.3	1.5
2021F	15,005	300	0.054	121.3	23.1	1.822	0.7	0.035	2.8	3.1
2022F	15,828	417	0.075	39.2	16.6	2.036	0.6	0.080	6.4	3.9
已发行股本 Shares in issue (m)				5,566.0	大股东 Major shareholder				锦江国际 75.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				7,625.4	流通比例 Free float (%)				25.0	
3 个月平均成交量 3 month average vol. ('000)				2,849.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				19.4	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				1.660 / 1.130	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				1.5	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									1.1 / 10.5 / (4.4)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(5.3) / 7.0 / 10.0	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司的运营所有的有限服务酒店的子公司，上海锦江国际酒店（600754 SH），在 2020 年第 1 季度营业收入同比下降 34.4% 至人民币 21.890 亿元，归属股东净利润同比减少 42.3% 至人民币 1.706 亿元，基本每股收益同比下降 42.3% 至人民币 0.1780 元，扣除非经常性利润后归属锦江酒店股东净亏损为人民币 0.936 亿元，差于我们的预期。受新型冠状病毒肺炎的负面影响，有限服务的成熟酒店（运营 18 个月或以上的酒店）的平均每间可供出租客房收入（RevPAR）同比下降 48.3% 至人民币 84 元，中端酒店的同店 RevPAR 同比下降 50.1% 至人民币 106 元，而经济型酒店的 RevPAR 下降 45.7% 至人民币 64 元。受新型冠状病毒肺炎的负面影响，我们预测 2020 年至 2022 年收入分别为人民币 136 亿元、人民币 150 亿元和人民币 158 亿元，分别对应-35.2%、10.4%和 5.5%的增长率。

公司投资评级为“减持”，目标价为 1.25 港元，相当于 6.8 倍 2020 年经调整 EV/EBITDA。我们的估值相对较低，但考虑到公司依赖非经营性其他收入及收益来提高营业利润和股东净利润，我们认为较低的估值是合理的。例如，在 2018 年和 2019 年，公司其他收入及收益为人民币 8.93 亿元和人民币 7.79 亿元，分别相当于 117.2%和 115.3%的股东净利润。

正面因素分析

- 截至 2020 年 3 月 31 日，公司总共有 8,647 家已开业有限服务酒店，其中 42.7%属于中端酒店，57.4%属于经济型酒店（相比之下截至 2019 年 4 月 30 日有 35.9%属于中端酒店，64.1%属于经济型酒店）。
- 2020 年 3 月 31 日，公司已经签约的酒店规模合计达到 13,287 家，已经签约的酒店客房规模合计达到 1,342,486 间。

风险分析

- 若宏观经济恶化，中端酒店市场竞争加剧，使入住率和 RevPAR 持续承压，公司或面临关闭更多酒店的境遇。

负面因素分析

- 酒店是受新冠肺炎疫情影响最严重的行业之一。我们认为 2020 年中国的酒店和旅游收入可能将下降 30%至 50%。预计公司的业绩 2020 年第 3 季度才开始复苏。

损益表

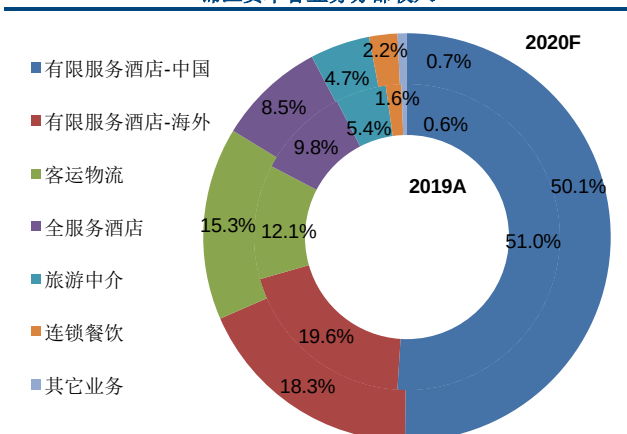
截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	20,631	20,972	13,586	15,005	15,828
经营成本	(15,425)	(14,900)	(10,216)	(10,999)	(11,444)
毛利润	5,206	6,072	3,369	4,006	4,384
销售费用	(1,345)	(1,361)	(937)	(1,005)	(1,029)
管理费用	(2,432)	(2,460)	(1,644)	(1,786)	(1,852)
经营溢利	1,429	2,252	788	1,215	1,504
净财务（开支）/ 收入	(623)	(965)	(1,450)	(1,365)	(1,200)
非经营收入	1,014	939	1,021	944	802
税前利润	1,820	2,225	359	794	1,105
税项	(390)	(583)	(75)	(167)	(232)
少数股东权益	(668)	(966)	(148)	(328)	(456)
股东应占溢利	762	676	136	300	417
经调整 EBITDA	4,103	5,941	2,979	2,880	3,310
每股盈利（人民币）	0.137	0.121	0.024	0.054	0.075

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	4.4	1.7	(35.2)	10.4	5.5
净利增长 (%)	0.1	(11.3)	(80.0)	121.3	39.2
毛利率 (%)	25.2	29.0	24.8	26.7	27.7
经调整 EBITDA 利润率 (%)	19.9	28.3	21.9	19.2	20.9
经营利润率 (%)	6.9	10.7	5.8	8.1	9.5
净利率 (%)	3.7	3.2	1.0	2.0	2.6
资产回报率 (%)	2.3	2.2	2.5	2.4	2.8
股东资金回报率 (%)	8.0	7.2	1.5	3.1	3.9
流动比率 (倍)	1.1	1.0	1.3	1.6	1.5
净负债权益比率 (%)	37.9	32.8	19.4	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

锦江资本各业务分部收入



资料来源：公司。

业绩还没见底

分析员：Noah Hudson

华住集团(HTHT US)
股价：US\$35.050
评级：卖出
目标价：US\$25.80

			Earnings/ ADS	Earnings/ ADS						
	Turnover	Net Profit	(RMB)	(△%)	PER	BV/ADS	PBR	DP/ADS	Yield	ROE
End 12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(△%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2018A	10,063	716	2,540	(42.3)	94.9	21.917	11.0	0.920	0.4	11.6
2019A	11,212	1,769	6,220	144.9	39.8	25.955	9.5	5.720	2.3	26.1
2020F	9,642	(343)	(1,206)	n.a.	n.a.	37.745	6.6	0.000	0.0	(3.8)
2021F	12,178	225	0.790	n.a.	313.0	39.576	6.2	0.592	0.2	2.0
2022F	13,640	465	1.635	107.0	151.2	41.477	6.0	1.226	0.5	4.0
总 ADS 数 ADS in issue (m)					296.8	大股东 Major shareholder				季琦 34.0%
市值 Market cap. (US\$ m)					10,403.8	流通比例 Free float (%)				43.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					2,284.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				131.7
52 周高/低 52 Weeks high/low (US\$)					43.150 / 25.100	2020 年每股估值 2020 NAV (US\$)				31.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										6.0 / 29.8 / (2.1)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										0.6 / 2.8 / (26.0)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

由于新冠肺炎疫情的爆发，2020 年第 1 季度公司收入同比下降 15.7% 至人民币 20 亿元。剔除德意志酒店集团(Deutsche Hospitality)后，净利润同比下降 46.0%。公司已采取降低成本的措施来减少成本和支出，未来几个季度还会有一系列减少租金、人力成本和管理费用的措施出现。因此，净收入的减少直接影响了营业收利润 2020 年第 1 季度经调整 EBITDA 亏损为人民币 7.04 亿元，对比 2019 年第 1 季度为人民币 5.28 亿元的正值。市场低迷将加速行业整合，华住准备扩大市场份额。在未来三年，公司预计将在中国进军更多的低线城市。

公司投资评级为“卖出”，目标价为 25.80 美元，相对我们用折现现金流方法得出的每份美国存托凭证估值（31.13 美元）有 17.1% 的折让。华住预计 2020 年第 2 季度净收入将同比下降 32% 至 34%，或在剔除德意志酒店集团的情况下同比下降 35% 至 37%。长期来看，我们对华住向高端市场扩张保持积极看法，但我们认为中期内存在下行风险。

正面因素分析

- 公司年迄今已减少租金人民币 1.37 亿元，并预计 2020 年全年可自由支配支出将减少人民币 1.63 亿元，另外将减少总部和酒店员工成本人民币 4.03 亿元。
- 5 月华住高端品牌的入住率比行业高约 20 个百分点。
- 3 月至 6 月，新签署加盟酒店合同协议数量同比增长。
- 截至 2020 年 3 月 31 日，华住在建未开业酒店总数为 2,375 家。
- 暂时关闭的酒店数量从 2 月中旬 2,310 家的峰值下降至 2020 年 3 月 31 日的 369 家。

风险分析

- 新的病毒有可能出现并且广泛传播。
- 公司没有给出 2020 年全年收入的指引。

负面因素分析

- 以 2019 年水平的百分比计，同店 RevPAR 在 2 月份跌至约 22% 的谷底，到 6 月只回升至约 65%，公司预期到 2020 年 4 季度可能只回升至约 85%。
- 到 6 月德意志酒店入住率只回升至约 23%。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
净收入	10,063	11,212	9,642	12,178	13,640
自营酒店经营成本	(6,476)	(7,190)	(6,183)	(7,810)	(8,747)
酒店盈利	3,587	4,022	3,459	4,369	4,893
开店费用	(255)	(502)	(722)	(767)	(823)
销售费用	(348)	(426)	(612)	(658)	(697)
管理费用	(851)	(1,061)	(1,524)	(1,638)	(1,736)
经营溢利	2,344	2,108	618	1,314	1,637
净财务(开支)/收入	(96)	(155)	(336)	(368)	(374)
非经营收入	(855)	612	180	180	180
税前利润	1,393	2,565	461	1,126	1,443
税项	(569)	(640)	(640)	(737)	(814)
少数股东权益	(11)	8	0	0	0
股东应占溢利	716	1,769	(343)	225	465
EBITDA	2,272	3,555	1,696	2,752	4,164
每份 ADS 盈利 (人民币)	2,540	6,220	(1,206)	0.790	1.635

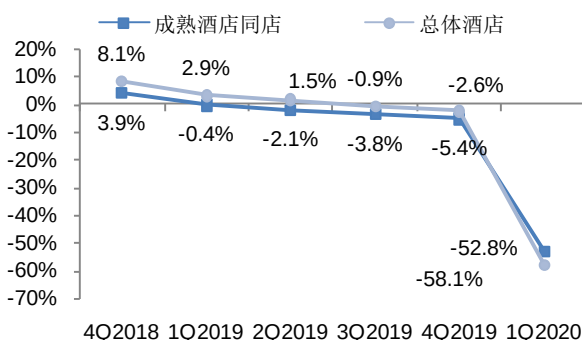
重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	22.3	11.4	39.8	7.5	6.2
净利增长 (%)	(41.7)	147.0	(119.4)	n.a.	107.0
EBITDA 利润率 (%)	22.6	31.7	17.6	22.6	30.5
经营利润率 (%)	23.3	18.8	6.4	10.8	12.0
净利率 (%)	7.1	15.8	(3.6)	1.8	3.4
资产回报率 (%)	3.5	4.6	2.9	3.2	3.4
股东资金回报率 (%)	11.6	26.1	(3.8)	2.0	4.0
流动比率 (倍)	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1
净资产负债比率 (%)	90.3	182.2	131.7	125.9	120.8

资料来源：公司。

资料来源：公司、国泰君安国际。

平均每间可供出租客房收入同比增长



预期携程 2020 年录得经营亏损

分析员：Noah Hudson

携程集团(TCOM US)

评级：卖出

股价：US\$25.820

目标价：US\$20.40

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	Earnings/ ADS (RMB)	Earnings/ ADS (Δ%)	PER (x)	BV/ADS (RMB)	PBR (x)	DP/ADS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	30,965	1,112	2.032	(50.0)	87.7	158.463	1.1	0.000	0.0	1.3
2019A	35,666	7,011	12.350	507.8	14.8	182.157	1.0	0.000	0.0	7.4
2020F	21,981	(3,018)	(5.046)	n.a.	n.a.	169.597	1.1	0.000	0.0	(2.9)
2021F	25,926	3,554	5.879	n.a.	31.1	174.571	1.0	0.000	0.0	3.4
2022F	30,960	5,379	8.806	49.8	20.8	182.249	1.0	0.000	0.0	5.0

总 ADS 数 ADS in issue (m)	593.1	大股东 Major shareholder	百度(BIDU US)	11.8%
市值 Market cap. (US\$ m)	15,372.4	流通比例 Free float (%)		71.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	6,044.8	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		31.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (US\$)	40.905 / 20.100	2020 年每股估值 2020 NAV (US\$)		24.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)				2.3 / 15.1 / (30.2)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)				(3.1) / (11.9) / (54.1)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

由于新型冠状病毒带来的负面影响，我们预期携程 2020 年至 2022 年净收入分别为人民币 220 亿元、人民币 260 亿元和人民币 310 亿元，分别对应-38.4%、17.9%和 19.7%的增长率。我们预计新型冠状病毒将在 2020 年下半年对酒店行业持续产生负面影响。一旦新型冠状病毒疫情最终稳定下来，可能需要数周或者数月才能使旅行及酒店行业增长全面复苏。此外，我们预计新型冠状病毒将对经济产生负面影响，这将拉低 2020 年内酒店及旅行的需求，因此我们认为酒店行业可能不会在 2020 年下半年强劲复苏。由于预计 2020 年下半年仍将处于复苏阶段，携程将继续降低价格以保持竞争力，避免失去市场份额。携程管理层给出 2020 年第二季度非 GAAP 经营亏损指引在人民币 12 亿元-13 亿元之间。

携程投资评级为“卖出”，目标价为 20.40 美元，相对我们运用折现现金流方法得出的 24.43 美元每份 ADS 估值有 16.5% 的折让。我们预期携程非通用会计准则营业亏损为 15 亿元人民币，2021 年和 2022 年非通用会计准则营业利润分别为 38 亿元人民币与 55 亿元人民币。

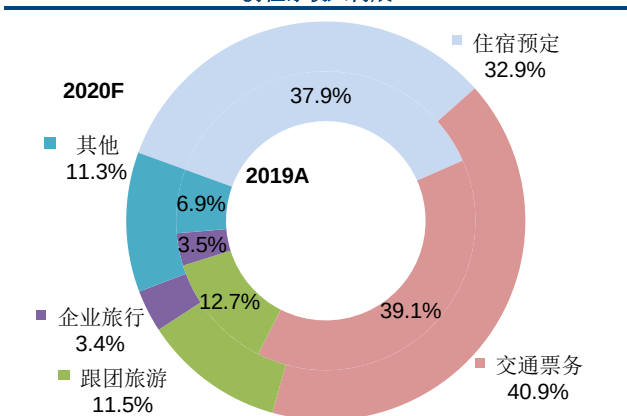
正面因素分析

- 快速增长的国际业务将抵消中国业务增长放缓的影响。公司旗下的携程和去哪儿品牌瞄准中国市场，而 Trip.com 和天巡的目标则是国际市场。公司也一直在发展其全球合作伙伴，包括对 MakeMyTrip (MMYT US) 和猫途鹰 (Trip US) 的投资。
- 80%以上的订单通过公司的 APP 进行。

风险分析

- 宏观经济放缓以及中美贸易冲突。
- 国内几家连锁酒店联合抵制在线旅行社，并积极发展直销渠道，携程酒店业务量或将受损。

携程净收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

负面因素分析

- 公司持有 MakeMyTrip (MMYT US) 49%股权。彭博一致预期显示其 2021 财年和 2022 财年估计将分别录得 99.7 百万美元和 47.7 百万美元的亏损，对携程的利润产生负面影响。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
净收入	30,965	35,666	21,981	25,926	30,960
销售成本	(6,324)	(7,372)	(6,204)	(6,280)	(6,562)
毛利	24,641	28,294	15,777	19,646	24,398
产品发展费用	(9,620)	(10,670)	(8,052)	(7,878)	(9,266)
销售与管理费用	(9,596)	(9,295)	(7,413)	(6,901)	(8,222)
管理费用	(2,820)	(3,289)	(3,144)	(2,445)	(2,821)
经营溢利	2,605	5,040	(2,831)	2,421	4,089
净财务(开支)/收入	391	417	400	854	1,514
其他收益	(1,107)	3,283	(1,811)	1,183	1,399
税项	(793)	(1,742)	1,019	(1,114)	(1,751)
少数股东权益	16	57	207	211	128
股东应占溢利	1,112	7,011	(3,018)	3,554	5,379
每份 ADS 盈利 (人民币)	2.032	12.350	(5.046)	5.879	8.806

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	15.2	14.8	(38.4)	17.9	19.4
净利增长 (%)	(48.4)	530.5	(143.0)	n.a.	51.5
EBITDA 利润率 (%)	2.9	19.1	(25.9)	10.0	14.1
经营利润率 (%)	8.4	14.1	(12.9)	9.3	13.2
净利率 (%)	3.6	19.7	(13.7)	13.7	17.4
资产回报率 (%)	0.6	3.6	(1.6)	1.9	2.8
股东资金回报率 (%)	1.3	7.4	(2.9)	3.4	5.0
流动比率 (倍)	1.2	1.0	0.9	1.0	1.0
净资产负债率 (%)	45.0	31.7	31.3	18.5	12.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

消费—零售行业

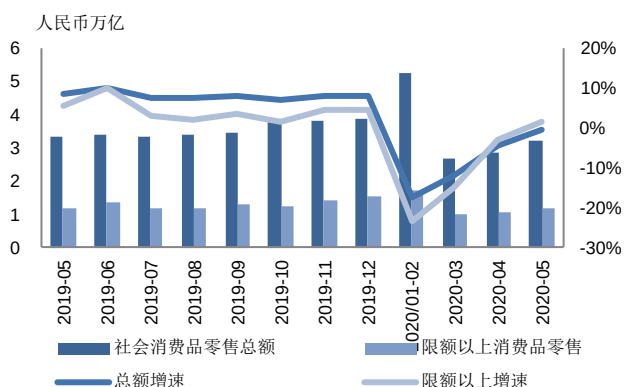
跑赢大市

分析员：宋涛 Andrew Song

行业概况

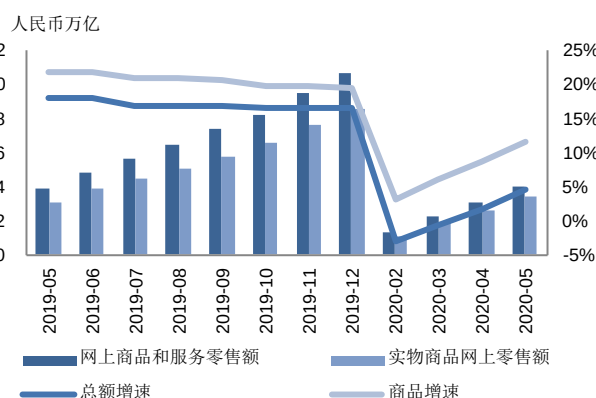
受新冠疫情影响，社会消费品零售总额增速在上半年回落，品类表现分化。2020年1-5月的累计社会消费品零售总额为13.9万亿元人民币，增速同比倒退13.5%，除汽车以外的消费品零售额同比下降13.0%，限额以上单位消费品零售额同比下降12.7%。在2020年2-3月国内新冠疫情爆发期间，各地采取了严格的居家隔离措施以及暂停了除必需消费品以外的消费经营场所，从而导致社零总额同比大幅下滑，其中1-2月和3月的同比降幅分别为20.5%和15.8%。然而，随着新冠疫情在国内得到有效控制，大部分消费经营场所已经恢复政策运营，居民的日常生活正在逐渐恢复正常。4月和5月的社零总额同比降幅也分别持续收窄至7.5%和2.8%。从限额以上单位商品零售细分品类来看，生活必需品，包括食品、饮料、日用品和药品的增长表现稳定，一方面在疫情期间生活必需品的消费受到较少影响，生鲜和卫生用品的需求反而有所上升，另一方面食品CPI的上升也拉动了销售额的增长；消费升级品类销售复苏显著，化妆品和通讯器材品类销售在4月由负转正并在5月录得双位数增长，但黄金珠宝的销售则由于消费情绪疲弱仍未明显好转；住房相关类商品包括家电、家具和装修建材的销售增速继续受到较大压力。线上实体商品的销售额在疫情期间取得了较快增速，1-5月同比上升11.5%，占社零总额的比例上升至24.3%，创下新高。

社会消费品同比增速



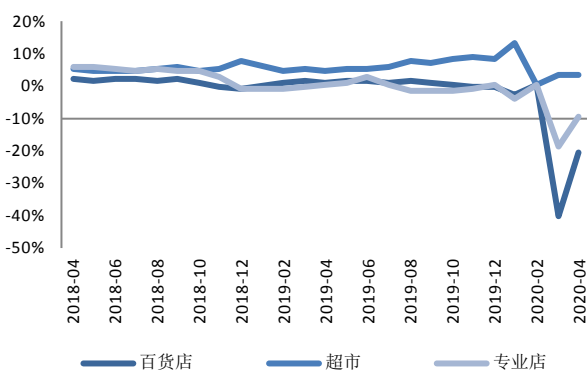
资料来源：中国统计局。

网上商品和服务零售额



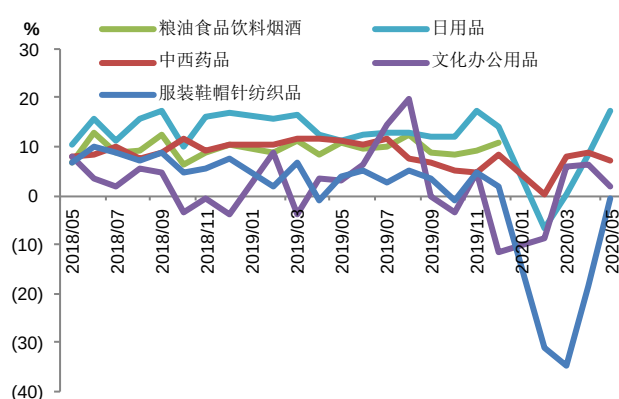
资料来源：中国统计局。

重点零售企业销售增速比较



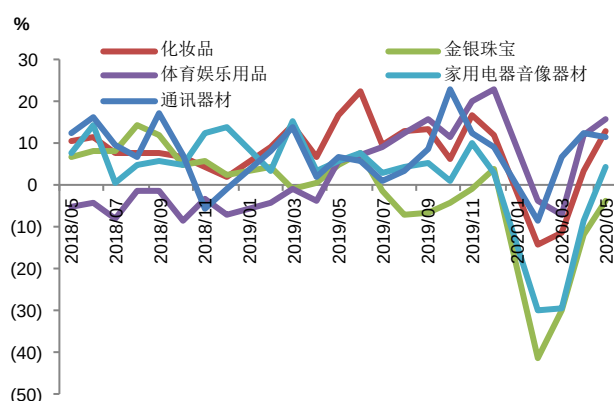
资料来源：中国商务部。

生活必需品



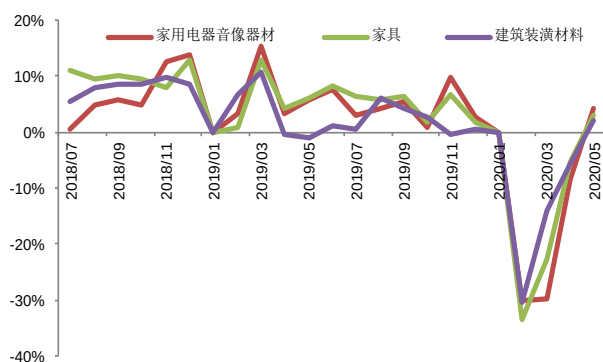
资料来源：中国统计局。

消费升级品类



资料来源：中国统计局。

地产相关品类



资料来源：中国统计局。

线上线下融合加速，市场集中度提升。在疫情影响下，线下的零售店铺，特别是百货店和购物中心遭到了较大的冲击。疫情期间，非必需的实物消费和带体验的服务消费显著下降。而相比较，疫情催化了部分消费群体线上消费的习惯，线上消费和到家业务的渗透率快速提升，行业龙头进一步抢占市场份额，在疫情期间增长迅速。同时，客单价的上升也解决了单次配送成本过高的问题，线上企业盈利能力得到改善。尽管线上发展迅速，但线下门店仍有其不可替代的作用。在经过多年的行业整合之后，线上线下的结合不断成熟，覆盖的范围也越来越广，从高频到低频、从百货到生鲜、从购物中心到便利店，双线驱动的模式无处不在。普华永道在《中国零售与消费品行业并购趋势》中提到，2019年中国零售与消费品行业并购交易金额达497亿美元，并购量为976起，其中互联网零售是并购交易最为活跃的版块，超大型交易也有所增多。在经过2020年的疫情之后，不少零售企业暴露出经营上的短板和瓶颈，物流配送和供应链的不足使其丢失市场份额，预计这些企业未来会加大对线上和供应链的布局，或是通过行业整合或是战略结盟等方式补上短板。我们认为未来零售的发展方向还将继续是线上和线下的优势整合和互补，线上电商利用数据和流量的优势为线下零售商赋能，优化产品结构、库存管理并提升运营效率，传统零售商提供线下入口和场景体验，并利用自身店仓布局优势提供配送到家模式。

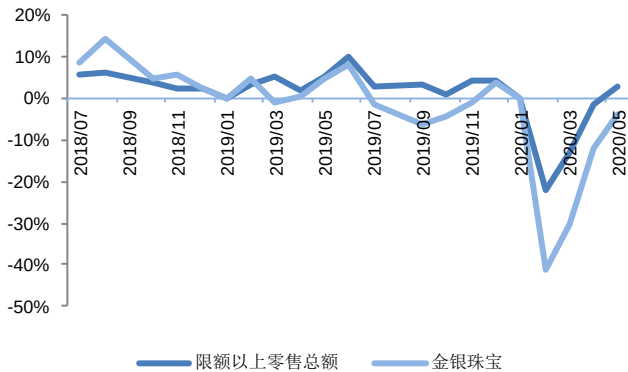
超市行业仍是主要受益标的。超市企业以销售生活必需品例如生鲜、日用品为主，在零售行业中受疫情影响最小。2020年上半年CPI特别是食品CPI受猪价拉动持续在高位运行，尽管5月食品CPI有所回落，但仍然有10.6%的同比涨幅。疫情期间京东到家、每日优鲜等线上生鲜平台的活跃用户和销售额都有大幅上升，到家业务迎来爆发性增长。高鑫零售的淘鲜达业务在疫情期间订单收入同比增长3.5-4.0倍，客单价超过100元人民币，每店的日均单量受制于配送能力被限制在了700单。而另一方面，超市行业要求经营者有较强的商品信息化和供应链把控能力，少数龙头企业具有更大的经营优势。2019年前5大商超企业的市场份额已经超过50%。我们认为在未来的行业发展中，超市行业的市场格局会进一步整合，线下门店对信息化、数字化的利用会更加深入，包括会员体系、物流体系、仓储体系会深度整合在超市的日常经营汇总。经营效率的持续提升将是行业的发展方向，全国性龙头企业具有不可比拟的优势。

百货业态经营压力较大，市内免税或成为新催化剂。受疫情影响，百货店在2-3月短暂关闭，而在4-5月重新开始运营后客流量的恢复速度也慢于预期，线上销售对传统百货有着较大的挤出效应。然而，随着市内免税试点的放开，百货业迎来新的发展机会。在奢侈品的购买上，由于国内高税率和高定价的模式，价格缺乏吸引力，消费者更偏好去海外购买，2019年中国游客海外购买奢侈品占比达到70%。中国目前的免税店集中在机场等出入境口岸，而在海外则消费者更多在市内免税店进行购物，如果国内放开市内免税牌照并向国人开放，则能起到较强的消费截流作用。相较于普通百货店，免税店拥有更高的利润率和有别于电商的独特优势，6月9日王府井获得免税品经营资质并迎来股价大涨。若免税政策进一步放开，传统百货店将迎来一波新的增长。

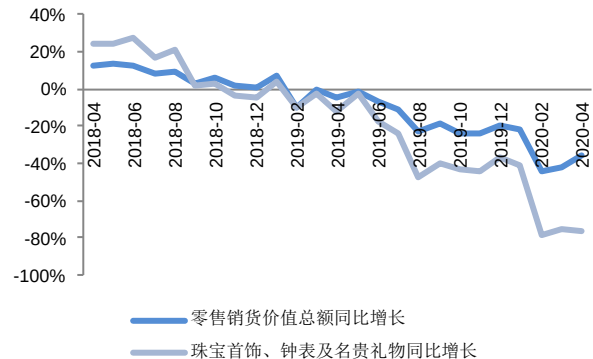
黄金珠宝在上半年销售回落，但下半年有望复苏。从中国社会消费品零售总额的口径来看，规模以上企业的金银珠宝累计销售额在2020年1-5月同比下降26.8%，主要受到新冠疫情、消费情绪减弱以及金价高企等多种负面因素影响。尽管如此，我们看到低线城市复苏相对较快且拥有更大的发展潜力。从珠宝龙头周大福、六福的2020财年同店销售增长都可以看到低线级城市的同店增长远高于一二线城市。另一方面，传统的婚庆等珠宝刚需一般在10月到来，在疫情得到有效控制后下半年的复苏可期。此外，2020年金价持续处于高位，虽然短期高金价对

黄金消费有着负面影响，但如果金价持续处于高位，长期来看销量并不受影响，且高金价能显著提升珠宝零售企业的毛利率水平。我们覆盖的珠宝零售企业如周大福、周生生和六福在 2020 年仍然维持着在中国内地高速开店步伐，加快对低线级城市的渗透，抢占低质小品牌的市场份额。我们预计随着低线级市场的消费潜力释放和零售渠道的铺开，优质的珠宝公司会迎来新的投资机遇。

中国零售总额和金银珠宝零售增速



香港零售业总销货和珠宝首饰、钟表及名贵礼物增速

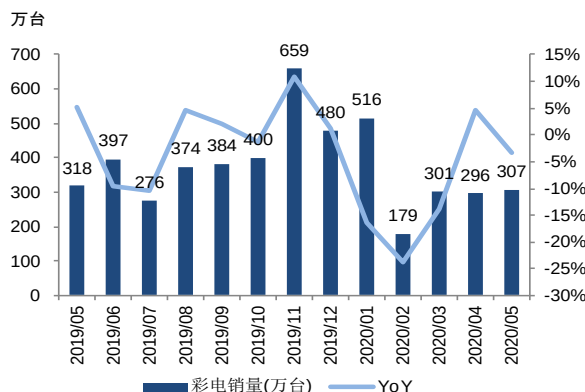


资料来源：中国统计局。

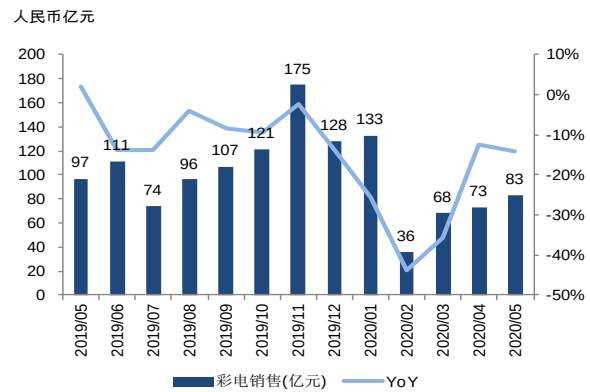
资料来源：香港政府统计处。

家电销售短期承压，价格竞争压力在逐渐缓解。家电行业整体在 2019 年面临了较为不利的市场环境，白电和黑电的零售均出现了同比回落。而 2020 年上半年由于疫情影响，整体市场低迷，消费需求释放受阻，消费者对耐用产品的购买持观望态度，家电零售市场短期内受到打击。在今年“618”促销活动中，我们看到家电零售出现了一些新的特点。首先直播带货成为线上销售的主要增长动力，数据显示京东的日均直播场次较去年双十一提升 14 倍，淘宝直播场次同比增长 123%，明星、网红和总裁纷纷下场直播带货。其次线上线下已经深度融合，根据奥维云网数据，在“618”当周，冰箱、洗衣机和空调的线下销量也分别同比上升 89%、82%和 30%，线上线下协同发展。再次场景模式发展迅速，一体化家电解决方案受到欢迎，家电成套购买的数量大幅上升。最后我们也看到价格竞争和产品升级并存，一方面价格竞争依旧激烈，而另一方面产品功能持续升级，主打保鲜、健康、节能等功能的产品销量持续增长。展望 2020 年下半年，我们认为因疫情积压的消费需求，特别是需要上门安装的大家电，会逐渐得到释放，消费券的发放和可能实行的补贴政策也将能为家电消费带来动力。

中国彩电销量及同比增长



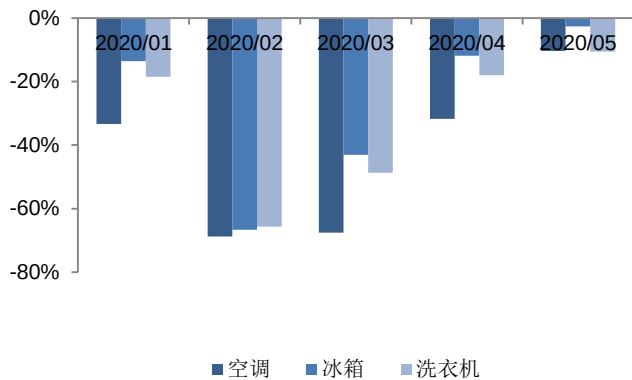
中国彩电销售额及同比增长



资料来源：奥维云网。

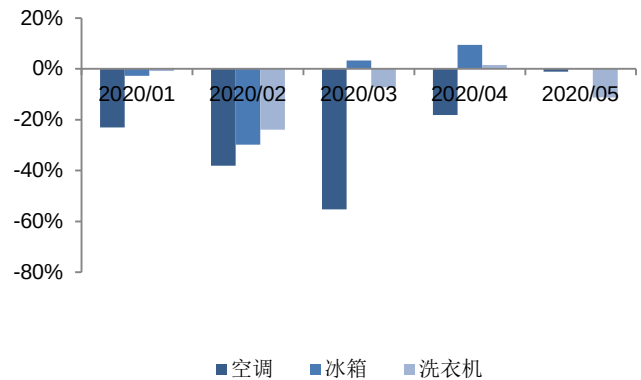
资料来源：中怡康。

中国白电线下销售额同比增长



资料来源：奥维云网。

中国白电线上销售额同比增长



资料来源：中怡康。

投资建议

零售行业增速放缓但龙头表现稳健，行业投资评级“跑赢大市”。2020 年上半年整体内需消费受到了新冠病毒疫情的极大冲击，但其影响在 2 季度开始逐渐消退。展望 2020 年下半年，我们认为内需消费会继续呈现回暖趋势。具体到零售行业，一方面行业整合仍将继续，拥有规模效应和完善供应链的零售龙头的市场份额会继续提升，线上线下的融合将进一步加速，传统零售企业和电商企业的界限会更加模糊。另一方面，我们看到各地政府以及天猫、京东等企业开始通过发放消费券的形式来拉动消费，我们也预期后续会有更多补贴政策和保障政策出台以刺激消费者的购买欲望。细分领域中，我们认为超市行业拥有生鲜经营的独特优势，特别是拥有到家配送服务的超市在疫情期间受到影响最小，其在线上线下深度融合后进一步提升了竞争力。黄金珠宝在上半年受到冲击最大，但随着整体消费的复苏此前积压的消费需求会得到释放，低线城市渠道下沉将会为行业龙头带来新的增长机会。白色家电的价格竞争仍然激烈，但带有卫生清洁功能的家电可能会受到消费者追捧。我们认为整体零售行业已经进入一个稳定发展的阶段，很难再看到爆发性增长，但行业龙头企业将会受惠于线上线下融合、行业整合加速、线下价值重估等利好加速发展，保持强者恒强的行业格局。

高鑫零售(06808 HK)为我们的行业首选。高鑫零售是中国领先的商超企业，公司在 2018 年引入阿里巴巴投资并将其线下业务深度融合进淘鲜达。在今年疫情期间，公司的线上单量和客单价创下新高，多年的线上布局以及和阿里巴巴的深度合作使其在线上线下都拥有强劲的竞争力，完善的供应链布局以及门店电子化改造进一步强化了其竞争优势。我们的投资评级为“收集”，目标价 14.00 港元，相当于 38.3 倍 2020 年市盈率。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
周生生	00116	8.21	收集	8.7	5.6	5.1	0.5	5.9	4.5
六福集团	00590	16.78	中性	10.2	9.4	8.6	0.9	9.1	6.0
伟仕佳杰	00856	4.18	买入	6.7	6.0	5.2	0.9	14.8	4.5
海尔电器	01169	23.45	买入	14.7	13.2	11.5	2.2	14.5	2.0
新秀丽	01910	7.8	收集	n.a.	13.7	9.6	1.6	-72.5	-
周大福珠宝	01929	7.41	收集	19.8	18.4	16.2	2.7	14.0	4.0
高鑫零售	06808	13.24	收集	36.2	32.9	30.2	4.5	12.8	0.8
市值加权平均			跑赢大市	25.0	22.4	20.1	3.1	10.0	2.2

资料来源：国泰君安国际。

时尚珠宝品牌

分析员：宋涛 Andrew Song

周生生(00116 HK)

评级：收集

股价：HK\$8.210

目标价：HK\$10.00

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	18,806	1,012	1.494	15.4	5.5	15.381	0.5	0.590	7.2	9.9	
2019A	17,736	644	0.950	(36.4)	8.6	15.695	0.5	0.390	4.8	6.1	
2020F	14,599	641	0.947	(0.3)	8.7	16.285	0.5	0.369	4.5	5.9	
2021F	17,969	985	1.455	53.7	5.6	17.172	0.5	0.568	6.9	8.7	
2022F	19,203	1,099	1.623	11.5	5.1	18.162	0.5	0.633	7.7	9.2	
已发行股本 Shares in issue (m)					677.4	大股东 Major shareholder		Everwin	Company	Limited	17.7%
市值 Market cap. (HK\$ m)					5,561.7	流通比例 Free float (%)		47.3			
3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					874.4	2020年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		3.6			
52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					11.980 / 7.060	2020年每股估值 2020 NAV (HK\$)		12.0			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										10.2 / 6.8 / (28.6)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										3.8 / 3.3 / (14.2)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

周生生 2019 年股东净利同比下降 36.4%至 644 百万港元，除一次性计提损失后核心净利同比上升 0.3%。总收入同比下降 5.7%至 17,736 百万港元，其中珠宝零售同比倒退 5.1%，其他业务同比减少 11.8%。中国内地同店销售下降 1%，港澳市场同店销售倒退 12%。由于金价上升以及高利润产品的占比提升，毛利率同比提升 2.3 个百分点至 26.9%，经营利润率则由于杠杆率降低同比提升 0.8 个百分点。周生生宣派每股 0.39 港元的全年股息，派息比率为 41.1%。

周生生采用直营模式经营所有店铺而没有加盟商，开店速度慢于同业但更注重品牌形象和服务质量。受到新冠病毒爆发的影响，2020 年 1-2 月同店销售在港澳市场和中国内地分别同比下降 44%和 45%。随着疫情得到控制，公司的经营正在逐渐恢复。我们预期中国内地销售会在 2020 年下半年复苏但香港市场则由于旅游限令和社会运动仍然充满变数。管理层推出多品牌策略和面向年轻群体的设计风格，形成差异化竞争。我们的投资评级为“收集”，目标价 10.00 港元，对应 10.6 倍 2020 年市盈率及 6.9 倍 2021 年市盈率，我们认为估值较为吸引。

正面因素分析

- 品牌知名度高且形象定位高端。
- 推出面向年轻群体的新品牌和新产品。
- 中国大陆低线城市扩展空间较大。

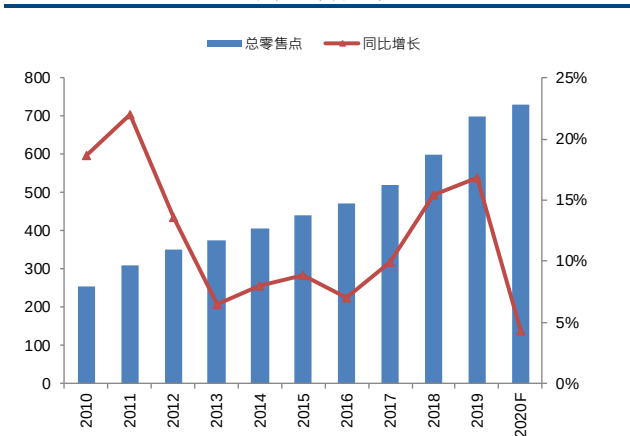
负面因素分析

- 消费情绪受疫情影响转弱。
- 香港社会动荡及旅游限令影响香港市场销售。
- 金价上涨抑制短期消费情绪。

风险分析

- 金价及人民币汇率波动。
- 以自营模式拓展低线级市场。
- 消费者消费偏好变化。

公司珠宝零售点数量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	18,806	17,736	14,599	17,969	19,203
营业成本	(14,175)	(12,959)	(10,804)	(13,293)	(14,203)
毛利	4,631	4,777	3,796	4,676	5,000
经营管理费用	(3,389)	(3,471)	(3,007)	(3,432)	(3,610)
经营溢利	1,353	1,425	910	1,368	1,516
净财务开支/收入	(37)	(89)	(78)	(88)	(89)
其他	(20)	(452)	0	0	0
除税前盈利	1,323	883	832	1,279	1,427
所得税	(310)	(240)	(191)	(294)	(328)
除税后盈利	1,012	644	641	985	1,099
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东应占溢利	1,012	644	641	985	1,099
每股盈利 (港币)	1.494	0.950	0.947	1.455	1.623
每股股息 (港币)	0.590	0.390	0.369	0.568	0.633

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	13.1	(5.7)	(17.7)	23.1	6.9
纯利增长 (%)	15.5	(36.4)	(0.4)	53.7	11.5
经营利润率 (%)	7.2	8.0	6.2	7.6	7.9
纯利率 (%)	5.4	3.6	4.4	5.5	5.7
净资产回报率 (%)	9.9	6.1	5.9	8.7	9.2
净资产负债率 (%)	4.2	13.0	3.6	3.3	净现金
净利息覆盖率 (倍)	27.4	7.2	8.2	11.1	12.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

港澳市场充满挑战

分析员：宋涛 Andrew Song

六福集团(00590 HK)

评级：中性

股价：HK\$16.780

目标价：HK\$16.00

End 03/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
FY19A	15,860	1,493	2.543	9.0	6.6	17.991	0.9	1.150	6.9	14.5
FY20A	11,234	866	1.476	(42.0)	11.4	17.735	0.9	1.000	6.0	8.3
FY21F	10,330	966	1.645	11.5	10.2	18.387	0.9	1.000	6.0	9.1
FY22F	11,297	1,053	1.793	9.0	9.4	19.187	0.9	1.000	6.0	9.6
FY23F	12,574	1,149	1.956	9.1	8.6	20.152	0.8	1.000	6.0	10.0
已发行股本 Shares in issue (m)				587.1	大股东 Major shareholder			Luk Fook Control 39.9%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				9,851.7	流通比例 Free float (%)			54.4		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				718.9	2021 财年净负债/股东资金 FY21 Net gearing (%)			净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				25.200 / 12.060	2021 财年每股估值 FY21 NAV (HK\$)			17.0		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									23.2 / 7.4 / (31.5)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									16.8 / 3.9 / (17.1)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 财年六福录得 866 百万港元的股东净利，同比下降 42.0%。总收入同比下滑 29.2%至 11,234 百万港元。分地区来看，中国内地收入同比下降 17.4%，同店销售倒退 20.2%。然而，电商销售同比增长 13.9%。港澳地区收入同比下降 36.4%，同店销售倒退 33.3%。毛利率同比大幅提升 4.2 个百分点至 29.6%，受益于金价上升。公司提议派发每股 1.00 港元的全年股息，对应派息率 67.8%。

2020 年 4-6 月同店销售仍然疲弱。根据管理层，中国内地同店销售降幅在 4-5 月为约 20%并在 6 月收窄至低于 20%。4-5 月香港同店销售同比倒退 80%并在 6 月收窄至 60%。2021 财年管理层计划在中国内地新开不少于 150 家店铺但会在香港关闭约 5 家门店。□六福相对于其同业在香港的业务占比相对较高，风险暴露更大。我们的投资评级为“中性”，目标价 16.00 港元，相当于 9.7 倍 2021 财年市盈率和 8.9 倍 2022 财年市盈率。

正面因素分析

- 品牌拥有较高知名度。
- 下沉低线城市。
- 加盟模式开店迅速。

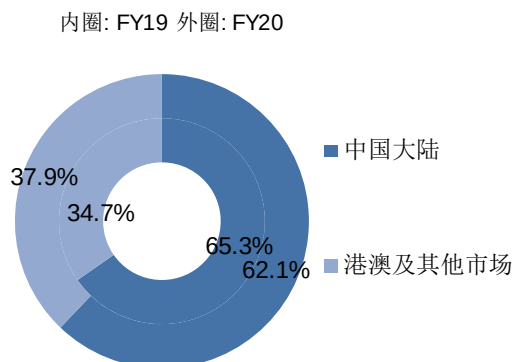
负面因素分析

- 消费情绪受疫情影响转弱。
- 缺乏具有吸引力的爆款。
- 香港社会动荡及旅游限令影响香港市场销售。

风险分析

- 疫情之后消费情绪不确定。
- 黄金价格和人民币汇率波动。

公司分地区销售占比



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 3 月底(百万港币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
营业额	15,860	11,234	10,330	11,297	12,574
营业成本	(11,826)	(7,911)	(7,417)	(8,156)	(9,154)
毛利	4,034	3,323	2,913	3,141	3,420
经营管理费用	(2,443)	(2,100)	(1,818)	(1,943)	(2,112)
经营溢利	1,869	1,353	1,228	1,333	1,446
净财务开支/收入	(4)	(18)	(24)	(22)	(19)
其他	(16)	(197)	2	2	2
除税前盈利	1,806	1,091	1,166	1,270	1,386
所得税	(303)	(223)	(198)	(216)	(236)
除税后盈利	1,504	868	967	1,054	1,150
少数股东权益	(11)	(1)	(1)	(2)	(2)
股东应占溢利	1,493	866	966	1,053	1,149
每股盈利 (港币)	2.543	1.476	1.645	1.793	1.956
每股股息 (港币)	1.150	1.000	1.000	1.000	1.000

重要财务比率

	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
收入增长 (%)	8.8	(29.2)	(8.0)	9.4	11.3
纯利增长 (%)	9.0	(42.0)	11.5	9.0	9.1
经营利润率 (%)	11.8	12.0	11.9	11.8	11.5
纯利率 (%)	9.4	7.7	9.4	9.3	9.1
净资产回报率 (%)	14.5	8.3	9.1	9.6	10.0
净资产负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

云计算服务加速增长

分析员：宋涛 Andrew Song

伟仕佳杰(00856 HK)
评级：买入
股价：HK\$4.180
目标价：HK\$4.50

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	62,482	741	0.516	2.5	8.1	3.462	1.2	0.155	3.7	15.0
2019A	66,210	810	0.570	10.5	7.3	3.981	1.0	0.167	4.0	15.1
2020F	70,602	882	0.621	8.9	6.7	4.416	0.9	0.186	4.5	14.8
2021F	77,158	994	0.700	12.8	6.0	4.906	0.9	0.210	5.0	15.0
2022F	84,573	1,150	0.810	15.7	5.2	5.473	0.8	0.243	5.8	15.6
已发行股本 Shares in issue (m)				1,453.3	大股东 Major shareholder				李佳林	41.0%
市值 Market cap. (HK\$ m)				6,067.6	流通比例 Free float (%)				41.5	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				1,834.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				84.5	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				4.450 / 2.750	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				5.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								20.8 / 15.8 / (3.7)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								14.4 / 12.3 / 10.7		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

伟仕佳杰 2019 年股东净利达到 810 百万港元，同比上升 9.3%。总收入同比增长 6.0%至 66,210 百万港元，所有分部均录得正增长。移动终端/配件/云计算及大数据分析/网络及信息安全业务分别同比上升 3.3%/ 11.8%/ 3.9%/ 10.1%。毛利率同比持平为 4.5%，经营费用管控良好且销售和行政管理占收入比同比下降 0.1 个百分点至 2.6%。公司宣派每股 0.167 港元的末期股息，同比上升 10%且派息率维持 30%。

公司提供一站式云服务，包括咨询、维护、培训、云容灾备份服务、业务迁移服务等，已从单纯的产品分销商转型为技术解决方案综合服务提供商。公司加强了与阿里云的合作，依靠公司广泛的渠道布局以及专业技术，帮助其产品深耕中国低线城市。根据管理层，受到新冠病毒爆发的影响，公司 2020 年 1-2 月收入同比下降约 8%至 91 亿港元，但我们认为 IT 设备和服务的需求不会消失并将会在下半年释放。投资评级为“买入”，目标价 4.5 港元，相当于 7.3 倍 2020 年市盈率和 6.4 倍 2021 年市盈率。

正面因素分析

- 有着稳固的上下游合作伙伴。
- IT 服务发展迅速，利润率高。
- 成为阿里云中国总经销商。

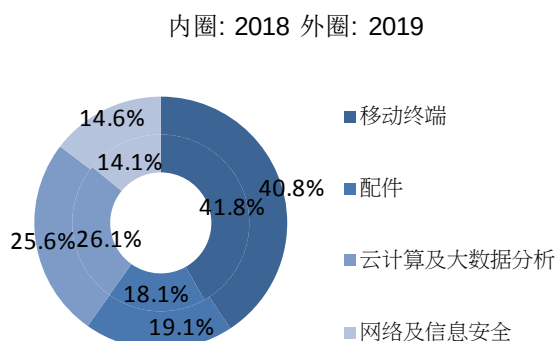
风险分析

- IT 服务行业竞争加剧。
- 海外业务发展可能不如预期。

负面因素分析

- 疫情影响短期业绩。
- 受到中美贸易争端的一定影响。
- 分销模式利润率低，增长空间受限。

公司各分部收入占比



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	62,482	66,210	70,602	77,158	84,573
营业成本	(59,672)	(63,242)	(67,355)	(73,609)	(80,599)
毛利	2,810	2,968	3,248	3,549	3,975
经营管理费用	(1,681)	(1,743)	(1,920)	(2,068)	(2,283)
经营溢利	1,082	1,143	1,260	1,346	1,500
净财务开支/收入	(240)	(296)	(293)	(310)	(328)
除税前盈利	947	1,010	1,099	1,239	1,434
所得税	(206)	(200)	(217)	(245)	(283)
除税后盈利	741	810	882	994	1,150
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东应占溢利	741	810	882	994	1,150
每股盈利 (港币)	0.516	0.570	0.621	0.700	0.810
每股股息 (港币)	0.155	0.167	0.186	0.210	0.243

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	14.6	6.0	6.6	9.3	9.6
纯利增长 (%)	3.4	9.3	8.9	12.8	15.7
经营利润率 (%)	1.8	1.9	1.9	1.9	2.0
纯利率 (%)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
净资产回报率 (%)	15.0	15.1	14.8	15.0	15.6
净资产负债比率 (%)	124.3	100.6	84.5	86.0	75.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

白电行业的龙头企业

海尔电器(01169 HK)

股价: HK\$23.450

分析员: 宋涛 Andrew Song

评级: 买入

目标价: HK\$24.5

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	76,336	3,844	1.376	15.0	15.0	8.594	2.4	0.335	1.6	17.2	
2019A	75,880	7,351	2.627	90.9	8.0	10.443	2.0	0.439	2.1	27.6	
2020F	71,591	4,063	1.452	(44.7)	14.7	9.642	2.2	0.436	2.0	14.5	
2021F	79,373	4,513	1.613	11.1	13.2	11.092	1.9	0.484	2.3	15.6	
2022F	86,919	5,189	1.854	15.0	11.5	12.771	1.7	0.556	2.6	15.5	
已发行股本 Shares in issue (m)				2,817.0	大股东 Major shareholder				海尔集团	57.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				66,058.6	流通比例 Free float (%)				42.7		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				3,762.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				26.200 / 17.360	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				30.0		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								8.6 / 13.6 / 8.6			
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								2.2 / 10.1 / 23.0			

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

海尔电器 2019 年股东净利达到人民币 7,351 百万元, 同比上升 91.2%; 持续经营股东净利同比上升 12.7%。总收入同比微降 0.6%至人民币 75,880 百万元, 主要由于在家电市场整体不利的情况下渠道服务下降所致。然而, 2019 年第 4 季度所有业务分部均录得正增长。总体毛利率同比改善 0.9 个百分点至 21.8%, 受益于产品结构变化以及白电利润率提升。公司提议派发每股人民币 0.439 元的末期股息, 派息比率 16.7%。

公司 2020 年第 1 季度生产和销售都受到新冠病毒爆发的负面冲击。然而, 公司的经营已开始逐渐恢复并且通过推出性价比产品和增加线上销售提升了市场份额。我们预期延后的白电需求会在 2020 年下半年复苏并推动公司销售增长。因浩泽净水业绩不达目标, 海尔电器已停止收购浩泽净水股份。我们维持“买入”评级, 目标价 24.50 港元, 对应 15.0 倍 2020 年市盈率以及 13.5 倍 2021 年市盈率, 我们认为公司相对港股上市的其他家电企业享有估值溢价。

正面因素分析

- 领先的白电制造品牌, 拥有良好口碑。
- 高端品牌抓住消费升级契机, 发展迅速。
- 净水业务开始具有协同效应。

风险分析

- 来自其他电商平台的竞争将会愈发激烈。
- 净水业务的整合发展尚不确定。
- 私有化的不确定性。

负面因素分析

- 白电销售受疫情影响。
- 分销业务依赖集团收入增长。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	76,336	75,880	71,591	79,373	86,919
销售成本	(60,404)	(59,349)	(56,023)	(62,004)	(67,616)
毛利	15,932	16,531	15,568	17,369	19,304
其他收入	339	1,181	445	475	504
销售及配送费用	(10,036)	(10,793)	(9,020)	(10,239)	(11,126)
管理费用	(2,152)	(2,380)	(2,219)	(2,381)	(2,608)
经营溢利	4,073	4,532	4,766	5,216	6,066
财务开支/收入	(2)	(5)	(1)	(1)	(1)
除税前盈利	4,531	5,087	5,119	5,686	6,537
税项	(801)	(882)	(888)	(986)	(1,134)
少数股东权益	(253)	(167)	(168)	(187)	(215)
净利润	3,844	7,351	4,063	4,513	5,189
每股盈利 (人民币)	1.376	2.627	1.452	1.613	1.854

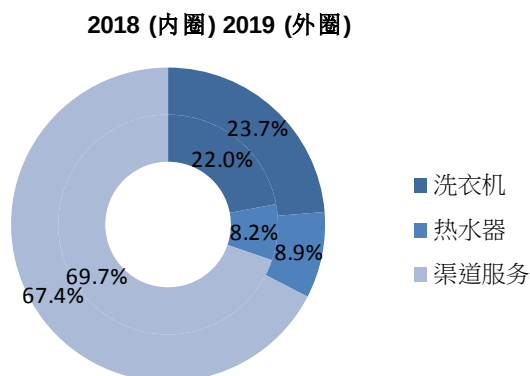
重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	20.9	21.8	21.7	21.9	22.2
税前利润率 (%)	5.9	6.7	7.2	7.2	7.5
净利率 (%)	5.0	9.7	5.7	5.7	6.0
净资产回报率 (%)	17.2	27.6	14.5	15.6	15.5
流动比率 (倍)	1.9	1.9	2.2	2.2	2.6
存货周转期 (天)	51.7	57.6	60.0	50.0	50.0
资金周转期 (天)	41.1	42.6	45.5	38.4	39.9
净资产负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
债务权益比 (%)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: 公司。

资料来源: 公司、国泰君安国际。

海尔电器 2019 年收入构成



疫情影响十分严重，但公司估值极低

分析员：洪学宇 Terry Hong

新秀丽(01910 HK)

评级：买入

股价：HK\$7.800

目标价：HK\$9.10

End 12/31	Turnover (USD m)	Net Profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	3,797	237	0.166	(29.7)	6.0	1.361	0.7	0.087	8.8	12.7
2019A	3,639	133	0.093	(44.2)	10.8	1.362	0.7	0.000	0.0	6.8
2020F	2,174	(1,038)	(0.725)	n.a.	n.a.	0.637	1.6	0.000	0.0	(72.5)
2021F	3,158	105	0.073	n.a.	13.7	0.710	1.4	0.000	0.0	10.9
2022F	3,315	150	0.104	42.6	9.6	0.815	1.2	0.031	3.1	13.7
已发行股本 Shares in issue (m)					1,433.7	大股东 Major shareholder				Schroders Plc 9.2%
市值 Market cap. (HK\$ m)					11,183.0	流通比例 Free float (%)				54.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					22,854.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				165.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					19.640 / 5.200	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				11.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										6.3 / 5.7 / (56.5)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(0.1) / 2.2 / (42.1)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

新秀丽 2020 年 1 季度业绩符合此前公布的盈利预警。收入同比下滑 27.7%至 6.01 亿美元。整体同店销售增长大幅同比下滑 29.0%。整体毛利率同比下降 1.9 个百分点至 54.8%。公司录得一次性减值损失以及重组费用共计 8.26 亿美元。因此 2020 年 1 季度公司录得净亏损 7.87 亿美元，相比去年同期则为 2,270 万美元的净利润。公司收入于 4 月同比下滑约 80%，并且该趋势已延续至 5 月份。由于自 2020 年 3 月中旬以来疫情中心从亚洲转移至全球其他地区，因此我们预期 2020 年 2 季度美国、欧洲和拉丁美洲市场将会录得严重下滑。

新冠肺炎爆发的影响仍在加剧，并将对公司 2020 年 2 季度的业绩造成更严重的伤害。然而，我们相信新秀丽有很大概率从这次全球性灾难中存活下来，并在接下来几年中快速恢复。我们保持对其长期发展的信心。我们给予公司“买入”的投资评级以及 9.10 港元的目标价，分别相当于 16.0 倍和 11.2 倍 2021 年和 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 多品牌、多产品类别及多分销渠道的战略。
- 加强非旅游类别产品以应对旅游行业受疫情的影响。
- 公司的全球业务布局可以对冲区域性风险。

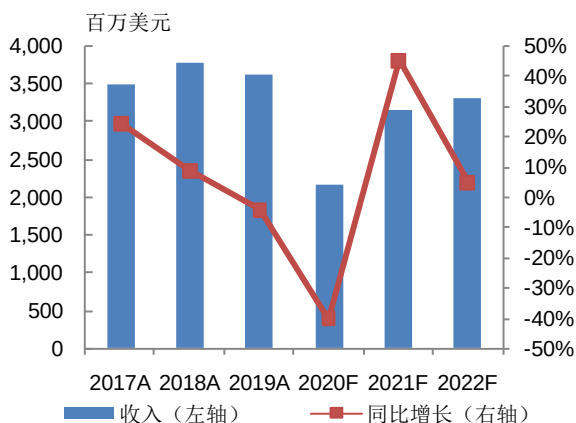
负面因素分析

- 全球疫情的影响仍在加剧，极大削弱了对箱包产品的需求，将对公司未来一年的收入造成重大影响。
- 因收购 Tumi 而产生沉重债务，利息费用将维持高位。
- Tumi 品牌的广告费用大幅增加，影响公司利润率。

风险分析

- 疫情可能比预期的持续时间更长，影响更大。
- 外汇汇率的超预期波动影响以美元计价的总收入。
- 全球旅游行业的放缓带动箱包消费减少。
- 疫情影响下，沉重债务可能引发流动性和偿付风险。

公司收入及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	3,797	3,639	2,174	3,158	3,315
销售成本	(1,652)	(1,622)	(982)	(1,389)	(1,454)
毛利	2,145	2,017	1,192	1,769	1,861
分销成本	(1,212)	(1,203)	(1,023)	(1,105)	(1,138)
营销成本	(221)	(190)	(133)	(145)	(152)
行政及一般开支	(233)	(230)	(195)	(207)	(213)
其它费用	(11)	(112)	(853)	(17)	(18)
经营利润	467	283	(1,012)	297	340
财务成本	(124)	(98)	(118)	(128)	(110)
税前利润	344	185	(1,130)	169	230
税项	(87)	(32)	113	(42)	(57)
少数股东权益	(21)	(21)	(21)	(22)	(23)
净利润	237	133	(1,038)	105	150
每股盈利 (美元)	0.166	0.093	(0.725)	0.073	0.104
增长/减少 (%)	(29.7)	(44.2)	(882.9)	(110.1)	42.6

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	8.8	(4.2)	(40.2)	45.2	5.0
净利增长 (%)	(29.2)	(44.0)	(883.6)	(110.1)	42.6
毛利率 (%)	56.5	55.4	54.8	56.0	56.1
经营利润率 (%)	12.3	7.8	(46.5)	9.4	10.2
净利率 (%)	6.2	3.6	(47.8)	3.3	4.5
权益回报率 (%)	12.7	6.8	(72.5)	10.9	13.7
存货周转期 (天)	133.2	136.1	219.3	160.6	161.7
应收账款周转期 (天)	40.0	41.0	60.1	40.9	44.2
应付账款周转期 (天)	119.2	115.4	158.1	107.3	120.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

珠宝行业龙头

分析员：宋 涛 Andrew Song

周大福珠宝(01929 HK)

股价：HK\$7.410

评级：收集

目标价：HK\$8.00

End 03/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)	
FY19A	66,661	4,577	0.458	11.8	16.2	3.140	2.4	0.600	8.1	14.3	
FY20A	56,751	2,901	0.290	-36.6	25.5	2.699	2.7	0.240	3.2	10.2	
FY21F	62,366	3,734	0.373	28.7	19.8	2.771	2.7	0.299	4.0	14.0	
FY22F	69,746	4,029	0.403	7.9	18.4	2.854	2.6	0.322	4.4	14.7	
FY23F	80,283	4,569	0.457	13.4	16.2	2.947	2.5	0.365	4.9	16.1	
已发行股本 Shares in issue (m)				9,539.7	大股东 Major shareholder		CHOW TAI FOOK HOLDING		89.3%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				126,305.7	流通比例 Free float (%)				10.7		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				15,783.2	2021 财年净负债/股东资金 FY21 Net gearing (%)				18.9		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				13.400 / 6.930	2021 财年每股估值 FY21 NAV (HK\$)				9.2		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										11.6 / 15.1 / 78.9	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										5.3 / 11.6 / 93.3	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

周大福 2020 财年股东净利同比下降 36.6%至 2,901 百万港元。总收入同比下滑 14.9%至 56,751 百万港元。中国内地市场和港澳市场的同店销售分别同比倒退 15.1%和 38.7%。剔除未变现黄金借贷损失，经调整毛利率同比提升 1.7 个百分点至 29.6%。由于经营去杠杆，核心经营利润率则同比下降 0.5 个百分点。公司派发每股 0.24 港元的全年股息，相当于 82.7% 的派息率。

4-6 月中国内地市场销售正在复苏但香港市场仍面临压力。根据管理层，4-5 月中国内地同店销售降幅收窄至 15.4%并在 6 月前两周显示复苏。公司目标在 2021 财年净新开 400-450 家门店，其中大部分通过加盟模式并向低线城市渗透。因为旅行限制以及疲弱的本地消费，4-5 月港澳地区同店销售同比倒退 80.2%。我们预期 2021 财年中国内地收入将同比增长 25% 但港澳收入将同比下降 29%。此外，香港的租金削减预计将可帮助减轻经营压力。我们看好公司下沉到低线城市以及公司的“传承”珠宝系列。公司约 70% 的营收由中国内地贡献，受香港因素影响较小。投资评级为“收集”，目标价相当于 21.4 倍 2021 财年市盈率和 19.8 倍 2022 年市盈率。作为珠宝龙头品牌，我们认为公司估值相较其同业应享有溢价。

正面因素分析

- 品牌知名度高，品牌组合丰富。
- 中国内地收入贡献高于同业。
- 下沉中国内地低线城市，把握消费升级机会。

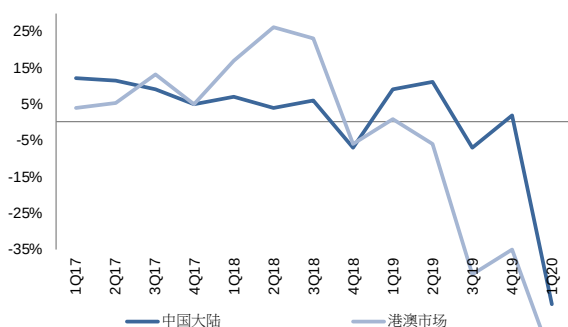
负面因素分析

- 疫情导致消费情绪转弱
- 香港市场受旅行禁令及社会动荡影响。

风险分析

- 金价及人民币汇率波动。
- 低线城市营收不及预期。
- 消费者偏好改变。

公司分季度同店销售增长



损益表

截至 3 月底(百万港币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
营业额	66,661	56,751	62,366	69,746	80,283
营业成本	(48,059)	(40,655)	(45,085)	(50,461)	(58,110)
毛利	18,602	16,096	17,281	19,285	22,173
经营管理费用	(12,025)	(11,557)	(11,998)	(13,518)	(15,680)
经营溢利	6,577	4,539	5,283	5,767	6,493
净财务开支收入	(288)	(482)	(448)	(408)	(438)
其他	(276)	(147)	(27)	(150)	(108)
除税前溢利	6,352	4,205	5,189	5,599	6,348
所得税	(1,668)	(1,221)	(1,349)	(1,456)	(1,651)
除税后溢利	4,684	2,983	3,840	4,143	4,698
少数股东权益	(107)	(82)	(106)	(114)	(129)
股东应占溢利	4,577	2,901	3,734	4,029	4,569
每股溢利 (港币)	0.458	0.290	0.373	0.403	0.457
每股股息 (港币)	0.600	0.240	0.299	0.322	0.365

重要财务比率

	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
收入增长 (%)	12.7	(14.9)	9.9	11.8	15.1
纯利增长 (%)	11.8	(36.6)	28.7	7.9	13.4
经营利润率 (%)	10.5	8.8	9.2	9.0	8.7
纯利率 (%)	6.9	5.1	6.0	5.8	5.7
净资产回报率 (%)	14.3	10.2	14.0	14.7	16.1
股东资金回报率 (%)	7.5	4.7	6.5	6.5	6.8
净资产负债率 (%)	7.9	16.0	18.9	20.2	19.3
净利息覆盖率 (倍)	12.4	5.2	6.6	7.7	8.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

疫情下淘鲜达迅速增长

分析员：宋涛 Andrew Song

高鑫零售(06808 HK)
评级：收集
股价：HK\$13.240
目标价：HK\$14.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	99,359	2,478	0.260	(11.3)	44.8	2.3	5.0	0.1	1.0	11.1	
2019A	95,357	2,834	0.297	14.4	39.8	2.5	4.7	0.1	1.1	12.3	
2020F	101,270	3,175	0.333	12.0	36.2	2.7	4.5	0.1	0.8	12.8	
2021F	107,299	3,490	0.366	9.9	32.9	3.0	4.1	0.1	0.9	12.9	
2022F	114,765	3,810	0.399	9.2	30.2	3.3	3.7	0.1	1.0	12.8	
已发行股本 Shares in issue (m)				9,539.7	大股东 Major shareholder			A-RT Retail Holdings			51.0%
市值 Market cap. (HK\$ m)				126,305.7	流通比例 Free float (%)						16.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				15,783.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)						净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				13.400 / 6.930	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)						15.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)											11.6 / 15.1 / 78.9
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)											5.3 / 11.6 / 93.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年高鑫零售总销售营收录得人民币 101,868 百万元，同比微增 0.5%；股东净利同比上升 14.4%至人民币 2,834 百万元，好于市场预期。2019 年同店销售同比倒退 1.01%，但在 2019 年第 4 季度上升 3.6%。货品销售同比倒退 4.5%但租金收入同比上升 7.1%。基于总销售营收的毛利率同比提升 0.5 个百分点至 25.3%。在 2019 年，公司共新开 7 家大卖场并关闭 5 家经营不善的门店。

疫情期间 B2C 业务线上订单收入同比上升 3.5-4.0 倍。平均客单价超过 100 元人民币，1 月和 2 月已履行的门店日均单量分别为 700 单左右，受制于配送能力。5 月的同店销售增长回落至低单位数水平，由于端午假期的变动以及线下促销活动的减少。我们看好高鑫零售的生鲜经营能力以及强劲的供应链，对公司维持“收集”的投资评级，目标价 14.0 港元，相当于 38.2 倍的 2020 年市盈率以及 34.8 倍的 2021 年市盈率。

正面因素分析

- 国内超市龙头企业，强劲的供应链和门店布局。
- 大润发门店和欧尚门店整合有助于提升效率。
- 淘鲜达业务在疫情期间快速增长。
- 食品 CPI 上升利好超市企业。

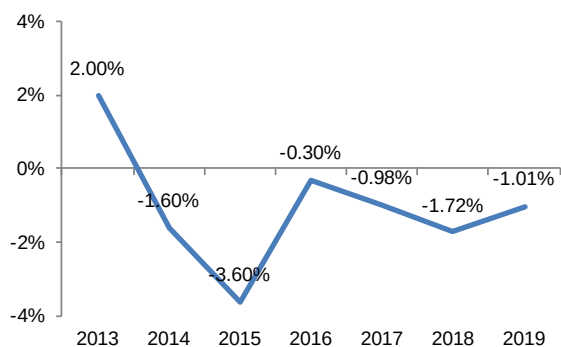
负面因素分析

- 社区生鲜以及线上生鲜的竞争激烈。
- 人工成本快速上升。
- 线上业务对线下有一定挤出效应。

风险分析

- 新零售模式可能无法达到预期效果。
- 食品 CPI 下降可能会影响 2020 年下半年能同店增长。

公司同店销售增长



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	99,359	95,357	101,270	107,299	114,765
销售成本	(74,240)	(69,626)	(74,820)	(79,676)	(85,642)
毛利	25,119	25,731	26,450	27,623	29,123
其他收入	1,743	1,489	1,578	1,591	1,649
销售及营销费用	(22,164)	(22,330)	(22,500)	(23,172)	(24,204)
经营溢利	4,698	4,890	5,528	6,042	6,568
净财务开支/收入	(670)	(623)	(646)	(678)	(712)
应占联营及合资公司收益	(8)	(15)	(8)	(8)	(8)
除税前盈利	4,020	4,252	4,874	5,356	5,848
税项	(1,320)	(1,207)	(1,462)	(1,607)	(1,754)
少数股东权益	(222)	(211)	(236)	(260)	(284)
净利润	2,478	2,834	3,175	3,490	3,810
每股盈利 (人民币)	0.260	0.297	0.333	0.366	0.399

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	24.8	25.3	24.6	24.4	24.1
经营利润率 (%)	4.7	5.1	5.5	5.5	5.6
净利率 (%)	2.7	3.1	3.3	3.4	3.5
净资产回报率 (%)	11.1	12.3	12.8	12.9	12.8
流动比率 (倍)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
存货周转期 (天)	70.5	84.4	79.3	70.2	69.5
净资产负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
债务权益比 (%)	2.1	1.9	1.8	1.8	1.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

电力设备行业

跑赢大市

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

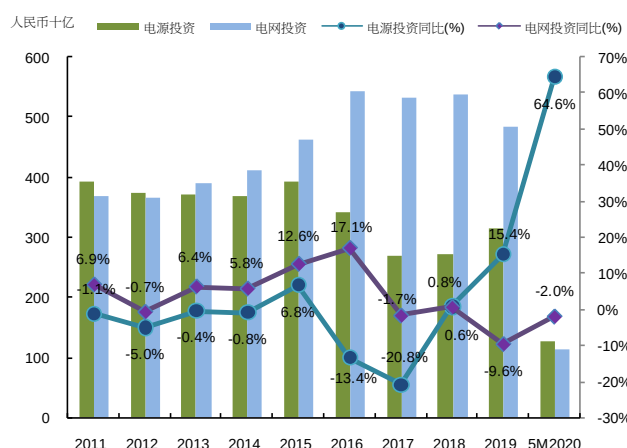
2020 年前 5 个月全国用电量录得 2.8% 的同比下降，而 5 月份单月的全国全社会用电量则同比攀升 4.6%。根据国家能源局公布的 2020 年 1-5 月份全国电力工业统计数据显示，5 月份单月用电量为 5,926 亿千瓦时，同比增长 4.6%。1-5 月全社会用电量为 27,197 亿千瓦时，同比下降 2.8%。分产业来看，期内第一产业用电量 297 亿千瓦时，同比上升 7.1%；第二产业用电量 18,098 亿千瓦时，同比跌 4.0%；第三产业用电量 4,296 亿千瓦时，同比下降 6.3%；城乡居民生活用电量 4,506 亿千瓦时，同比上升 5.2%。根据中电联数据，截止 2020 年 5 月底，全国发电设备于今年前 5 个月的平均利用小时为 1,405 小时，同比下降 114 小时。期内除核电和太阳能外，其余各类型电源均录得了利用小时的同比回落。其中，全国的火电设备平均利用小时为 1,602 小时，同比下降 126 小时；水电设备利用小时为 1,138 小时，同比下降 162 小时；核电设备利用小时为 2,868 小时，同比增 28 小时；风电设备利用小时为 958 小时，同比下滑 20 小时；太阳能设备平均利用小时达 550 小时，较去年同期上升 18 小时。全国电力设备平均利用小时的下滑主要是因期内全国用电量增速的放缓所致（受疫情影响）。今年 1-5 月份，工业用电量同比下降 3.9%，增速同比回落 6.4 个百分点。制造业用电量同比下降 4.7%，增速同比回落 8.0 个百分点。5 月份，工业用电量同比增长 2.8%，增速同比提高 2.3 个百分点；制造业用电量同比增长 2.6%，增速同比提高 1.3 个百分点。用电量数据显示国内的经济于 5 月份重新进入扩张期。由于受宏观经济下行压力所影响，我们认为国内于 2020 全年的用电量增长约为 1.5%，主要因为下半年的用电量增长有望显著提速。

2020 年全国新增电力装机预计将为 103 吉瓦，非化石清洁能源预计将占到 76% 的新增装机。根据中电联的数据显示，全国 2020 年前 5 个月的新增发电装机容量为 25.24 吉瓦，同比回落 13.5% 或较去年同期减少 3.95 吉瓦。期内火电新增装机容量为 12.41 吉瓦，同比增 5.5% 或较去年同期多投产 0.65 吉瓦；水电新增装机容量为 1.73 吉瓦，同比增 35.2% 或较去年同期多投产 0.45 吉瓦。而核电、风电和太阳能则分别新增了 0 吉瓦、4.9 吉瓦和 6.15 吉瓦，分别较去年同期下降 100.0%、28.8% 和 23.3%。期内仅火电和水电录得了新增装机的正增长。2020 年全国的总新增发电装机容量预计将为 103 吉瓦，同比基本持平，而非化石能源发电装机将贡献期内 76% 的新增发电装机容量。其中，火电、水电、核电、风电和太阳能预计将分别贡献 25 吉瓦、10 吉瓦、8 吉瓦、30 吉瓦和 30 吉瓦的新增装机。截至 2020 年 5 月底，全国发电装机容量累计达到了 1,914 吉瓦，其中非火电装机容量约为 729 吉瓦，约占总累计装机的 38%。我们认为在十三五即将收官的最后一年里，非火电类清洁能源将继续实现较快增长。展望 2020 下半年，我们预计国内将加快对清洁可再生能源发电产能的投产。此外，2020 年前 5 个月全国对电力板块的基础设施投资额达到了 2,398 亿人民币，较去年同期上升 24.6%。其中，对电源工程的投资额为 1,264 亿人民币，同比大增 64.6%，而对电网的投资则为 1,134 亿人民币，同比下滑 2.0%。我们预计国内对电力板块的投资将于 2020 年突破人民币 9,000 亿元，同比上升 12.6%。具体而言，我们当前预计 2020 年国内电源工程投资将不低于人民币 3,500 亿元（同比增 11.5%），而电网投资将不低于人民币 5,500 亿元（同比增 13.3%）。由于 2020 年前 5 个月全国电力板块投资数据略好于我们预期，年内对电力板块的投资有望突破万亿大关。

风电抢装潮将继续拉动国内于 2020 年对风电领域的投资。继 2019 年国内风电录得新增装机 25.6 吉瓦之后，预计 2020 年国内的风电的新增装机量将进一步提升至 30 吉瓦以上。由于多数大型发电企业需于 2020 年及 2021 年底前完成对早几年国家核准的（仍含有补贴的）风电项目的投产，风电于 2019 年经历了一轮抢装潮（2019 年的风电投资额同比大增 82.4%），且目前仍在如火如荼的进行当中（今年前 5 个月的国内对风电投资额同比激增 203.9% 至人民币 623 亿元）。我们认为 2020 年国内的风电工程投资额有望再次突破人民币 1,000 亿元大关，连续第二年突破千亿大关，并有望突破 2015 年时录得的 1,200 亿元的历史高位（2015 年的新增风电装机为 29.6 吉瓦）。

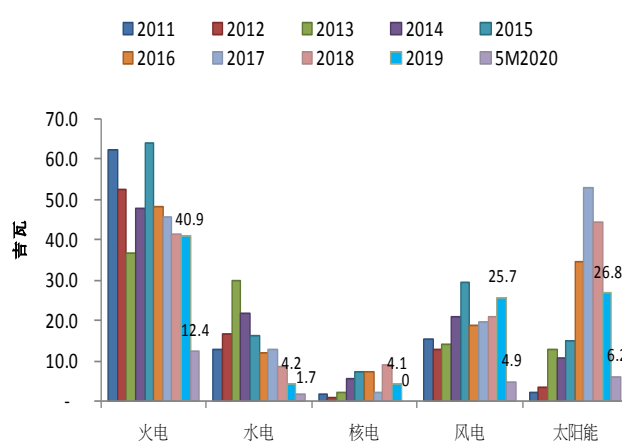
2020 年政府工作报告涵盖利好板块内各大国企以及可再生能源设备供应商的政策。根据今年 5 月公布的 2020 年政府工作报告，中国将提升国资国企改革成效。国企改革三年行动计划将会被推出。政府将完善国资监管体制并深化国企混合制改革。政府还将完成剥离国企办社会职能的任务，并解决历史遗留问题。国企要聚焦主责主业，健全市场化经营机制，提高核心竞争力。此外，为了保障能源安全，中国将推动煤炭清洁高效利用，发展可再生能源，完善石油、天然气、电力产供销体系，提升能源储备能力。我们认为本次的政府报告将利好板块内的大型国有企业以及可再生能源设备和储能设备供应商。

中国历史电力基础设施投资统计



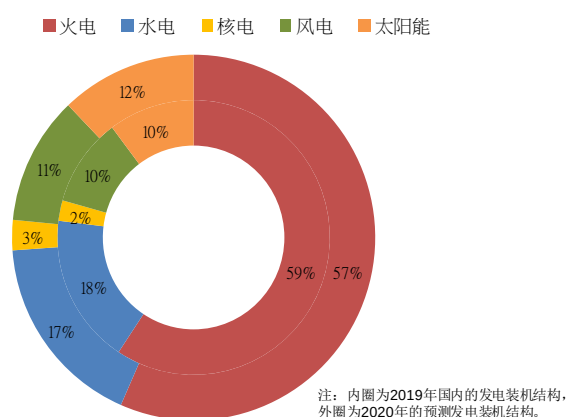
资料来源：中电联。

全国各类型电源历史新增装机一览



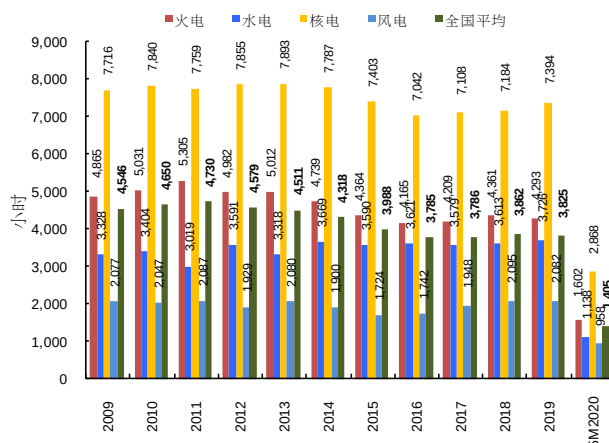
资料来源：中电联、国家能源局。

国内于 2020 年的预测发电装机结构



资料来源：国家能源局，中电联。

中国各电源历史总利用小时一览

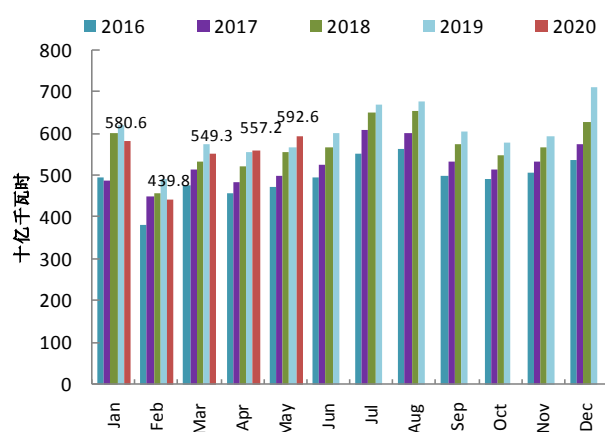


资料来源：中电联。

新基建投资的问世有望促进国内的经济复苏。在国内后新冠病毒疫情时代，为稳住 2020 年国内经济增长，数万亿元人民币以上的新基建投资目前正在酝酿中并将有序被有关部门推出。新基建主要将围绕在 7 大核心领域：5G 基础设施建设、特高压电网、城际高速铁路和城市轨道交通系统、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等。我们认为该新基建计划将是电力设备行业的有效催化剂。在经济下行压力空前巨大的当下，我们相信即将推出的新基建投资将有效提振今年乃至未来几年国内的经济增长。在世界经济驶入下行周期之际，我们认为国内将大力推动基建的投资以稳住就业和经济增长。另外，新冠疫情预计将使今年的对外出口大幅下滑，我们认为在基建稳增长稳就业的同时，更多的消费刺激政策将被推出以进一步刺激本土的经济增长。

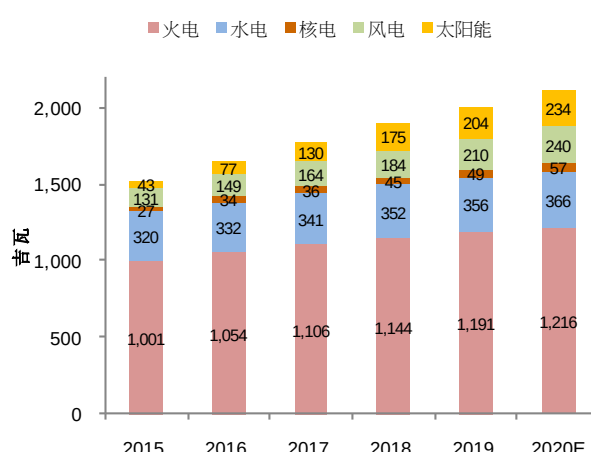
新增电力消纳空间将促进国内于 2020 年对可再生能源的投资。根据全国新能源消纳监测预警中心发布的《关于发布 2020 年全国风电、光伏发电新增消纳能力的公告》，2020 年全国风电、光伏发电合计新增消纳能力为 8510 万千瓦（85.1 吉瓦）。其中，风电 3665 万千瓦（36.65 吉瓦）、光伏 4845 万千瓦（48.45 吉瓦）。新增消纳空间的确定将为风电和光伏开发商安排项目开发和建设时提供重要参考。其中，国家电网公司经营区 2020 年风电、光伏发电合计新增消纳能力 6850 万千瓦，其中风电 2945 万千瓦、光伏 3905 万千瓦；南方电网公司经营区 2020 年风电、光伏发电合计新增消纳能力 1360 万千瓦，其中风电 620 万千瓦、光伏 740 万千瓦；内蒙古电力公司经营区 2020 年风电、光伏发电合计新增消纳能力 300 万千瓦，其中风电 100 万千瓦、光伏 200 万千瓦。新增可再生能源电力消纳空间将进一步解决国内的可再生能源限电问题并促进可再生能源的持续投资。

全国全社会月度用电量历史数据



资料来源：国家能源局。

历史及预测的全国累计总装机容量



资料来源：中电联，国家能源局，国泰君安国际。

三部委（财政部、发改委、能源局）于1月20日下发了《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》。该意见主要明确四个方面：一是坚持以收定支原则，新增补贴项目规模由新增补贴收入决定，做到新增项目不新欠。根据可再生能源发展规划、补助资金年度增收水平等情况，合理确定补助资金当年支持新增项目种类和规模；二是开源节流，通过多种方式增加补贴收入、减少不合规补贴需求，缓解存量项目补贴压力。完善市场配置资源和补贴退坡机制，持续推动路上风电和光伏电站、工商业分布式光伏价格退坡，积极支持户用分布式光伏发展（通过定额补贴方式，支持自然人安装使用“自发自用、余电上网”模式的户用分布式光伏设备），以及通过竞争性方式配置新增可再生能源项目；三是凡符合条件的存量项目均纳入补贴清单。国家不再发布可再生能源电价附加目录。所有可再生能源项目通过国家可再生能源信息管理平台填报电价附加申请信息。电网企业依法依规收购可再生能源所发电量，及时兑付电价，收购电价（可再生能源发电上网电价）超出常规能源发电平均上网电价的部分，由中央财政按照既定的规则与电网企业进行结算；四是部门间相互配合，增强政策协同性，对不同可再生能源发电项目实施分类管理。各省级电网应按照规定通过挖掘燃煤发电机组调峰潜力、增加电网调峰电源、优化调度运行方式等，提高非水可再生能源电力消纳水平，确保全额保障性收购政策落实到位。该意见亦指出自2020年起，所有新增可再生能源发电项目均采用“以收定支”的方式确定。根据基金征收情况和用电量增长等因素，预计2020年新增补贴资金额度为50亿元，可用于支持新增风电、光伏发电、生物质发电项目。同时，自2020年起，新增海上风电和光热项目不再纳入中央财政补贴范围，改由地方按照实际情况予以支持。

股价表现及行业估值

在国企改革、风电抢装潮、新基建投资稳增长等大背景下，电力设备行业有望于2020年下半年跑赢大市。上海电气，东方电气，哈尔滨电气和中国高速传动的股价于过去3个月的绝对回报分别为+7.3%，+5.7%，+71.6%，和+4.5%。当前股价分别相当于4家公司2020年市盈率10.3倍/7.5倍/14.4倍/11.1倍，行业的2020年加权市盈率为10.2倍，而2020年的加权市净率则为0.4倍。鉴于国内火电下行的趋势不可逆转并持续削弱着三大电气传统电力设备业务的盈利能力，我们认为三大电气的基本面在未来仍存有不不确定性，因此行业内潜在的同业整合以及不断推进的国企改革（重组），以及企业转型将成为改善并扭转各家公司基本面的关键。目前板块内的投资机会围绕在可再生清洁能源发电设备商（风电及太阳能），新基建投资的相关受益者，以及可受益于国企改革和企业转型的电力装备制造制造商。我们认为短期内板块内的机会主要围绕在三大电气设备商以及国内领先的风电设备商和太阳能发电系统的设备供应商。为摆脱传统业务带来的不确定性以及另辟新的业务，三大电气设备商的母企不断注入优质资产以助力各家公司应对因火电下行所带来的冲击以及推动各公司的转型。上海电气和东方电气均完成了企业重组，并通过重组得到了诸多新资产。此外，为实现企业持续转型的目标，三大电气公司亦仍在积极开拓新的业务。我们认为新能源储能，动力电池，充电桩，垃圾发电和新型燃料电池或将是未来十四五期间三大电气集团的主要转型及发展方向。我们相信持续的转型将进一步推动板块内各家公司未来的发展及增长。

投资建议

行业投资评级为“跑赢大市”。在持续转型和基建投资稳增长的强烈预期下，我们相信电力设备行业于 2020 下半年将再次受到投资者的追捧，目前对行业的评级为“跑赢大市”，而行业的首选股为东方电气 (01072 HK)。鉴于公司在能源装备的领先地位以及公司不断推进的转型战略（正积极部署至高端智能制造和储能等领域），我们认为公司未来的发展仍然可期。东方电气当前保持着人民币 280 亿元以上的净现金状态，而拥有充裕的在手现金意味着公司可继续通过激进的收购进一步开拓新业务和涉足新领域。我们预计该等收购将使公司进一步实现转型并带动未来的增长。东方电气积极布局和培育发展氢能和燃料电池、环保、新能源材料、智能制造等新兴产业，以不断拓展自身发展空间。当前东方电气已积极投资并已开始涉足储能设备领域，其自主研发的氢燃料电池自动化生产线正式投产。展望未来，我们认为公司将继续通过不断的改革处置掉不良资产、并进一步通过收购获取有发展前景的优质资产。此外，降本增效的管理策略也预计将逐步增强公司于未来几年的综合盈利能力。

核心风险因素：国内经济增长放缓或将导致用电量增速下降进而影响电源工程投资的下滑；火电下行引发的不确定性仍然存在；设备商们的在手订单被延迟交付或直接取消；风电和光伏竞价及平价上网政策将进一步冲击新项目的投资回报并不断倒逼上游的设备和材料价格低走以及导致未来新增装机的下滑等。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 ROE(%)	2020 市净率(x)	2020 股息率(%)
上海电气	02727	2.200	买入	10.3	7.9	7.4	4.5	0.5	3.4
东方电气	01072	4.050	买入	7.5	6.2	5.0	5.1	0.4	5.3
哈尔滨电气	01133	3.020	收集	14.4	10.3	8.0	2.1	0.3	0.0
中国高速传动	00658	4.500	中性	11.1	10.9	15.8	5.3	0.6	5.4
市值加权平均			跑赢大市	10.2	8.1	8.0	4.5	0.4	3.8

资料来源：国泰君安国际。

当前估值合理并已反映复苏

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

中国高速传动(00658 HK)

评级：中性

股价：HK\$4.500

目标价：HK\$4.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	8,204	208	0.127	(53.9)	31.0	6.599	0.6	0.070	1.8	1.9
2019A	9,723	438	0.268	110.3	15.0	6.853	0.6	0.179	4.5	4.0
2020F	11,797	601	0.368	37.2	11.1	7.014	0.6	0.221	5.4	5.3
2021F	12,266	613	0.375	2.0	10.9	7.213	0.6	0.188	4.6	5.3
2022F	11,209	424	0.259	(30.9)	15.8	7.340	0.6	0.130	3.2	3.6
已发行股本 Shares in issue (m)					1,635.3	大股东 Major shareholder			丰盛控股 74.9%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					7,358.8	流通比例 Free float (%)			25.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					1,464.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			33.9	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					5.850 / 3.670	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			4.6	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									7.1 / 4.5 / (7.8)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									0.8 / 1.0 / 6.7	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年净利润同比大增 110.3%至人民币 438 百万元，好于预期。公司于 2019 年的收入 和净利润分别同比上升 18.5% 和 110.3%。期内本土市场的收入猛增主要是被国内的风电抢装潮所拉动。期内的综合毛利率同比上升 1.2 个百分点至 19.9%，主要因为产品售价的回升。我们预计公司的总收入将于 2020 至 2022 年分别同比增长 21.3%/ 4.0%/ -8.6%。此外，我们预计其 2020 至 2022 年的综合毛利率将分别达到 21.5%/ 21.9%/ 21.2%。我们经调整后的 2020 年至 2022 年每股盈利预测为人民币 0.368 元、人民币 0.375 元以及人民币 0.259 元。

我们目前对公司的投资评级为“中性”，目标价为 4.50 港元，相当于 10.9 倍/10.7 倍 2020 至 2021 年市盈率 或 0.6 倍 / 0.6 倍 2020 至 2021 年市净率。

正面因素分析

- 国内最大的风电齿轮箱供应商，受益于风电行业复苏。
- 预计国内于 2020 年将有 30 吉瓦以上的新增风电装机。
- 由于预计产品利润率将逐步改善，我们认为公司将步入复苏期。

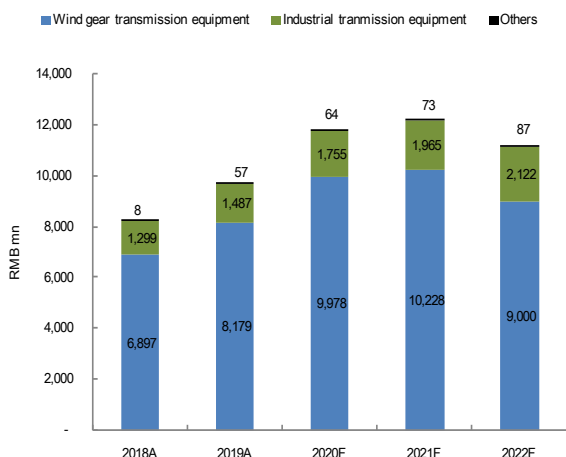
负面因素分析

- 由于去补贴进程仍在持续，抢装潮过后的风机价格仍不容乐观。
- 平价上网将降低风电设备价格，产品毛利率或继续下滑。

风险分析

- 风电直驱技术的快速发展将加速取代双馈技术。
- 中美贸易摩擦升级将导致对美国的出口萎缩。
- 国内对传统工业齿轮箱的需求或将持续下滑。
- 新冠疫情或影响今年的海外市场需求。

公司收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	8,204	9,723	11,797	12,266	11,209
销售成本	(6,673)	(7,788)	(9,258)	(9,584)	(8,838)
毛利	1,531	1,935	2,538	2,682	2,372
销售费用	(787)	(882)	(1,215)	(1,276)	(1,178)
研发费用	(337)	(395)	(472)	(498)	(453)
其他收入	345	185	189	195	201
经营利润	751	843	1,041	1,103	942
净融资成本	(487)	(431)	(379)	(429)	(480)
关联企业贡献	16	5	6	7	9
税前利润	280	416	668	681	471
税项	(11)	(62)	(100)	(102)	(71)
少数股东权益	2	21	33	34	24
股东应占净利润	208	438	601	613	424
每股盈利 (人民币)	0.127	0.268	0.368	0.375	0.259
每股股息 (人民币)	0.070	0.179	0.221	0.188	0.130

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	18.7	19.9	21.5	21.9	21.2
经营利润率 (%)	4.9	6.8	7.2	7.4	6.6
净利率 (%)	2.5	4.5	5.1	5.0	3.8
流动比率 (倍)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
股东资金回报率 (%)	1.9	4.0	5.3	5.3	3.6
总资产回报率 (%)	0.8	1.7	2.3	2.2	1.4
速动比率 (倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转期 (天)	129.3	114.4	116.8	116.1	116.4
应收帐款周转期 (天)	201.7	128.1	116.8	127.8	124.1
应付帐款周转期 (天)	352.3	285.4	292.0	295.7	296.7
净负债比率 (%)	49.2	24.2	33.9	43.4	49.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

新业务将加快企业转型并拉动增长

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

东方电气(01072 HK)
评级：买入
股价：HK\$4.050
目标价：HK\$5.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	30,706	1,129	0.365	6.8	9.7	9.248	0.4	0.110	3.1	4.0
2019A	32,840	1,278	0.413	13.2	8.8	9.530	0.4	0.207	5.7	4.4
2020F	35,856	1,519	0.492	18.9	7.5	9.604	0.4	0.197	5.3	5.1
2021F	39,292	1,849	0.598	21.7	6.2	9.780	0.4	0.209	5.7	6.2
2022F	42,360	2,258	0.730	22.1	5.0	10.059	0.4	0.219	5.9	7.4
已发行股本 Shares in issue (m)					3,090.8	大股东 Major shareholder		东方电气集团 55.4%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					12,517.8	流通比例 Free float (%)		43.9		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					1,172.8	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					5.240 / 3.590	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		6.1		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								7.4 / 5.7 / (18.5)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								1.0 / 2.3 / (4.1)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司于 2020 年 1 度的业绩符合我们的预期。期内收入同比升 4.3%至人民币 81.9 亿元，净利则同比升 11.9%至人民币 3.96 亿元。期内的净利润约相当于我们 2020 年全年盈利预测值的 26.1%。公司综合毛利率于期内同比跌 4.7 个百分点至 20.1%，但期内运营成本的削减有效推升了公司的盈利能力。期内的新订单同比增长 24.2%至人民币 118.8 亿元。可再生能源装备贡献了期内 30.9%的新增订单。公司早前通过重组得到的新资产预计将推动公司的转型并带动增长。公司于 1 季度末时拥有约人民币 310 亿元的净现金，我们预计公司于未来将通过大规模收购而不断开拓具发展前景的新兴业务以对冲传统业务仍存在的不确定性。

我们目前对公司的投资评级为“买入”，目标价为 5.50 港元，相当于 10.2/ 8.4/ 6.9 倍的 2020-2022 年市盈率或 0.5/ 0.5/ 0.5 倍的 2020-2022 年市净率。

正面因素分析

- 公司在国内风电设备市场拥有可观的市场份额。
- 国内对核电投资的大规模启动。
- 电力设备行业内潜在的供给侧结构性改革。
- 从纯电力设备企业转型为区域性多元化产业集团。

风险分析

- 海外项目受汇率及政治等各种不确定性风险较大。
- 对新产业投资的未知风险以及不确定性。
- 新冠疫情或将影响国内外的能源装备需求。

负面因素分析

- 国内用电量增速低迷或影响对电力板块的投资。
- 去补贴或将影响国内对可再生能源的投资。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	30,706	32,840	35,856	39,292	42,360
销售成本	(23,568)	(24,938)	(27,153)	(29,647)	(31,859)
毛利	7,138	7,902	8,704	9,645	10,502
管理费用	(4,190)	(4,269)	(4,625)	(5,029)	(5,337)
销售费用	(1,358)	(1,308)	(1,434)	(1,532)	(1,610)
其他支出	(335)	(240)	(357)	(378)	(400)
经营利润	1,255	2,084	2,287	2,706	3,154
利息收入	381	140	146	148	153
其它非营运费用	(360)	(645)	(615)	(657)	(643)
税前利润	1,275	1,579	1,818	2,196	2,664
税项	(117)	(198)	(182)	(220)	(266)
少数股东权益	(29)	(103)	(117)	(127)	(140)
股东应占净利润	1,129	1,278	1,519	1,849	2,258
每股盈利 (人民币)	0.365	0.413	0.492	0.598	0.730
每股股息 (人民币)	0.110	0.207	0.197	0.209	0.219

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	23.2%	24.1%	24.3%	24.5%	24.8%
经营利润率 (%)	4.1%	6.3%	6.4%	6.9%	7.4%
净利率 (%)	3.7%	3.9%	4.2%	4.7%	5.3%
流动比率 (倍)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
股东资金回报率 (%)	4.0	4.4	5.1	6.2	7.4
总资产回报率 (%)	1.2	1.4	1.7	2.0	2.3
速动比率 (倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转期 (天)	237.2	195.0	187.2	185.4	180.7
应收帐款周转期 (天)	150.0	116.3	108.0	108.7	104.4
应付款项周转期 (天)	256.1	220.7	216.0	212.4	201.6
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司历史在手订单和新增订单



资料来源：公司、国泰君安国际。

改革和转型将重新激活增长

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

哈尔滨电气(01133 HK)
股价: HK\$3.020
评级: 收集
目标价: HK\$3.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	25,879	71	0.042	(70.4)	63.4	8.805	0.3	0.000	0.0	0.5
2019A	22,516	109	0.064	52.2	42.4	9.133	0.3	0.000	0.0	0.7
2020F	21,247	325	0.191	199.6	14.4	9.365	0.3	0.000	0.0	2.1
2021F	20,704	454	0.266	39.5	10.3	9.771	0.3	0.000	0.0	2.8
2022F	20,529	586	0.343	29.1	8.0	10.180	0.3	0.000	0.0	3.4
已发行股本 Shares in issue (m)					1,706.5	大股东 Major shareholder		哈尔滨电气集团 60.4%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					5,153.7	流通比例 Free float (%)		36.9		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					3,558.9	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					4.570 / 1.450	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		4.1		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								50.2 / 71.6 / (23.7)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								43.9 / 68.1 / (9.3)		

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司于 2019 年的收入和净利润分别同比下降 13.0%和上升 52.2%。期内业绩好于我们预期。全国于 2020 年前 5 个月的新增发电装机容量达 25.24 吉瓦, 同比减少 13.5%。其中, 火电、水电、核电、风电和太阳能分别于期内贡献了 12.41 吉瓦、1.73 吉瓦、0 吉瓦、4.9 吉瓦和 6.15 吉瓦的新增装机。国内于 2020 年前 5 个月的对电力板块的投资同比上升 24.6%至人民币 2,398 亿元。国内市场对电力板块的投资预计将于 2020 年下半年全面提速。

我们对公司的投资评价为“收集”, 目标价为 3.80 港元, 相当于 18.1 倍/13.0 倍/10.0 倍 2020 至 2022 年市盈率或 0.4 倍/0.4 倍/0.3 倍 2020 至 2022 年市净率。

正面因素分析

- 新基建投资将带动对电力设备的需求。
- 将受益于国企改革、煤电装备去产能以及一带一路。
- 潜在的转型料将重新激活增长。

风险分析

- 资产减值损失或大幅上升。
- 国家进一步抑制国内对火电的投资。
- 对未来转型和发展的路线的不确定性。
- 新冠疫情或导致对电力板块的投资下降。

负面因素分析

- 严峻的市场环境或将让火电设备板块继续受压。
- 公司业务相对单一, 在传统电力设备市场市占率较高。
- 国内持续抑制火电的发展。

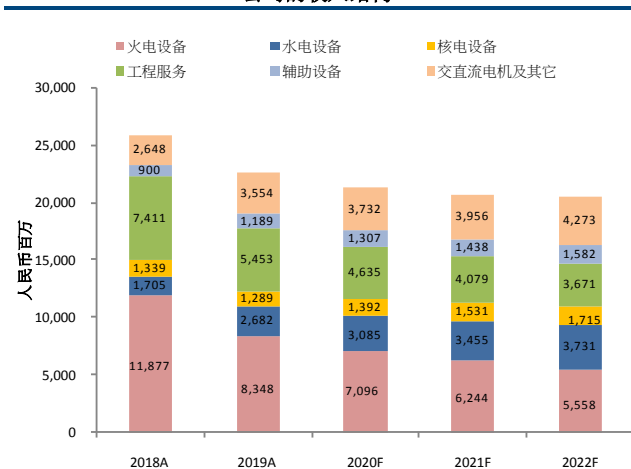
损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	25,879	22,516	21,247	20,704	20,529
销售成本	(22,688)	(19,189)	(17,878)	(17,233)	(16,954)
毛利	3,192	3,327	3,370	3,471	3,575
管理费用	(2,057)	(2,357)	(2,358)	(2,233)	(2,246)
销售费用	(731)	(604)	(552)	(528)	(513)
其他收入/支出	(103)	(108)	(25)	30	61
经营利润	301	258	435	739	877
利息费用	(124)	(130)	(86)	(227)	(198)
非营运利润	(53)	72	78	84	90
关联企业贡献	34	20	23	27	31
税前利润	157	220	450	623	801
税项	(54)	(100)	(112)	(156)	(200)
少数股东权益	(31)	(11)	(12)	(13)	(15)
股东应占净利润	71	109	325	457	586
每股盈利 (人民币)	0.042	0.064	0.191	0.266	0.343
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	12.3	14.8	15.9	16.8	17.4
经营利润率 (%)	1.2	1.1	2.0	3.6	4.3
净利率 (%)	0.3	0.5	1.5	2.2	2.9
流动比率 (倍)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
股东资金回报率 (%)	0.5	0.7	2.1	2.8	3.4
总资产回报率 (%)	0.1	0.2	0.6	0.8	1.0
速动比率 (倍)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转期 (天)	206.3	185.2	183.6	183.6	183.6
应收账款周转期 (天)	172.1	150.2	151.2	154.8	172.8
应付账款周转期 (天)	306.1	342.2	352.8	378.0	388.8
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司的收入结构


资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司将持续推动转型

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

上海电气(02727 HK)

股价：HK\$2.200

评级：买入

目标价：HK\$2.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	101,158	2,980	0.202	8.1	9.5	3.891	0.5	0.061	3.2	5.3
2019A	127,509	3,720	0.250	23.3	7.9	4.181	0.5	0.000	0.0	6.2
2020F	112,340	2,937	0.194	(22.3)	10.3	4.393	0.5	0.068	3.4	4.5
2021F	120,144	3,819	0.252	30.0	7.9	4.596	0.4	0.088	4.4	5.6
2022F	127,261	4,124	0.272	8.0	7.4	4.799	0.4	0.095	4.8	5.8
已发行股本 Shares in issue (m)			15,152.5		大股东 Major shareholder		上海电气集团 60.9%			
市值 Market cap. (HK\$ m)			33,335.4		流通比例 Free float (%)		38.0			
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)			6,185.4		2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		净现金			
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)			2.880 / 1.840		2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		3.2			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)							2.8 / 7.3 / (22.3)			
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)							(3.6) / 3.8 / (7.8)			

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年 1 季度业绩不如预期，主要因为期内国内爆发了新冠疫情。期内收入同比下跌 28.3%至人民币 147.05 亿元，而净利润则同比重挫 85.1%至人民币 1.14 亿元。期内的综合毛利率同比上升 4.6 个百分点至 24.5%。2020 年 1 季度新签订单同比大升 40.3%至人民币 436 亿元。其中，能源装备、工业装备 和集成服务板块分别贡献了 55.4%、31.5%和 13.1%的新增订单。值得注意的是期内的风电设备新增订单达人民币 186.6 亿元，同比暴增 4,553.9%。我们对公司的前景保持乐观的看法，并预计公司的业绩将于 2020 年 2 季度开始反弹。

我们对公司的投资评级为“买入”，目标价为 2.80 港元，相当于 13.1 倍/10.0 倍/9.4 倍的 2020 年-2022 年市盈率或 0.6 倍/0.6 倍/0.5 倍的 2020 年-2022 年市净率。

正面因素分析

- 公司在海上风电设备市场占据领导地位，而陆上风电设备市场处于国内领先地位。
- 风电抢装潮将助推公司的风电业务。
- 持续的改革以及企业转型将带动增长。
- 拥有庞大的在手订单。

风险分析

- 可再生能源发电的崛起将继续冲击传统电源设备需求。
- 去产能将推升钢铁及其他原材料价格降低设备毛利率。
- 国内火电设备市场的萎缩将继续影响公司的盈利能力。
- 新冠疫情持续影响盈利。

负面因素分析

- 火电的下行趋势在短期内不会逆转。
- 火电下行或间接影响其他业务板块的毛利率。
- 平价上网新政或将冲击公司的风电业务板块。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	101,158	127,509	112,340	120,144	127,261
销售成本	(82,708)	(105,518)	(92,648)	(98,544)	(104,185)
毛利	18,450	21,991	19,693	21,600	23,076
管理费用	(11,174)	(14,534)	(12,796)	(13,708)	(14,508)
销售费用	(2,759)	(2,898)	(2,528)	(2,835)	(2,927)
经营利润	4,516	4,559	4,369	5,056	5,641
其他收入/支出	1,765	3,258	2,508	2,883	2,696
净融资成本	(940)	(1,313)	(1,304)	(1,283)	(1,313)
关联企业贡献	666	759	809	873	943
税前利润	6,008	7,263	6,383	7,530	7,967
税项	(677)	(1,279)	(1,046)	(1,154)	(1,121)
少数股东权益	(2,351)	(2,264)	(2,400)	(2,556)	(2,722)
股东应占净利润	2,980	3,720	2,937	3,819	4,124
每股盈利 (人民币)	0.202	0.250	0.194	0.252	0.272
每股股息 (人民币)	0.061	0.000	0.068	0.088	0.095

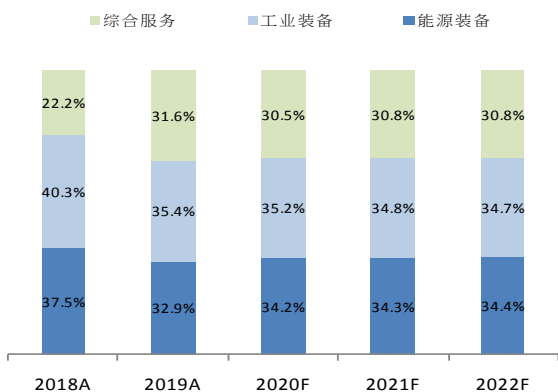
重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	18.2	17.2	17.5	18.0	18.1
经营利润率 (%)	4.5	3.6	3.9	4.2	4.4
净利率 (%)	2.9	2.9	2.6	3.2	3.2
流动比率 (倍)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
股东资金回报率 (%)	5.3	6.2	4.5	5.6	5.8
总资产回报率 (%)	1.4	1.5	1.1	1.4	1.4
速动比率 (倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转期 (天)	124.0	93.7	102.6	109.8	109.4
应收账款周转期 (天)	131.3	85.5	90.7	93.6	97.2
应付账款周转期 (天)	187.5	190.5	198.0	201.6	205.2
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司收入构成



环保行业

跑赢大市

分析员：黄家玮 Gary Wong

2020 年政府工作报告提到要实现污染防治攻坚战阶段性目标，节能环保开支在公共财政压力加大下不减反增。

国务院总理李克强于 5 月 22 日宣读的《2020 年政府工作报告》中提到，今年要打好蓝天、碧水、净土保卫战，实现污染防治攻坚战阶段性目标，单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降。工作重点则包括深化重点地区大气污染治理攻坚；加强污水、垃圾处置设施建设；加快危化品生产企业搬迁改造；以及壮大节能环保产业等。此外，财政部公布 2020 年 1-5 月全国一般公共预算收入 89,919 亿元，同比增 3.8%；1-5 月全国一般公共预算支出则为 93,023 亿元，同比增 12.5%。在一般公共预算支出里，节能环保支出同比增 29.8%，远高于同期的整体公共财政支出的增幅。数据反映即使在公共财政压力加大的情况下，对生态环保的投入仍没有减少。考虑到生态环保行业的高度公益性，政府对环保工作持续坚定加大投入的态度对行业发展将是重要的积极讯号。

2020 年作为多项长期规划的重要验收之年，下半年环保投入将加大。据生态环境部 3 月 20 日透露，《“十三五”生态环境保护规划》（“《规划》”）中提出的九项约束性指标中的七项已经提前完成。在大气污染治理方面，根据 2018 年《“十三五”生态环境保护规划实施情况中期评估报告》（“中期报告”）中披露，各类污染物减排指标也已经完成超过大半，其中二氧化硫减排已达 18.9%，已经超额完成《规划》中的累计减排 15% 的指标。而空气质量方面，尽管地级及以上城市空气质量优良天数比率曾于 2018 年一度达到 79.3%，接近于《规划》目标的 80%，但于 2019 年底回落至仅有 77.0%。而生态环境部于 3 月 20 日披露，目前大气治理方面面临较大风险和压力，各地的臭氧的浓度有较大幅度上升，部分省份优良天数比例以及微颗粒指标都有较大反弹。在水污染治理方面，截至 2019 年底，地表水质量达到或好于 III 类水体达 74.9%，而地表水质量劣 V 类水体达 3.4%，均分别超额完成《规划》中提到的到 2020 年地表水质量达到或好于 III 类水体比例要超过 70%，以及地表水质量劣 V 类水体比例要低于 5% 的任务。在土壤污染治理方面，《规划》对提出到 2020 年受污染耕地安全利用率达 90%，以及污染地块安全利用率达 90% 等目标，但生态环境部一直以来并未对治理进度进行披露，只是于 2019 年 11 月 29 日举行的例行新闻发布会中表示《规划》要求的土壤污染治理目标可以实现。总括而言除水污染治理外，大气污染治理及土壤污染治理工作仍有进步空间。作为“十三五”规划的收官之年以及“大气十条”、“水十条”及“土十条”等多项长期规划的初步目标的重要验收之年，我们认为 2020 年下半年的环保投入必将加大。

新冠疫情爆发使医疗危废处理及环卫服务需求大为增加，市场规模加快增长。卫健委、生态环境部、发改委等 11 个部委于 2 月 24 日联合发布了《关于印发医疗机构废弃物综合治理工作方案的通知》，提出要在 2020 年底前实现每个地级及以上城市至少建成 1 个符合运行要求的医疗废物集中处置设施；到 2022 年 6 月底前，实现每个县(市)都建成医疗废物收集转运处置体系。据生态环境部于 3 月 11 日披露，在新冠疫情之前，全国的医疗固废处理能力就已经达到较高的利用率：其中有 22 个市医疗废物处理超负荷运行，还有 28 个满负荷运行或者接近满负荷，加大医疗固废的处理能力已经迫在眉睫。根据医疗危废处置的惯例，处理设施会留出一定的富余量，一般而言按照常规需求的 2 倍建设处理能力。然而，从本次新冠疫情来看，在极端情况下医疗垃圾产生量会达到常规水平的 4 至 5 倍。因此，在建设常规需求水平 2 倍的处理能力基础上，还应在应急处理方案中储备 2 倍以上的可转换处理能力，包括移动处理设备、其他危废处置产能等。根据《2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2018 年 200 个大、中城市医疗废物产生量为 81.7 万吨。据此推算，2019 年全国医疗废物生产量很有可能超过 100 万吨。根据生态环境部公布的疫情初期全国医疗固废处理能力为 4,900 吨/日来看，全国每年产能仅为 178 万吨，距离常规需求的两倍的 200 万吨尚且有 22 万吨的差距，距离额外 4 倍的 500 万吨更有多达 322 万吨的巨大缺口。我们认为 2023 年全国每年处理量将可达到 200 万吨，按每吨平均处理价格 4,000 元推算，2023 年的市场规模可达 80 亿元，较 2019 年的 58 亿元增加 35.6%。此外，随着国家进一步推动生活垃圾分类及各类固废的无害化处置，我们预计环卫运营行业将会得到进一步发展。根据中商产业研究院的报告，中国环卫市场规模由 2014 年的 1,392 亿元增加至 2018 年的 2,632 亿元，年化复合增长率达 17.3%，预计 2020 年市场规模会达到 3,473 亿元。随着新冠疫情的影响，公众对于环境卫生的意识大为加强，预计未来几年环卫服务的市场规模将加快增长。

六部委印发《关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》（“《意见》”），将增强民营企业加大对环保行业投资的信心。民营企业在从事节能环保业务时主要遇到三类问题。第一，准入问题，很多地方政府在招投标活动中设置影响民营企业准入的限制性规定或与节能环保业务能力无关的企业规模门槛，以阻止民营企业参与；第二，合约履行问题，一些地方政府答应条件不兑现，很多国有企业结账周期长，税收优惠和补贴资金发放严重滞后，导致很多民营企业经营困难；第三，融资问题，环保工程的资金需求大，回款周期长，前期需要垫付大量资本金，但近年来，很多银行优先贷款给国企，民营节能环保企业经常面对融资难、融资贵、融

资受到身份歧视的情况。针对这些问题及当中跨部门的政策协调，发改委、生态环境部、银保监会等六部委于 5 月 21 日联合印发《关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》，其中针对准入问题，《意见》提出各地在推进污水垃圾等环境基础设施建设、园区环境污染第三方治理、医疗废物和危险废物收集处理处置、大宗固体废弃物综合利用基地建设时，要对民营节能环保企业全面开放、一视同仁，确保权利平等；并特别强调招标投标活动中不得设置影响民营企业准入的限制性规定，不得设置与节能环保业务能力无关的企业规模门槛，不得设置明显超过项目需求的业绩门槛。针对合同履行问题，《意见》提出各地要重信守诺，积极兑现依法作出的政策承诺，并进一步促进各地、大型国有企业履行与民营节能环保企业依法订立的合同，严格按合同约定及时支付账款，不得违背民营企业意愿或在约定的付款方式之外以承兑汇票等形式延长付款期限。针对融资难问题，《意见》提出加大绿色金融支持力度，支持符合条件的民营节能环保企业发行绿色债券，并积极探索将用能权、碳排放权、排污权、合同能源管理未来收益权、特许经营收费权等纳入融资质押担保范围。此外，各地要按照依法合规原则，对具有核心先进技术、长期发展前景较好但遇到暂时经营性困难的民营企业积极予以救助，帮助渡过难关。我们认为《意见》将是解决民营企业在环保行业投资难，经营难的重要开端，在增强民营企业投资的信心下将对未来环保行业投资带来巨大的拉动。

政府推动绿色债券市场发展及融资制度创新，为环保企业提供更多的融资途径。从国际经验看，若要解决环境问题，中国每年至少需要投入 GDP 的 1.5%至 3%，对应投资额达 1.5 万亿至 3 万亿元。人民银行此前曾明确表示，单靠公共投资是不足以满足这一投资要求的，公共资金对所需资金的贡献率仅为 10%至 15%，私营部门是绿色转型的最大资金来源，贡献率将要达到 85%至 90%。因此，推动绿色金融发展及调动民间投资热情是发展环保的重要举措。据中央结算公司和气候债券倡议组织于 6 月 29 日联合发布的《中国绿色债券市场 2019 研究报告》显示，2019 年中国发行了 3,862 亿元的绿色债券，中国贴标绿色债券发行总量居全球第一。从发行结构上看，非金融企业的绿债发行总量同比增长达 54%，且占 2019 年总发行量的 37%。非金融企业也首次超越了金融机构，并成为 2019 年中国绿色债券市场上的最大发人类别，反映非金融类环保企业对发行绿债融资的需求极大。2019 年 4 月，人民银行发布《关于支持绿色金融改革创新试验区发行绿色债务融资工具的通知》，加上多个地方政府发布政策文件，给予绿色债券财政激励，推动中国快速发展的绿色债券市场进入新阶段。近期，人民银行会同发改委、证监会起草了《绿色债券支持项目目录（2020 年版）》，正面向社会公开征求意见，将进一步推动国内绿色债券市场快速发展。在融资制度创新方面，财政部及证监会于 4 月 30 日发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，明确提出将优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。由于污水处理及固废危废处理等项目具有长期稳定收益的特点，非常符合发行 REITs 的条件，我们认为以 REITs 的方式作为退出将大大加快资产的流转效率，对项目经营类这种重资产企业的帮助很大。随着更多融资渠道拓宽，环保投资的增速亦将加快。

2020 年上半年发布的环保相关政策法规及标准规范

日期	部委	政策名称	相关内容摘要
2020 年 1 月 16 日	发改委、生态环境部	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	到 2020 年，率先在部分地区、部分领域禁止部分塑料制品的生产、销售和使用。到 2022 年，一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广，塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升；在塑料污染问题突出领域形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。到 2025 年，塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立，重点城市塑料垃圾填埋量大幅降低。
2020 年 2 月 24 日	发改委、生态环境部等	《关于印发医疗机构废弃物综合治理工作方案的通知》	到 2020 年底前实现每个地级以上城市至少建成 1 个符合运行要求的医疗废物集中处置设施；到 2022 年 6 月底前，实现每个县(市)都建成医疗废物收集转运处置体系。
2020 年 3 月 3 日	国务院	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	到 2025 年，建立健全环境治理的领导责任体系、企业责任体系、全民行动体系、监管体系、市场体系、信用体系、法律法规政策体系，落实各类主体责任，提高市场主体和公众参与的积极性，形成导向清晰、决策科学、执行有力、激励有效、多元参与、良性互动的环境治理体系。
2020 年 3 月 6 日	财政部、生态环境部	《关于加强生态环保资金管理推动建立项目储备制度的通知》	要求加强生态环保资金管理：1) 抓紧建立中央生态环保资金项目储备库制度，2) 严格中央生态环保资金项目储备库管理，3) 以充分发挥生态环保资金职能作用，4) 形成对打好污染防治攻坚战和支持经济社会发展的有力支撑。

2020 年 4 月 20 日	财政部、生态环境部	《支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案》	于 2020 - 2022 年开展试点，探索建立流域生态补偿标准核算体系，完善目标考核体系、改进补偿资金分配办法，规范补偿资金使用。试点期间，中央财政专门安排黄河全流域横向生态补偿激励政策，支持引导各地区加快建立横向生态补偿机制。
2020 年 4 月 30 日	财政部、证监会等	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。
2020 年 5 月 8 日	住房和城乡建设部	《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	到 2020 年底，各地区建筑垃圾减量化工作机制初步建立。到 2025 年底，各地区建筑垃圾减量化工作机制进一步完善，实现新建建筑施工现场建筑垃圾（不包括工程渣土、工程泥浆）排放量每万平方米不高于 300 吨，装配式建筑施工现场建筑垃圾（不包括工程渣土、工程泥浆）排放量每万平方米不高于 200 吨。
2020 年 5 月 22 日	国务院	《2020 年政府工作报告》	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降。要打好蓝天、碧水、净土保卫战，实现污染防治攻坚战阶段性目标。加强重大风险防控，坚决守住不发生系统性风险底线。提高生态环境治理成效。突出依法、科学、精准治污。深化重点地区大气污染治理攻坚。加强污水、垃圾处置设施建设。加快危化品生产企业搬迁改造。壮大节能环保产业。
2020 年 6 月 3 日	发改委	《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》	环境卫生设施提级扩能，包括完善垃圾无害化资源化处理设施、污水集中处理设施和县城公共厕所等 3 项任务。
2020 年 6 月 9 日	生态环境部	《危险废物环境许可证管理办法(修订草案)(征求意见稿)》	修订原有管理办法，主要修订目标如下：1) 完善危险废物环境许可范围、发证层级和许可条件；2) 深化简政放权、放管结合，进一步加强和规范事中事后监管；3) 法律一致性修订。
2020 年 6 月 21 日	生态环境部	《生态环境监测规划纲要（2020-2035 年）》	到 2025 年，以环境质量监测为核心，统筹推进污染源监测与生态状况监测；到 2030 年，环境质量监测与污染源监督监测并重，生态状况监测得到加强；到 2035 年，环境质量、污染源与生态状况监测有机融合。
2020 年 6 月 24 日	生态环境部	《2020 年挥发性有机物治理攻坚方案》	通过攻坚行动，VOCs 治理能力显著提升，VOCs 排放量明显下降，夏季 O ₃ 污染得到一定程度遏制，重点区域、苏皖鲁豫交界地区及其他 O ₃ 污染防治任务重的地区城市 6-9 月优良天数平均同比增加 11 天左右。

资料来源：国务院、发改委、住建部、财政部、生态环境部、证监会、国泰君安国际。

投资建议

国内环保市场仍有充足发展空间，首推中国光大国际(00257 HK)，次选东江环保(00895 HK)。虽然在经济下行压力加大之下公共财政压力持续加大，但污染治理作为地方政绩的重要工作及全面建成小康社会的重要目标，将促使地方政府及中央政府坚定不移的进行到底，政府对于节能环保的投入并未减少。在新冠疫情的爆发下，公众对于环境卫生的意识大为提高，政府未来对医疗废物处理以及环卫服务的投资必将持续增加。此外，根据“十四五”规划的初步构想，我们认为下一个五年甚至更长的时间段，环保行业将会从控制增量到治理存量的目标转变。由于存量市场远大于增量市场，在必需同时顾及存量及增量的治理的情况下，对环保的投入必将有增无减。因此，我们认为未来几年环保行业对资金的需求将高于往年，而民间资本的重要性将越显重要，民企在环保行业的参与程度将逐步提高。然而，由于环保行业的部份公益性，其利润率受政府的严密监管，利润必需通过经济规模实现，并非一般中小型及实力不强的民营企业可以维持，我们认为具有国资背景及民营管治的行业领导者在未来几年将最为受惠于行业的快速发展期及整合潮。中国光大国际(00257 HK)作为中国最大的固废处理企业之一，其作为中国最早一批经营固废处理业务的上市企业，在生活垃圾处理、环卫服务及包括医疗废物处理的工业危废处理业务有完整的产业链布局，加上其丰富的资本市场经验，将最为受惠于行业的发展期及整合潮。加上其手持大量项目可作 REITs 试点，我们对其发展前景乐观。维持“买入”评级及 6.20 港元的目标价。此外，东江环保(00895 HK)作为工业废物处理的龙头企业，其医疗废物处理业务在此次疫情中快速发展，加上新增产能正加快释放，未来三年工业废物处理收入将快速增长。维持其“收集”评级及 7.50 港元的目标价。基于行业估值被低估及未来几年稳定而

确定的增长性，维持行业“跑赢大市”评级。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
北控水务	00371	3.020	买入	5.6	5.2	4.8	0.9	15.5	6.6
光大国际	00257	4.090	买入	4.5	4.0	3.5	0.6	14.7	6.4
东江环保	00895	5.270	收集	8.6	7.1	6.2	0.9	10.3	3.3
中国水务	00855	5.580	买入	5.4	4.9	4.5	0.9	18.3	5.6
市值加权平均			跑赢大市	5.4	4.8	4.4	0.8	15.2	6.2

资料来源：彭博、国泰君安国际。

中国固废处理市场整合潮的主要受益者

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国光大国际(00257 HK)

评级：买入

股价：HK\$4.090

目标价：HK\$6.20

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	27,228	4,319	0.858	9.6	4.8	6.737	0.6	0.240	5.9	15.3	
2019A	37,558	5,203	0.847	(1.2)	4.8	5.917	0.7	0.260	6.4	14.8	
2020F	40,375	5,640	0.918	8.4	4.5	6.575	0.6	0.260	6.4	14.7	
2021F	45,529	6,308	1.027	11.8	4.0	7.342	0.6	0.260	6.4	14.8	
2022F	51,066	7,080	1.153	12.2	3.5	8.234	0.5	0.260	6.4	14.8	
已发行股本 Shares in issue (m)				6,143.0	大股东 Major shareholder				中国光大集团	42.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				25,124.8	流通比例 Free float (%)					58.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				11,715.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					102.5	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				7.670 / 3.700	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)					8.5	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									2.8 / (8.1) / (43.3)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(3.6) / (11.6) / (28.9)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国光大国际(00257 HK)2019 年收入同比增 37.9%至 376 亿元(港元,下同)。股东净利润同比增 20.5%至 52 亿元,每股盈利同比下降 1.2%至 0.847 港元(因 2019 年充分反映了 2018 年 9 月进行的供股带来的摊薄效应)。业绩整体符合预期。公司的整体毛利率为 30.5%,同比下降 4.1 个百分点,主要因为毛利率较低的环境能源建设项目收入增速加快所致。管理费用率受益于规模效应同比降 0.7 个百分点至 6.3%,财务费用率因借款增加同比降 0.2 个百分点至 4.9%。公司为中国规模最大的固体废物综合处理企业。截至 2019 年底,公司共有 125 个生活垃圾处理项目、51 个工业废物处理项目、5 个污泥处理项目及 18 个厨余垃圾处理项目。2019 年环保能源项目贡献收入 215 亿元,同比增长 50.2%。利用供股资金,公司大幅增加了建造服务业务,并在 2019 年获得了 34 个新的废物再生能源项目,及 2 个现有项目的补充协议。公司通过其持有 73% 权益的上市子公司中国光大水务(01857 HK)运营环保水务业务,2019 年水务业务贡献收入 56 亿元,同比增 17.6%。截至 2019 年 12 月 31 日,中国光大水务运营 96 个市政废水处理项目,此外,公司通过其持有 70% 权益的上市子公司中国光大绿色环保(01257 HK)运营绿色环保业务,2019 年绿色环保业务贡献收入 93 亿元,同比增 32.6%。截至 2019 年 12 月 31 日,光大绿色环保共有 109 个绿色技术项目,发电产能达 662 万千瓦时,发电量共 410 万千瓦时,同比增 42.5%。

由于公司利润增长放缓,公司当前估值较历史平均水平出现较大折让。然而,凭借公司在固废处置行业龙头的地位,公司将成为市场整合的主要受益者,当前估值吸引。维持其 6.20 港元的目标价,对应 6.8/ 6.0/ 5.4 倍的 2020/2021/2022 年预期市盈率。维持“买入”评级。

正面因素分析

- 公司为中国规模最大的固体废物综合处理企业,在行业整合中处于有利位置。
- 较高毛利率的运营服务收入增速高于整体收入增速。
- 项目储备丰富,足以支持未来 3 年发展。

风险分析

- 项目建设可能受附近居民的反对而推迟或取消。
- 项目排放物可能因未能达标而受惩罚。
- 地方债务问题或影响部份工程项目的回款进度。

负面因素分析

- 财政部对垃圾焚烧发电的补贴逐步减少。
- 主营收入有超过 60%仍来自建造收入。
- 新的光伏及风电项目上网电价将逐步下调。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	27,228	37,558	40,375	45,529	51,066
经营成本	(17,797)	(26,100)	(27,458)	(30,916)	(34,687)
毛利	9,431	11,458	12,916	14,612	16,379
其它收入	682	735	841	922	1,052
销售及管理费用	(1,899)	(2,366)	(2,544)	(2,777)	(3,064)
经营溢利	8,213	9,827	11,214	12,758	14,367
非经营性收入/(支出)	(1,214)	(1,563)	(1,859)	(2,050)	(2,116)
除税前盈利	6,998	8,264	9,355	10,707	12,251
税项	(1,729)	(1,896)	(2,245)	(2,570)	(2,940)
除税后盈利	5,270	6,368	7,110	8,138	9,311
少数股东权益	(951)	(1,165)	(1,471)	(1,830)	(2,231)
股东应占溢利	4,319	5,203	5,640	6,308	7,080
每股盈利 (港元)	0.858	0.847	0.918	1.027	1.153
增长/减少 (%)	9.6	(1.2)	8.4	11.8	12.2

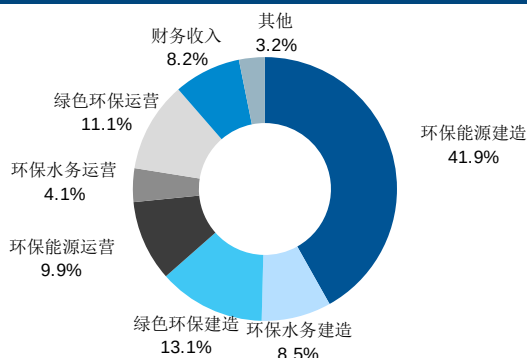
重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	34.6	30.5	32.0	32.1	32.1
经营利润率 (%)	35.8	31.2	32.7	32.8	32.8
净利率 (%)	15.9	13.9	14.0	13.9	13.9
资产回报率 (%)	5.1	4.9	4.4	4.2	4.0
股东资金回报率 (%)	15.3	14.8	14.7	14.8	14.8
净负债比率 (%)	58.2	92.6	102.5	112.6	116.9
净利息覆盖比率 (倍)	6.0	5.4	5.2	5.3	5.6

资料来源：公司。

资料来源：公司、国泰君安国际。

2019 年全年分部收入



步入稳步增长期

分析员：黄家玮 Gary Wong

北控水务(00371 HK)

股价：HK\$3.020

评级：买入

目标价：HK\$5.03

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	24,597	4,471	0.479	13.0	6.3	2.708	1.1	0.178	5.9	17.5
2019A	28,192	4,926	0.494	3.2	6.1	3.048	1.0	0.185	6.1	16.1
2020F	30,165	5,401	0.540	9.1	5.6	3.488	0.9	0.200	6.6	15.5
2021F	32,222	5,871	0.586	8.7	5.2	3.967	0.8	0.217	7.2	14.8
2022F	34,373	6,335	0.633	7.9	4.8	4.484	0.7	0.234	7.7	14.1
已发行股本 Shares in issue (m)				10,021.2	大股东 Major shareholder				北京控股	42.4%
市值 Market cap. (HK\$ m)				30,264.0	流通比例 Free float (%)				57.6	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				16,746.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				103.3	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				4.594 / 2.624	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				7.5	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								5.7 / 2.2 / (31.6)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								(0.7) / (1.3) / (17.1)		
资料来源：公司、国泰君安国际。										

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

北控水务(00371 HK)2019 年营业收入同比增 14.6%至 282 亿元（港元，下同）。股东净利同比增 10.2%至 49 亿元。每股盈利同比增长 3.9%至 0.498 港元，低于股东净利增速，主要因为年内进行配股造成的摊薄效应。整体业绩差于预期，主要由于安装工程及污泥处理的成本上升导致其他经营费用高于预期，其他经营费用同比激增 124.5%至 6 亿元。期内污水和再生水处理服务收入同比增长 10.7%至 51 亿元；建造服务收入同比增 16.8%至 179 亿元；供水服务收入同比增长 11.0%至 26 亿元；技术及咨询服务收入同比增 11.7%至 26 亿元。2019 年整体毛利率同比增长 0.4 个百分点至 36.1%，主要受综合治理项目的毛利率同比提高 6 个百分点所推动。行政费用率同比下跌 0.1 个百分点至 8.9%，财务费用率同比持平于 8.6%。此外，分占合资企业利润同比增 18.7%至 6 亿元，主要因为分占来自水处理服务及水环境治理建造服务的多间企业利润增加；联营公司利润贡献同比减少 16.3%至 4 亿元，主要因为分占北控清洁能源(01250 HK)的利润减少。截至 2019 年 12 月底，公司共有 549 座污水及再生水处理厂及 140 座供水厂，设计处理规模分别为 1,460 万吨/日及 925 万吨/日。

我们预计公司将放慢其快速扩张的步伐以减轻其债务压力。考虑到现时中国污水处理市场的集中度仍不高，公司作为龙头企业将受惠于市场的持续整合，未来收入及盈利仍可将维持稳定增长。维持其 5.03 港元的目标价，对应 9.3/8.6/7.9 倍的 2020/2021/2022 年预期市盈率。考虑到公司估值吸引，且仍是中国水处理服务行业的安全标的。维持“买入”评级。

正面因素分析

- 公司产能利用率有望持续提升。
- 中央政府大力支持发展农村污水处理业务。
- 污水处理行业进入整合阶段，作为行业龙头将受惠。

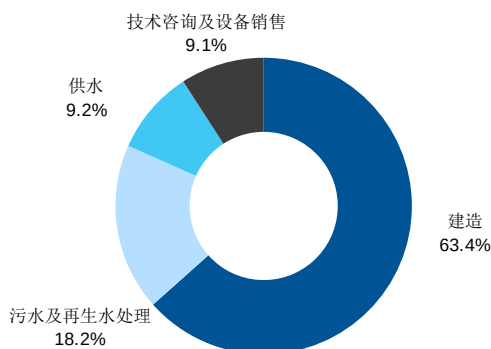
负面因素分析

- 公司 2019 年新增产能仅达 2018 年新增产能的 47%。
- 供水价格及污水处理价格调整受政府严格管制。
- 外币贷款接近总借贷的一半，占比偏高。

风险分析

- 海外投资项目将承受一定地缘政治风险。
- 市场激烈的竞争或导致新签项目回报率持续下跌。
- 地方债务问题或影响部份工程项目的回款进度。

2019 年全年分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	24,597	28,192	30,165	32,222	34,373
经营成本	(15,821)	(18,026)	(19,506)	(20,733)	(22,002)
毛利	8,776	10,167	10,659	11,488	12,371
其它收入	1,400	1,385	1,771	1,944	2,105
销售及管理费用	(2,206)	(2,500)	(2,644)	(2,792)	(2,944)
经营利润	7,969	9,053	9,786	10,640	11,532
财务支出	(2,105)	(2,433)	(2,588)	(2,900)	(3,270)
应占联营及合资公司收益	914	936	1,077	1,238	1,424
除税前盈利	6,779	7,556	8,274	8,978	9,686
税项	(1,549)	(1,714)	(1,876)	(2,036)	(2,196)
除税后盈利	5,230	5,843	6,398	6,942	7,489
少数股东权益	(759)	(917)	(997)	(1,072)	(1,154)
股东应占溢利	4,471	4,926	5,401	5,871	6,335
每股盈利 (港元)	0.479	0.494	0.540	0.586	0.633
增长/减少 (%)	13.0	3.2	9.1	8.7	7.9

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	35.7	36.1	35.3	35.7	36.0
经营利润率 (%)	32.4	32.1	32.4	33.0	33.5
净利率 (%)	18.2	17.5	17.9	18.2	18.4
资产回报率 (%)	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1
股东资金回报率 (%)	17.5	16.1	15.5	14.8	14.1
净负债比率 (%)	112.9	103.3	103.3	110.6	106.9
净利息覆盖比率 (倍)	3.8	3.7	3.8	3.7	3.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

持续受惠于城乡供水一体化的浪潮

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国水务(00855 HK)

评级：买入

股价：HK\$5.580

目标价：HK\$8.30

End 3/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	8,302	1,369	0.851	17.2	6.6	4.954	1.1	0.280	5.0	18.1
2020A	8,694	1,639	1.021	20.0	5.5	5.304	1.1	0.300	5.4	19.9
2021F	9,467	1,665	1.037	1.5	5.4	6.027	0.9	0.315	5.6	18.3
2022F	10,429	1,819	1.133	9.2	4.9	6.830	0.8	0.330	5.9	17.6
2023F	11,428	2,007	1.250	10.3	4.5	7.731	0.7	0.350	6.3	17.2
已发行股本 Shares in issue (m)					1,604.0	大股东 Major shareholder			段传良 43.1%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					8,950.5	流通比例 Free float (%)			56.9	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					1,737.5	2021 财年净负债/股东资金 FY21 Net gearing (%)			83.4	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					7.720 / 5.050	2021 财年每股估值 FY21 NAV (HK\$)			10.5	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									7.9 / (4.1) / (27.4)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									1.5 / (7.6) / (13.0)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国水务(00855 HK) 2020 财年收入同比增 4.7%至 86.94 亿元(港元,下同), 股东净利同比增 19.7%至 16.39 亿元。业绩略超预期, 主要由于公司分占联营公司可辨认资产和负债的资产净值中所占份额超出对康达国际(06136 HK)的投资成本的贡献近 2.15 亿港元所致。期内, 城市供水经营及建设业务收入同比增 13.3%至 72 亿元, 其中供水经营服务收入同比增 8.5%。环保业务收入同比跌 29.5%至 11 亿元, 主要因为期内水环境治理建设服务收入减少所致, 但污水处理及排水服务收入实际同比增 4.6%。物业开发及投资业务收入同比跌 19.5%至 2.4 亿元, 但受惠于利润率上升, 分部业绩从 2019 财年的 78.7 百万元亏损转为 2020 财年的 42.1 百万元溢利。其他收入同比增 41.0%至 1.6 亿元。整体毛利率同比提高 1.5 个百分点至 43.2%, 主要因为毛利率较高的供水服务及污水处理服务占收入比同比提高, 以及物业开发项目毛利率上升。销售费用率同比持平于 2.3%、行政管理费用率同比提高 0.6 个百分点至 8.5%、财务费用率同比提高 1.1 个百分点至 4.9%。此外, 公司在未来几年维持大量资本开支的情况下, 仍敢于上调全年每股股息 7.1%至 0.30 元, 反映对现金流的情况充满信心。

我们认为在城乡一体化及国企混改等政策持续推进下, 公司作为一家拥有全国化的供水排污网络的企业要比其他地区性企业将获得快速成长。在过去的几年中, 事实证明公司保持 30%以上派息比率的承诺是可行的。公司现估值吸引, 维持其 8.30 港元的目标价, 对应 8.0/7.3/6.6 倍的 2021/2022/2023 财年市盈率。维持“买入”评级。

正面因素分析

- 供水业务维持较快增长。
- 持有大量非核心资产可供套现。
- 连续十年稳定派息。

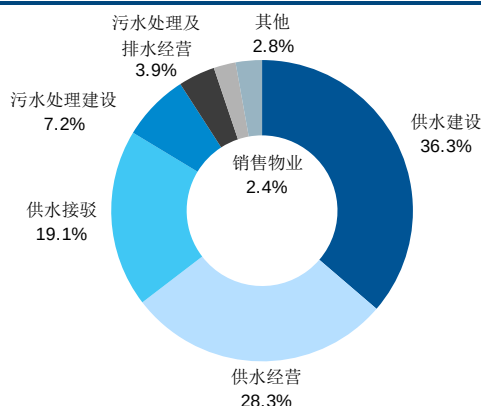
负面因素分析

- 环保业务量因减少承接水环境治理项目而缩减。
- 2020 财年业绩增长主要因为一次性收益带动。
- 外币债务比率较高且并无对冲, 将受累人民币贬值。

风险分析

- 人民币若持续贬值将造成较大汇兑亏损。
- 项目回报率趋跌, 新签项目回报率或低于预期。
- 供水涉及重大民生问题, 如果水质出现问题或造成严重社会事件, 将损害公司形象。

2020 财年全年分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 3 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	8,302	8,694	9,467	10,429	11,428
经营成本	(4,838)	(4,936)	(5,308)	(5,816)	(6,339)
毛利	3,464	3,758	4,159	4,613	5,089
其他收入/(支出)	405	357	435	434	480
销售管理费用	(847)	(934)	(1,018)	(1,109)	(1,209)
经营溢利	3,022	3,181	3,576	3,938	4,360
财务收入/(支出)	(319)	(429)	(465)	(529)	(603)
应占联营/合营公司收入	69	413	159	175	192
除税前溢利	2,772	3,165	3,270	3,584	3,950
税项	(642)	(657)	(748)	(828)	(910)
除税后溢利	2,130	2,507	2,522	2,756	3,040
少数股东权益	(761)	(868)	(858)	(937)	(1,034)
股东应占溢利	1,369	1,639	1,665	1,819	2,007
每股盈利 (港元)	0.851	1.021	1.037	1.133	1.250
增长/减少 (%)	17.2	20.0	1.5	9.2	10.3

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率 (%)	41.7	43.2	43.9	44.2	44.5
经营利润率 (%)	36.4	36.6	37.8	37.8	38.2
净利率 (%)	16.5	18.9	17.6	17.4	17.6
资产回报率 (%)	4.8	4.6	4.0	3.8	3.8
股东资金回报率 (%)	18.1	19.9	18.3	17.6	17.2
净负债比率 (%)	84.9	83.3	83.4	82.7	81.7
净利息覆盖率 (倍)	9.5	7.4	7.7	7.4	7.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

行业集中度持续提高的最主要受益者

分析员：黄家玮 Gary Wong

东江环保(00895 HK)
评级：收集
股价：HK\$5.270
目标价：HK\$7.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	3,284	408	0.467	(14.7)	9.9	4.556	1.0	0.140	3.0	10.1	
2019A	3,459	424	0.482	3.3	9.8	4.941	1.0	0.150	3.2	9.8	
2020F	3,774	491	0.558	15.8	8.6	5.438	0.9	0.160	3.3	10.3	
2021F	4,412	598	0.680	21.7	7.1	6.053	0.8	0.170	3.5	11.2	
2022F	5,049	684	0.778	14.4	6.2	6.761	0.7	0.180	3.8	11.5	
已发行股本 Shares in issue (m)				879.3	大股东 Major shareholder				广东广晟 22.2%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				4,633.7	流通比例 Free float (%)				77.8		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				320.1	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				32.7		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				7.980 / 4.990	2020 财年每股估值 FY20 NAV (HK\$)				9.5		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(0.8) / (1.3) / (33.7)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(7.1) / (4.8) / (19.3)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

东江环保(00895 HK)2020 年第 1 季度收入同比跌 18.4%至 658 百万元(人民币，下同)，股东净利同比降 48.6%至 5,600 万元，业绩符合预期。收入下跌主要由于新冠肺炎疫情导致大量企业停工减产使危废处置需求减少。此外，资源化产品价格下跌及原材料价格上涨导致公司整体毛利率同比下跌 4.8 个百分点至 31.3%。期内，销售费用率同比下跌 0.8 个百分点至 2.9%，主要因为营销活动减少；但行政管理费用率同比提高 1.8 个百分点至 11.6%、研发费用率同比提高 2.0 个百分点至 3.4%，净财务费用率同比提高 1.0 个百分点至 5.2%，主要因为收入减少费用规模基本不变。在疫情爆发期间，公司积极配合地方各级行政部门开展疫情防控工作，共处置各类医疗废物约 4,000 吨。公司于 2019 年新增 241,300 吨/年的工业危废处理产能，其中 101,300 吨/年为焚烧处理，140,000 吨/年为物化处理。此外，公司于 2019 年新增 95,000 吨/年的工业危废资源化产能。

随着大部份客户于 4 月起全面复工复产，公司业务已基本回复正常。第 1 季度疫情对行业造成的冲击将加快行业的整合潮，公司作为龙头企业将受惠。此外，公司拥有丰富的项目储备并将于未来 3 年集中投产，其中毛利率较高的工业危废处理产能占比较高，有助提高整体毛利率。我们预计公司未来 3 年收入及利润可维持中双位数的增长。维持其 7.50 港元的目标价，对应 12.2/10.0/8.8 倍的 2020/2021/2022 年预期市盈率。维持“收集”评级。

正面因素分析

- 公司作为行业龙头将受惠于行业集中度持续提高。
- 工业危废处理收入占比的提高有助提高整体毛利率。
- 经营现金流稳定，债务比率低于同业，财务状况良好。

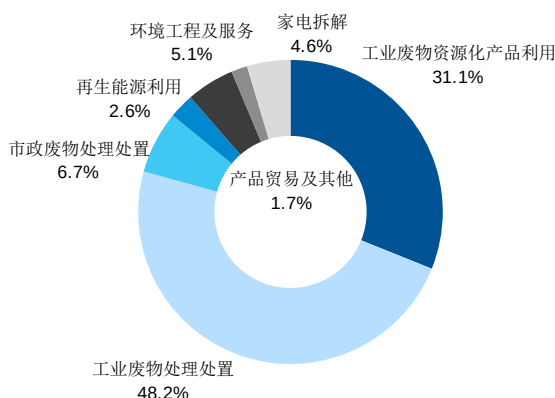
负面因素分析

- 工业废物资源化产品销售差于预期。
- 行政管理费用率持续提高，管理效率有待改善。
- 产能释放进度慢于预期。

风险分析

- 回收获取的金属库存，受商品价格波动影响巨大。
- 制造业不景气或影响对工业废物处理的需求。
- 旗下项目数量庞大且分散，若对项目监管不当，或出现更多类似此前江西项目的违规问题。

2019 年全年分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	3,284	3,459	3,774	4,412	5,049
经营成本	(2,125)	(2,211)	(2,386)	(2,763)	(3,131)
毛利	1,159	1,248	1,388	1,648	1,918
其它收入	226	181	176	196	189
销售、行政及管理费用	(565)	(614)	(680)	(795)	(915)
其他开支	(134)	(163)	(143)	(163)	(184)
应占联营及合资公司收益	13	6	20	18	16
经营利润	700	659	762	904	1,025
非经营性损益	(141)	(134)	(129)	(140)	(153)
除税前盈利	558	524	633	764	871
税项	(84)	(58)	(95)	(115)	(131)
除税后盈利	474	467	538	649	741
少数股东权益	(66)	(43)	(47)	(52)	(57)
股东应占溢利	408	424	491	598	684
每股盈利 (人民币)	0.467	0.482	0.558	0.680	0.778
增长/减少 (%)	(14.7)	3.3	15.8	21.7	14.4

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	35.3	36.1	36.8	37.4	38.0
经营利润率 (%)	21.3	19.0	20.2	20.5	20.3
净利率 (%)	12.4	12.3	13.0	13.5	13.5
资产回报率 (%)	4.2	4.1	4.3	4.7	4.8
股东资金回报率 (%)	10.1	9.8	10.3	11.2	11.5
净负债比率 (%)	45.2	28.0	32.7	31.5	33.3
净利息覆盖比率 (倍)	5.2	4.8	5.8	6.5	6.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

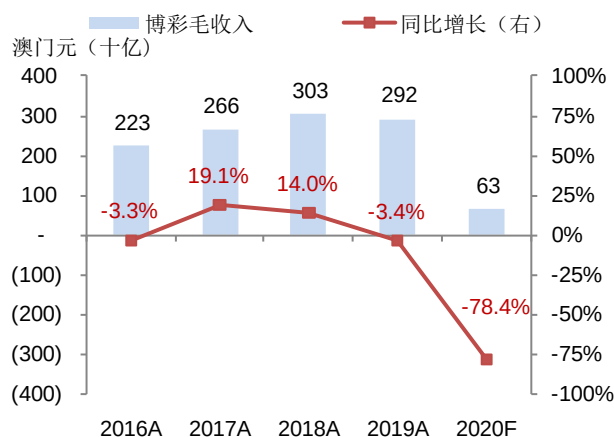
博彩行业

跑输大市

分析员：Noah Hudson

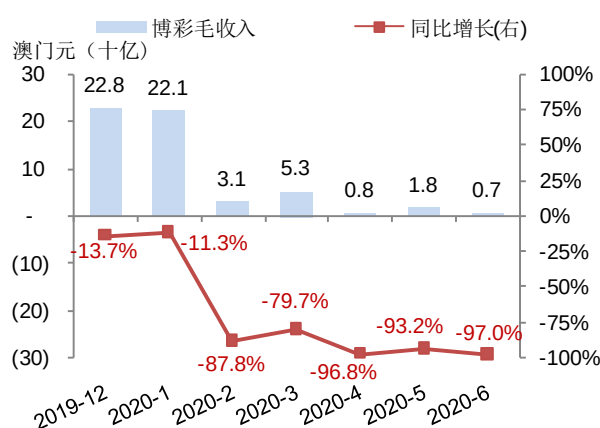
我们预计 2020 年澳门博彩毛收入将下降 78.4% 至 783 亿澳门元。截至 2020 年 6 月 30 号，澳门博彩毛收入累计同比下降 77.4%，而 6 月博彩毛收同比下降 97.0%，为是今年最大降幅。截至 2019 年 5 月 31 日（最新统计），预计澳门贵宾业务博彩毛收入累计同比下降 72.8%，中场业务博彩毛收入累计同比下降 76.4%。我们认为严格的旅行管制可能至少会持续到 2021 年第 1 季度，有意义的行业复苏直到 2021 年某个时候才会开始。

澳门年度博彩毛收入及同比增速



资料来源：澳门博彩监察协调局、国泰君安国际。

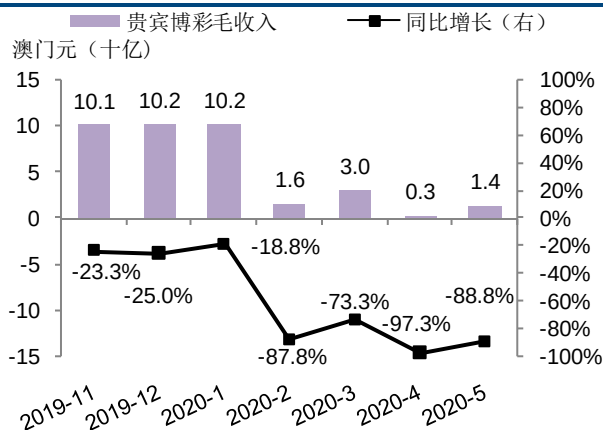
澳门月度博彩毛收入及同比增速



资料来源：澳门博彩监察协调局。

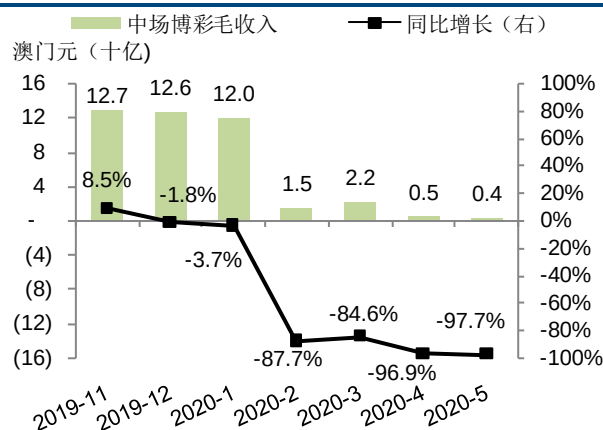
中场分部博彩毛收入于 2019 年第 1 季度的同比增速不仅为负，还大于贵宾分部的跌幅，这并不意外，因为旅行管制至少在在一定程度上对贵宾赌客的影响较小。从 2016 年第 4 季度至 2018 年第 4 季度的澳门博彩繁荣期，贵宾分部的同比增速每个季度都为正。之后其在 2019 年第 1 季度转负，并且从此以后每个季度皆为负。另一方面，中场分部从 2016 年第 3 季度至 2019 年第 4 季度每个季度均为同比正增长。

澳门月度贵宾业务博彩毛收入及同比增速



资料来源：彭博。

澳门月度中场业务博彩毛收入及同比增速



资料来源：彭博。

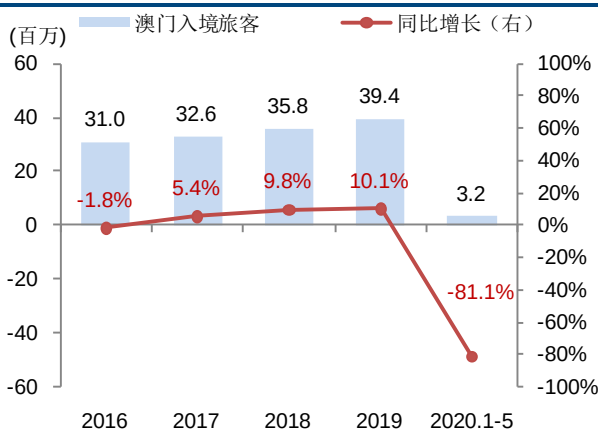
在 2 月份被迫关闭 15 天后，澳门赌场于 2 月 20 日被允许重新开业，但只有约一半的接待能力。2 月 18 日发布在澳门博彩监察协调局网站中文和葡文消息栏的赌场新规则仍在生效中。在当前的管制下，为了确保赌台之间的距离，每个博彩区只有一半的赌台能被开放。开放赌台中只有一半至 4/7 的座位能被使用（7 座赌台只能开放 3 个或个座位）。赌客下注时必须就座，不能站起来。

从澳门返回中国内地或香港须在政府指定地点强制隔离 14 天有效防止了更多赌客到访澳门。澳门自 4 月初以来尚无新冠肺炎新增病例。澳门 45 位新冠肺炎患者均已出院。澳门无新冠肺炎死亡病例。澳门与香港之间的旅行仍需在两地各隔离 14 天（除少数例外）。中国内地居民经过核酸测试和健康筛查后能够前往澳门，但返回中国内地

后需在政府指定地点强制隔离 14 天。中国内地也已停止向内地居民签发澳门自由行签证直至进一步通知。

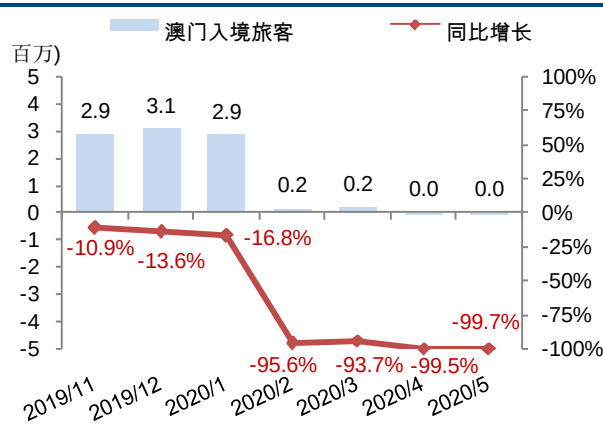
今年截至 5 月份，前往澳门的游客数量同比下降 81.1% 至 320 万人次。自 2018 年 10 月 24 日港珠澳大桥开通以来，赴澳门游客数量快速增长。但受香港骚乱的影响，澳门月度旅客同比增速在 2019 年 6 月开始放缓。从 2019 年 11 月起月度旅客的同比增速转负，这是港珠澳大桥开通和运营满一年后的第一个月。

澳门年度入境旅客数量及增速



资料来源：澳门统计暨普查局。

澳门月度入境旅客数量及增速



资料来源：澳门统计暨普查局。

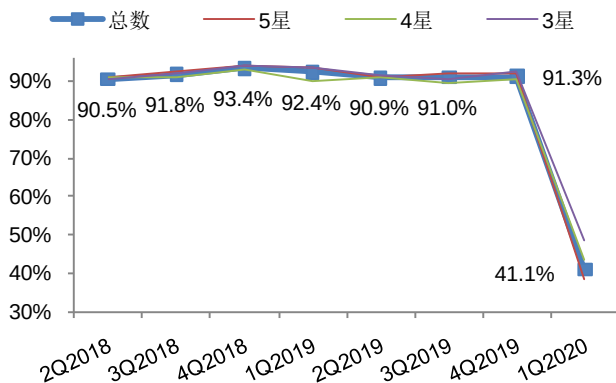
我们预计往返澳门和中国内地的旅行管制的放松将会导致新冠肺炎新增病例的上升，而当局回应将是重新实施旅行管制。全球卫生专家在 2020 年 3 月的普遍预期是疫苗的研发将需要至少 12-18 个月的时间。这意味着最早要到 2021 年 3 月至 9 月疫苗才会出现。新冠疫情似乎不会因为天气转暖而在夏季消退或显著放缓。封闭和社交距离似乎是能阻止新冠肺炎病例反弹的唯一措施。

我们认为，澳门旅行管制或将在未来几周和几个月放松，但有可能是临时的且有可能再次实施管制。我们认为，在未来几周和几个月，香港、中国内地和澳门当局有可能会开始采取循序渐进的步骤来放松对往返澳门的旅行管制。我们还预计管制放松后新冠肺炎新增病例将会上升（或许有几周的滞后），随后当局将重新实施旅行管制。这种时松时紧的周期或将持续数月，直至 2021 年，直到 1) 疫苗或疗法研制成功并上市，或；2) 尽管新冠肺炎病例数量增加，但经济和社会政治的痛苦难以承受。

澳门政府呼吁所有娱乐场企业履行社会责任及恰当处理员工待遇及安排。澳门全部博彩批给将于 2022 年到期，新批给将需要每个博彩公司与澳门政府进行协商，而澳门政府拥有最后决定权。我们认为澳门博彩运营商将拿出最好的表现去迎合澳门各个政府机构。鉴于此，博彩公司将没有多少余地在下行期进行重大裁员（除非居民工人以外）或降薪。

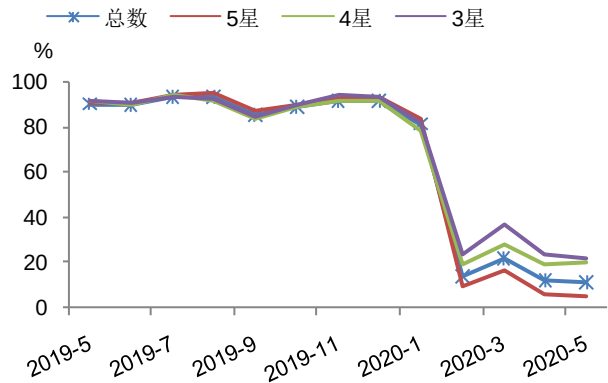
2020 年第 1 季度，澳门星级酒店入住率平均同比下降 51.3 个百分点到 41.1%。从 3 月 27 日开始，从澳门（及香港）入境广东省的人员需在政府指定酒店强制隔离 14 天。包括曾到访澳门及返回广东省的中国内地居民。广东省北邻澳门，是旅客进入澳门的主要入境点。2019 年，澳门 3,940 万入境旅客中有 32.5% 从广东省入境。目前，中国所有地区要求包括澳门和香港在内的所有跨境旅客在政府指定酒店强制隔离 14 天。2019 年，70.9% 的澳门旅客从中国内地入境，18.7% 从香港入境。由于澳门旅行管制政策，2 月、3 月、4 月和 5 月平均入住率分别同比下降 78.0、68.8、79.8 和 79.1 个百分点至 14.4%、22.5%、12.3% 和 11.5%。

澳门季度星级酒店平均入住率



资料来源：澳门统计暨普查局。

澳门月度星级酒店平均入住率



资料来源：澳门统计暨普查局。

澳门的下一个新赌场上葡京或将于 2021 年开幕。澳门最近开业的大型赌场度假村是 2018 年 2 月开幕的美狮美高梅。下一个开幕的大型赌场度假村将是澳博控股 (00880 HK) 的上葡京。上葡京的建筑工程已于 2019 年末完工，此后澳博控股一直在着手申请和获得所需的牌照和政府许可。澳博控股最新的目标是使上葡京在 2020 年底前开幕。但鉴于新冠疫情下的经营环境，我们预计开幕将被延迟至 2021 年中或更晚。此外，金沙中国 (01928 HK) 最近翻新和改造的物业澳门伦敦人、伦敦人大楼套房和澳门四季名荟预计将于 2020 年和 2021 年分阶段上升。

澳门 2014-2020 年的赌台和角子机

	2014	2015	2016	2017	2018	2019A	2020F
赌台	5,711	5,957	6,287	6,419	6,588	6,739	6,914
同比增速	-0.7%	4.3%	5.5%	2.1%	2.6%	2.3%	2.6%
角子机	13,018	14,578	13,826	15,622	16,059	17,009	17,672
同比增速	-0.7%	12.0%	-5.2%	13.0%	2.8%	5.9%	3.9%

资料来源：澳门博彩监察协调局、国泰君安国际。

与大多数长期封锁可能导致企业破产和高失业率的经济体不同，我们认为澳门及其赌场可以维持严格的旅行管制、极低的博彩收入和赌场营运现金流为负的状况直至 2021 年。美高梅中国 (02282 HK)、永利澳门 (01928 HK) 和金沙中国 (01928) 均在上个月发新债，这使其能够维持负面的经营现金流直至 2021 年。其它的澳门运营商预计也将拥有充足的现金储备。我们认为澳门赌场运营商不太可能也无法提出重新开放的要求，因为澳门政府对所有将于 2022 年到期的博彩牌照拥有决定权。我们认为，等中国完全控制住新冠疫情时，放松旅行管制的政治或公众压力将会较小。

澳门政府下令所有赌场开业并经营，尽管损失巨大。经过 2 月份 15 天的赌场关闭期后，自 2 月 20 日起赌场被允许逐渐重新开放。根据澳门博彩监察协调局 2 月 18 日的指令，在 2 月 20 日重新开放后，所有赌场必须在 30 天内开业并且不允许关闭，即使赌场几乎空无一人以及出于成本节省理由。随着美国开始再次开放，大规模抗议活动或将造成新冠肺炎新病例的激增，这有可能导致第二轮封锁，从而进一步打击经济。新一轮的病例增长或导致美国新一轮的封锁，从而进一步打击美国经济以及对中国商品的需求。

鉴于全球经济前景疲弱，我们认为可能需要几年时间澳门博彩收入才能反弹至其 2019 年时的水平，因为澳门博彩增长或将受到疲弱全球经济的制约。一旦澳门旅行管制最终被解除，我们预计将有强劲反弹。但我们认为，增长的强度将是由于极其低的比较基数所致并将受到疲弱全球经济的压制。我们认为全球经济关闭或将对全球经济产生非常深厚和长远的负面影响。亚特兰大联邦储备银行现预计美国 2020 年第 2 季度 GDP 增速为-45.5%。如果高失业率和永久的工作流失使美国的衰退延迟，则对来自中国的出口需求减少将负面影响中国的 GDP，从而降低对澳门博彩的需求。

投资建议

尽管在 3 月份大部分时间旅行大致开放，2020 年 3 月的博彩毛收入仅为 2019 年月均博彩毛收入的约 1/5。当我们预计严格旅行管制仍将生效时，我们在思考未来几个月及 2021 年初的月度博彩毛收入将是什么样时，我们将 2020 年 3 月作为一个参考点。新冠疫情在 2 月全面爆发，但针对内地居民及香港人往返澳门的严格管制直到 3 月底才生效。即使旅行大致开放，内地居民和香港人被允许往返澳门，3 月的博彩毛收入仍仅为 5,257 澳门元，较 2019 年 3 月的 25,840 澳门元下降 79.9%，远低于 2019 年 24,371 澳门元的月均博彩毛收入。

我们认为贵宾分部的复苏将快于中场分部。我们预计旅行管制以及赌场的社交距离将分阶段逐步放松。跟中场相比，贵宾博彩区更加私人化且人员较少，因此社交距离规则对减少贵宾赌客数量的影响小于对中场赌客的影响。

我们重申行业的“跑输大市”投资评级。基于彭博对 EBITDA 盈利的一致预期，澳门博彩业目前的预期经调整 EV/EBITDA 为 40.1 倍，较过去五年的平均水平高 119.9%。此非常高的估值只有在一致预期的 2022 年盈利预测下才看似合理。但我们认为市场一致预期对行业复苏和反弹过于乐观。银河娱乐（00027 HK）、新濠博亚（MLCO US）、美高梅中国（02282 HK）和金沙中国（01928 HK）的投资评级为“卖出”。永利澳门（01128 HK）的评级为“减持”。

公司名称	编号	股价	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
银河娱乐	00027	HK\$52.750	卖出	n.a.	n.a.	55.0	3.4	(8.1)	0.0
新濠博亚	MLCO US	US\$15.520	卖出	n.a.	n.a.	674.5	12.6	(88.1)	0.0
美高梅中国	02282	HK\$10.000	卖出	n.a.	n.a.	83.4	10.9	(85.5)	0.0
金沙中国	01928	HK\$30.400	卖出	n.a.	n.a.	59.3	10.2	(40.9)	0.0
永利澳门	01128	HK\$13.340	减持	n.a.	n.a.	55.0	(13.5)	323.6	0.0
市值加权平均			跑输大市	n.a.	n.a.	114.2	5.5	3.5	0.0

资料来源：国泰君安国际。

2020 年第 1 季度银娱的市场份额同比下降

分析员：Noah Hudson

银河娱乐(00027 HK)

评级：卖出

股价：HK\$52.750

目标价：HK\$39.10

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	55,211	13,507	3.128	27.6	16.9	14.400	3.7	0.910	1.7	23.0
2019A	51,902	13,042	3.011	(3.8)	17.5	16.980	3.1	0.910	1.7	19.3
2020F	12,882	(5,768)	(1.332)	n.a.	n.a.	15.619	3.4	0.000	0.0	(8.1)
2021F	19,653	(3,077)	(0.708)	46.9	n.a.	14.827	3.6	0.000	0.0	(4.6)
2022F	34,732	4,119	0.946	n.a.	55.8	15.707	3.4	0.190	0.4	6.2
已发行股本 Shares in issue (m)				4,335.5	大股东 Major shareholder				City Lion Profits 22.5%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				228,698.6	流通比例 Free float (%)				46.1	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				15,088.8	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				62.750 / 36.621	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				48.6	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									0.9 / 27.6 / 2.2	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(5.5) / 24.1 / 16.6	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 年第 1 季度净收入同比下降 61.1%至 51 亿港元，低于我们的预期 22.2%。由于银娱在贵宾分部与中场分部皆表现不佳，2020 年第 1 季度银娱的市场份额同比下降 2.2 个百分点和环比下降 2.0 个百分点至 18.7%。银娱博彩毛收入总额为 55 亿港元，同比下降 64.1%，差于澳门行业博彩毛收入同比下跌 60.0%的表现。我们预测 2020 年至 2022 年总收入为 128.82 亿港元、196.53 亿港元和 347.32 亿港元，分别对应-75.2%、52.6%和 76.7%的增长率。我们预计 2020 年至 2022 年经调整物业 EBITDA 总额分别为-22.41 亿港元、10.73 亿港元和 89.45 亿港元。

投资评级为“卖出”，目标价为 39.10 港元。银娱最新收市价相当于 38.6 倍的远期经调整 EV/EBITDA，较其过去 5 年间 28.5 倍的历史平均水平有 35.7%的溢价。我们的目标价分别相当于 162.1 倍和 20.0 倍 2021 和 2022 年经调整 EV/EBITDA，且对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 48.56 港元有 19.5%的折让。

正面因素分析

- 在 2020 年第 1 季度贵宾分部赢率高于通常范围的情况下，经调整 EBITDA 因此增加了约 0.84 亿港元。
- 澳门银河的一座新酒店大楼（第三期的一部分）正在建设中，计划于 2021 年能末开业。
- 资产负债表很健康，2019 年 3 月 31 日，公司持有现金及流动投资为 493 亿港元，净现金为 425 亿港元。

风险分析

- 公司管理层有推迟第三、四期开业目标的悠久记录，可能再次延迟。我们预计第三期将于 2021 年部分开幕并因处在上升期的最初阶段而拖累利润率。
- 在澳门旅游全面开放后，博彩业收入将会增长但可能不会出现因被抑制的需求而推动的 V 型反弹。

负面因素分析

- 2020 年第 1 季度银娱博彩总收入同比下降 64.1%，表现差于澳门博彩业总收入同比 60.0%的跌幅。
- 澳游客数量和银娱的运营遭受到入境及隔离限制。

损益表

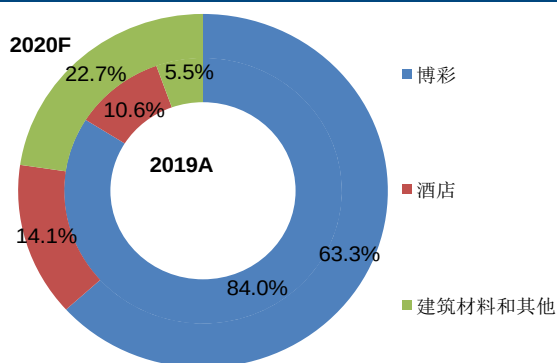
截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
博彩经营业务	47,025	43,581	8,151	13,882	26,980
酒店、建筑材料和其他	8,186	8,321	4,731	5,772	7,751
经营收益	55,211	51,902	12,882	19,653	34,732
经营成本及开支	(42,992)	(40,134)	(19,820)	(23,974)	(31,781)
经营溢利	12,219	11,768	(6,939)	(4,320)	2,951
其他收益	1,146	1,113	1,150	1,143	1,036
融资成本（净）	(139)	(129)	(149)	(285)	(288)
合营企业和联营公司	388	532	113	362	483
除税前溢利	13,614	13,284	(5,825)	(3,100)	4,181
所得税开支	(43)	(156)	68	36	(49)
非控制性利润	(63)	(86)	(12)	(13)	(13)
公司拥有人应占纯利	13,507	13,042	(5,768)	(3,077)	4,119
调整后 EBITDA	16,857	16,479	(2,241)	1,073	8,945
每股盈利（港元）	3.128	3.011	(1.332)	(0.708)	0.946
每股派息（港元）	0.910	0.910	0.000	0.000	0.190

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	13.5	(6.0)	(75.2)	52.6	76.7
调整后 EBITDA 增长 (%)	19.2	(2.2)	(113.6)	(147.9)	733.5
调整后 EBITDA 率 (%)	30.5	31.8	(17.4)	5.5	25.8
经营利润率 (%)	22.1	22.7	(53.9)	(22.0)	8.5
净利率 (%)	24.5	25.1	(44.8)	(15.7)	11.9
资产回报率 (%)	15.9	14.3	(5.9)	(3.1)	4.2
股东资金回报率 (%)	23.0	19.3	(8.1)	(4.6)	6.2
流动比率 (倍)	0.8	0.9	0.6	0.3	0.2
付息比率 (%)	29.0	30.0	0.0	0.0	20.0
净资产负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

银河娱乐收入构成预期



资料来源：公司、国泰君安国际。

公司预计 4 月和 5 月经调整物业 EBITDA 为负

分析员：Noah Hudson

永利澳门(01128 HK)

评级：减持

股价：HK\$13.340

目标价：HK\$11.70

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	39,592	6,245	1.204	68.6	11.1	0.293	45.6	1.200	9.0	276.4
2019A	36,162	5,057	0.975	(19.0)	13.7	0.383	34.8	0.450	3.4	288.5
2020F	7,238	(5,322)	(1.025)	n.a.	n.a.	(1.016)	(13.1)	0.000	0.0	323.6
2021F	12,635	(1,277)	(0.246)	76.0	n.a.	(1.235)	(10.8)	0.000	0.0	21.9
2022F	25,179	1,260	0.243	n.a.	55.0	(0.945)	(14.1)	0.000	0.0	(22.3)
已发行股本 Shares in issue (m)				5,197.2	大股东 Major shareholder		永利度假村 (WYNN US) 72.2%			
市值 Market cap. (HK\$ m)				69,330.5	流通比例 Free float (%)		27.8			
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				11,855.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		1,463.3			
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				20.800 / 10.020	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		14.3			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)							1.8 / 13.2 / (26.6)			
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)							(4.6) / 9.8 / (7.1)			

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司管理层预计截至 2020 年 5 月 31 日为止的两个月，公司总收入处于 1,790 万美元至 1,900 万美元之间，同比下降 97.5%。管理层预计，截至 2020 年 5 月 31 日为止的两个月，经调整物业 EBITDA 处于负 1.261 亿美元至负 1.188 亿美元之间，而截至 2019 年 5 月 31 日的两个月则为 2.152 亿美元。这反映了日均经调整物业 EBITDA 亏损约为 200 万美元，而 2019 年相同月份的日均经调整物业 EBITDA 则为 350 万美元的正值。管理层还估计截至 2020 年 5 月 31 日止两个月的赌台赢额百分比会令经调整后的物业 EBITDA 减少约 0.24 亿美元，而 2019 年同期则导致减少 0.12 亿美元。

投资评级为“减持”，目标价为 11.70 港元，分别相当于 26.9 倍和 13.9 倍 2021 和 2022 年经调整 EV/EBITDA，且对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 14.29 港元有 18.1% 的折让。公司 6 月 30 日收市价相当于 35.2 倍的远期经调整 EV/EBITDA，较其过去 5 年间 13.4 倍的历史平均水平有 161.6% 的溢价。

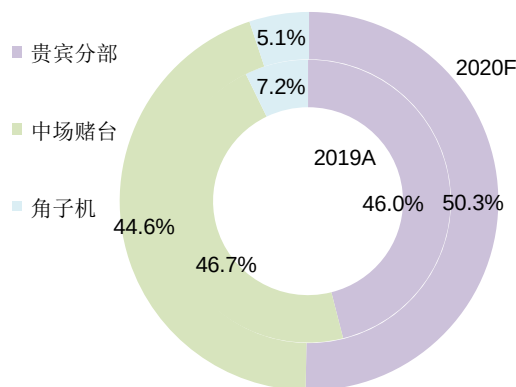
正面因素分析

- 公司主要瞄准贵宾业务和高端中场市场，预计这两个业务将比中场业务复苏得更快。在公司于 2020 年 2 月 20 日重新开放两个物业后的五周内，其博彩毛收入相当于其历史平均月度博彩毛收入的约 25%，主要是由贵宾客户及高端中场客户推动，每日经调整物业 EBITDA 亏损减少至约 80 万美元，好于 4 月和 5 月约 200 万美元的日均经调整物业 EBITDA 亏损。

风险分析

- 公司管理层预计，当博彩总收入达到历史平均水平的 45% 至 50% 时，公司就可达到经调整物业 EBITDA 的盈亏平衡点，但是什么时候能实现的不确定性很大。我们预计公司的季度 EBITDA 在 2021 年第 3 季度之前不会录得正值。

永利澳门赌场博彩收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

负面因素分析

- 由于新冠病毒带来的持续影响，访澳游客数量和公司的运营遭受到入境及隔离限制实施所造成的负面影响。
- 公司与澳门的其它赌场运营商一样将继续在新冠疫情下的低迷期支付员工成本。即使行业继续复苏，折旧成本也将使 2021 年和 2022 年的盈利能力承压。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
娱乐场	34,096	30,850	5,954	10,501	20,591
客房、餐饮、零售及其他收益	5,495	5,311	1,284	2,134	4,588
总经营收益	39,592	36,162	7,238	12,635	25,179
经营成本及开支	(31,893)	(29,796)	(11,013)	(12,493)	(22,838)
经营溢利	7,698	6,365	(3,775)	142	2,341
融资成本 (净)	(1,393)	(1,410)	(1,606)	(1,416)	(1,077)
利率掉期公允价值变动	(40)	114	80	0	0
其他	(7)	0	(8)	0	0
除税前溢利	6,258	5,069	(5,309)	(1,274)	1,263
所得税开支	(12)	(12)	(13)	(3)	(3)
公司拥有人应占纯利	6,245	5,057	(5,322)	(1,277)	1,260
调整后 EBITDA	10,777	9,568	(813)	3,207	5,946
每股盈利 (港元)	1.204	0.975	(1.025)	(0.246)	0.243
每股派息 (港元)	1.200	0.450	0.000	0.000	0.000

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	16.3	(8.7)	(80.0)	74.6	99.3
调整后 EBITDA 增长 (%)	26.8	(11.2)	(108.5)	(494.6)	85.4
调整后 EBITDA 率 (%)	27.2	26.5	(11.2)	25.4	23.6
经营利润率 (%)	19.4	17.6	(52.2)	1.1	9.3
净利率 (%)	15.8	14.0	(73.5)	(10.1)	5.0
资产回报率 (%)	14.0	10.5	(12.5)	(3.8)	4.6
股东资金回报率 (%)	276.4	288.5	323.6	21.9	(22.3)
流动比率 (倍)	1.0	1.5	0.3	0.3	(0.5)
净资产负债比率 (%)	1,042.3	1,398.3	1,463.3	1,627.3	1,214.3
付息比率 (%)	99.6	46.1	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

在后疫情复苏期，专注中场将成为劣势

分析员：Noah Hudson

金沙中国(01928 HK)
评级：卖出
股价：HK\$30.400
目标价：HK\$23.40

	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE	
End 12/31	(US\$ m)	(US\$ m)	(US\$)	(Δ%)	(x)	(US\$)	(x)	(US\$)	(%)	(%)	
2018A	8,665	1,875	0.232	16.9	16.9	0.546	7.2	0.254	6.4	41.9	
2019A	8,808	2,033	0.251	8.3	15.6	0.550	7.1	0.254	6.4	45.9	
2020F	1,528	(1,562)	(0.193)	n.a.	n.a.	0.394	10.0	0.000	0.0	(40.9)	
2021F	2,580	(984)	(0.122)	37.1	n.a.	0.270	14.5	0.040	1.0	(36.7)	
2022F	5,336	536	0.066	n.a.	59.3	0.337	11.6	0.040	1.0	21.8	
已发行股本	Shares in issue (m)			8,089.0	大股东			Major shareholder		拉斯维加斯金沙	(LVS US) 70.0%
市值	Market cap. (US\$ m)			245,906.0	流通比例			Free float (%)			30.0
3 个月平均成交股数				3 month average vol. ('000)	19,794.3	2020 年净负债/股东资金			2020 Net gearing (%)		144.5
52 周高/低				52 Weeks high/low (US\$)	45.450 / 25.150	2020 年每股估值			2020 NAV (US\$)		28.7
股价绝对变动				Absolute % change in price (1m/3m/1yr)						0.8 / 7.0 / (16.4)	
股价相对变动				Relative % change in price (1m/3m/1yr)						(5.6) / 3.6 / (2.0)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

金沙中国经调整物业 EBITDA 在 4 月和 5 月录得负值。公司 4 月净收入仅为 900 万美元，同比下降 98.7%。公司产生了 1.64 亿美元的营业亏损以及 1.8 亿美元的净亏损，对比 2019 年 4 月的营业收入为 1.66 亿美元，净收入为 1.48 亿美元。4 月经调整物业 EBITDA 亏损为 1.05 亿美元（每日损失约 350 万美元），对比 2019 年 4 月为正 2.39 亿美元（每日约 800 万美元）。公司管理层预计 5 月的业绩将大致相同。这发生在公司已经实施降本计划以尽量减少不必要现金支出的情况下。此外，公司决定不派发 2019 年年终股息。我们预测 2020 年至 2022 年总收入为 15.28 亿美元、25.80 亿美元和 53.36 亿美元，分别对应-82.7%、68.9%和 106.8%的增长率。

投资评级为“卖出”，目标价为 23.40 港元，分别相当于 121.0 倍和 16.4 倍 2021 和 2022 年经调整 EV/EBITDA，且对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 28.69 港元有 18.4%的折让。金沙中国 6 月 30 日收市价相当于 36.8 倍的远期经调整 EV/EBITDA，较其过去 5 年间 15.6 倍的历史平均水平有 135.0%的溢价。

正面因素分析

- 6 月 2 日，公司发行了 15 亿美元的新债，将帮助公司在新冠疫情期间维持负面经营现金流。所得款项净额估计为 14.83 亿美元，拟将用作额外流动资金及一般企业用途。有了新的融资，金沙中国预计在当前的行业下行期，其将在未来 12 个月有足够的现金去支持现金运营费用以及完成目前在路凶的建设和翻新项目。

风险分析

- 金沙中国主要专注于中场和高端中场分部，其贵宾业务相比竞争者相对较弱。由于政府对所有澳门赌场制定的社交距离规定使中场博彩区的实际博彩接待能力限制在一半左右，预计中场分部的复苏将慢于贵宾分部。

负面因素分析

- 金沙中国将继续在新冠疫情下的低迷期支付员工成本。即使行业继续复苏，折旧成本也将使盈利能力承压。
- 由于新型冠状病毒肺炎，访澳游客数量和公司的运营遭受到入境及隔离限制实施所造成的负面影响。

损益表

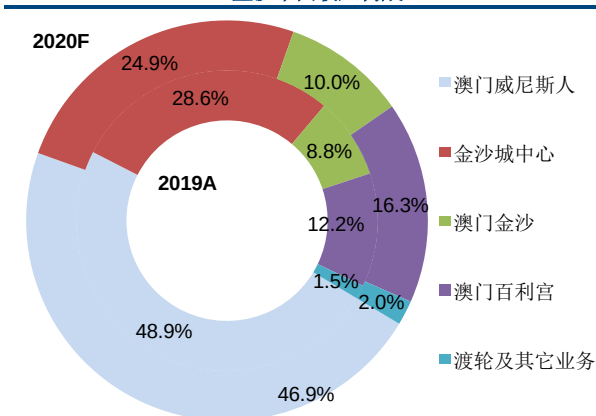
截至 12 月底(百万美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
物业总收入	8,529	8,717	1,503	2,547	5,267
渡轮和其他收入	151	106	25	33	68
分部间收入	(15)	(15)	0	0	0
总经营收益	8,665	8,808	1,528	2,580	5,336
经营成本及开支	(6,511)	(6,533)	(2,813)	(3,202)	(4,407)
经营溢利	2,154	2,275	(1,285)	(621)	928
融资成本（净）	(286)	(242)	(283)	(368)	(398)
税前利润	1,868	2,033	(1,568)	(989)	530
所得税开支	7	0	6	5	6
公司拥有人应占纯利	1,875	2,033	(1,562)	(984)	536
调整后 EBITDA	3,079	3,193	(434)	253	1,792
每股盈利 (美元)	0.232	0.251	(0.193)	(0.122)	0.066
每股派息 (美元)	0.254	0.254	0.000	0.040	0.040

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
非博彩收入占比 (%)	78.7	79.7	78.1	79.3	80.1
收入增长 (%)	14.2	1.7	(82.7)	68.9	106.8
调整后 EBITDA 增长 (%)	17.9	3.7	(113.6)	(158.2)	608.6
调整后 EBITDA 率 (%)	35.5	36.3	(28.4)	9.8	33.6
经营利润率 (%)	24.9	25.8	(84.1)	(24.1)	17.4
净利率 (%)	21.6	23.1	(102.3)	(38.1)	10.0
净利率增长 (%)	17.0	8.4	(176.8)	(37.0)	(154.5)
资产回报率 (%)	16.5	16.8	(13.4)	(8.4)	4.1
股东资金回报率 (%)	41.9	45.9	(40.9)	(36.7)	21.8
净资产负债比率 (%)	64.2	70.5	144.5	230.0	199.9
付息比率 (%)	109.4	101.0	0.0	(32.9)	60.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

金沙中国收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

预计 2020 年 EBITDA 为负

分析员：Noah Hudson

美高梅中国(02282 HK)

评级：卖出

股价：HK\$10.000

目标价：HK\$7.60

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	19,201	1,068	0.281	(54.0)	35.6	2.354	4.2	0.098	1.0	12.2
2019A	22,765	1,931	0.508	80.8	19.7	2.753	3.6	0.177	1.8	19.9
2020F	4,140	(5,934)	(1.561)	n.a.	n.a.	0.899	11.1	0.000	0.0	(85.5)
2021F	6,838	(3,337)	(0.878)	43.8	n.a.	0.043	232.5	0.000	0.0	(186.4)
2022F	13,880	456	0.120	n.a.	83.4	0.143	69.9	0.042	0.4	129.0
已发行股本 Shares in issue (m)				3,800.0	大股东 Major shareholder		美高梅国际酒店 (MGM US) 56.0%			
市值 Market cap. (HK\$ m)				38,000.0	流通比例 Free float (%)		21.6			
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				8,905.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		248.7			
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				14.800 / 7.180	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		9.3			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)				10.1 / 27.2 / (23.4)						
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)				3.7 / 23.7 / (9.0)						

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司在 4 月份产生 EBITDA 亏损，总营业收入仅为 1.2 亿港元，现金运营支出（剔除租金、利息、浮动博彩税和预期资本支出）约为 3.5 亿港元，远高于旗下美高梅澳门和美狮美高梅两处物业的收入。公司估计每月的现金流出约为 5.1 亿港元，包括估计的经营成本约 3.2 亿港元、发展及保养资本开支约 1.1 亿港元及利息开支约 7,970 万港元。我们预计 2020 年至 2022 年总经调整物业 EBITDA 分别为-19.9 亿港元、5.5 亿港元和 35.2 亿港元。与澳门的其它赌场运营商一样，新濠博亚将继续在新冠疫情下的低迷期支付员工成本。即使行业继续复苏，折旧成本也将使 2021 年和 2022 年的盈利能力受压。

投资评级为“卖出”，目标价为 7.60 港元。公司 6 月 30 日收市价相当于 50.9 的远期经调整 EV/EBITDA，较其过去 5 年间 13.7 倍的历史平均水平有 270.5% 的溢价。我们的目标价分别相当于 84.6 倍和 10.5 倍 2021 和 2022 年经调整 EV/EBITDA，且对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 9.27 港元有 18.0% 的折让。

正面因素分析

- 公司已采取一系列行动将开支减至最低，包括减少或递延本来计划于 2020 年第 2 季度开展的资本开支，并减少薪酬开支，包括限制现场员工的人数、暂停招聘、进行架构变动并引入自愿无薪假期。
- 公司的流动资金在零收益的情况下足以支持 22 个月的运营。

风险分析

- 净负债/股东资金很高。6 月 11 日，公司发行本金总额 5 亿美元 5.25% 于 2025 年到期的优先票据。约 4.93 亿美元的新融资净额拟用于偿还循环信贷融通下的部分未偿还款项以及作一般公司用途。
- 现阶段仍未能合理估计新冠疫情对公司经营业绩、现金流量及财务状况的最终影响。

负面因素分析

- 由于新型冠状病毒肺炎带来的持续影响，访澳游客数量和公司的运营遭受到入境及隔离限制实施所造成的负面影响。
- 与澳门的其它赌场运营商一样，美高梅中国将继续在新冠疫情下的低迷期支付员工成本。即使行业继续复苏，折旧成本也将使 2021 年和 2022 年的盈利能力受压。

损益表

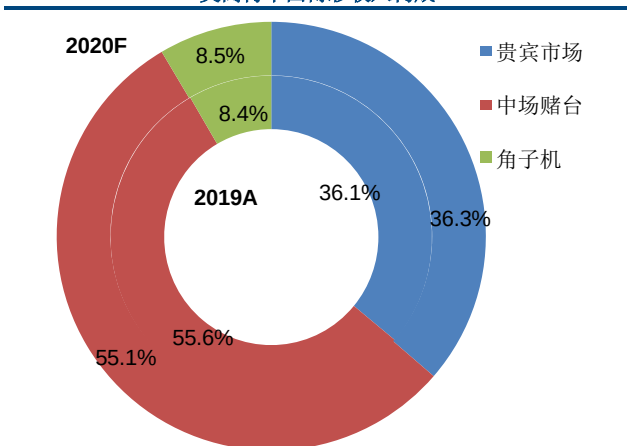
截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
娱乐场收益	17,176	20,423	3,674	6,106	12,307
客房、餐饮、零售及其他收益	2,025	2,342	466	732	1,573
总经营收益	19,201	22,765	4,140	6,838	13,880
经营成本及开支	(17,766)	(19,802)	(9,072)	(9,061)	(12,342)
经营溢利	1,435	2,963	(4,932)	(2,224)	1,539
融资成本（净）	(656)	(1,107)	(1,034)	(1,132)	(1,080)
利率掉期公允价值变动	(6)	85	0	0	0
除税前溢利	773	1,942	(5,966)	(3,356)	459
所得税（开支）/收益	296	(10)	32	18	(2)
公司拥有人应占纯利	1,068	1,931	(5,934)	(3,337)	456
调整后 EBITDA	4,837	6,183	(1,990)	554	4,170
每股盈利（港元）	0.281	0.508	(1.561)	(0.878)	0.120
每股派息（港元）	0.098	0.177	0.000	0.000	0.042

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	32.6	18.6	(81.8)	65.2	103.0
调整后 EBITDA 增长 (%)	5.4	27.8	(132.2)	(127.8)	652.4
调整后 EBITDA 率 (%)	25.2	27.2	(48.1)	8.1	30.0
经营利润率 (%)	7.5	13.0	(119.1)	(32.5)	11.1
净利率 (%)	5.6	8.5	(143.3)	(48.8)	3.3
资产回报率 (%)	3.0	5.7	(19.5)	(12.0)	1.7
股东资金回报率 (%)	12.2	19.9	(85.5)	(186.4)	129.0
流动比率 (倍)	57.8	78.3	229.8	137.4	131.1
净资产负债比率 (%)	170.5	137.4	248.7	1,001.0	4,136.0
付息比率 (%)	34.9	34.8	0.0	0.0	34.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

美高梅中国博彩收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

估计地中海新濠天地的开幕将延至 2022 年

分析员：Noah Hudson

新濠博亚 (MLCO US)
评级：卖出
股价：US\$15.520
目标价：US\$10.40

	Turnover	Net Profit	Earnings/ ADR	Earnings/ ADR	PER	BV/ADR	PBR	DP/ADR	Yield	ROE	
End 12/31	(US\$ m)	(US\$ m)	(US\$)	(Δ%)	(x)	(US\$)	(x)	(US\$)	(%)	(%)	
2018A	5,189	340	0.678	(4.4)	22.9	4.575	3.4	0.560	3.0	10.8	
2019A	5,737	373	0.779	14.9	19.9	5.093	3.0	0.640	3.4	12.2	
2020F	1,521	(2,023)	(4.232)	n.a.	n.a.	1.492	10.4	0.000	0.0	(88.1)	
2021F	2,291	(893)	(1.876)	55.7	n.a.	1.065	14.6	0.000	0.0	(65.8)	
2022F	4,840	11	0.023	101.2	674.5	1.575	9.9	0.023	0.1	0.8	
总 ADR 数 ADR in issue (m)					476.8	大股东 Major shareholder		新濠国际发展（00200 HK）		51.3%	
市值 Market cap. (US\$ m)					7,400.2	流通比例 Free float (%)				37.5	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					3,113.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				439.2	
52 周高/低 52 Weeks high/low (US\$)					25.490 / 10.810	2020 年每股估值 2020 NAV (US\$)				12.7	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(3.1) / 24.5 / (27.3)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(8.5) / (2.6) / (51.2)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司在 1 月产生了 1.53 亿美元的经调整物业 EBITDA，但在 2 月和 3 月分别产生了 0.54 亿美元和 0.24 亿美元的负值经调整 EBITDA。CEO 何猷龙个人放弃了今年余下时间的薪酬，公司高级管理团队也自愿降薪 33%。此外，公司董事会自愿削减现金费用。今年初，公司已将澳门的每日固定运营费用从新冠疫情前的约 300 万美元减少至约 250 万美元。加上额外的降本措施，公司在 4 月将其澳门固定运营费用进一步降低至约 220 万美元每日。我们预测 2020 至 2022 年经调整物业 EBITDA 分别为 -6.28 亿美元、1.66 亿美元和 11.23 亿美元。尽管已经削减成本，公司仍在 2 月和 3 月录得负的经调整物业 EBITDA。

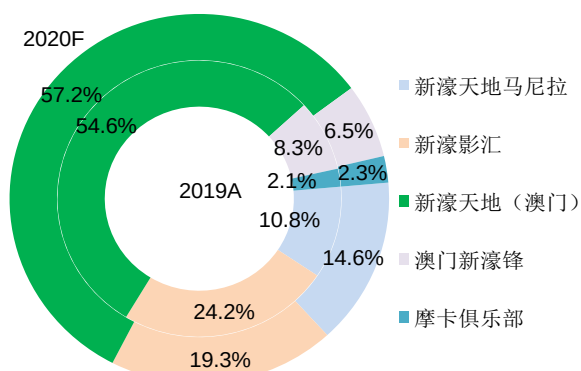
投资评级为“卖出”投资评级，目标价为 10.40 美元。公司 6 月 30 日的收市价相当于 39.0 倍的远期经调整 EV/EBITDA，对比其 13.0 倍的 5 年历史平均水平有 199.1% 的溢价。我们的目标价分别相当于 64.7 倍和 8.9 倍 2021 和 2022 年经调整 EV/EBITDA，且对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 12.71 美元有 18.2% 的折让。

正面因素分析

- 公司 2020 年第 1 季度博彩收入同比下降 40.5%（对比行业同比跌幅为 60.0%），大幅好于预期。
- 澳门新濠天地翻新的颐居酒店有望在今年 9 月恢复运营。颐居酒店正在进行翻新，以使其对新濠博亚的最佳 VIP 赌客及高端中场赌客更具吸引力。新濠博亚管理层表示，他们希望在今年 9 月底前使颐居酒店恢复运营（至少一部分），这样就能赶上 10 月 1-7 日的“黄金周”。

风险分析

- 公司塞浦路斯地中海新濠天地的开幕日期计划在 2021 年底，但是可能将延至 2022 年中。开幕日期现在至少被推后了几个月。建造工作已重新开始，但由于新冠肺炎疫情，今年早些时候曾经有一段时间完全停工。在工人未被送回家的情况下进度延误了几个月，而且欧洲的旅行限制也可能对部分欧洲工人返回工地造成影响。

新濠博亚收入构成


资料来源：公司、国泰君安国际。

负面因素分析

- 我们预计公司 2020 年第 2 季度的 EBITDA 将为负值，并且在 2021 年第 3 季度前不会转为正值。尽管行业预期复苏，公司的 EBITDA 利润率增长仍将在 2022 年受限，因为地中海新濠天地将处于逐渐步入正轨的最早期阶段并将拖累公司的 EBITDA 利润率。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
博彩收入	3,193	6,825	1,978	3,157	6,625
客房、餐饮、零售及其他收益	692	760	193	321	607
折扣、佣金及推广优惠	1,303	(1,848)	(651)	(1,188)	(2,392)
总经营收益	5,189	5,737	1,521	2,291	4,840
经营成本及开支	(4,575)	(4,989)	(3,009)	(2,982)	(4,624)
经营溢利	613	748	(1,488)	(691)	216
融资成本 (净)	(268)	(310)	(369)	(455)	(447)
其他	(7)	(35)	(366)	69	71
所得税开支	(0)	(8)	31	16	2
少数股东权益	1	(21)	168	168	168
公司拥有人应占纯利	340	373	(2,023)	(893)	11
调整后 EBITDA	1,486	1,689	(628)	166	1,123
每份 ADR 溢利 (美元)	0.678	0.779	(4.232)	(1.876)	0.023
每份 ADR 派息 (美元)	0.560	0.640	0.000	0.000	0.023

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	(1.8)	10.6	(73.5)	50.6	111.3
调整后 EBITDA 增长 (%)	4.5	13.7	(137.2)	(126.4)	576.3
调整后 EBITDA 率 (%)	28.6	29.4	(41.3)	7.2	23.2
经营利润率 (%)	11.8	13.0	(97.8)	(30.2)	4.5
净利率 (%)	6.6	6.5	(133.0)	(39.0)	0.2
资产回报率 (%)	3.8	4.0	(21.7)	(9.7)	0.1
股东资金回报率 (%)	10.8	12.2	(88.1)	(65.8)	0.8
流动比率 (倍)	232.3	246.3	(403.5)	(152.1)	48.4
净资产负债比率 (%)	179.4	215.6	439.2	866.7	747.1
付息比率 (%)	82.6	82.2	0.0	55.4	100.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

医药行业

跑赢大市

分析员：麦梓琪 Kay Mai

医药板块市场表现回顾

覆盖公司 2020 年略跑输大市，差于预期。我们覆盖公司 2020 年上半年下跌 1.3%，跑输恒生指数 0.8pts，原因有二：1) 我们覆盖公司以药品制造销售为主，对冲疫情影响能力比较小；以及 2) 国药控股 (01099 HK) 第一季度业绩低于市场预期，造成股价大幅下滑，拖累覆盖公司整体表现。

港股医药股表现

公司	代码	\$	2020/6/30	市值	绝对回报%				相对回报%				相对估值		股价范围	
			收盘价	百万	1个月	3个月	6个月	1年	1个月	3个月	6个月	1年	预测PER	预测PBR	52周高位	52周低位
覆盖公司：																
国药控股	1099 HK	HKD	19.84	61,914	4.1	13.8	(30.3)	(27.9)	(2.3)	10.3	(16.9)	(13.4)	7.4	1.0	30.45	14.70
石药集团	1093 HK	HKD	14.64	109,560	15.7	13.2	(5.4)	39.4	9.3	9.7	7.9	53.8	21.5	4.5	18.17	9.72
四环医药	460 HK	HKD	0.74	7,005	12.2	9.3	(8.3)	(51.5)	5.8	5.9	5.1	(37.1)	6.8	0.6	1.61	0.62
简单平均					10.7	12.1	(14.7)	(13.3)	4.3	8.6	(1.3)	1.1	11.9	2.0		
加权平均					11.6	13.2	(14.2)	12.5	5.2	9.8	(0.8)	26.9	16.0	3.1		
恒生医疗保健指数	HSHCI	HKD	6,056.58	n.a.	15.3	34.7	27.9	50.0	8.9	31.2	41.2	64.4			6,134.45	3,822.91
恒生指数	HSI	HKD	24,427.19	16,694,899	6.4	3.5	(13.3)	(14.4)							29,174.92	21,139.26

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

新冠肺炎对医药行业的影响

新冠肺炎于短期内仍对医院客流量有一定负面影响。在全国统一抗击疫情期间，由于医疗机构的人力物力集中于疫情防控（特别调往湖北省）且多个科室关闭或减少排班，全国各地其他疾病的就医需求被积压，医疗物资需求亦相应减少。根据卫健委，2020 年 1-3 月医疗机构诊疗人次及出院人数累计同比下降 27.2%/ 23.4%。也就是说，因防控新冠肺炎带来的相关产品销售额的增长不足以抵消其他领域产品销量额的下降。疫情对医院客流量的影响自 2020 年 3 月防控措施逐步放松起开始减小。根据统计局，限额以上中西药品类零售额增速从 2020 年 3 月起开始反弹，2020 年 1-5 月累计同比增速达 4.9%，同比倒退 6.1pts，但由于医疗机构目前仍未恢复疫情前的客流量，药品零售额增速依然相对疲弱。另外，这种情况并不仅仅存在于中国。在世界卫生组织最近对 82 个国家的调查中，有半以上的国家限制或暂停了至少一项医疗服务，如门诊或住院服务或社区医护。近四分之三的国家报告，牙科和康复服务已经部分或完全中断。大约三分之二的国家报告说，常规免疫、非传染性疾病预防以及计划生育和避孕工作受到干扰。一半以上的国家报告精神健康障碍、产前保健、癌症诊疗以及儿科等服务中断。

新冠肺炎疫情促进行业改革：1) 互联网医疗的医保支付通道被打通：常见病、慢性病复诊可纳入医保基金支付范围；2) “长处方”医保报销政策获实施：单次处方用药量可合理增加，慢性病患者的处方用药量被放宽至 3 个月；以及 3) 零售药房被推进与医保基金实行直接结算，因此，处方从医院向零售药房流转有所加快。

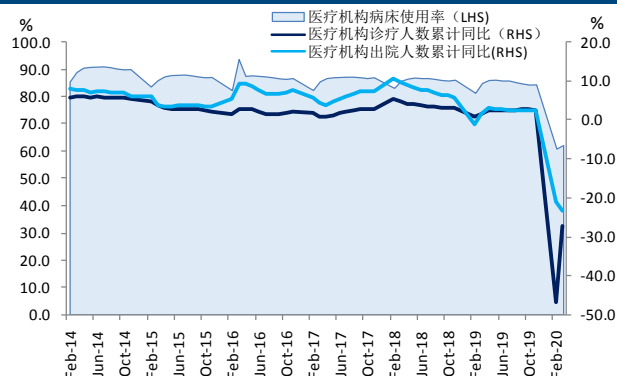
我们认为这次疫情有利于医药行业的发展，因为 1) 中国政府已发现了国家公共卫生系统在防疫上的缺陷，今后将持续加大投资以完善公共卫生系统；以及 2) 疫情有助于增强公民的健康意识并刺激个人在医药上的花费。2020 年政府工作报告在公共卫生方面提及“加强公共卫生体系建设，改革疾病预防控制体制；发行人民币 1 万亿元抗疫特别国债。”根据财政部，抗疫特别国债主要用于地方公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出，包括加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入，增加防疫救治医疗设施，增加移动实验室，强化应急物资保障等。2019 年，全国卫生总费用估计为人民币 65,196 亿元，因此，人民币 1 万亿元抗疫特别国债对目前医药行业的体量，是较大的利好与刺激，尤其是医疗器械领域，包括与 ICU 相关的医疗器械与耗材如呼吸机等、实验室器械、消毒防护用品等。2020 年上半年，3 期抗疫特别国债已经发行，合共 1,700 亿元。

限额以上中西药品零售额累计同比



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

医疗机构诊疗人次及出院人数累计同比

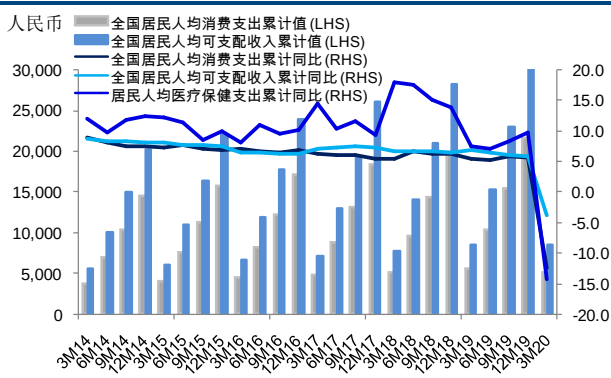


资料来源：中国卫健委、国泰君安国际。

支付端表现回顾与展望

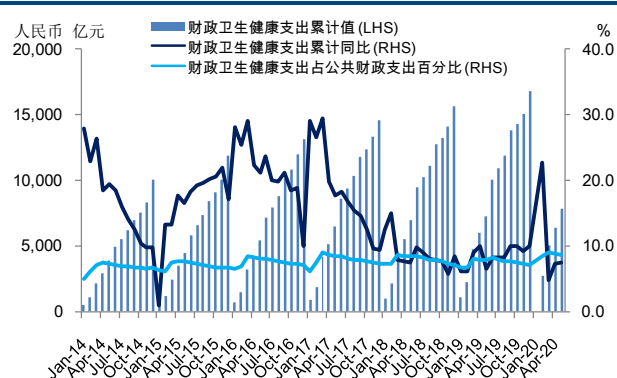
2020 年上半年，因新冠疫情爆发，人均医疗保健支出出现同比下降，而公共财政支出于卫生健康方面支持力度加大：1）因新冠肺炎爆发造成的停工影响，2020 年第一季度居民人均可支配收入录得 3.9% 的同比下降；人均消费支出同比下降幅度更大达 12.5%；同期居民人均医疗保健支出同比下降 14.3%，主要受医疗机构大部分科室 2 月后停运影响；2）政府对卫生健康的支持力度因为新冠肺炎爆发有所提高：2020 年 1-5 月财政卫生健康累计支出同比增 7.5%，好于整体公共财政支出的-2.9%，卫生健康支出占公共财政支出比例上升 0.8pts 至 8.6%。根据《抗击新冠肺炎疫情的中国行动》，截至 5 月 31 日，全国各级财政共安排疫情防控资金达人民币 1,624 亿元。展望 2020 年全年，由于新冠疫情原因，政府对卫生健康的支持力度将继续维持较高水平；而个人医疗保健支出增速亦将会随此前因全面防控压制的就医需求的逐步释放而回暖，但由于经济放缓原因，估计仅能恢复中低个位数水平。

居民人均收支情况



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

财政卫生健康支出情况



资料来源：中国财政部、国泰君安国际。

注：2019 年前数据为财政医疗卫生与计划生育支出。

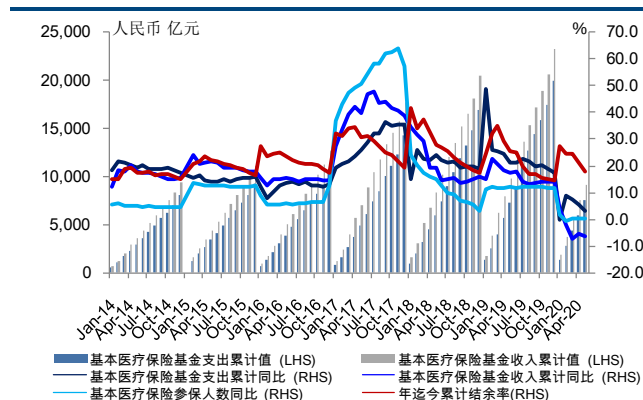
2020 年上半年，医保基金收入增速因阶段性减征保险费而下降；基金支出增速则受限于因新冠疫情被抑制的医疗需求。根据国家医保局、财政部、税务总局《关于阶段性减征职工基本医疗保险费的指导意见》，自 2020 年 2 月起，各省、自治区、直辖市及新疆生产建设兵团（以下统称省）可指导统筹地区根据基金运行情况和实际需要，在确保基金收支中长期平衡的前提下，对职工医保单位缴费部分实行减半征收，减征期限不超过 5 个月。各省可根据减征情况，合理调整 2020 年基金预算。因此，2020 年 1-5 月医保基金录得收入同比下降 6.4%。叠加非疫情相关的就医需求被新冠肺炎疫情压抑，同期的医保基金支出仅同比增 3.4%；基金年迄今结余率为 17.8%，较去年同期下滑 7.7pts。

商业健康险是我国卫生费用的第四大支付端，目前估计覆盖我国不足 4% 的卫生费用，相较于其余三个支付端来说占比较小。但相较于其余 3 个支付端，商业健康险的保费收入及赔付保持着较高的增速，2020 年 1-5 月分别同比增 20.3% 以及 11.1%。我们预计健康险的保费收入及赔付将于 2020 年保持不俗的双位数同比增速，对卫生经费

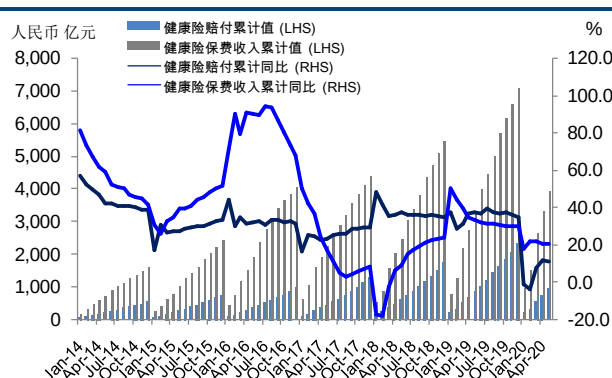
的支撑作用也预计将愈发重要，主要考虑到两点：1) 居民收入水平提高、健康意识提高、多元化医疗健康需求越发旺盛；以及 2) 提高医疗保障水平并完善多层次医疗保障体系离不开商业健康险的进一步参与；目前，我们已经看到部分地方政府在商业补充医疗保险方面已开展与商业保险公司合作，为所在区域群众提供继基本医保、大病医保后的第三重保障。

结合各支付端的情况以及人民币 1 万亿元抗疫特别国债的发行，我们预测 2020 年全国卫生总费用同比增长或将达 15% 以上。

基本医疗保险基金收支情况



健康险保费收入及赔付情况



资料来源：中国医保局、国泰君安国际。

资料来源：中国保监会、国泰君安国际。

注：1) 受城乡居民基本医疗保险制度整合影响，医保局披露（2018 年部委改革以前由社保局披露）的与医保相关的数据从 2017 年开始逐步纳入原来由卫计委管理的新型农村合作医疗保险（新农合）的数据。由于新农合整合于 2019 年下半年才完成，2019 年基金收入及支出的同比增速仍较实际偏大；2) 城乡居民医保收入增速主要与政府补助标准上调幅度正相关，2020 年补助标准上调 30 元，同比增加 5.8%。3) 职工基本医保收入增速与职工医保缴费的基数变化正相关，这个基数一般与人均工资（即经济发展水平）正相关；其亦与缴费率正相关；4) 根据《国务院办公厅关于全面推进生育保险和职工基本医疗保险合并实施的意见》（国办发[2019]10 号），不再单列生育保险基金收入，在职工基本医疗保险统筹基金待遇支出中设置生育待遇支出项目。

行业政策回顾与展望

2020 年上半年医药行业重大政策

领域	时间	政策/大事	核心要点	评价
“互联网+”	3/2	国家医保局、国家卫生健康委关于推进新冠肺炎疫情期间开展“互联网+”医保服务的指导意见	允许互联网医院或开展互联网诊疗活动的医疗保障定点医疗机构，其为参保人员提供的常见病、慢性病“互联网+”复诊服务纳入医保基金支付范围；推进高血压、糖尿病门诊用参保患者凭定点医疗机构在线开具的处方于该医疗机构或定点零售药店配药；探索推进定点零售药店配药直接结算。	医保在线支付、长处方、零售药房医保统筹结算因疫情破冰，将推动互联网医院的建设以及处方外流，利好互联网医疗企业以及分销零售企业。
医改	3/5	国务院颁布《关于深化医疗保障制度改革的意见》	改革发展目标：到 2030 年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的医疗保障制度体系。主要意见包括：逐步将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围，改革职工基本医疗保险个人账户；完善医保目录动态调整机制、逐步实现全国医保用药范围基本统一；建立医保药品、诊疗项目、医用耗材评价规则和指标体系，健全退出机制；支持“互联网+医疗”等新服务模式发展，完善定点医药机构退出机制；持续推进医保支付方式改革、推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式；探索医疗服务与药品分开支付；深化药品、医用耗材集中采购制度改革；推进构建区域性、全国性联盟采购机制；建立以市场为主导的药品、医用耗材价格形成机制；治理药品、高值医用耗材价格虚高；健全全科和专科医疗服务合作分工的现代医疗服务体系，强化基层全科医疗服务；加快发展社会办医，规范“互联网+医疗”补齐护理、儿科、老年科、精神科等紧缺医疗服务短板；做好仿制药质量和疗效一致性评价受理与审评，通过完善医保支付标准和药品招标采购机制，支持优质仿制药研发和使用，促进仿制药替代。	此次纲领性文件明确了我国医保制度改革的指导思想、基本原则和未来 5-10 年的发展目标，有望推动医药产业新一轮变革。众多细分行业有望受益，如互联网医疗、医疗设备、CRO 以及零售等。
药品注册	3/31	市场监管总局公布《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》	修改的主要内容：1) 全面落实药品上市许可持有人制度；2) 优化审评审批工作流程：将原来的审评、核查和检验由“串联”改成“并联”，设立突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批、特别审批四个加快通道；3) 落实全生命周期管理要求。增加对药物非临床研究机构、药物临床试验机构的监管以及药品安全信用档案的相关要求；以及 4) 强化责任追究。	注册流程的优化有望加快药品上市的时间，利好研发；合规要求进一步提高，有望促进行业集中度提高，利好生产规范经营的制药企业以及 CRO。
“互联网+”	4/7	国家发展改革委、中央网信办印发《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》的通知	以国家数字经济创新发展试验区为载体，在卫生健康领域探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，开展互联网医疗的医保结算、支付标准、药品网售、分级诊疗、远程会诊、多点执业、家庭医生、线上生态圈接诊等改革试点、实践探索和应用推广。	利好互联网医疗相关企业及零售分销企业。
专利	4/20	国家知识产权局发布 2020—2021 年贯彻落实《关于强化知识产权保护的若干意见》推进计划	推进专利法修订审议工作，引入侵权惩罚性赔偿制度，推动延长专利有效期，加强药品专利保护等；建立药品专利纠纷早期解决机制(2020 年 10 月底前完成)；推动出台中医药传统知识保护条例(持续推进)；开展打击假冒药品执法行动，从重打击假冒药品和生物制品等相关产品。	药品专利的法律体系持续完善、执法力度持续加强，利好创新药、中医药企业。
医保	4/29	国家医保局就《基本医疗保险用药管理暂行办法(征求意见稿)》公开征求意见	明确纳入目录的基本条件、不纳入目录的范围、直接调出目录的条件、可以调出目录的条件；完善动态调整机制，原则上每年调整一次；明确调整程序及医保支付标准；独家药品通过准入谈判的方式确定支付标准；非独家药品中，国家组织药品集中采购中选药品，按照集中采购有关规定确定支付标准；其他非独家药品根据准入竞价等方式确定支付标准。执行政府定价的麻醉药品和第一类精神药品，支付标准按照政府定价确定。	文件主要是为推进医保支付方式改革以推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。创新药将获得更多医保准入机会，但亦面临更大的谈判降价压力。仿制药面临的降价亦压力更大。
一致性评价	5/14	药监局关于《开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作》的公告	已上市的化学药品注射剂仿制药，未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种均需开展一致性评价。	国家有意推动注射剂一致性评价的进程加速以配合集中采购政策降低药品虚高价格。短期来看，因标准提升，企业现有相关业务预计将面临质量、工艺、成本等方面的挑战；长期来看，行业集中度有望因此快速提升，行业马太效应预计将愈发明显。
政府工作报告	5/22	政府工作报告	加强公共卫生体系建设，改革疾病预防控制体制；发行 1 万亿元抗疫特别国债；居民医保人均财政补助标准增加 30 元；开展门诊费用跨省直接结算试点；对受疫情影响的医疗机构给予扶持；促进中医药振兴发展；严格食品药品监管，确保食品安全。	对于公共卫生、防疫等领域重视程度提高；相关财政投入力度加大，利好疫苗、创新药、医疗器械及耗材、实验设备、中医药相关产业。

资料来源：国务院、药品监督管理局、医疗保障局、卫生健康委员会、中医药管理局、药典委员会、发展和改革委员会、财政部、知识产权局、国泰君安国际。

综合分析 2020 年上半年政策发布的方向以及此前发布政策贯彻的情况，我们对 2020 年行业政策的发展有 3 点主要展望：1) 药品全国集中采购将常态化，可能将继续扩大非医保品种的带量采购；地方政府可能会加大探索纳入更多非一致性评价品种，譬如生物制品；2) 医用耗材、医疗器械将推进全面改革，譬如在全国推行耗材的两票制、探索耗材一致性评价方案、试点耗材国家集中采购以及实行耗材医保准入制度与目录管理等；以及 3) 零售药房以及社会办医或将会见到更多实质性利好以助完善医疗卫生服务体系并满足防疫以及人民群众多层次、多样化健康服务需求。总的来说，我们认为 2020 年下半年，政策重点依旧是进一步完善药品特别是耗材器械的质量标准以

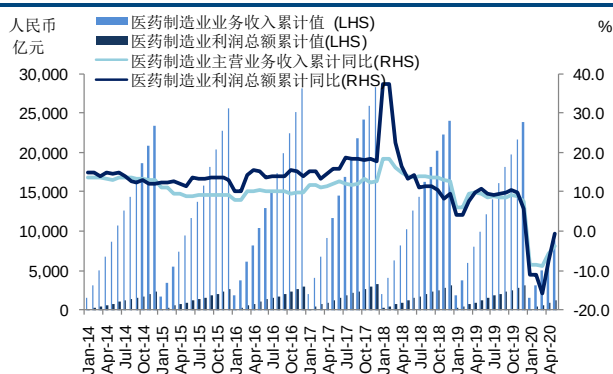
及价格体系（尤其是重组竞争机制），为医保支付方式改革特别是 DRG 的全面推广作准备；另外，由于新冠疫情原因，“互联网+医疗”亦是今后推进重点，以减少人群聚集和交叉感染风险。

医药行业运行总结与展望

1. 制造子行业

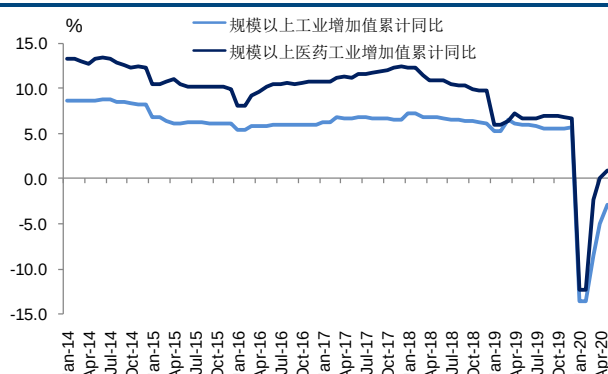
2020 年 1-5 月医药制造业（规模以上）累计主营业务收入录得人民币 8,869 亿元，同比下降 3.8%，原因主要是受新冠肺炎疫情影响，医疗需求有所抑制，且目前医疗机构客流量仍未恢复疫情前水平。利润总额达人民币 1,228 亿元，同比倒退 0.5%，说明随着复工复产进度逐日加快行业效率有所提高。医药工业增加值当月同比从 2020 年 3 月开始恢复正向增长。2020 年 1-5 月医药工业增加值同比增加 0.9%，好于全部规模以上工业 2.8% 的降幅。由于国内疫情已得到有效控制，复工复产进度逐日加快，医疗机构已逐步恢复正常运营，且政府亦计划对受疫情严重影响的医疗机构给予补助，我们认为医药制造业将会在 2020 年下半年加速复苏。

医药制造业主营业务收入及利润总额



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

规模以上医药工业增加值累计同比



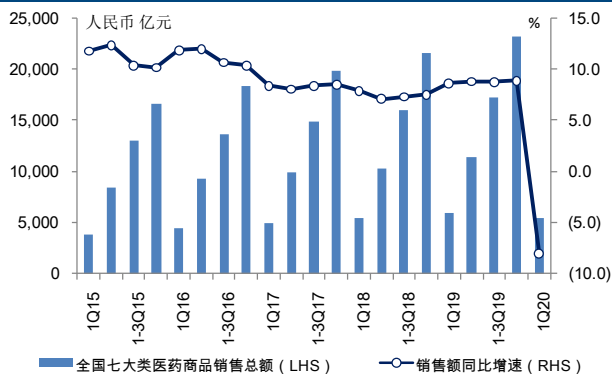
资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

2. 分销子行业与零售子行业

根据商务部初步统计，2020 年第 1 季度，全国七大类医药商品销售总额为 5,515 亿元（含税），扣除不可比因素，同比倒退 8.1%，增速较 2019 年同期下降 16.7pts，主要受新冠肺炎爆发所拖累，疫情爆发使得医院客流收缩，从而压缩对医药产品需求。流通直报企业 2020 年第 1 季度的平均毛利率为 7.5%，同比下降 1.0pts；平均费用率为 6.3%，同比下降 0.6pts；行业平均利润率为 1.6%，低于去年 0.2pts。我们认为行业利润率下降主要 1）来自医药制造商的降价补偿以及销售返利延后以及 2）受信用减值损失（医院回款时间延长导致）拖累。考虑到医疗需求刚性，受疫情抑制的短期需求有望在疫情结束后迅速释放，预计 2020 年第 2 季度开始，行业会实现较快复苏。

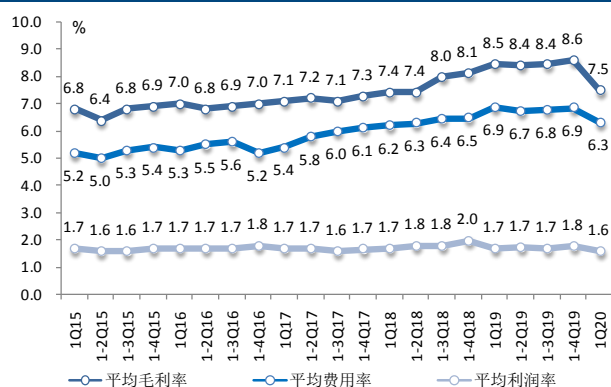
根据商务部初步统计，2020 年第 1 季度的药品零售规模为 1,275 亿元（含税），同比增长 9.2%，增速同比下降 0.5pts。零售业增速维持稳定增长，主要得益于部分医疗机构关闭或减少开诊量所推动的处方外流。根据米内网统计，2019 年零售药店终端占我国药品销售额的比例同比上升 0.5pts 至 23.4%，处方外流的情况继续加强。新冠肺炎疫情推动了处方时效延长以及医院与药房处方流转增强，处方外流的趋势预计将在 2020 年继续增强。

医药商品流通市场销售规模及增速



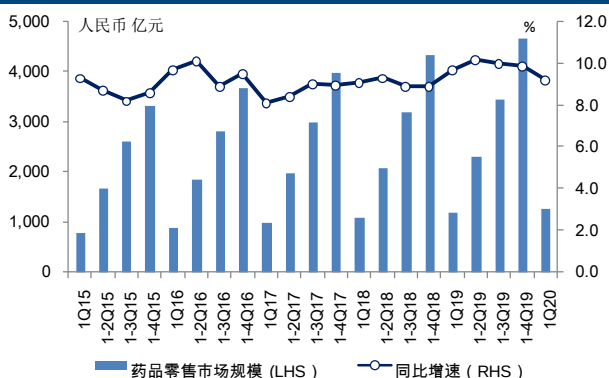
资料来源：中国商务部、国泰君安国际。

流通直报企业利润及费用水平



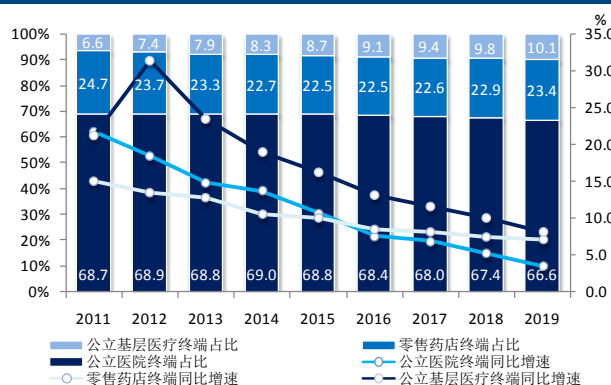
资料来源：中国商务部、国泰君安国际。

医药零售市场销售规模及增速



资料来源：中国商务部、国泰君安国际。

中国药品市场三大终端销售占比及增速



资料来源：米内网、国泰君安国际。

投资建议

我们对医药行业的评级为“跑赢大市”，首选股是石药集团（01093 HK）。长远看，随着医改进一步深化、行业标准化规范化的提高、价格体系尤其是竞争体系的重塑，市场集中度预计将会快速提升，头部企业有望显著受益并保持高于行业平均的底线增速。因此，依然建议长期关注各子行业龙头企业。短期看，考虑到政策因素（包括疫情促使的政策）依然是影响当前医药行业最大的变量，我们认为2020年下半年相对比较好的投资标的依然一些受政策负面影响较少以及有政策利好的领域，比如创新药以及医疗器械研发制造、CRO、“互联网+医疗”以及零售等，以及一些抗政策风险能力好业绩相对稳定的龙头公司。我们建议投资者继续关注石药集团（01093 HK）。

行业风险因素包括：1）新冠疫情发展超预期；2）医改政策风险；3）研发失败风险。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
国药控股	01099	19.840	收集	8.2	7.2	6.4	1.0	13.2	3.6
石药集团	01093	14.640	买入	18.1	15.3	13.0	3.8	22.8	1.8
四环医药	00460	0.740	收集	7.2	6.4	5.0	0.6	8.9	1.4
市值加权平均			跑赢大市	14.2	12.1	10.4	2.7	18.9	2.4

资料来源：国泰君安国际。

利润不确定性预计将于 2020 年下半年开始下降

分析员：麦梓琪 Kay Mai

四环医药(00460 HK)

股价: HK\$0.740

评级: 收集

目标价: HK\$1.15

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	2,917	1,620	0.171	11.9	3.8	1.321	0.5	0.017	2.6	13.7
2019A	2,887	(2,753)	-0.291	(270.0)	(2.3)	1.015	0.7	0.017	2.6	(24.9)
2020F	2,284	888	0.094	(132.3)	7.2	1.092	0.6	0.009	1.4	8.9
2021F	2,857	1,002	0.106	12.8	6.4	1.188	0.6	0.011	1.6	9.3
2022F	3,494	1,283	0.136	28.0	5.0	1.312	0.5	0.014	2.0	10.8
已发行股本 Shares in issue (m)				9,465.7	大股东 Major shareholder				车冯升先生 62.4%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				7,004.6	流通比例 Free float (%)				37.1	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				19,462.8	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				1.605/ 0.616	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				2.06	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									12.2/ 9.3/ (51.5)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									5.8/ 5.9/ (37.1)	

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年收入同比下降 1.0%至人民币 28.87 亿元, 受到国家重点监控药品目录的实施所拖累, 该目录使得心脑血管产品的收入同比增速下降至-12.8%。然而, 非心脑血管产品收入同比大增 134.9%。公司录得了人民币 27.53 亿元的股东净亏损, 同比下降 270.0%, 主要归因于公司确认了各种减值损失以反映国家重点监控药品目录对公司主要产品的影响。倘若撇除该减值损失的影响, 股东净利则同比下降 24.8%至人民币 12.18 亿元, 主要受到研发费用激增拖累。

盈利增速预计将在 2021 年反弹, 考虑到 1) 国家重点监控药品目录的实施的边际影响预计将在 2020 年下半年开始减小, 因为大部省份已经取消了国家重点监控药品目录中的药品的基本医疗保险的报销资格; 2) 我们预期将有多于 30 个仿制药将在 2019 年-2022 年上市, 以作为新的增长动力并抵消公司面临的政策影响; 以及 3) 公司有望继续通过并购或合作丰富其产品组合, 以为其本身提供新的增长潜能。公司目标价为 1.15 港元, 对应 9.8 倍/7.6 倍 2020 年/2021 年的市盈率。维持“收集”, 以反映股价上行空间以及正在下降的政策风险。

正面因素分析

- 主要产品回能(甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠)被纳入医保谈判准入目录(于 2020 年 1 月 1 日执行), 公司收入有望自此受益。
- 对佛山德茵可(拥有一条通过美国 FDA 核准的生产线)的投资有望推动公司的仿药产品国际化并在国内市场实现弯道超车并为公司带来新的收入增长点。

风险分析

- 政策风险。
- 储备上市延后。

负面因素分析

- 医保支付方式改革的加快推进将对重点监控合理用药药品目录中的产品产生负面影响。

损益表

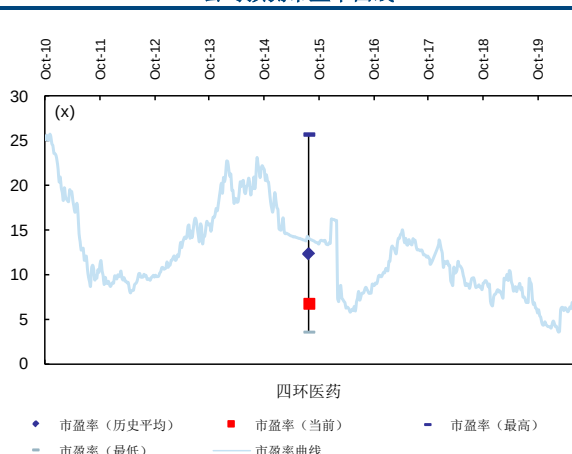
截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入	2,917	2,887	2,284	2,857	3,494
销售成本	(538)	(592)	(514)	(633)	(763)
毛利	2,379	2,295	1,770	2,224	2,731
其他收入	215	213	217	241	257
其他损益-净额	610	402	382	391	477
减值亏损	0	(3,972)	0	0	0
终止确认联营/附属公司	0	0	0	0	0
分销成本	(271)	(252)	(199)	(254)	(317)
行政开支	(396)	(485)	(383)	(444)	(506)
研究开支	(480)	(633)	(662)	(798)	(944)
其他开支	(30)	(24)	(25)	(26)	(28)
经营溢利	2,026	(2,455)	1,100	1,333	1,670
财务费用	(6)	(5)	(0)	(0)	(0)
应占联营合营	(8)	(7)	5	6	13
税前利润	2,012	(2,467)	1,105	1,338	1,683
所得税开支	(333)	(290)	(155)	(270)	(319)
税后利润	1,679	(2,757)	950	1,069	1,364
少数股东权益	59	(4)	62	66	80
净利润	1,620	(2,753)	888	1,002	1,283
每股净利(人民币)	0.171	(0.291)	0.094	0.106	0.136

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	6.2	(1.0)	(20.9)	25.1	22.3
经营利润增长 (%)	20.0	(221.2)	(144.8)	21.2	25.3
净利润增长 (%)	11.8	(270.0)	(132.3)	12.8	28.0
经营利润率 (%)	69.4	(85.0)	48.1	46.7	47.8
净利润率 (%)	55.5	(95.4)	38.9	35.1	36.7
股东资金回报率 (%)	13.7	(24.9)	8.9	9.3	10.8
资产回报率 (%)	11.6	(19.7)	7.4	7.7	8.8
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司预测市盈率曲线



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

成药增速良好

分析员：麦梓琪 Kay Mai

石药集团(01093 HK)

评级：买入

股价：HK\$14.640

目标价：HK\$22.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	17,717	3,081	0.494	25.1	26.0	2.411	5.3	0.180	1.4	22.1
2019A	22,103	3,714	0.597	20.8	21.9	2.965	4.4	0.200	1.5	22.2
2020F	26,314	4,593	0.737	23.5	18.1	3.497	3.8	0.243	1.8	22.8
2021F	31,946	5,426	0.870	18.1	15.3	4.124	3.2	0.287	2.2	22.8
2022F	37,409	6,407	1.027	18.1	13.0	4.864	2.7	0.339	2.5	22.9
已发行股本 Shares in issue (m)				7,483.6	大股东 Major shareholder				蔡东晨先生 23.2%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				109,560.0	流通比例 Free float (%)				76.8	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				46,993.7	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				18.167/ 9.717	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				28.2	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									15.7/ 13.2/ 39.4	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									9.3/ 9.7/ 53.8	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第 1 季度业绩好于行业平均。2020 年第 1 季度收入同比增加 11.5%至人民币 6,125 百万元；股东净利同比上升 21.8%至人民币 1,159 百万元；若剔除一次性收益（主要是出售石家庄中润制药科技股权的收益），股东净利估算与 2019 年第 1 季度基本持平。在新冠肺炎疫情下，成药销售收入同比增速亮眼，达到 18.3%，但原料药及其他业务收入同比增速仅有 -11.6%，差于预期。新冠肺炎疫情对 2020 年第 1 季度经营利润率产生了负面影响，令其同比下降 1.5 个百分点至 20.1%，因为疫情抬升了经营费用，尤其是销售及分销费用，尽管毛利率同比上升 4.0 个百分点。

在国内疫情得到有效控制的情况下，我们预计公司的运营将于 2020 年第 2 季度开始逐步恢复到正常，而公司的销售增速以及利润率均有望回升。管理层指引主要产品在新医保及采购政策下将维持强劲的增长势头。我们相信公司 2020 年的股东净利增速能超过 20%。重申“买入”的投资评级，目标价为 22.50 港元，对应 27.8 倍 2020 年以及 23.5 倍 2021 年的市盈率。我们依然认为公司是中长线投资的一个标的。

正面因素分析

- 公司研发实力强，产品管线丰厚，具备盈利增长确定性以及较高政策风险能力。
- 公司具备原料药自产的能力；集中采购背景下，“原料药+制剂”一体化企业在成本及优先级上均享有优势。

负面因素分析

- 为适应行业转型升级，公司研发及销售费用快速上涨。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入	17,717	22,103	26,314	31,946	37,409
销售成本	(5,979)	(6,192)	(6,899)	(7,854)	(8,796)
毛利	11,737	15,911	19,416	24,092	28,613
其他收入	140	244	84	93	113
其他收益及亏损	155	48	50	50	50
分销及销售开支	(6,185)	(8,712)	(10,542)	(12,878)	(15,117)
研发费用	(657)	(749)	(895)	(1,108)	(1,323)
行政开支	(1,342)	(2,000)	(2,572)	(3,402)	(4,291)
其它费用	(26)	(142)	(100)	(100)	(100)
经营利润	3,823	4,600	5,440	6,747	7,945
财务费用	(74)	(32)	(46)	(46)	(46)
应占联营合营	44	58	69	91	120
其他损益	0	0	286	0	0
税前利润	3,792	4,626	5,749	6,792	8,019
所得税开支	(734)	(893)	(1,110)	(1,311)	(1,548)
税后利润	3,058	3,733	4,640	5,481	6,471
少数股东权益	(22)	19	46	55	65
净利润	3,081	3,714	4,593	5,426	6,407
每股净利(人民币)	0.494	0.597	0.737	0.870	1.027

重要财务比率

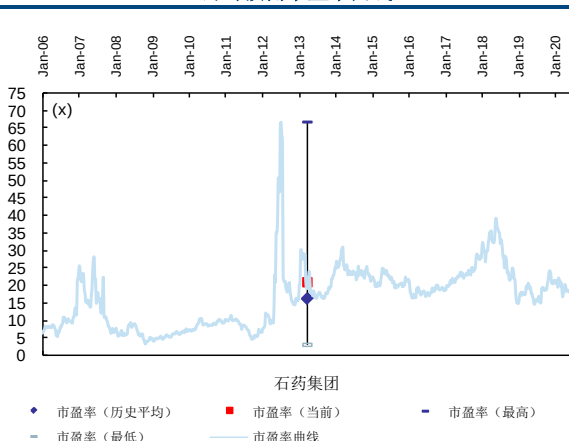
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	32.1	24.8	19.1	21.4	17.1
经营利润增长 (%)	26.6	20.3	18.3	24.0	17.8
净利润增长 (%)	28.2	20.6	23.7	18.1	18.1
经营利润率 (%)	21.6	20.8	20.7	21.1	21.2
有效所得税率 (%)	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3
净利润率 (%)	17.4	16.8	17.5	17.0	17.1
股东资金回报率 (%)	22.1	22.2	22.8	22.8	22.9
资产回报率 (%)	14.8	15.1	16.4	16.8	17.2
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖比例 (倍)	52.0	143.7	125.7	148.8	176.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

风险分析

- 政策风险如新的基本医疗保险用药管理暂行办法。
- 储备上市延后。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

销售预期于 2020 年下半年继续复苏

分析员：麦梓琪 Kay Mai

国药控股(01099 HK)
评级：收集
股价：HK\$19.840
目标价：HK\$28.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	344,526	5,836	1.966	4.6	8.9	14.410	1.2	0.590	3.4	14.4	
2019A	425,273	6,253	2.105	7.1	8.4	15.958	1.1	0.600	3.4	13.9	
2020F	472,353	6,814	2.190	4.0	8.2	17.977	1.0	0.657	3.6	13.2	
2021F	529,392	7,878	2.525	15.3	7.2	19.792	0.9	0.757	4.2	13.4	
2022F	587,978	8,779	2.813	11.4	6.4	21.848	0.8	0.844	4.7	13.5	
已发行股本 Shares in issue (m)				3,120.7	大股东 Major shareholder				中国医药集团		57.0%
市值 Market cap. (HK\$ m)				61,913.8	流通比例 Free float (%)						43.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				10,573.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)						20.8
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				30.450 / 14.700	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)						36.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)											4.1/ 13.8/ (27.9)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)											(2.3)/ 10.3/ (13.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

国药控股在 2020 年第一季度分别录得收入/ 股东净利人民币 94,400 百万元/ 人民币 812 百万元，分别同比倒退 0.8%/ 29.1%，主要是受新冠肺炎爆发所拖累；疫情爆发使得医院客流收缩、来自医药制造商的降价补偿以及销售返利延后并抬升了经营成本以防控新冠病毒。药品分销板块/ 零售药房板块/ 医疗器械板块分别录得-5%/ 40%/ 15%的同比销售增长。

我们预期自 2020 年第二季度起销售将复苏而利润率亦有望改善，因为在中国大陆新冠肺炎疫情可控的情况下防控措施正在放松以及中国政府预期将援助深受新冠疫情爆发影响的医疗机构。根据中国统计局，2020 年 5 月限额以上中西药品零售额同比增速已反弹至 7.3%。

公司目标价为 28.00 港币，对应 11.6 倍 2020 年市盈率以及 10.1 倍 2021 年市盈率，建议“收集”。

正面因素分析

- 制造业集中度提高利好分销龙头。
- 公司作为零售龙头将率先受益于处方外流。

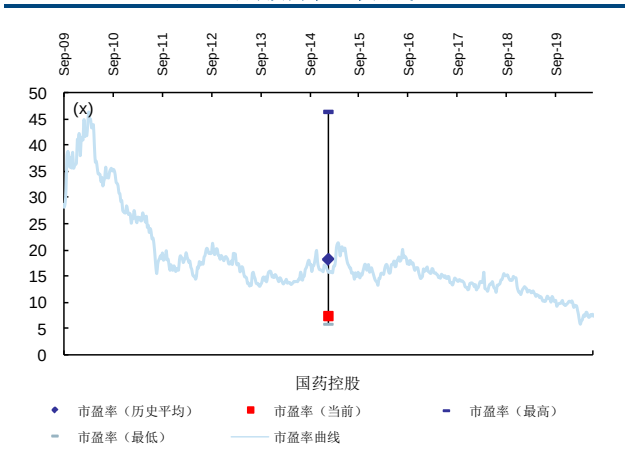
负面因素分析

- 医院拖欠账款的情况仍未有改善，公司周转仍受拖累。

风险分析

- 制造业格局波动或会牵连分销行业业绩波动。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入	344,526	425,273	472,353	529,392	587,978
销售成本和其他经营成本	(313,298)	(387,741)	(431,122)	(483,133)	(536,638)
毛利	31,228	37,531	41,231	46,259	51,340
其他收入	414	441	709	529	588
分销及销售开支	(10,370)	(12,557)	(14,265)	(15,908)	(17,581)
一般及行政开支	(5,518)	(6,912)	(7,741)	(7,926)	(8,798)
信用减值损失	(357)	(416)	(500)	(550)	(605)
出售以摊余成本计量之金融资产	(1,329)	(1,950)	(2,242)	(2,501)	(2,819)
经营利润	14,068	16,137	17,191	19,904	22,126
其他损益—净额	82	53	59	66	74
其他开支	0	(174)	(193)	(216)	(240)
财务费用—净额	(2,785)	(3,143)	(3,059)	(3,502)	(3,822)
应占联合营	843	887	965	1,049	1,142
税前利润	12,208	13,760	14,964	17,301	19,279
所得税开支	(2,803)	(3,140)	(3,415)	(3,948)	(4,399)
税后利润	9,404	10,620	11,550	13,353	14,880
少数股东权益	3,569	4,368	4,735	5,475	6,101
净利润	5,836	6,253	6,814	7,878	8,779
每股净利(人民币)	1.966	2.105	2.190	2.525	2.813

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	11.7	23.4	11.1	12.1	11.1
经营利润增长 (%)	7.1	14.7	6.5	15.8	11.2
净利润增长 (%)	4.7	7.1	9.0	15.6	11.4
经营利润率 (%)	4.1	3.8	3.6	3.8	3.8
净利润率 (%)	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5
股东资金回报率 (%)	14.4	13.9	13.2	13.4	13.5
资产回报率 (%)	4.4	4.2	4.0	4.0	4.0
净负债比率 (%)	34.4	24.6	20.8	16.8	16.5
净利息覆盖比例 (倍)	3.7	5.1	5.4	5.4	5.5
现金循环周期 (日)	46.7	48.2	48.9	48.8	49.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

基建行业

分析员：黄家玮 Gary Wong

2020 年为多项主要规划的验收之年，下半年基建投资增速将加快。据中国统计局的数据显示，2020 年 1-5 月整体基建投资增速为-6.3%，降幅较 1-4 月的-11.8%收窄 5.5 个百分点。其中 1-5 月水利、环境和公共设施管理业投资增速为-6.5%，降幅较 1-4 月的-11.2%收窄 4.7 个百分点；交通运输、仓储和邮政业投资增速为-6.1%，降幅较 1-4 月的-12.1%收窄 6.0 个百分点。受新冠疫情导致国内外需求减少以及中美贸易战持续的冲击，2020 年经济下行压力较 2019 年更大。作为少数可由政府全力主导以对冲经济下行的调控手段，基建投资在 2020 年的政策工具地位将更为突出。由于疫情影响 2020 年 1 季度大量工程无法开展，但 2020 年作为“十三五”规划的收官之年以及“全面建成小康社会”的验收之年，多项刚性指标必需完成。在国务院及财政部近月连续出台多项加大基建投资及财税支持的政策推动下，我们预计 2020 年下半年的投资势必加快以追回上半年落后的进度。

2020 年上半年政府推出多项支持基建投资的财税政策。国务院总理李克强于 5 月 22 日发表的《2020 年政府工作报告》提到，将重点支持“两新一重”建设，即加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级；加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务等“两新”；以及加强交通、水利等重大工程建设的“一重”。为扩大有效投资，2020 年拟安排发行地方政府专项债 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，并将提高专项债券可用作项目资本金的比例。此外，2020 年中央预算内投资安排为 6,000 亿元，略高于 2019 年的 5,776 亿元，并罕有地增加国家铁路建设资本金 1,000 亿元。我们认为《2020 年政府工作报告》里提到对基建投资的支持力度及覆盖范围超于预期。此外，为进一步加强工作效果，发改委于 2020 年 6 月 3 日发布《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确提出了 4 大领域 17 项建设任务，包括围绕公共服务设施提标扩面，优化医疗卫生设施、教育设施、养老托育设施、文旅体育设施、社会福利设施和社区综合服务设施；围绕市政公用设施提档升级，推进市政交通设施、市政管网设施、配送投递设施、老旧小区更新改造和县城智慧化改造等。为落实支持这一系列的计划，财政部于 6 月中旬公布完成发行 1 万亿元特别国债，并将其中的 7,000 亿元用于基建投资。此外，发改委于 6 月 24 日发布《关于向社会公开征求对县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引（征求意见稿）》，提出支持县城特别是县城新型城镇化建设示范地区内主体信用评级优良的企业，以自身信用发行本专项企业债券，直接将发债的权利主体下放到县级，对支持较小规模的基建投资项目帮助较大。我们认为这些措施对加快下半年基建投资增速有最重要推动作用。

基础设施 REITs 试点将撬动万亿级基建投融资市场。中国证监会与发改委于 4 月 30 日联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》。按照通知的意见，将通过公募的方法以“一个基建项目对应一只基金”的形式让符合条件的基建项目在交易所挂牌上市。据发改委投资司副司长韩志峰表示，基础设施 REITs 试点有利于盘活存量资产，将回收资金用于新的基础设施和公用事业项目建设，弥补投资资金不足，是基础设施投融资机制的重要创新。从短期看基础设施 REITs 试点透过运用资产证券化的方式将项目打包上市，在有效减低财务杠杆的同时加快项目落地，有助加快基建投资增速；从长期看试点将形成市场化机制，将市场资金导向更优质的项目，促进基建市场发展，吸引更多资金进入市场，形成良性投资循环。作为中国特大型工程承包企业之一，中国交通建设(01800 HK)刚于 6 月 9 日公布其附属公司中交路桥建设有限公司完成「中联前海开源-中交路桥清西大桥资产支持专项计划」的簿记工作。专项计划发行规模为人民币 47.05 亿元，为国内公布基础设施 REITs 试点后首单，对公司及行业均具有重要的实践意义。据估计，现时中国累计基建投资额超 110 万亿元，假设其中 1%符合证券化的条件，资产规模亦超过 1 万亿元，相对现时年均 20 万亿不到的基建投资额及 5%不到的年均增速，试点提供的增量规模是可观的。我们认为长期看试点提供的金融创新将对基建投资形成重要的拉动。

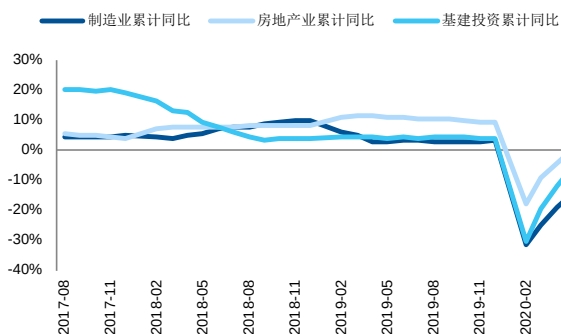
推进西部大开发将为基建行业带来新一轮的长期投资机遇。国务院于 5 月 17 日发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，提出到 2020 年西部地区生态环境、营商环境、开放环境、创新环境明显改善，与全国一道全面建成小康社会；到 2035 年，西部地区基本实现社会主义现代化，基本公共服务、基础设施通达程度、人民生活水平与东部地区大体相当等目标。其中与基建投资相关的工作重点包括：1) 强化基础设施规划建设，提高基础设施通达度、进一步提高农村、边远地区信息网络覆盖水平，合理规划建设一批重点水源工程等。2) 强化开放大通道建设，积极发展多式联运，加快铁路、公路与港口、园区连接线建设。3) 提升医疗服务能力和水平。重点加强西部地区县级（含兵团团场）医院综合能力建设，持续改善农村医疗卫生条件，加快基层医疗卫生机构标准化建设。4) 财税支持，加大地方政府债券对基础设施建设的支持力度，将中央财政一般性转移支付收入纳入地方

政府财政承受能力计算范畴。5) 优化能源供需结构，继续加大西电东送等跨省区重点输电通道建设，提升清洁电力输送能力。根据中国统计局的数据，截至 2019 年底西部地区的城镇化率仅为 54.1%，与全国 60.6%及东部地区 71.9%的城镇化率相距甚远。另据我们的测算，如果西部地区 2035 年城镇化率达到 75%的水平，其 2019-2035 年基建投资复合年增长率将会达到 4.2%。其中轨道交通、电讯设施、高压电站等基础设施投资将最为受惠。我们认为推进西部大开发计划将为基建行业带来新一轮的长期投资机遇。

我们预计 2020 年交通运输、仓储和邮政业投资增速为 5%，城轨投资将是增量最大来源。据中国统计局数据显示，2020 年 1-5 月交通运输、仓储和邮政业投资增速为-6.1%，降幅较 1-4 月的-12.1%收窄 6.0 个百分点。其中铁路运输业投资增速为-8.8%，降幅较 1-4 月的-16.1%收窄 7.3 个百分点；道路运输业(含公路及城轨)投资增速为-2.9%，降幅较 1-4 月的-9.4%收窄 6.5 个百分点。中国交通部副部长戴东昌在 5 月 19 日国新办发布会上表示，2020 年将加大基础设施补短板的力度，拓展资金来源，继续扩大有效的投资，预计今年全年完成公路水路投资约 1.8 万亿元，相较 2019 年公路水路实际完成投资额 23,452 亿元将减少 23.2%。此前，交通部亦提到预计 2020 年铁路投资约 8,000 亿元，与 2019 年基本持平。即使如此，我们认为 2020 年全年公路水路投资实际完成额将至少持平或略高于 2019 年，主要由于 1)交通部的年度目标一直十分保守，其 2019 年年初制定的投资完成目标亦仅有 1.8 万亿元，但实际完成额达 23,452 亿元；2)2019 年下半年以来中央推出多项支持交通基建投资的规划，包括 2019 年 9 月 19 日国务院印发的《交通强国建设纲要》，以及国务院于 2020 年 5 月 17 日发布的“关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见”等，均提到要建设现代化高质量综合立体交通网络，统筹并加强铁路、公路、水运、民航、管道、邮政等基础设施规划建设，将对交通投资需求提供长期支撑。据中国交通部 6 月 23 日发布的最新数据显示，1-5 月公路水路交通固定资产投资完成额为 7,710 亿元，同比增 2.3%，其中公路建设投资完成额为 7,183 亿元，同比增 1.0%。数据反映交通投资的完成状况好于官方预期。国务院总理李克强于 5 月 22 日发表的《2020 年政府工作报告》中亦明言，要重点加强交通、水利等重大工程建设，并增加国家铁路建设资本金 1,000 亿元。此外，中国交通部于 2020 年 6 月 8 日印发《关于做好交通运输促进消费扩容提质有关工作的通知》，提到要加快城际交通基础设施建设，以京津冀地区、长三角地区、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈等重点城市群、都市圈为重点，推动形成以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网。根据中国城市轨道交通协会统计，2019 年中国新增城轨运营线路长度共计 969 公里，继 2017 年新增 880 公里及 2018 年新增 729 公里后再创历史新高。以每公里平均 8 亿元的投资计，2019 年的城轨总投资规模达 7,752 亿元，已基本与铁路年均约 8,000 亿元的投资规模相当。在政府持续推进“新基建”及“新型城镇化”的国策驱动，以及大部份城市的城轨密度相对于国际平均水平仍偏低的情况下，我们认为城轨投资的增长空间仍十分充裕。在公路水路投资维持稳定的情况以及城轨投资维持较快增长的情况下，我们认为 2020 年整体交通投资仍可维持温和增长，预计 2020 年交通运输、仓储和邮政业投资增速为 5%。

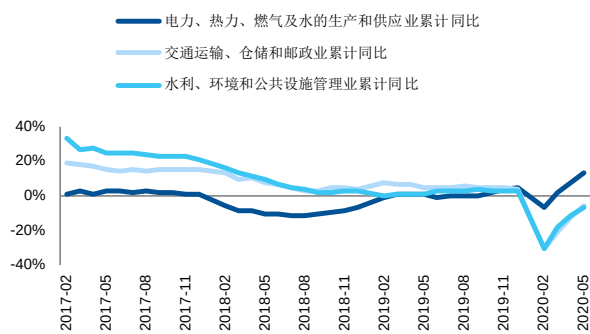
我们预计 2020 年水利、环境和公共设施管理业投资增速为 3%。据中国统计局数据显示，2020 年 1-5 月水利、环境和公共设施管理业投资增速为-6.5%，降幅较 1-4 月的-11.2%收窄 4.7 个百分点。其中水利管理业投资增速为-2.0%，降幅较 1-4 月的-6.0%提高 4.0 个百分点；生态保护和环境业投资增速为 2.5%，增速较 1-4 月的 3.8%下跌 1.3 个百分点；公共设施管理业投资增速为-8.3%，降幅较 1-4 月的-13.6%收窄 5.3 个百分点。据人民日报的报导，截至 6 月初全国 110 项在建重大水利工程已复工 108 项，在建投资规模超 1 万亿元；而据中国宏观经济研究院测算，重大水利工程每投资 1,000 亿元可带动 GDP 增长 0.15 个百分点，超 1 万亿元水利投资，意味着在建设周期内总共可拉动经济增长 1.5 个百分点以上。水利部水利工程建设司司长王胜万表示，水利工程投资大，建设周期长，带动能力强，对原材料、机械设备需求量大。因此，在 2020 年通过稳投资以稳经济的需求特别大的情况下，预计作为“2020 年政府工作报告”中“两新一重”之一的水利工程投资增速将至少达 5%。此外，发改委于 6 月 3 日发布的《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》提到将围绕环境卫生设施提级扩能、完善垃圾无害化资源化处理设施、污水集中处理设施和县城公共厕所。人民日报更于 6 月 5 日的时评里提到将保持加强生态文明建设的战略定力，要坚持方向不变、力度不减、标准不降，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标。在治污力度不减的大前提下，2020 年环境及公共设施管理等投资应至少持平甚至略有增长。总体而言，我们预计 2020 年水利、环境和公共设施管理业投资增速为 3%。

制造业、房地产业与基建固定资产投资增速



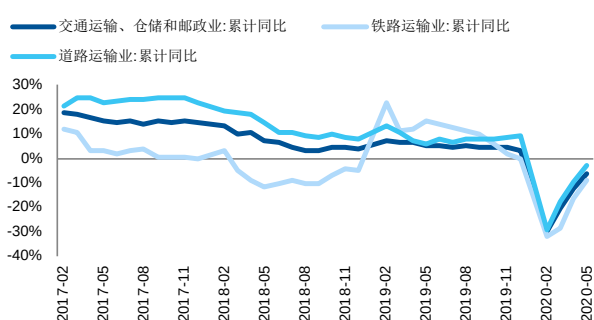
资料来源：中国统计局。

交通运输、仓储及邮政业及铁路和道路投资增速



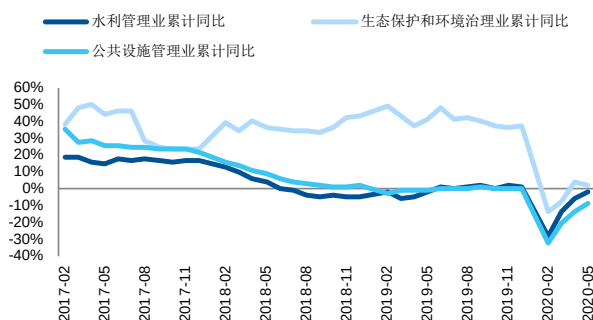
资料来源：中国统计局。

铁路及道路固定资产投资增速



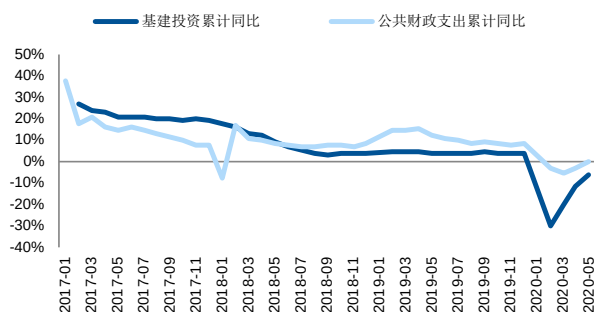
资料来源：中国统计局。

水利、生态环保及公共设施固定资产投资增速



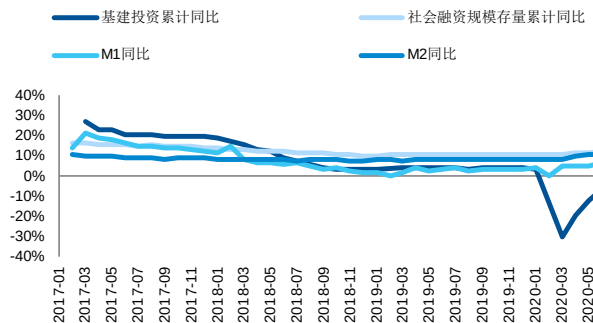
资料来源：中国统计局。

基建投资增速与公共财政支出增速



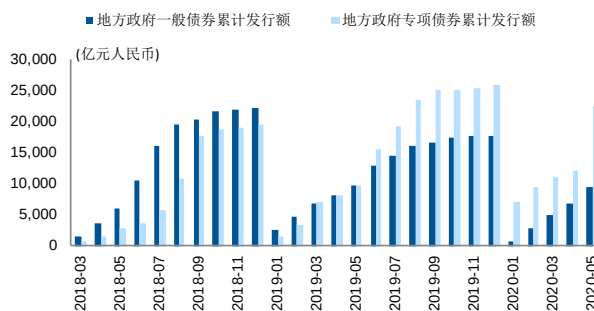
资料来源：中国统计局、财政部。

基建投资增速与货币供应及社融增速



资料来源：中国统计局、中国人民银行。

地方政府债券发行情况



资料来源：中国统计局、财政部。

中央及地方政府性基金支出情况



资料来源：中国统计局、财政部。

2020 年上半年发改委批复的重大基建工程及规划

日期	项目	投资额 (亿元)
2020 年 1 月 2 日	西安咸阳国际机场三期扩建工程	476.5
2020 年 1 月 2 日	巫溪至开州高速公路	209.4
2020 年 1 月 9 日	新建西宁至成都铁路	814.9
2020 年 1 月 9 日	527 国道嵊州甘霖至长乐段工程	20.0
2020 年 1 月 17 日	宣城至泾县高速公路一期工程	45.8
2020 年 1 月 19 日	省道董榆线 (S318) 寒湖岭隧道新建工程	10.8
2020 年 1 月 19 日	晋阳高速公路改扩建工程项目	67.7
2020 年 1 月 19 日	安庆港长风港区铁路专用线	29.0
2020 年 1 月 19 日	杭州市城市轨道交通 5 号线二期工程	30.4
2020 年 1 月 21 日	351 国道兰溪横溪至马涧段改建工程	27.9
2020 年 1 月 21 日	南京地铁 9 号线一期工程	212.5
2020 年 2 月 5 日	兰州中川国际机场三期扩建工程	335.5
2020 年 2 月 10 日	江苏省徐州市城市轨道交通第二期建设规划	535.9
2020 年 2 月 10 日	福州港罗源湾港区可门作业区 6 号及 7 号泊位工程	17.9
2020 年 2 月 18 日	武隆至道真 (重庆境) 高速公路项目	78.0
2020 年 2 月 21 日	怒江美丽公路绿道建设工程	27.9
2020 年 2 月 21 日	南宁市市郊铁路机场线项目	84.5
2020 年 2 月 23 日	阜阳至淮滨高速公路安徽段	46.8
2020 年 2 月 24 日	深圳机场三跑道扩建工程	123.3
2020 年 2 月 24 日	G30 连霍高速公路清水驿至忠和段扩容改造工程	159.1
2020 年 2 月 25 日	长春市轨道交通 5 号线项目	200.0
2020 年 2 月 27 日	新建宁波至舟山铁路项目	270.0
2020 年 2 月 27 日	成都轨道交通 19 号线二期工程	355.2
2020 年 2 月 27 日	嘉兴市有轨电车 T1 线一期工程	19.3
2020 年 3 月 5 日	青海西宁曹家堡机场三期扩建工程	105.1
2020 年 3 月 17 日	合肥市城市轨道交通近期建设规划	798.1
2020 年 4 月 13 日	新建西安至十堰高速铁路	476.8
2020 年 5 月 13 日	厦门火车站南延至厦门大学南门, 增设车站 4 座	57.7
	总计	5,636.0

资料来源: 中国国家发改委, 各地发改委。

投资建议

我们预计 2020 年基建投资增速为 4%，城市轨道交通工程承包商将最为受惠，行业首选中国中铁(00390 HK)，次选中国通号(03969 HK)。在 4 月全国基本全面复工以及中央要求加快开展及推进重大工程项目的情况下，我们预计 2020 年上半年基建投资增速为-3%，假设下半年基建投资增速加快至 5%-10%，对应 2020 年全年基建投资增速为 1.5%-4.3%。由于政府支持力度持续加大，我们认为全年基建投资增速更有可能接近预测的上限。因此，我们预计 2020 年基建投资增速可达 4%。整体看 2020 年基建行业机会大于 2019 年。第一，政府对基建投资的重视程度及支持力度大于往年；第二，货币政策较往年宽松并预计将维持宽松；第三，行业估值接近历史最低。从公司层面看，中国中铁(00390 HK)作为中国两大铁路工程寡头之一，以及中国最大的城市轨道交通工程承包商(长期维持市占率逾 50%)，将显著受惠于未来几年城轨投资的稳定增长。此外，中国中铁(00390 HK)作为中国主要的公路工程建设企业之一(长期维持市占率 10%以上)，亦将受惠于国家对地方性主要高速公路及农村公路建设的持续投入。公司 2019 年的毛利率及股东净利增速达五年高位，但负债比率则为五年低位，即使在疫情的影响下，其 2020 年 1 季度收入仅有单位数的跌幅，优于同业。公司现时估值接近历史最低，并不合理。我们认为中国中铁(00390 HK)拥有良好的长线投资价值。维持“买入”评级及 6.70 港元的目标价。此外，我们认为中国通号(03969 HK)作为轨道交通行业的讯号及通讯系统集成的龙头企业，将受惠于市场未来几年投资的稳定增长以及轨交设备国产化率持续提高的大趋势。此外，在科创板上市后公司较高的净现金水平将进一步提高，支持其维持较高及稳定的派息。维持其“收集”评级及 5.26 港元的目标价。我们认为即使基建投资将进入低单位数增长的时代，鉴于截至 2019 年底中国城镇化率只有 60.6%，相对于美国以及日本在 1970 年及 1975 年时已分别达到 74%及 75.9%，以及两国截至 2017 年底更分别达到 82%及 93%仍偏低，中国城镇化之路仍十分漫长，而基建投资在很长一段时间内仍将稳步增长；此外，中国前五大建筑工程承包商的市场占有率仅有 20%不到，相对已发展国家的前五市大企业市占率普遍在 30%以上，中国建筑工程市场的集中度处于偏低水平，未来仍有大幅提高的空间，整合潜力十分巨大。基于行业确定的增长前景、充足的整合空间及接近历史低位的估值，维持行业的“跑赢大市”评级。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
中国铁建	01186	6.090	买入	3.6	3.2	3.0	0.3	9.1	4.2
中国中铁	00390	3.980	买入	4.0	3.6	3.3	0.3	9.8	4.6
中国交通建设	01800	4.370	收集	3.2	3.0	2.9	0.3	8.5	6.2
承达集团	01568	3.320	中性	21.7	15.9	13.2	2.5	12.3	0.6
中国机械工程	01829	2.040	收集	4.0	3.4	3.0	0.4	10.4	7.5
中石化炼化工程	02386	3.300	买入	5.8	5.7	5.3	0.5	8.2	8.6
中国建筑国际	03311	4.520	买入	4.0	3.5	3.2	0.5	13	7.5
中国通号	03969	3.330	收集	7.8	6.8	5.9	0.7	9.6	6.6
中国能源建设	03996	0.730	收集	4.4	3.6	3.2	0.4	8.2	4.5
市值加权平均			跑赢大市	4.6	4.0	3.7	0.4	9.5	5.3

资料来源：彭博、国泰君安国际。

城轨建设提速的主要受益者

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国中铁(00390 HK)
评级：买入
股价：HK\$3.980
目标价：HK\$6.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	740,383	17,198	0.718	7.4	4.9	9.717	0.4	0.128	3.7	9.0	
2019A	850,843	23,678	0.950	32.3	3.7	10.540	0.3	0.169	4.7	10.7	
2020F	967,920	23,604	0.897	(5.6)	4.0	10.718	0.3	0.165	4.6	9.8	
2021F	1,087,886	26,224	1.004	11.9	3.6	11.606	0.3	0.185	5.1	10.0	
2022F	1,219,434	28,856	1.111	10.7	3.3	12.539	0.3	0.204	5.6	10.1	
已发行股本 Shares in issue (m)				24,570.9	大股东 Major shareholder				中铁工 47.2%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				97,792.3	流通比例 Free float (%)				52.8		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				15,400.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				34.0		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				6.040 / 3.450	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				8.5		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(5.9) / (3.6) / (33.0)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(12.3) / (7.1) / (18.6)	
资料来源：公司、国泰君安国际。											

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国中铁(00390 HK)2020 年第 1 季度收入同比下降 2.1%至 1,563 亿元(人民币,下同),股东净利同比降 6.7%至 36 亿元。主要由于新冠疫情导致部份项目开工延迟。整体业绩符合预期。整体毛利率同比下降 0.5 个百分点至 9.5%。销售费用率与上年同期持平于 0.5%,管理费用率同比上升 0.1 个百分点至 3.3%,净财务成本率同比下降 0.1 个百分点至 0.8%。2020 年第 1 季度新签合同额为 3,376 亿元,同比增 7.8%。其中基建新签 3,022 亿元,同比增 11.7%。分部看,铁路新签 565 亿元,同比增 9.1%;公路新签 736 亿元,同比增 75.3%;市政及其他新签 1,721 亿元(含城轨新签 263 亿元,同比降 47.3%),同比降 2.7%。新签合同增速维持较快增长。截至 2020 年 3 月 31 日,公司未完成合同额达 34,093 亿元,较 2019 年末增 1.4%。

国务院总理李克强于 2020 年政府工作报告中提到将重点支持“两新一重”相关投资、提高 2020 年专项债额度至 3.75 万亿元及向铁路投资注入 1,000 亿元的资本金等支持基建投资的政策。公司作为国内两大铁路基建工程承包商之一及最大的城轨基建工程承包商,将显著受惠于相关的政策支持。我们预计政府将持续出台支持基建投资的政策以维持经济稳定增长,其中交通基建投资增速将继续超过整体固定资产投资增速。公司将持续受益于交通基建投资的繁荣期及市场集中度的提高。维持其 6.70 港元的目标价,对应 6.8/ 6.1/ 5.5 倍 2020/ 2021/ 2022 年市盈率。公司现估值吸引,维持“买入”评级。

正面因素分析

- 2020 年第 1 季度股东净利仅有单位数下跌,优于同业。
- 公司作为国内最大的城轨基建工程承包商,将受惠于快速增长的城轨基建市场。
- 证监会推进基建 REITS 试点,有望盘活公司存量资产。

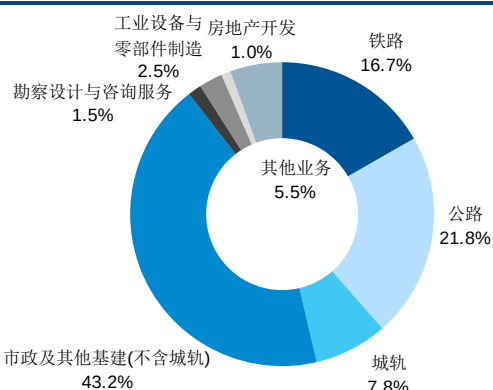
负面因素分析

- 海外工程收入增速低于预期。
- 房地产开发业务因销售费用大增,导致利润率下跌。
- 金融业务受监管趋严和市场不景气影响,收入及利润持续减少。

风险分析

- 房地产市场持续调控或影响公司项目销售。
- 在经济不景的情况下,资产减值损失或增加。
- 海外项目将承受一定地缘政治风险。

2020 年 1 季度新签合同明细



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	740,383	850,843	967,920	1,087,886	1,219,434
经营成本	(668,725)	(770,979)	(879,351)	(988,149)	(1,107,106)
毛利	71,658	79,864	88,569	99,737	112,328
其它收入/支出	(21,044)	(17,922)	(19,698)	(23,585)	(28,053)
销售及管理费用	(21,901)	(24,474)	(28,070)	(31,549)	(35,364)
经营溢利	28,713	37,468	40,802	44,603	48,912
财务费用	1,616	2,460	2,706	2,977	3,274
应占联营及合资公司收益	(5,384)	(6,741)	(6,041)	(5,954)	(6,382)
除税前溢利	24,945	33,187	37,467	41,626	45,804
税项	(7,509)	(7,808)	(11,240)	(12,488)	(13,741)
除税后溢利	17,436	25,379	26,227	29,138	32,063
少数股东权益	(238)	(1,701)	(2,623)	(2,914)	(3,206)
股东应占溢利	17,198	23,678	23,604	26,224	28,856
每股盈利 (人民币)	0.718	0.950	0.897	1.004	1.111
增长/减少 (%)	7.4	32.3	(5.6)	11.9	10.7

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	9.7	9.4	9.2	9.2	9.2
经营利润率 (%)	3.9	4.4	4.2	4.1	4.0
净利率 (%)	2.3	2.8	2.4	2.4	2.4
资产回报率 (%)	1.9	2.4	2.1	2.1	2.1
股东资金回报率 (%)	9.0	10.7	9.8	10.0	10.1
净负债比率 (%)	37.3	41.8	34.0	28.7	24.3
净利息覆盖率 (倍)	4.0	4.2	4.9	5.3	5.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

分拆铁建重工有利于释放公司价值

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国铁建(01186 HK)
评级: 买入
股价: HK\$6.090
目标价: HK\$11.66

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	730,123	17,935	1.257	6.3	4.3	12.511	0.4	0.210	3.9	10.6
2019A	830,452	20,197	1.396	11.1	3.9	15.461	0.4	0.210	3.9	9.6
2020F	941,572	21,043	1.550	11.0	3.6	17.011	0.3	0.232	4.2	9.1
2021F	1,020,035	23,322	1.717	10.8	3.2	18.728	0.3	0.258	4.7	9.2
2022F	1,113,564	24,860	1.831	6.6	3.0	20.559	0.3	0.275	5.0	8.9
已发行股本 Shares in issue (m)				13,579.5	大股东 Major shareholder		中国铁建总公司 51.1%			
市值 Market cap. (HK\$ m)				82,699.4	流通比例 Free float (%)		48.9			
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				10,638.9	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		7.9			
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				9.990 / 5.910	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		16.9			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)				(12.1) / (29.8) / (36.4)						
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)				(18.5) / (33.3) / (22.0)						
资料来源：公司、国泰君安国际。										

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国铁建(01186 HK) 2020 年第 1 季度收入同比降 7.6%至 1,451 亿元(人民币, 下同)。股东净利同比降 23.6%至 30 亿元。每股净利同比降 34.9%至 0.183 元。整体业绩符合预期。整体毛利率同比降低 1.2 个百分点至 8.8%。期内, 销售费率持平于 0.7%、行政管理费用率上升 0.1 个百分点至 2.8%、财务费用率降低 0.1 个百分点至 0.4%。公司 2020 年 1 季度新签合同额为 3,402 亿元, 同比增 14.4%。其中工程承包新签 3,070 亿元, 同比增 22.0%。分部看铁路新签 530 亿元, 同比增 53.1%; 公路新签 421 亿元, 同比降 40.0%; 城轨新签 446 亿元, 同比增 120.1%; 房建新签 905 亿元, 同比增 33.2%; 市政工程新签合同额 578 亿元, 同比增长 57.0%。尽管 1 季度受疫情影响, 收入及净利均有所下所, 但新签合同仍录得双位数增长。我们预计 2020 年新签合同将维持较快增长。截至 2020 年 3 月底, 公司未完成合同额达 34,616 亿元, 较 2019 年末增 5.7%。

国务院总理李克强于 2020 年政府工作报告中提到将重点支持“两新一重”相关投资、提高 2020 年专项债额度至 3.75 万亿元及向铁路投资注入 1,000 亿元的资本金等支持基建投资的政策。公司作为国内两大铁路基建工程承包商之一, 将显著受惠于相关的政策支持。此外, 公司将分析旗下铁建重工于科创板上市, 将带来一次性的大额特殊盈利, 释放公司潜在价值。我们预计政府将持续出台支持基建投资的政策以维持经济稳定增长, 其中交通基建投资增速将继续超过整体固定资产投资增速。维持其 11.66 港元的目标价, 对应 6.8/ 6.2 /5.8 倍 2020/ 2021/ 2022 年市盈率。公司现估值吸引, 维持“买入”评级。

正面因素分析

- 2020 年第 1 季度新签合同增速达 14.4%, 高于同业。
- 分拆铁建重工于科创板上市, 有利于公司的价值释放, 或将提高其估值水平。
- 证监会推进基建 REITS 试点, 有望盘活公司存量资产。

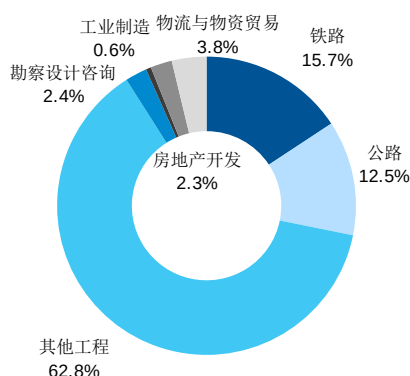
负面因素分析

- 海外工程收入增速低于预期。
- 房地产开发业务因产品结构调整, 毛利率有所下跌。
- 2020 年第 1 季度股东净利录得双位数下跌, 差于同业。

风险分析

- 房地产市场持续调控或影响公司项目销售。
- 在经济不景的情况下, 资产减值损失或增加。
- 海外项目将承受一定地缘政治风险。

2020 年 1 季度新签合同明细



资料来源：公司。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业收入	730,123	830,452	941,572	1,020,035	1,113,564
经营成本	(658,711)	(750,365)	(852,312)	(922,184)	(1,005,643)
毛利	71,412	80,087	89,260	97,851	107,920
其它收入	(8,941)	(8,714)	(9,127)	(9,656)	(10,132)
销售及管理费用	(33,239)	(40,112)	(46,381)	(51,266)	(57,080)
经营溢利	29,232	31,261	33,752	36,929	40,708
财务费用	(3,910)	(3,632)	(4,534)	(4,487)	(6,172)
营业外收入/支出	(217)	398	319	212	178
除税前盈利	25,105	28,027	29,538	32,654	34,714
税项	(5,267)	(5,403)	(6,157)	(6,741)	(7,092)
除税后盈利	19,838	22,624	23,381	25,913	27,622
少数股东权益	(1,903)	(2,426)	(2,338)	(2,591)	(2,762)
股东应占溢利	17,935	20,197	21,043	23,322	24,860
每股盈利 (人民币)	1.257	1.396	1.550	1.717	1.831
增长/减少 (%)	6.3	11.1	11.0	10.8	6.6

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	9.8	9.6	9.5	9.6	9.7
经营利润率 (%)	4.0	3.8	3.6	3.6	3.7
净利率 (%)	2.5	2.4	2.2	2.3	2.2
资产回报率 (%)	2.0	1.9	1.8	1.9	1.8
股东资金回报率 (%)	10.6	9.6	9.1	9.2	8.9
净负债比率 (%)	12.2	0.0	7.9	6.9	5.2
净利息覆盖率 (倍)	4.2	4.1	3.9	4.2	3.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

业务将于 2021 年显著复苏

分析员：黄家玮 Gary Wong

承达控股(01568 HK)
评级：中性
股价：HK\$3.320
目标价：HK\$3.54

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	5,391	381	0.177	(9.2)	18.8	1.065	3.1	0.040	1.2	17.6
2019A	6,096	413	0.191	7.9	17.4	1.175	2.8	0.025	0.8	17.1
2020F	4,908	330	0.153	(19.9)	21.7	1.303	2.5	0.020	0.6	12.3
2021F	5,799	451	0.209	36.6	15.9	1.492	2.2	0.030	0.9	15.0
2022F	6,483	544	0.252	20.6	13.2	1.714	1.9	0.040	1.2	15.7
已发行股本 Shares in issue (m)					2,158.2	大股东 Major shareholder			江河创建 51.3%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					7,165.3	流通比例 Free float (%)			30.5	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					36.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					4.160 / 3.050	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			5.1	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									2.8 / (9.3) / (17.0)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(3.6) / (12.8) / (2.6)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

承达集团（01568 HK）2019 年收入同比增 13.1%至 61 亿港元。股东净利同比增加 8.3%至 4 亿港元。业绩符合预期。整体毛利率同比持平于 13.9%。销售费用率同比下降 0.1 个百分点至 0.2%，而管理费用率则下降 0.5 个百分点至 4.4%。2019 年室内装潢工程业务收入同比增长 25.9%至 53 亿港元。香港/澳门/中国大陆的室内装潢工程收入分别为 15 亿港元/21 亿港元/17 亿港元，同比增速分别为 -9.3%/ +83.2%/ +27.8%。香港室内装潢工程业务收入减少主要是由于房地产市场低迷、零售销售增长乏力以及访港游客人数减少，从而降低了对商业装潢工程的需求；澳门室内装潢工程业务收入增长主要归因于一项大型酒店装潢工程项目的收入确认；中国大陆室内装潢工程业务收入增长主要归功于对商业装潢工程的需求回暖。截至 2019 年 12 月 31 日，总合同金额和剩余工程价值分别为 112 亿港元及 55 亿港元，同比增 44.9%及 53.7%。

由于新冠疫情的爆发拖慢部份工程进度以及公司金融资产的公允价值变动亏损持续，预计公司 2020 年收入及盈利均将减少。但由于澳门室内装潢工程业务将持续受惠于多个大型酒店进入翻修周期，公司业绩预计将在 2021 年迅速复苏。维持其 3.54 港元的目标价，相当于 23.2/16.9/14.0 倍的 2020/2021/2022 年市盈率。我们认为当前的股价已充分反映未来可能的复苏。维持“中性”的投资评级。

正面因素分析

- 多个大型澳门赌场进入翻新周期，澳门室内装潢工程收入或将持续复苏。
- 毛利率较高的澳门室内装潢工程收入持续提高，有助于提高整体的毛利率。
- 公司现金流较好，债务水平不高。

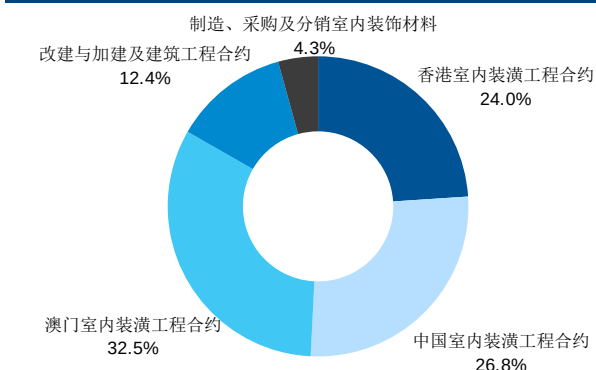
负面因素分析

- 香港零售市场持续疲弱减低了大型国际品牌旗舰店对室内装潢的需求。
- 2019 年中国大陆室内装潢工程的毛利率大跌。
- 2019 年计入损益的金融资产公允价值变动亏损近 5 千万元，超过净利润的 10%。

风险分析

- 公司经营较大程度依赖于现有两位创始人兼执行董事的执行力，他们或有可能于未来几年内退休。
- 预期信用减值亏损有扩大趋势。
- 公司业务高度依赖于几大客户。

2019 年全年分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	5,391	6,096	4,908	5,799	6,483
经营成本	(4,639)	(5,246)	(4,204)	(4,967)	(5,530)
毛利	752	850	703	832	953
其它收入	(38)	(72)	(22)	4	5
销售与管理费用	(277)	(277)	(284)	(295)	(306)
经营溢利	437	500	397	542	652
财务费用	(9)	(15)	(12)	(14)	(16)
应占联营/合营公司收入	18	3	4	5	5
除税前盈利	445	489	389	533	642
税项	(64)	(76)	(60)	(82)	(98)
除税后盈利	381	413	330	451	544
股东应占盈利	381	413	330	451	544
每股盈利 (港元)	0.177	0.191	0.153	0.209	0.252
增长/减少 (%)	(9.2)	7.9	(19.9)	36.6	20.6

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	13.9	13.9	14.3	14.4	14.7
经营利润率 (%)	8.1	8.2	8.1	9.3	10.1
净利率 (%)	7.1	6.8	6.7	7.8	8.4
资产回报率 (%)	7.8	7.7	5.9	7.6	8.0
股东资金回报率 (%)	17.6	17.1	12.3	15.0	15.7
净利息覆盖率 (倍)	49.6	34.4	33.3	39.5	41.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

股息率高于同业

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国交通建设(01800 HK)

评级：收集

股价：HK\$4.370

目标价：HK\$8.40

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	488,666	19,819	1.162	(5.7)	3.3	12.190	0.3	0.231	6.0	10.1
2019A	552,542	20,094	1.163	0.1	3.4	14.229	0.3	0.233	6.0	8.7
2020F	593,800	21,097	1.241	6.7	3.2	15.288	0.3	0.245	6.2	8.5
2021F	635,033	22,341	1.318	6.2	3.0	16.410	0.2	0.260	6.5	8.4
2022F	673,755	22,946	1.356	2.9	2.9	17.560	0.2	0.267	6.7	8.1
已发行股本 Shares in issue (m)				16,174.7	大股东 Major shareholder				中交集团	45.8%
市值 Market cap. (HK\$ m)				70,683.6	流通比例 Free float (%)				54.2	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				20,234.1	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				92.9	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				7.080 / 4.320	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				14.2	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)				(11.4) / (19.1) / (37.5)						
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)				(17.7) / (22.6) / (23.1)						

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国交通建设(01800 HK) 2020 年第 1 季度收入同比降 6.7%至 954 亿元。股东净利同比降 40.4%至 23 亿元，业绩符合预期。股东净利大幅下跌主要由于新冠疫情导致大部份项目延迟开工，从而导致收入下降；加上整体毛利率同比下降 0.4 个百分点至 12.1%。期内，销售费用率同比持平于 0.2%、管理费用率同比上升 0.1 个百分点至 4.5%、研发费用率同比上升 0.2 个百分点至 2.0%，净财务费用率同比持平于 1.8%，费用率基本可控。公司 2020 年第 1 季度的新签合同同比上升 11.9%至 2,275 亿元。其中基建建设新签合同同比增 14.8%至 1,981 亿元，包括港口建设新签合同达 104 亿元，同比升 90.1%；路桥建设新签合同达 382 亿元，同比降 7.9%；铁路建设新签合同达 1 亿元，同比跌 33.0%；市政和环保新签合同达 981 亿元，同比升 36.2%；海外项目新签合同达 513 亿元，同比降 4.1%。此外，基建设计新签合同同比减少 11.4%至 52 亿元，疏浚业务新签合同则同比增 2.7%至 229 亿元。截至 2019 年 12 月 31 日，公司未完成合同额达 19,991 亿元，同比增 18.3%。

国务院总理李克强于 2020 年政府工作报告中提到将重点支持“两新一重”相关投资、提高 2020 年专项债额度至 3.75 万亿元及向铁路投资注入 1,000 亿元的资本金等支持基建投资的政策。公司作为国内最大的路桥工程建设承包商，将显著受惠于相关的政策支持。我们预计政府将持续出台支持基建投资的政策以维持经济稳定增长，其中交通基建投资增速将继续超过整体固定资产投资增速。维持其 8.40 港元的目标价，对应 6.2/ 5.8/ 5.6 倍的 2020/ 2021/ 2022 年市盈率。公司现时股息率属工程行业里最高之一，估值吸引。维持“收集”评级。

正面因素分析

- 受惠于海外新签合同回升，2020 年第 1 季度新签合同录得双位数增长。
- 6 月初完成国内基建 REITS 试点首单项目发行。
- 环保工程业务增长迅速。

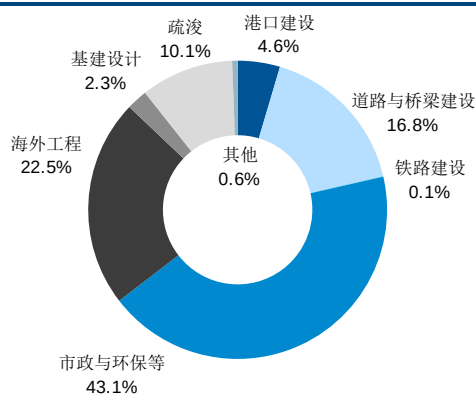
负面因素分析

- 海外工程收入增速低于预期。
- 基建建设业务毛利率出现下跌，表现差于同业。
- 最近两年的利润增速均低于同业平均水平。

风险分析

- 基建支持政策推行慢于预期。
- 在经济不景的情况下，资产减值损失或增加。
- 海外项目将承受一定地缘政治风险。

2020 年 1 季度新签合同明细



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	488,666	552,542	593,800	635,033	673,755
经营成本	(424,055)	(483,411)	(519,282)	(555,236)	(588,935)
毛利	64,611	69,131	74,518	79,796	84,820
其它收入	4,511	5,430	5,278	5,333	5,533
销售费用	(1,177)	(1,158)	(1,247)	(1,334)	(1,415)
管理费用	(34,553)	(39,247)	(42,474)	(45,741)	(48,867)
经营利润	33,392	34,156	36,074	38,055	40,072
财务费用	(7,346)	(6,694)	(7,257)	(7,539)	(8,729)
除税前盈利	26,046	27,462	28,817	30,515	31,343
税项	(5,608)	(5,848)	(6,196)	(6,561)	(6,739)
除税后盈利	20,438	21,614	22,621	23,955	24,604
少数股东权益	(619)	(1,520)	(1,524)	(1,614)	(1,658)
股东应占溢利	19,819	20,094	21,097	22,341	22,946
每股盈利 (人民币)	1.162	1.163	1.241	1.318	1.356
增长/减少 (%)	(5.7)	0.1	6.7	6.2	2.9

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	13.2	12.5	12.5	12.6	12.6
经营利润率 (%)	6.8	6.2	6.0	5.9	5.9
净利率 (%)	4.1	3.6	3.6	3.5	3.4
资产回报率 (%)	2.1	1.8	1.7	1.7	1.6
股东资金回报率 (%)	10.1	8.7	8.5	8.4	8.1
净负债比率 (%)	81.3	92.7	92.9	93.3	87.3
净利息覆盖率 (倍)	2.6	2.2	2.2	2.2	2.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

疫情或冲击公司的海外业务

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

中国机械工程(01829 HK)

评级：收集

股价：HK\$2.040

目标价：HK\$2.55

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	28,863	2,132	0.517	20.1	3.5	3.982	0.4	0.207	11.5	12.6
2019A	28,296	2,181	0.529	2.3	3.4	4.326	0.4	0.159	8.7	12.7
2020F	25,523	1,906	0.462	(12.6)	4.0	4.587	0.4	0.139	7.5	10.4
2021F	32,248	2,262	0.548	18.7	3.4	4.938	0.4	0.164	8.9	11.5
2022F	35,915	2,550	0.618	12.7	3.0	5.426	0.3	0.185	10.0	11.9
已发行股本 Shares in issue (m)					4,125.7	大股东 Major shareholder		中国机械工程集团 78.0%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					8,416.4	流通比例 Free float (%)		22.0		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					2,612.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					3.620/ 1.820	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		2.8		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								10.9 / (2.9) / (42.0)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								4.5 / (6.3) / (27.6)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年净利润同比增长 2.3%，符合预期。公司于期内的收入同比下降 2.0%至人民币 283 亿元，但净利则同比上升 2.3%至人民币 21.81 亿元。期内的收入差于预期，但其盈利则基本符合市场的一致预期。期内来自海外市场的收入同比升 11.3%至人民币 213.16 亿元，并贡献了整体收入的 75.3%，同比升 9 个百分点。期内综合毛利率同比升 0.6 个百分点至 16.9%，主要因贸易板块毛利率回升（同比升 3.6 个百分点至 9.4%）。期内净利率则同比微升 0.3 个百分点至 7.7%。截至 2019 年底时的在手订单为 90.64 亿美元，较 2018 年末时的 106.47 亿美元下跌 14.9%。受新冠疫情影响，我们预计新增订单将于 2020 至 2022 年分别录得 48 亿美元、55 亿美元以及 58 亿美元。

我们对公司的投资评级为“收集”，目标价为 2.55 港元，价相当于 5.0 倍/4.2 倍/3.8 倍 2020/2021/2022 年市盈率或 0.5 倍/0.5 倍/0.4 倍 2020/2021/2022 年市净率。公司于近期发布了 2020 上半年的盈利警告，预计其于 2020 上半年的净利润将较去年同期下降 30%至 40%。公司于 2019 年同期的净利润为人民币 9.803 亿人民币。考虑到疫情正在全球肆虐，并可能进一步影响下半年公司海外项目的进度，我们将于中期业绩发布会后检讨当前的盈利预测、目标价及投资评级。

正面因素分析

- 一带一路战略将继续带动公司海外业务。
- 庞大的在手订单为持续增长提供保障。
- 人民币的显著贬值将提升期内的盈利能力。

风险分析

- 部分海外市场项目有较高且不可控的风险。
- 新冠疫情将对公司运营造成不利影响。
- 低迷的用电量将导致海外对电力工程投资的放缓。
- 海外工程项目或将会延迟。

负面因素分析

- 人民币汇价走强将削弱盈利。
- 全球经济面临下行压力或压制海外对各类工程需求。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	28,863	28,296	25,523	32,248	35,915
销售成本	(24,167)	(23,501)	(21,279)	(26,586)	(29,515)
毛利	4,696	4,795	4,243	5,662	6,400
其他收入	107	36	72	54	63
其他净收益	(85)	23	(31)	(4)	(17)
分销及销售费用	(1,254)	(1,113)	(1,021)	(1,354)	(1,508)
管理费用	(1,284)	(1,402)	(1,225)	(1,516)	(1,688)
其他经营收入或开支	(629)	(408)	(282)	(258)	(188)
经营利润	1,552	1,932	1,756	2,584	3,061
财务净收入	1,107	658	495	70	(94)
应占联合营公司利润	167	226	271	326	392
税前利润	2,826	2,817	2,523	2,980	3,359
税项	(690)	(635)	(617)	(717)	(808)
少数股东权益	(4)	(0)	(0)	(0)	(1)
股东应占净利润	2,132	2,181	1,906	2,262	2,550
每股盈利 (人民币)	0.517	0.529	0.462	0.548	0.618
每股股息 (人民币)	0.207	0.159	0.139	0.164	0.185

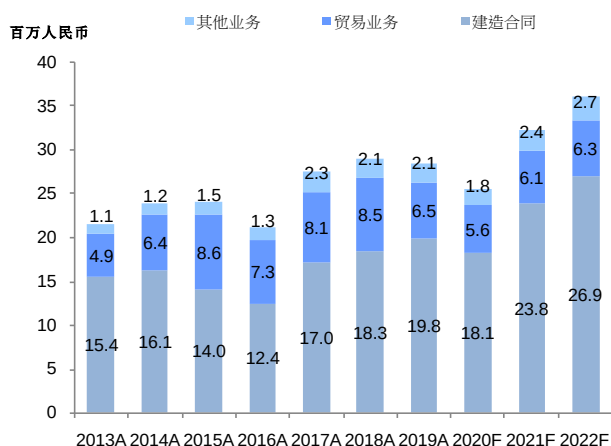
重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	16.3	16.9	16.6	17.6	17.8
经营利润率 (%)	7.5	8.1	7.8	8.7	8.9
净利率 (%)	7.4	7.7	7.5	7.0	7.1
流动比率 (倍)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
股东资金回报率 (%)	12.6	12.7	10.4	11.5	11.9
总资产回报率 (%)	3.8	4.0	3.7	4.2	4.3
利息偿还倍数 (倍)	7.4	14.9	8.6	8.2	8.8
存货周转期 (天)	8.7	7.2	9.3	9.3	9.1
应收账款周转期 (天)	145.7	136.9	135.1	134.3	134.3
应付账款周转期 (天)	329.4	211.4	273.8	256.2	237.3
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司收入构成



低估值，高股息，长期前景稳固

分析员：邵俊樨 Peter Shao

中石化炼化工程(02386 HK)

股价：HK\$3.300

评级：买入

目标价：HK\$4.25

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	47,019	1,679	0.379	48.6	7.6	5.868	0.5	0.224	7.7	6.5
2019A	52,261	2,183	0.493	30.1	6.1	6.159	0.5	0.320	10.7	8.2
2020F	52,791	2,280	0.515	4.5	5.8	6.330	0.5	0.257	8.6	8.2
2021F	53,893	2,347	0.530	2.9	5.7	6.600	0.5	0.265	8.8	8.2
2022F	54,777	2,529	0.571	7.7	5.3	6.897	0.4	0.286	9.5	8.5
已发行股本 Shares in issue (m)					4,428.0	大股东 Major shareholder China Petrochemical Corporation 67.0%				
市值 Market cap. (HK\$ m)					14,612.4	流通比例 Free float (%) 29.7				
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					7,497.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%) 净现金				
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					6.680/2.520	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$) 10.4				
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)						0.9 / 2.2 / (50.2)				
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)						(2.0) / (3.6) / (35.7)				

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年，中石化炼化工程的新签合同额目标为人民币 570 亿元，高于 2019 年新签合同额 8.1%，其中海外市场承担了绝大部分增长目标。今年 1 季度，公司新签合同额达人民币 160.81 亿元，完成全年目标的 28.2%，其中海外新签表现抢眼，完成海外全年目标的 36% 左右。但受到海外疫情持续影响，公司或于年内下调 2020 年新签合同目标。截至今年 1 季度，公司在手订单达人民币 1,015 亿元，同比下降 2.5%，环比增长 6.8%。

我们预计 2020-2022 年中国炼化行业固定资产投资将平缓增长。尽管炼化行业处于下行周期，行业投资仍将受一系列因素推动，包括 1) 行业持续的结构转型需求，2) 私人及外商投资限制的放宽，以及 3) 正面的长期投资回报前景。我们预计中国炼化行业的集中扩能将持续至 2023 年。公司长期前景稳固，其国内市场具有韧性，而海外市场则拥有广阔增长空间。年迄今，公司股价下跌逾 30%，其市值不及 2019 年年底现金余额的 90%。按目前股价算，公司 2020 年股息预计可达 8% 以上，具有吸引力。我们的目标价分别对应 7.5 倍/7.3 倍/6.8 倍 2020-2022 年市盈率，以及 0.6 倍/0.6 倍/0.6 倍 2020-2022 年市净率，且较我们用 DCF 方法得出的每股估值（10.44 港元）有 59.3% 的折让。

正面因素分析

- 中国炼化工程服务龙头，业务受益于母公司中石化；
- 资产负债状况良好，现金充沛，股息率高。

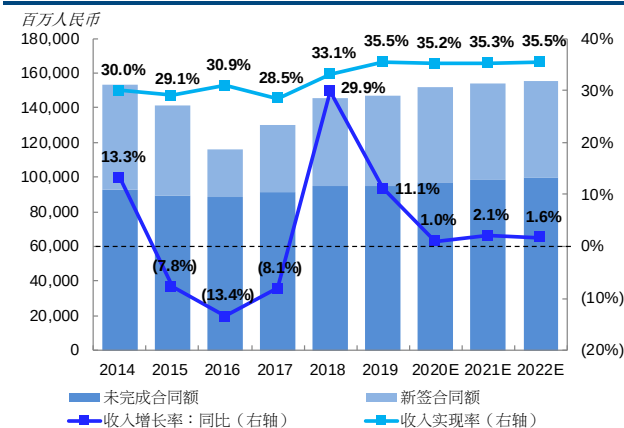
负面因素分析

- 新冠疫情在海外持续，公司海外业务或受影响；
- 油价疲弱，需求仍待恢复，炼化行业投资受负面影响。

风险分析

- 中国炼化行业投资增长低于预期；
- 公司新签合同增长不及预期；
- 公司派息不及预期。

公司新签合同额、未完成合同额、收入增长以及收入实现率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	47,019	52,261	52,791	53,893	54,777
销售成本	(41,823)	(46,778)	(47,143)	(48,126)	(48,751)
毛利	5,196	5,483	5,649	5,767	6,025
管理费用	(1,299)	(1,282)	(1,320)	(1,401)	(1,424)
销售及营销费用	(124)	(131)	(145)	(149)	(146)
研发费用	(1,676)	(2,136)	(1,858)	(1,821)	(1,863)
其他收益—净额	(662)	84	(84)	(160)	(208)
经营利润	1,436	2,017	2,241	2,235	2,384
利息收入—净额	662	786	774	869	961
应占联营/合营公司利润	24	24	24	25	27
税前利润	2,122	2,827	3,040	3,129	3,372
所得税	(442)	(644)	(760)	(782)	(843)
税后利润	1,680	2,184	2,280	2,347	2,529
少数股东权益	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
股东净利	1,679	2,183	2,280	2,347	2,529
每股盈利 (人民币)	0.379	0.493	0.515	0.530	0.571
每股股息 (人民币)	0.224	0.320	0.257	0.265	0.286

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入增长 (%)	29.9	11.1	1.0	2.1	1.6
毛利增长 (%)	29.0	5.5	3.0	2.1	4.5
净利增长 (%)	48.6	30.0	4.4	2.9	7.8
毛利率 (%)	11.0	10.5	10.7	10.7	11.0
净利率 (%)	3.6	4.2	4.3	4.4	4.6
股东回报率 (%)	6.5	8.2	8.2	8.2	8.5
净资产负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

粤港澳大湾区建设的主要受益者

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国建筑国际(03311 HK)
评级：买入
股价：HK\$4.520
目标价：HK\$7.50

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	55,626	4,517	0.891	(25.0)	5.1	7.616	0.6	0.270	6.0	11.8
2019A	61,670	5,673	1.072	20.3	4.2	8.348	0.5	0.320	7.1	13.4
2020F	67,528	6,216	1.138	6.1	4.0	9.145	0.5	0.340	7.5	13.0
2021F	75,469	6,993	1.292	13.5	3.5	10.057	0.4	0.380	8.4	13.5
2022F	83,698	7,628	1.417	9.7	3.2	11.055	0.4	0.420	9.3	13.4
已发行股本 Shares in issue (m)				5,049.2	大股东 Major shareholder				中国海外集团 64.7%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				22,822.2	流通比例 Free float (%)				35.3	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				6,083.7	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				58.6	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				8.280 / 4.220	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				11.7	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)				(5.4) / (21.3) / (43.6)						
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)				(11.8) / (24.7) / (29.2)						

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国建筑国际（03311 HK）2020 年第 1 季度收入同比降 14.0%至 100 亿元(港元，下同)。经营溢利(包括应占合营企业盈利)同比降 20.7%至 17 亿元。业绩基本符合预计，收入及经营溢利下跌主要受新冠疫情的影响导致招标及施工进度严重受阻。公司 2020 年第 1 季度新签合同约 141 亿元，仅占 2020 年全年目标的 12.9%，大幅低于 2019 年第 1 季度占比的 28.8%，差于预期。期内，公司新签合同中较大的有澳门新濠河影汇二期主体工程(公司应占 65 亿元)及香港将军澳海水淡化厂工程（公司应占 28 亿元）。2019 年来自香港的建筑工程收入同比增长 44.0%至 214 亿元，主要由于公司获香港政府授予的基建项目合约增加，例如公营房屋和铁路项目；但来自澳门的建筑工程收入则同比下跌 33.2%至 47 亿元，主要由于私营部门需求仍然较低。来自中国大陆的基建投资收入同比仅增长 4.3%至 319 亿元，主要因为公司减少投入周转较慢的 PPP 项目以减低资金垫付的压力，以及持续促进业务转型并加大安置房政府定向回购项目(GTR)的投入。此外，公司在 2020 年 3 月底公布 2019 年业绩时宣派每股达 0.32 元的股息，较 2018 年增加 23%，反映公司对未来的现金流状况充满信心。

短期看，公司因调整业务结构以降低经营风险的策略，将导致收入及利润增长出现放缓。长远看，公司作为港澳地区最大及最受认可的公共建筑工程承包商，将持续受惠粤港澳大湾区建设繁荣期。我们对公司前景审慎乐观。维持其 7.50 港元的目标价，相当于 6.6/ 5.8/ 5.3 倍的 2020/ 2021/ 2022 年市盈率。基于公司吸引的估值，维持“买入”评级。

正面因素分析

- 2019 年股息大增 23%，反映对未来现金流信心十足。
- 未完成合同额达年度收入 3.7 倍，可保证未来三年收入维持稳定增长。
- 债务比率低于行业平均水平。

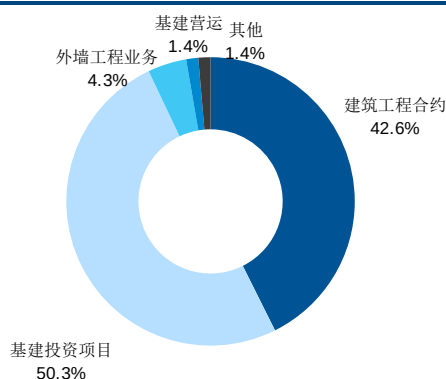
负面因素分析

- 2020 年第 1 季度新签占全年目标比远低于去年同期。
- 澳门私营建筑市场需求持续低迷。
- 行政、销售及其他经营费用率持续提高。

风险分析

- PPP 项目回报率趋跌，公司新签的基建项目回报率或低于预期。
- 香港建筑工程收入或因基数已高，增速将放缓。
- 此前与礼顿的联营公司被曝违规或将引起索偿。

2019 年全年分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	55,626	61,670	67,528	75,469	83,698
经营成本	(46,930)	(52,434)	(57,537)	(64,467)	(71,729)
毛利	8,696	9,236	9,991	11,002	11,969
其它收入	(360)	637	616	671	716
销售及管理费用	(1,397)	(1,682)	(1,958)	(2,189)	(2,511)
经营利润	6,940	8,191	8,649	9,484	10,174
财务费用	(1,782)	(2,279)	(2,288)	(2,373)	(2,556)
应占联营/合营公司收益	1,048	1,373	1,579	1,816	2,088
除税前盈利	6,206	7,284	7,940	8,927	9,706
税项	(1,649)	(1,561)	(1,666)	(1,868)	(2,002)
除税后盈利	4,557	5,724	6,274	7,059	7,704
少数股东权益	(39)	(50)	(58)	(66)	(76)
股东应占盈利	4,517	5,673	6,216	6,993	7,628
每股盈利 (港元)	0.891	1.072	1.138	1.292	1.417
增长/减少 (%)	(25.0)	20.3	6.1	13.5	9.7

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	15.6	15.0	14.8	14.6	14.3
经营利润率 (%)	12.5	13.3	12.8	12.6	12.2
净利率 (%)	8.1	8.8	8.5	8.6	8.6
资产回报率 (%)	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4
股东资金回报率 (%)	11.8	13.4	13.0	13.5	13.4
净负债比率 (%)	53.7	49.7	58.6	58.3	58.3
净利息覆盖比率 (倍)	3.9	3.6	3.8	4.0	4.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

强劲的财务状况有助对冲疫情影响

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国通号(03969 HK)

评级：收集

股价：HK\$3.330

目标价：HK\$5.26

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	40,013	3,409	0.380	0.8	7.7	3.289	0.9	0.200	6.8	11.8	
2019A	41,646	3,816	0.380	0.0	8.0	3.883	0.8	0.200	6.7	9.3	
2020F	46,060	4,131	0.390	2.6	7.8	4.073	0.7	0.200	6.6	9.6	
2021F	51,507	4,721	0.446	14.4	6.8	4.299	0.7	0.220	7.3	10.4	
2022F	58,408	5,453	0.515	15.5	5.9	4.594	0.7	0.220	7.3	11.2	
已发行股本 Shares in issue (m)				10,589.8	大股东 Major shareholder				通号集团 62.4%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				35,264.1	流通比例 Free float (%)				37.6		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				3,168.9	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				6.310 / 3.280	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				6.8		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(2.6) / (14.8) / (41.4)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(9.0) / (18.3) / (27.0)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国通号(03969 HK)2020 年第 1 季度收入同比跌 34.7%至 51 亿元(人民币,下同), 股东净利同比跌 25.4%至 5 亿元。整体业绩符合预期。从终端市场来看, 铁路市场收入同比跌 35.4%至 26 亿元, 城轨市场收入同比跌 29.8%至 12 亿元, 海外业务收入同比跌 3.0%至 0.7 亿元, 工程总承包收入同比跌 38.3%至 12 亿元, 其他业务收入同比跌 86.2%至 0.02 亿元。整体毛利率同比提高 1.9 个百分点至 26.3%, 主要因为产品结构有所改善。销售费用率同比提高 0.3 个百分点至 2.6%、行政管理费用率同比提高 1.4 个百分点至 8.1%、研发费用率同比增 2.3 个百分点至 5.2%, 费用率同比提高主要因为收入大跌但费用相对稳定导致。2020 年第 1 季度公司新签合同额 68 亿, 同比跌 9.2%。

国务院总理李克强于 2020 年政府工作报告中提到将重点支持“两新一重”相关投资、提高 2020 年专项债额度至 3.75 万亿元及向铁路投资注入 1,000 亿元的资本金等支持基建投资的政策。公司作为国内最大的铁路及城轨用信号及通信设备制造商及系统集成商, 将显著受惠于相关的政策支持。我们预计政府将持续出台支持基建投资的政策以维持经济稳定增长, 其中交通基建投资增速将继续超过整体固定资产投资增速。维持其 5.26 港元的目标价, 对应 12.3/ 10.7/ 9.3 倍的 2020/ 2021/ 2022 年市盈率。维持“收集”评级。

正面因素分析

- 公司自主研发的城市轨道交通列控系统及中国列车运行控制系统在国替的背景下有望被广泛使用。
- 在科创板上市后持净现金增至近 200 亿元, 有利于进行业务并购及维持较高派息比率。
- 作为铁路信号系统集成龙头企业, 将受惠于粤港澳大湾区的多条轨道交通建设。

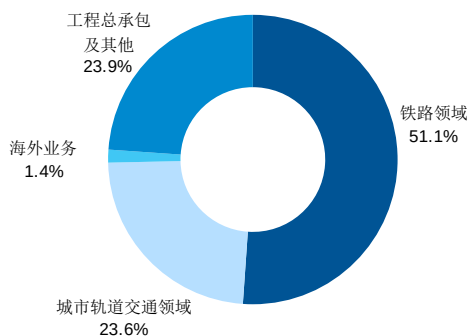
负面因素分析

- 公司在国内市场的绝对领导地位使得公司难以进一步提升市场份额。
- 公司海外市场扩展进度差于预期。
- 整体毛利率因产品结构改变及竞争加剧下, 难以大幅提高。

风险分析

- 海外项目将承受一定地缘政治风险。
- 部份项目招标或受疫情影响而延迟。
- 在经济不景的情况下, 资产减值损失或增加。

2020 年 1 季度收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	40,013	41,646	46,060	51,507	58,408
经营成本	(30,932)	(32,112)	(35,518)	(39,613)	(44,765)
毛利	9,081	9,534	10,542	11,894	13,643
其它收入	227	586	461	515	584
销售费用	(702)	(878)	(1,013)	(1,133)	(1,285)
管理费用	(4,042)	(4,374)	(4,606)	(5,151)	(5,841)
其他费用	(118)	(33)	(92)	(103)	(117)
经营利润	4,446	4,835	5,291	6,022	6,985
财务收入	86	144	131	162	170
非经营性损益	(13)	48	17	33	25
除税前盈利	4,520	5,027	5,439	6,217	7,180
税项	(803)	(850)	(925)	(1,057)	(1,221)
除税后盈利	3,717	4,177	4,515	5,160	5,959
少数股东权益	(308)	(361)	(384)	(439)	(507)
股东应占盈利	3,409	3,816	4,131	4,721	5,453
每股盈利 (人民币)	0.380	0.380	0.390	0.446	0.515
增长/减少 (%)	0.8	0.0	2.6	14.4	15.5

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	22.7	22.9	22.9	23.1	23.4
经营利润率 (%)	11.1	11.6	11.5	11.7	12.0
净利率 (%)	8.5	9.2	9.0	9.2	9.3
资产回报率 (%)	4.3	3.9	4.0	4.1	4.3
股东资金回报率 (%)	11.8	9.3	9.6	10.4	11.2
净利息覆盖率 (倍)	51.3	33.9	40.5	37.5	41.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

基建投资稳增长的受益标的

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

中国能源建设(03996 HK)

股价：HK\$0.730

评级：收集

目标价：HK\$1.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	224,034	4,571	0.153	(12.8)	4.2	1.687	0.4	0.031	4.8	9.2
2019A	247,291	5,072	0.170	10.8	3.8	1.837	0.4	0.031	4.7	9.6
2020F	242,207	4,561	0.152	(10.6)	4.4	1.889	0.4	0.030	4.6	8.2
2021F	264,593	5,541	0.185	21.5	3.6	1.972	0.3	0.037	5.6	9.6
2022F	295,631	6,171	0.206	11.4	3.2	2.068	0.3	0.041	6.2	10.2
已发行股本 Shares in issue (m)					30,020.4	大股东 Major shareholder		中国能建集团 – 62.6%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					21,914.9	流通比例 Free float (%)		23.2		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					213.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		96.4		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					0.980 / 0.700	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		1.2		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								(2.7) / (12.0) / (20.2)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								(9.1) / (15.5) / (5.8)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司于 2020 年一季度录得了人民币 300.1 百万元的亏损，符合其早前发布的盈利预警。公司于期内的收入、毛利和营运利润分别同比降 22.7%、30.1%和 56.3%至人民币 358.51 亿元、人民币 41.92 亿元和人民币 11.72 亿元。受国内新冠疫情的冲击，公司于期内录得了人民币 300.1 百万元的亏损。2020 年 1 季度的新签合同达人民币 1,277.06 亿元，同比增长 0.7%。为稳住国内于 2020 年的经济增长，我们预计 2020 年本土的基建投资增长将介于 4%和 6%之间。

我们对公司的投资评级为“收集”，目标价为 1.00 港元，相当于 6.0 倍/4.9 倍/4.4 倍 2020-2022 年市盈率或 0.5 倍/0.5 倍/0.4 倍 2020-2022 年市净率。

正面因素分析

- 公司在国内的特高压市场坐拥最高的市场份额。
- 国内的能源工程服务巨头，业务涉及各个能源领域。
- 一带一路将持续助推公司海外战略。
- 为抵御经济下行压力，国内基建投资将迎来黄金时期。

风险分析

- 新冠疫情或对公司运营持续带来不利影响。
- 可再生能源发电的崛起将冲击传统发电设备的需求。
- 国内抑制火电设备的发展将冲击公司的火电设备及工程等相关业务。
- 国际业务涉及货币波动，政治和汇兑风险。

负面因素分析

- 国内将于未来几年持续抑制传统能源的发展。
- 火电下行的冲击对公司盈利能力造成影响。
- 因用电量增长低迷，国内对能源工程投资或出现下降。

损益表

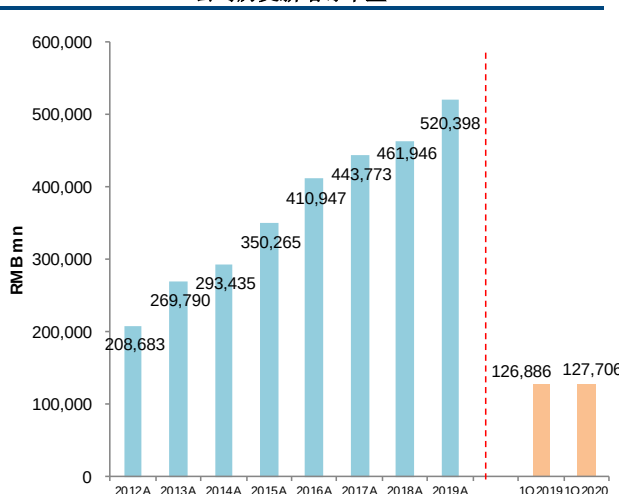
截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	224,034	247,291	242,207	264,593	295,631
销售成本	(194,271)	(214,954)	(211,291)	(227,822)	(254,623)
毛利	29,763	32,337	30,915	36,771	41,008
管理费用	(12,014)	(12,126)	(11,626)	(13,759)	(15,373)
销售费用	(2,372)	(2,384)	(2,422)	(2,911)	(3,252)
研发费用	(4,004)	(5,512)	(4,360)	(5,556)	(6,208)
经营利润	11,374	12,316	12,508	14,545	16,175
净融资成本	(3,032)	(3,301)	(3,119)	(3,025)	(2,887)
关联企业贡献	985	880	924	970	1,019
其它收益	2,350	3,413	3,517	3,723	3,942
税前利润	11,677	13,308	13,830	16,214	18,250
税项	(3,125)	(3,708)	(3,457)	(4,054)	(4,562)
少数股东权益	(3,981)	(4,528)	(5,811)	(6,620)	(7,516)
股东应占净利润	4,571	5,072	4,561	5,541	6,171
每股盈利 (人民币)	0.153	0.170	0.152	0.185	0.206
每股股息 (人民币)	0.031	0.031	0.030	0.037	0.041

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	13.3	13.1	12.8	13.9	13.9
经营利润率 (%)	5.1	5.0	5.2	5.5	5.5
净利率 (%)	2.0	2.1	1.9	2.1	2.1
流动比率 (倍)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
股东资金回报率 (%)	9.2	9.6	8.2	9.6	10.2
总资产回报率 (%)	1.2	1.3	1.1	1.3	1.4
速动比率 (倍)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转期 (天)	22.6	21.3	21.9	21.9	21.9
应收帐款周转期 (天)	119.0	81.4	85.8	76.7	65.7
应付款项周转期 (天)	173.3	168.7	189.8	179.6	164.3
净负债比率 (%)	113.0	105.3	96.4	87.7	74.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司历史新增订单量



资料来源：公司、国泰君安国际。

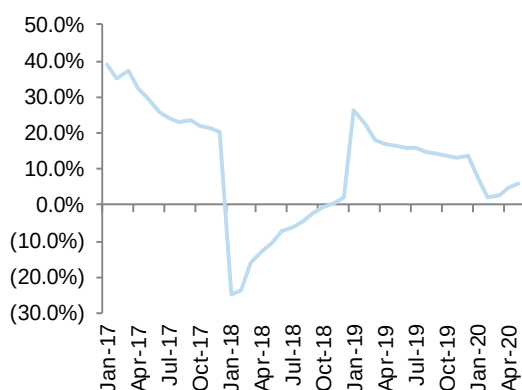
保险行业

中性

分析员：黄重钧 Wiley Huang

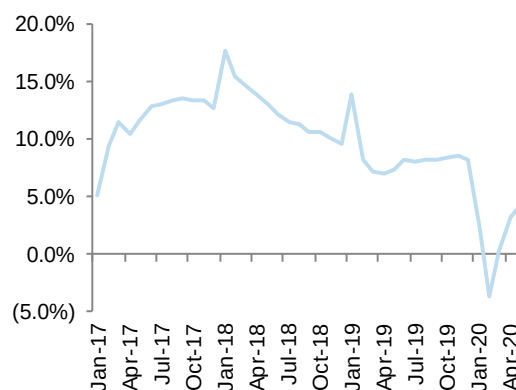
尽管负债端的恢复仍面临不确定性，但是资产端已出现边际修复。受到新冠疫情大流行的负面影响，保险行业的保费增长遇到困难。2020年1-5月的人身险和财险保费分别增长5.9%和4.3%，差于历年同期。人身险受到疫情影响较为严重，由于疫情所导致的停工停产及社交隔离措施趋严，年度保费占比较大的开门红难以如常开展。此外，疫情期间通过互联网销售的健康险产品保费规模较小，也使得人身险公司的保费增长有限。财险方面，导致保费增速慢于同期的主要原因是汽车销售在疫情期间的停滞以及政策型保险续期的延迟。从目前上市公司月度保费来看，增速随着复工复产和社会隔离措施的放松而逐渐恢复。但是，北京疫情的反复和疫情导致的经济增长放缓使得负债端的恢复的不确定性依然存在。保险行业在2020年上半年遭遇到了低利率和股票市场大幅波动的问题，预计会对资产端的投资回报造成一定压力。但是，资产端因为经济恢复的预期及货币政策的松紧适度而出现边际修复，十年期国债收益率在5月开始反弹，目前收益率为2.9%接近年初水平。

人身险行业月度保费增长



资料来源：银保监会。

财产险行业月度保费增长

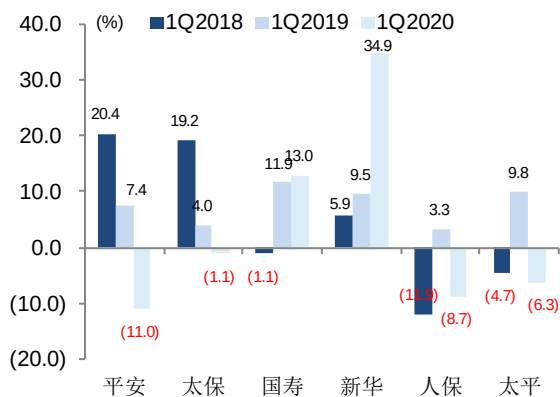


资料来源：银保监会。

新冠疫情短期内拖累寿险新单增长，但是长期来看将提升消费者的风险保障意识。由于结构相对复杂，寿险产品在销售时需要面对面的详细解释。因此，疫情期间的停工停业以及社交隔离措施使得寿险产品的销售遇到了较大的问题。虽然寿险公司通过销售线上产品来减轻保险下滑的负面影响，但是结构简单且保额小的线上产品仍然难以扭转新单保费下滑的趋势。根据上市公司的一季度数据，平安/国寿/太保/新华/人保分别录得新单保费下滑15.2%/-16.5%/31.1%/-1.3%/15.8%。国寿/新华的新单保费呈正增长是因为2020年开门红准备工作开始较早，预售保费的大幅增加抵消了2020年第一季度保费的减少。尽管短期内对于新单保费的增长呈现负面影响，但是长期来看，此次新冠疫情大流行或将进一步激发消费者的风险保障意识，利好未来寿险新单保费的增长。

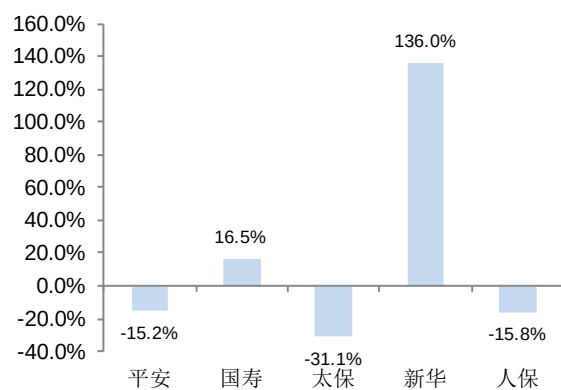
寿险新单增长预计将逐月恢复，但是不确定性依然存在。进入二季度后，各地逐步开始复工复产及放松社交隔离措施，寿险代理人展业开始逐步恢复。根据已披露的月度保费数据，平安人寿的个险新单保费下滑从2月/3月的18.2%/19.1%恢复到了4月/5月的17.0%/15.0%。人保寿险的长险首年保费下滑也从3月的26.5%恢复到了4月/5月的22.7%/20.5%。我们认为，随着疫情的逐步消退，寿险新单下滑的趋势应该会继续。但是，疫情的反复以及疲弱的宏观经济使得不确定性仍然存在。6月北京疫情的反复使得当地的社交隔离措施又有所收紧，影响当地的寿险代理人展业。虽然目前疫情已被快速控制，但是疫情在各地的反复可能会拖累新单增长的恢复。此外，疫情所导致的疲弱的经济环境使得消费者的人均可支配收入减少，也有可能降低其购买保险的能力。

寿险公司历年一季度保费增长



资料来源：各公司。

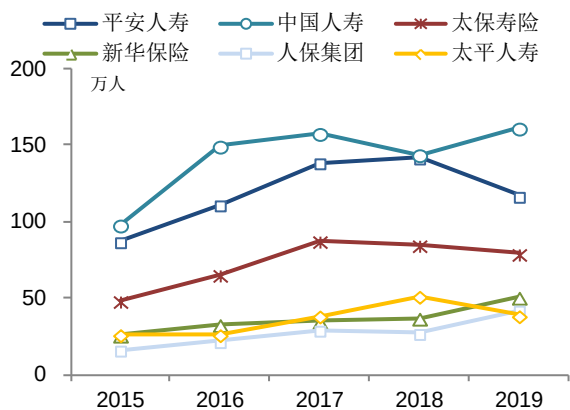
寿险公司 1Q2020 新单保费增长



资料来源：各公司。

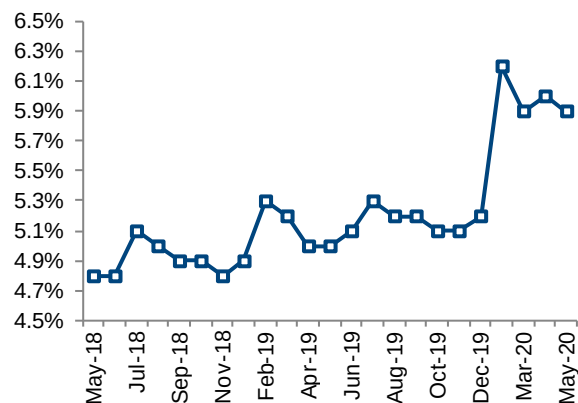
预计寿险个险渠道代理人规模的增长或好于预期。疫情导致的商业活动暂停及社交隔离趋严使得企业的经营压力增加，所以2020年上半年出现了用工需求疲弱和裁员降低成本的情况。统计局公布的全国城镇调查失业率在5月达到5.9%，比2019年同期高0.9个百分点。由于的门槛相对较低且寿险行业正面临代理人流失的问题，所以我们预计寿险代理人将会成为失业人员和应届毕业生的就业选择。寿险公司也表示，其新入职代理人在疫情后的第二季度有较为明显的增加。相比过去的增员，当前阶段的寿险代理人增员应会倾向高素质的再就业人员和毕业生以应对保障型产品的销售趋势。

寿险公司历年代理人规模增长



资料来源：各公司。

中国城镇调查失业率

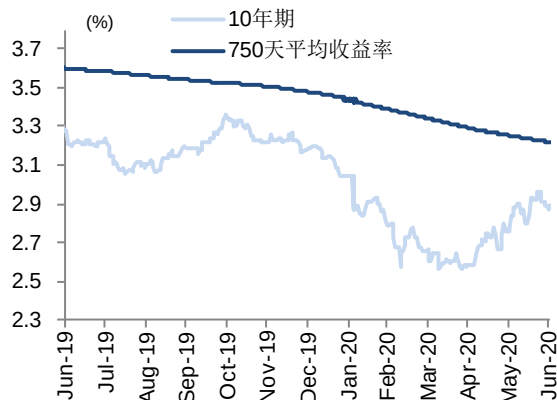


资料来源：中国统计局。

长期健康险和健康险重大疾病定义的修订预计改善新单负增长。2020年上半年，银保监会发布了《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》，明确了费率可调的长期医疗保险产品范围、费率调整基本要求、产品条款及费率调整的信息披露要求。保险行业协会也发布了《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》，主要修订内容包括：优化分类，建立重大疾病分级体系。首次引入轻度疾病定义；增加病种数量，适度扩展保障范围；扩展疾病定义范围，优化定义内涵。我们认为，长期健康险和重疾定义的修订有利于缓解新单保费负增长的压力。此外，通过修订重疾定义，新产品有望帮助寿险公司改善赔付情况。

寿险新业务价值承压，净利润也将承压。由于寿险代理人展业面临比较大的困难，寿险公司在销售安排上增加了简单的短期健康险产品。在产品设计上，也会推出一些比较容易销售的长期寿险和健康险产品以降低寿险代理人的销售难度。这些短期健康险和易于销售的长期寿险和健康险一般都是新业务价值率较低的产品，会给2020年的新业务价值率带来向下的压力。在新单保费和新业务价值率都有向下压力的情况下，我们预计新业务价值的增长将会承压。此外，净利润预计也将会在2020年出现下滑。在2019年，寿险公司的净利润因为一次性的税费退还录得了大幅的增长。另外，作为寿险责任准备金折现率的750天国债平均收益率即将在2020年触底反弹，这将会增加准备金的计提侵蚀寿险净利润。

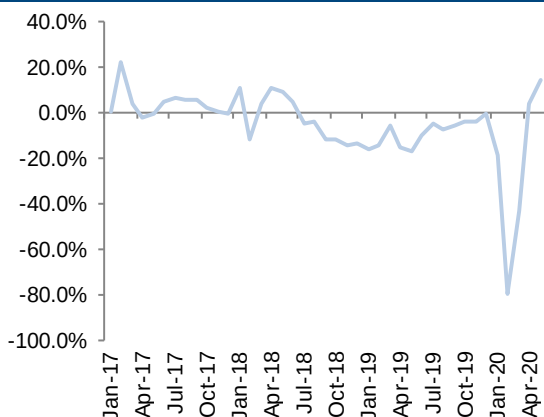
750 天国债平均收益率



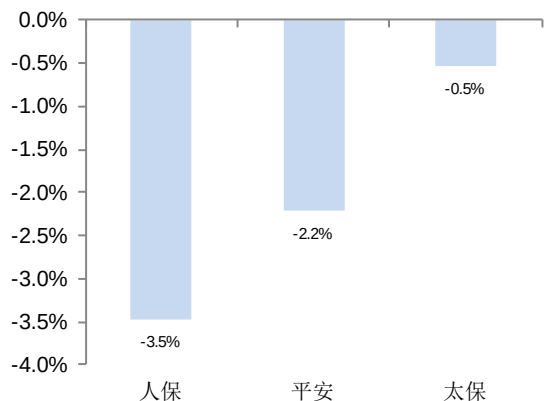
资料来源：中国债券信息网、国泰君安国际。

车险增长逐步走出疫情影响，但是增长前景依旧不乐观。疫情期间的商业活动的暂停使得新车销售断崖式下跌，而新车通常是车险保费的主要增长动力。因此，车险受到疫情的影响较为明显。平安产险的2月和3月车险保费分别下跌4.2%和2.2%。中国财险的3月车险保费也减少了3.5%。随着4月商业活动的重启，车险保费的增长也基本恢复。平安产险和中国财险的4月和5月车险保费增长均已转正。虽然车险增长已从疫情的影响中逐步恢复，但是近年来车险增长疲弱的趋势依旧存在的。影响车险增长的两大因素，即车险费改和疲弱的新车销售情况，依旧存在。所以，即使车险市场完全从疫情中恢复，增长的预期仍然不乐观。综合成本率方面，我们认为赔付率或将持平，费用率或有继续改善的余地。

中国月度新车销售及增长



上市公司 1Q2020 车险保费增长



资料来源：中国汽车工业协会。

资料来源：各公司。

非车保费继续高速增长，综合成本率或承压。虽然信用险保费预计会出现下滑，但是非车保费仍将会保持较为强劲的增速。受到融资类信用险违约率增加的影响，保险公司正在缩减信用险保费的规模。监管方面，银保监会也下发了《信用保险和保证保险业务监管办法》，旨在减少经营融资性保证保险业务的主体，减少融资性保证保险业务中个人消费类业务的占比以及加强监管。根据上市公司所披露的数据，人保财险1-5月的信用险减少了54.6%。尽管信用险正压缩规模，但是农险、责任险和意健险预计仍将会保持较为快速的增长。据上海证券报报道，监管部门已起草《加快财产保险业高质量发展三年行动方案（2020-2022年）（征求意见稿）》，其中2022年的财险保费规模目标是1.7万亿，相当于9.3%的年化复合增增长率。在车险疲弱的情况下，我们认为该目标主要通过加快非车保费的增长来实现。综合成本率方面，受到信用险违约赔付增加以及下半年潜在的自然灾害赔付的影响，我们认为综合成本率承压的趋势将会延续。

债券收益率边际恢复，权益市场较为波动。受到疫情以及宽松的货币环境影响，10年期国债收益率从2019年初的3.1%左右下滑至3月的2.5%左右。这给保险新配资金和到期资金的再投资带来了很大的压力。保险公司主要通过增配收益率较高且久期较长的地方债来减轻低利率对于投资收益率的影响。此外，商业银行二级资本补充债和无固定期限债也是险资的主要配置产品。银保监会还下发了《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，放松了对于债权发行人资质的要求，给予险资投资更大的自由度。进入5月后，经济逐步恢复，10年期债收益率也回升至2.9%左右，缓解了债权端的投资压力。我们预计，2020年的10年期债权收益率将保持在3.0%左右。权益

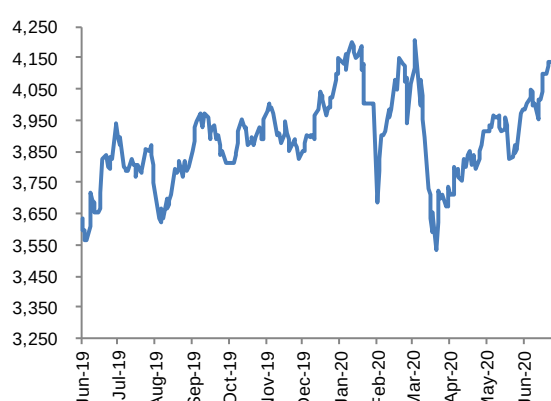
端，股市在2020年上半年较为波动，预计会给保险资金带来一定的压力。整体而言，投资端在2020年上半年的表现应该不太乐观，但是情况应该在二季度末有所修复。

中国国债到期收益率



资料来源：中国债券信息网站。

沪深 300 指数表现

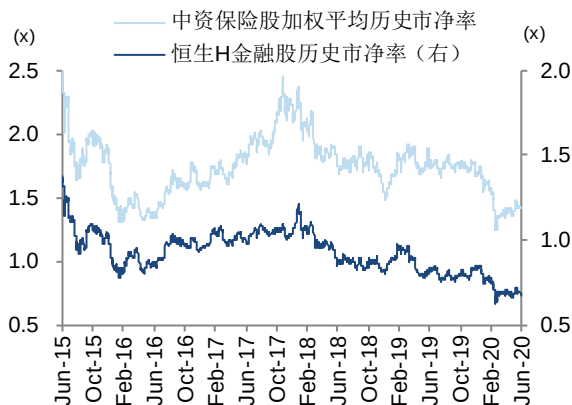


资料来源：Bloomberg。

投资建议

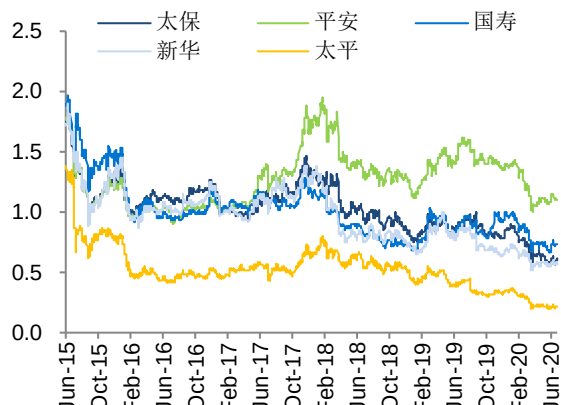
负债端和资产端都存在不确定性，维持保险行业“中性”的投资评级。2020年的新冠疫情使得保险行业的保费增长和保险资金投资承压。即使保费增长在复工复产的推进下已有所好转，但是疫情的反复以及疫情所导致的经济不景气仍然会使得保费在下半年的恢复面临不确定性。资产端，投资表现在2020年上半年主要被利率的大幅下滑所拖累。另外，权益市场的较大波动也不利于投资收入的增长。尽管利率已经有所修复，但考虑到目前宏观经济的不景气，预计债券收益率很难进一步提升。基于保费增长和投资表现尚存的不确定性，我们对于保险行业的评级为“中性”。

中资保险板块相对恒生指数表现



资料来源：Bloomberg。价格截止至2019年6月30日。

港股上市保险公司历史 P/EV



资料来源：Bloomberg。价格截止至2019年6月30日。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
中国太平	00966	12.420	收集	6.0	4.9	4.3	0.5	9.3	2.5
友邦保险	01299	72.300	买入	20.6	17.4	15.1	1.9	9.5	1.5
人保集团	01339	2.260	中性	5.6	4.9	4.3	0.5	8.6	4.5
中国财险	02328	6.390	中性	6.2	6.0	5.2	0.7	11.6	6.4
众安在线	06060	38.350	收集	138.3	161.9	57.8	3.3	2.4	0.0
市值加权平均			中性	22.6	21.2	14.6	1.7	9.3	2.3

资料来源：国泰君安国际。

估值探底

中国太平(00966 HK)

股价: HK\$12.420

分析员: 黄重钧 Wiley Huang

评级: 收集

目标价: HK\$17.55

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net Profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	199,632	6,884	1.844	12.7	6.7	16.979	0.7	0.100	0.8	10.4	
2019A	223,019	9,009	2.457	33.2	5.1	21.232	0.6	0.300	2.4	12.7	
2020F	232,757	7,403	2.060	(16.2)	6.0	22.983	0.5	0.309	2.5	9.3	
2021F	250,515	9,143	2.544	23.5	4.9	25.018	0.5	0.509	4.1	10.6	
2022F	272,498	10,398	2.893	13.7	4.3	27.332	0.5	0.579	4.7	11.1	
已发行股本 Shares in issue (m)				3,594.0	大股东 Major shareholder		China Taiping Group				59.6%
市值 Market cap. (HK\$ m)				44,637.8	流通比例 Free float (%)						40.4%
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				11,908.9	FY20 P/B (x) FY20 市净率 (倍)						0.6
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				22.450 / 11.120	FY20 P/EV (x) FY20 每股内含价值 (倍)						0.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)											4.9 / 0.8 / (40.3)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)											0.6 / (6.5) / (27.1)

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国太平在 6 月 17 日收市后宣布拟向外部投资增发太平再保险的股份。增发后外部投资者预计将持有太平再保险增发后 25% 的权益, 增发预计将募集资金不少于 31 亿港元。此次增发所募集的资金预计将提升 2020 年的业绩, 31 亿港元相当于中国太平 2019 年税后利润的 24.7%。此外引入外部投资者有利于太再的长期发展。

我们对中国太平采取了分部加总估值的方法, 寿险业务使用 每股内含价值法得到的 0.3 倍 P/EV, 内地财险业务使用 0.51 倍的市净率。在中国太平进行了 25% 的控股公司折让后, 我们得出 17.55 港元的目标价。考虑到较低的估值, 我们对于中国太平的投资评级为“收集”。

正面因素分析

- 积极的增员措施有望增加个险人力规模;
- 太平再保险增资本表明公司内部改革加快;
- 目前的处于底部的估值非常具有吸引力。

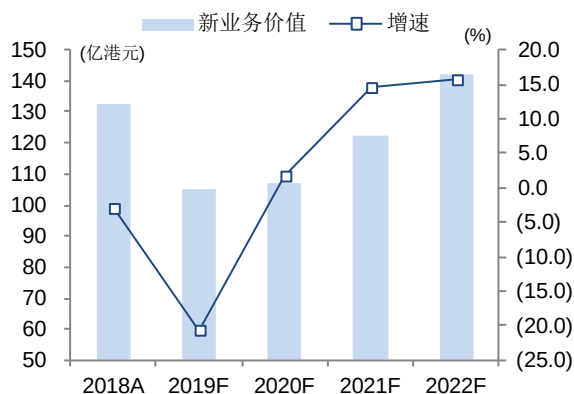
负面因素分析

- 银保渠道占比依旧较大;
- 派息比率显著低于同业。

风险分析

- 疫情反复使得寿险代理人展业受阻;
- 境外的再保险业务和财险业被疫情拖累;
- 低利率环境及股市的动荡给投资端带来压力;
- 宏观经济不景气导致消费者的保险购买能力下降。

中国太平的寿险新业务价值及增速



资料来源: 公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
损益表					
总保费收入	199,632	223,019	232,757	250,515	272,498
已赚保费收入	184,574	208,768	217,458	228,991	251,109
投资收益	22,583	30,876	34,352	41,980	48,809
其他收益	6,504	4,884	3,746	3,347	3,362
总收入	213,662	244,528	255,556	274,317	303,280
保户利益	(76,934)	(58,374)	(60,385)	(63,235)	(73,317)
佣金费用	(25,044)	(24,004)	(28,195)	(30,396)	(33,619)
管理费用和其他费用	(31,008)	(35,278)	(36,578)	(38,337)	(42,390)
寿险责任准备金变动	(65,487)	(112,979)	(118,545)	(128,371)	(138,823)
总费用	(198,472)	(230,634)	(243,703)	(260,340)	(288,149)
应占合营公司利润	344	1,761	3,568	3,924	4,317
财务费用	(2,421)	(2,328)	(2,328)	(2,328)	(2,328)
税前盈利	13,112	13,326	13,092	15,573	17,119
股东净利润	6,884	9,009	7,403	9,143	10,398
资产负债表					
总资产	752,101	919,420	1,055,218	1,203,840	1,361,789
总负债	671,706	825,363	952,649	1,091,461	1,238,284
股东净资产	80,396	94,057	102,569	112,379	123,505

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
寿险首年保费增速(%)	(26.8)	(1.7)	(9.4)	11.7	10.8
新业务价值 (百万港元)	13,237	10,511	10,695	12,255	14,181
寿险内含价值 (百万港元)	136,430	165,456	189,127	215,587	245,887
集团内含价值 (百万港元)	179,180	205,398	230,141	258,263	291,043
集团内含价值增速(%)	11.8	14.6	12.0	12.2	12.7
内地财产险赔付率(%)	53.9	50.3	50.1	50.2	50.2
内财险综合成本率(%)	99.8	99.9	99.9	99.9	99.9
平均股本回报(%)	10.4	12.7	9.3	10.6	11.1
平均资产回报(%)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
新业务利润率(%)	34.2	27.6	31.1	31.9	33.3

资料来源: 公司、国泰君安国际。

中国内地业务增长空间较大

友邦保险(01299 HK)

股价: HK\$72.300

分析员: 黄重钧 Wiley Huang

评级: 买入

目标价: HK\$87.47

End 12/31	Turnover (US\$ m)	Net Profit (US\$ m)	EPS (US\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (US\$)	PBR (x)	DPS (US\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	32,369	2,597	0.220	(59.3)	42.0	3.230	2.9	0.157	1.7	6.3
2019A	47,242	6,648	0.550	150.0	16.9	4.757	1.9	0.162	1.7	13.8
2020F	43,934	5,470	0.454	(17.5)	20.5	4.814	1.9	0.144	1.5	9.5
2021F	51,489	6,484	0.537	18.3	17.4	5.174	1.8	0.172	1.8	10.7
2022F	58,312	7,474	0.618	15.1	15.1	5.590	1.7	0.197	2.1	11.5
已发行股本 Shares in issue (m)				12,090.6	大股东 Major shareholder			JPMorgan Chase & Co.	9.6%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				874,150.3	流通比例 Free float (%)				90.4%	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				32,208.6	FY20 Target P/EV (x) FY20 目标 P/EV(倍)				2.0	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				88.500 / 60.050	FY20 Target P/B (x) FY20 目标市净率(倍)				2.3	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									7.8 / 5.4 / (14.7)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									3.4 / (2.0) / (1.5)	

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

友邦保险在 6 月 19 日宣布已获中国银保监会批复将其上海分公司改建为全资子公司。作为在中国内地批准的首家外资寿险公司,新的子公司将在上海注册成立。此外,友邦保险将着手准备申请相关监管批复以在中国内地其他区域新注册成立该子公司的分支机构。随着子公司的注册成立,友邦保险将更容易在其他省市设立新的分支机构,我们预计该子公司成立将加快友邦保险在中国内地的扩张。

我们对友邦保险采用评估法来估算,给予的15.5%权益成本和5.0%长期增速。我们的三阶段增长模型显示公司的估值为1,364.91亿美元,相当于2.0倍的2020年每股内含价值,对应目标价为87.47港元。虽然疫情短期内拖累保费增长且投资环境不佳,但我们预计友邦中国将在疫情过后推动增长。我们给予友邦保险的投资评级是“买入”,当前估值是进入的好时机。

正面因素分析

- 中国内地市场增长空间较大;
- 存量业务规模较大且质量较好;
- 经营的区域化分散有利于降低风险;

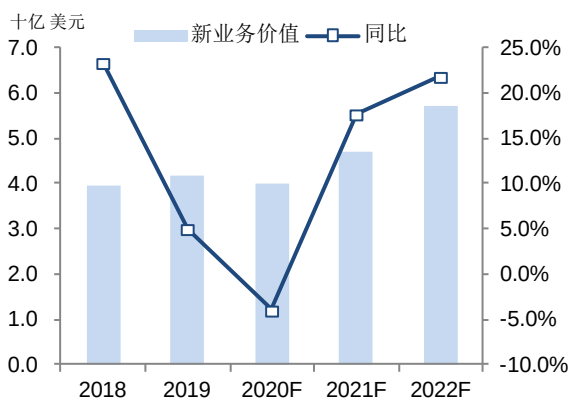
负面因素分析

- 香港地区的旅行禁令的延长不利于保费恢复;
- 除中国内地和香港外的市场或在二季度被疫情拖累。

风险分析

- 疫情反复使得寿险代理人展业受阻;
- 中国内地的扩张可能会因疫情而放慢;
- 低利率环境及股市的动荡给投资端带来压力。

友邦保险的寿险新业务价值及增速



资料来源: 公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
损益表					
保费及收费收入	31,271	34,777	37,374	41,860	47,399
净保费及收费收入	29,429	32,611	35,674	39,907	45,372
投资回报	2,655	14,350	7,967	11,282	12,634
其他营运收益	285	281	292	299	307
总收益	32,369	47,242	43,934	51,489	58,312
净保险及投资合约给付	21,958	31,460	29,259	34,975	39,751
佣金及其他承保开支	3,781	4,283	4,228	4,636	5,086
营运开支	2,171	2,468	3,110	3,054	3,383
其他费用	951	1,128	1,022	1,030	1,098
总开支	28,861	39,339	37,619	43,695	49,318
分占联营及合资公司溢利	0	(8)	(4)	0	0
税前溢利	3,508	7,895	6,311	7,793	8,995
股东应占纯利	2,597	6,648	5,470	6,484	7,474
资产负债表					
总资产	229,806	284,132	303,253	332,514	366,079
总负债	190,400	226,176	244,563	269,390	297,831
净资产	39,406	57,956	58,690	63,124	68,247

重要财务比率

截至 12 月底(百万美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营运利润	5,298	5,741	5,761	6,895	7,909
营运利润增速(%)	14.3%	8.4%	0.3%	19.7%	14.7%
新业务价值	3,955	4,154	3,989	4,695	5,720
新业务价值增速(%)	23.4%	5.0%	-4.0%	17.7%	21.8%
内含价值	54,517	61,985	67,909	76,922	87,718
内含价值价值率(%)	7.4%	13.7%	9.6%	13.3%	14.0%
平均资产回报(%)	1.2%	2.6%	1.9%	2.0%	2.1%
平均股本回报(%)	6.3%	13.8%	9.5%	10.7%	11.5%
OPAT 平均股本回报(%)	12.9%	11.9%	10.0%	11.4%	12.1%
EV 平均股本回报(%)	16.3%	15.9%	14.8%	15.2%	15.8%

资料来源: 公司、国泰君安国际。

财险赔付或有压力

人保集团(01339 HK)

股价: HK\$2.260

分析员: 黄重钧 Wiley Huang

评级: 中性

目标价: HK\$2.95

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	498,608	12,912	0.300	(21.1)	6.6	3.461	0.6	0.046	2.3	8.9
2019A	555,251	22,135	0.500	66.7	4.0	4.148	0.5	0.116	5.7	13.2
2020F	590,492	16,340	0.369	(26.2)	5.6	4.402	0.5	0.092	4.5	8.6
2021F	656,628	18,622	0.421	14.1	4.9	4.730	0.4	0.105	5.1	9.2
2022F	739,678	21,106	0.477	13.3	4.3	5.102	0.4	0.119	5.8	9.7
已发行股本 Shares in issue (m)				44,224.0	大股东 Major shareholder		Ministry of Finance		70.5%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				99,946.2	流通比例 Free float (%)				29.5%	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				29,236.7	FY20 Target P/EV (x) FY20 目标 P/EV (x)				0.4	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				3.410 / 2.070	FY20 Target P/B (x) FY20 目标市净率 (x)				0.6	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)				(2.1) / (8.9) / (24.8)						
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)				(6.5) / (16.3) / (11.6)						

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度业绩好于我们的预期。总保费增 0.2% 至人民币 1,941.77 亿元。财险保费增 1.7%，其中车险保费降 3.5%，非车险增 7.1%。寿险首年保费下滑 26.5%，续期保费增 18.9%。尽管保费下滑，寿险净利润仍增长了 63.8%。健康险首年保费和续期保费分别增长了 95.7% 和 1.6 倍。然而，健康险净利润下降 65.8%。股东净利增 19.9% 至人民币 58.87 亿元。我们预计 2020 年第二季度保费增长将加速，但股东净利增长将放缓。

我们对人保集团采取了分部加总估值的方法，寿险和健康险业务分使用每股内含价值法得到的 0.4 倍 P/EV；财险业务使用公允市净率估值方法得到 0.9 倍市净率。在对估值进行了 20% 的控股公司折让，我们得出每股 2.95 港元的目标价。考虑到财险增长以及投资方面的压力，我们对公司的投资评级为“中性”。

正面因素分析

- “3411 工程”带来的业务质量改善；
- 寿险代理人规模增长较快；
- 财产险业务仍然排名行业第一。

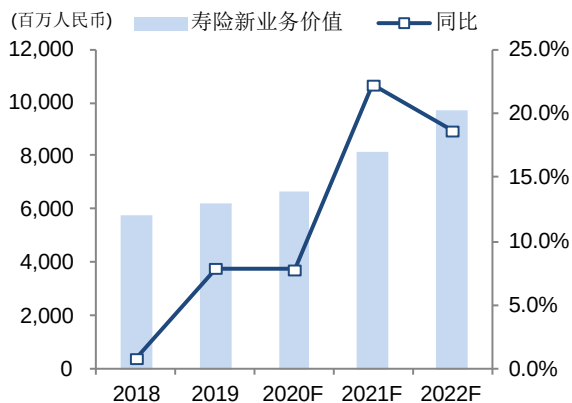
负面因素分析

- 寿险和健康险业务质量差于同业；
- 财产险业务面临信用险赔付增加的问题。

风险分析

- 转型工程效果不及预期；
- 疫情反复使得寿险代理人展业受阻；
- 宏观经济不景气导致消费者的保险购买能力下降。

人保集团寿险新业务价值



资料来源: 公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
损益表					
总保费收入	498,608	555,251	590,492	656,628	739,678
已赚保费收入	455,347	501,508	531,562	587,978	657,345
投资收益及其他收益	29,527	36,629	34,077	36,086	38,547
总收入	498,597	551,212	568,370	630,511	702,849
保户利益	318,625	364,578	381,593	430,586	486,257
佣金支出	81,728	66,448	65,995	75,897	86,355
其他开支及管理费用	76,434	97,798	94,386	97,878	101,513
总费用	483,342	534,631	553,102	612,345	680,606
应占合营公司利润	12,540	12,566	12,817	13,138	13,466
其他	(737)	0	0	0	0
税前利润	27,058	29,147	28,085	31,304	35,709
股东净利润	12,912	22,135	16,340	18,622	21,106
资产负债表					
总资产	1,031,635	1,133,229	1,193,303	1,262,352	1,357,833
总负债	825,334	885,929	928,408	975,896	1,047,201
净资产	206,301	247,300	264,895	286,455	310,632

重要财务比率

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
财产险总保费	388,769	433,175	462,121	515,701	583,792
财产险综合成本率(%)	98.5	99.2	98.0	98.4	98.1
寿险首年期缴保费	16,836	19,574	20,891	24,575	28,242
寿险首年期缴增速(%)	(17.0)	16.3	6.7	17.6	14.9
健康险总保费增速(%)	(23.1)	51.5	22.7	23.5	15.9
寿险新业务价值	6,093	6,649	6,669	8,151	9,670
寿险新业务价值率(%)	27.9	26.9	28.0	29.9	31.2
寿险内含价值	70,632	89,086	101,805	118,012	137,021
平均股本回报(%)	8.9	13.2	8.6	9.2	9.7
平均资产回报(%)	1.3	2.0	1.4	1.5	1.6

资料来源: 公司、国泰君安国际。

信用险赔付或将增加

中国财险(02328 HK)

股价: HK\$6.390

分析员: 黄重钧 Wiley Huang

评级: 中性

目标价: HK\$8.15

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	388,769	15,485	0.696	(21.9)	8.1	6.362	0.9	0.272	4.8	11.3
2019A	433,175	24,282	1.092	56.9	5.2	7.641	0.7	0.461	8.1	15.6
2020F	462,121	20,740	0.932	(14.7)	6.2	8.472	0.7	0.373	6.4	11.6
2021F	515,701	21,606	0.971	4.2	6.0	9.071	0.6	0.389	6.7	11.1
2022F	583,792	24,660	1.109	14.2	5.2	9.791	0.6	0.443	7.6	11.8
已发行股本 Shares in issue (m)				22,242.0	大股东 Major shareholder				PICC Group	69.0%
市值 Market cap. (HK\$ m)				142,126.4	流通比例 Free float (%)					31.0%
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				32,932.1	20 年 PB(基于收盘价) / Current FY20 PB					0.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				10.260 / 5.930	20 年综合成本率(%) / FY20 Combined ratio (%)					98.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)					(2.8) / (8.5) / (22.8)					
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)					(7.2) / (15.9) / (9.6)					

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度的业绩因承保改善而好于我们预期。总保费在 2020 年第一季度增长 1.2%至人民币 1,276.79 亿元。车险保费减少 3.5%，非车险保费增长了 7.1%。综合成本率降低了 1.2 个百分点至 97.4%，使得 2020 年第一季度承保利润增长 99.5%。在承保改善和投资收入增长的支撑下，净利润增长 22.0%至人民币 63.56 亿元。我们预计综合成本率将在 2020 年第二季度后恢复正常。

我们对中国财险采用公允市净率估值方法，给予0.9倍的2020年目标市净率，我们得出每股8.15港元的目标价。尽管车险费用率改善显著，但疲弱的新车销售以及商车费改仍为车险发展的忧虑。非车险业务线也面临信用险赔付增加的问题。因此，我们对公司的投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 市场份额排名行业第一；
- 政策型业务优势明显。

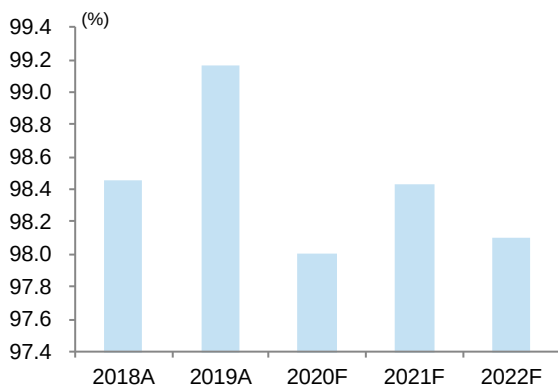
负面因素分析

- 车险保费增长放缓；
- 信用险赔付增加。

风险分析

- 车均保费率的进一步降低；
- 自然灾害导致导致的赔付增加；
- 政策性业务及融资类信用险出现亏损。

中国财险综合成本率



资料来源: 公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
损益表					
总保费收入	388,769	433,175	462,121	515,701	583,792
净保费收入	344,124	380,683	401,715	445,243	499,455
净赔付	(213,303)	(251,822)	(264,569)	(299,588)	(340,813)
获取成本及其他承保费用	(125,517)	(125,684)	(129,122)	(138,655)	(149,165)
承保利润	5,304	3,177	8,024	7,000	9,477
净投资收益	16,635	16,986	16,731	17,925	19,284
已/未实现投资收益	(1,226)	733	(500)	500	500
其他费用	(1,030)	(1,363)	(1,854)	(1,836)	(1,816)
应占合营公司利润	4,482	4,250	4,356	4,465	4,577
税前利润	23,428	23,783	26,757	28,055	32,022
股东净利润	15,485	24,282	20,740	21,606	24,660
资产负债表					
总资产	550,619	596,081	663,242	721,603	792,931
总负债	409,116	426,127	474,802	519,853	575,164
股东净资产	141,503	169,954	188,440	201,750	217,767

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总保费增长率(%)	11.0	11.4	6.7	11.6	13.2
净保费增长率(%)	11.3	10.6	5.5	10.8	12.2
净资产增速(%)	6.3	20.1	10.9	7.1	7.9
赔付率(%)	62.0	66.2	65.9	67.3	68.2
费用率(%)	36.5	33.0	32.1	31.1	29.9
综合成本率(%)	98.5	99.2	98.0	98.4	98.1
承保利润增长率(%)	(39.1)	(40.1)	152.6	(12.8)	35.4
每股盈利 (人民币)	0.7	1.1	0.9	1.0	1.1
每股净资产 (人民币)	6.4	7.6	8.5	9.1	9.8
平均股本回报(%)	11.3	15.6	11.6	11.1	11.8
平均资产回报(%)	2.9	4.2	3.3	3.1	3.3

资料来源: 公司、国泰君安国际。

消费金融生态规模收缩

众安在线(06060 HK)

股价: HK\$38.350

分析员: 黄重钧 Wiley Huang

评级: 收集

目标价: HK\$58.03

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	11,256	(1,744)	(1.190)	n.a.	(28.3)	10.499	3.2	0.000	0.0	(10.7)
2019A	14,630	(454)	(0.310)	n.a.	(110.6)	10.190	3.4	0.000	0.0	(3.0)
2020F	19,406	371	0.252	n.a.	138.5	10.443	3.3	0.000	0.0	2.4
2021F	28,559	317	0.216	(14.3)	161.6	10.658	3.3	0.000	0.0	2.0
2022F	41,449	887	0.604	179.6	57.8	11.262	3.1	0.000	0.0	5.5
已发行股本 Shares in issue (m)				1,469.8	大股东 Major shareholder				Ant Financial	13.5%
市值 Market cap. (HK\$ m)				56,366.8	流通比例 Free float (%)					86.5%
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				5,189.9	20 年 P/B(基于收盘价) / Current FY20 P/B					2.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				39.900 / 16.560	20 年 P/S(基于收盘价) / Current FY20 P/S					2.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									37.3 / 54.1 / 80.0	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									32.8 / 46.7 / 93.2	

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

总保费在2020年1-5月同比增加16.6%，较2020年第一季度的保费增速有所下滑。在健康险需求增加且生活消费生态依靠股东的情况下，我们预计保费下滑是由于公司主动减少了消费金融生态的保费。我们认为减少赔付较高的信用险保费有利于提升公司的业务质量。此外，公司旗下在香港运营虚拟银行业务的众安银行在2020年上半年开业，公司持股65%的香港虚拟保险公司众安人寿也于2020年5月获得香港金管局的批准。

我们对众安在线采用可比市销率的估值方法，基于2020年预期总保费收入人民币194亿元的基础上，我们给予4.0倍的目标市销率，得到58.03港元的目标价。考虑到互联网保险公司的保单销售受疫情影响较小以及科技输出业务在疫情期间可能大幅增长，我们对公司的投资评级为“收集”。

正面因素分析

- 行业领先的保险科技;
- 互联网销售保险受到疫情的影响较小;
- 综合成本率的产品正在缩减。

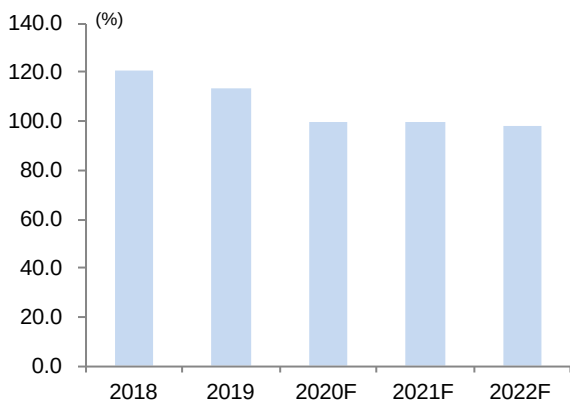
负面因素分析

- 保费增速又出现下滑;
- 费用率依然居高不下。

风险分析

- 保险科技监管的收紧;
- 业务发展上依赖股东;
- 健康险的赔付率大幅增加。

众安在线综合成本率



资料来源: 公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
损益表					
总保费收入	11,256	14,630	19,406	28,559	41,449
净保费收入	8,800	12,801	17,219	24,786	35,908
净赔付	(5,268)	(8,625)	(10,520)	(15,036)	(21,833)
承保费用	(5,367)	(5,876)	(6,684)	(9,618)	(13,367)
总投保利润	(1,835)	(1,699)	15	133	708
总投资收益	621	1,946	1,016	1,025	1,052
其他费用	(602)	(814)	(712)	(817)	(808)
应占联营公司利润	7	(44)	(50)	(50)	(20)
税前利润	(1,810)	(611)	269	291	933
股东净利润	(1,744)	(454)	371	317	887
资产负债表					
总资产	26,341	30,238	32,577	35,129	38,628
总负债	9,866	14,402	16,578	19,034	21,892
股东净资产	16,475	15,836	15,999	16,094	16,737

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
健康生态保费增速(%)	138.20	67.55	75.89	60.00	50.00
消费金融保费增速(%)	240.53	(12.20)	(25.61)	5.00	5.00
汽车生态保费增速(%)	1.356	10.0	0.8	10.0	10.0
总保费增速(%)	89.03	29.97	32.65	47.17	45.14
净资产增速(%)	(4.61)	(3.88)	1.03	0.59	3.99
每股盈利 (人民币)	(1.19)	(0.31)	0.25	0.22	0.60
每股净资产 (人民币)	10.50	10.19	10.44	10.66	11.26
赔付率(%)	59.90	67.37	61.10	60.66	60.80
费用率(%)	61.00	45.90	38.82	38.80	37.22
综合成本率(%)	120.90	113.27	99.92	99.47	98.03
承保利润率(%)	(20.90)	(13.27)	0.08	0.53	1.97

资料来源: 公司、国泰君安国际。

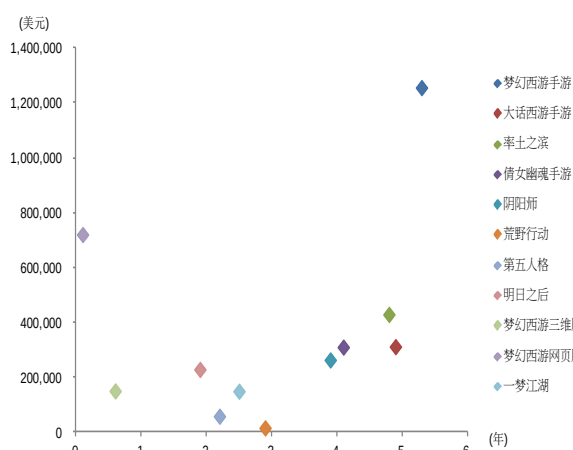
互联网行业

跑赢大市

分析员：周恒蔚 Jason Zhou 罗沛达 Danny Law

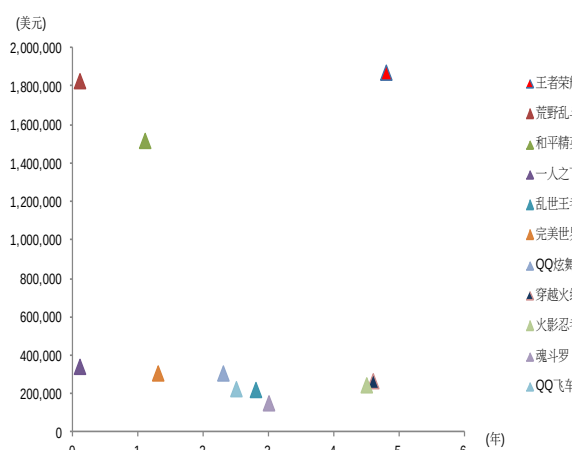
受“宅经济影响”，游戏市场在今年一季度出现大幅增长。根据第三方数据公司中国音数协游戏工委，2020年第一季度中国手游市场规模环比增长 37.6%达到人民币 553.7 亿元。此外，据第三方数据公司贵士移动，春节期间手游日均使用时长同比增加 40.7%。我们通过对中国移动市场规模进行玩家总数与玩家支出的拆分发现，一季度中国手游玩家环比增长 1.6%，达 6.5 亿人。我们认为从新增玩家纬度来看，增长较为稳定，并未受“宅经济”过多影响。根据我们的测算，一季度对应的每玩家支出约为人民币 85.2 元，环比涨幅达 35.5%。因此，我们认为一季度游戏行业的增长主要来自于线下娱乐的暂停，叠加过节因素所导致的线上娱乐支出增加。为此，我们认为该增长属于在缺乏新游戏上架的背景下依靠存量游戏的被动式增长。根据伽马数据的最新显示，中国移动游戏市场在今年 5 月份月环比上升 11.9%至 177 亿元人民币，即便面对线下复工复产，从整体来看依然保持了上升趋势。我们认为其背后因素为 1) 今年五一假期相对延长，且受疫情影响，居民出行相对减少线上时长相对增加；2) 受到头部游戏例如《王者荣耀》与《和平精英》的推动。对今年游戏市场的展望，我们认为可以分两个阶段，一个为受“宅经济”影响的被动型增长。这一阶段我们认为目前在疫情得以控制的背景下已经接近于尾声。第二阶段为以新增游戏推动的主动型增长。就目前头部游戏厂商所公布的游戏储备来看，我们认为这一阶段刚刚开始。从供给侧讲，今年前 5 个月新游戏在版号批复方面总体保持稳定，未受疫情太大影响。游戏版号方面，截至目前，国家新闻出版广电总局在今年 1-6 月份分别核发 100, 106, 103, 110, 109 和 55 款游戏。同时在今年 3 月份批复了 27 款游戏的进口版号。经过研究，我们发现 2020 年 1-5 月份国产游戏发放量未出现下降趋势，但是 6 月发放量降至 55 款。为此，我们初步判断如下：1) 就全年来看，我们认为今年游戏版号总量将控制在 1,400 款以内；2) 我们认为在未来新游戏方面，竞争会越趋激烈，就目前 iOS 畅销榜前十来看，除腾讯网易的传统头部游戏厂商意外，也看到了莉莉丝，吉比特等厂商的强势崛起。对于进口游戏版号，我们认为将进一步利好头部游戏厂商。同时，在游戏结构平衡度上，我们对腾讯游戏以及网易游戏进行研究，并发现腾讯游戏结构相对偏向于新游发行，网易则相对偏向于长周期游戏稳定流水打造。我们根据七麦数据提供的 6 月 14 号当日流水测算，并得出以下结论：1) 在选取的 11 款网易头部游戏中，运营时长在 3 年以上(不包含 3 年)的游戏数量达 5 款，占比 45.4%。该 5 款游戏分别为《梦幻西游手游》，《率土之滨》，《大话西游手游》，《倩女幽魂手游》和《阴阳师》。该 5 款游戏的当日流水为 257.3 万美元，约为人民币 1,815.3 万元(人民币/美元 7.055)。同时，占 11 款头部游戏总流水的 66.0%。因此，我们认为 1) 网易游戏偏向于打造 IP 且运营长周期游戏；2) 从流水角度来看网易主要为长周期游戏驱动。另外，在选取的 11 款腾讯头部游戏中，运营时长在 3 年以上(不包含 3 年)的游戏数量为 3 款，占比 27.3%。该 3 款游戏分别为《王者荣耀》，《穿越火线》，《火影忍者》。该 3 款游戏的当日流水为 239.1 万美元，约为人民币 1,687.1 万元(人民币/美元 7.055)。同时，占 11 款头部游戏总流水的 32.7% (其中王者荣耀占比为 25.6%)。因此我们认为，1) 对于腾讯长周期游戏而言，流水引擎主要依靠《王者荣耀》；2) 擅长通过新游戏获得流水。整体来说，我们认为腾讯与网易在游戏运营上的侧重点各有不同。展望 2020 年，我们认为 1) 上半年移动游戏市场为受“宅经济”影响的存量游戏被动驱动；2) 下半年则认为将受新增游戏的主动驱动；3) 上半年前 5 个月整体版号批复稳健，且认为全年版号量控制在 1,400 款以内；4) 腾讯与网易游戏在游戏研发和运营的侧重点具有一定的不同，都具有一定的上升空间。

图-1: 网易头部游戏分布



资料来源: 网易、国泰君安国际

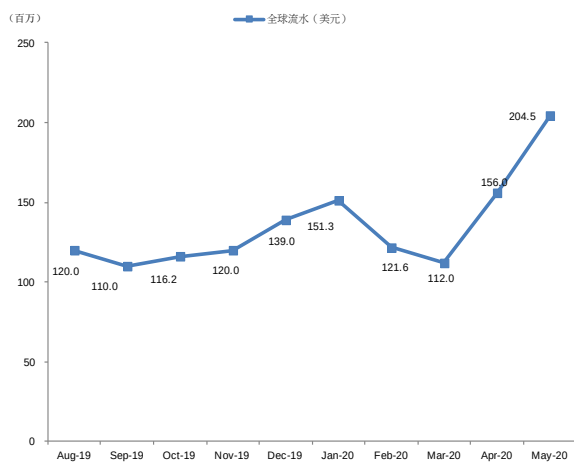
图-2: 腾讯头部游戏分布



资料来源: 腾讯、国泰君安国际

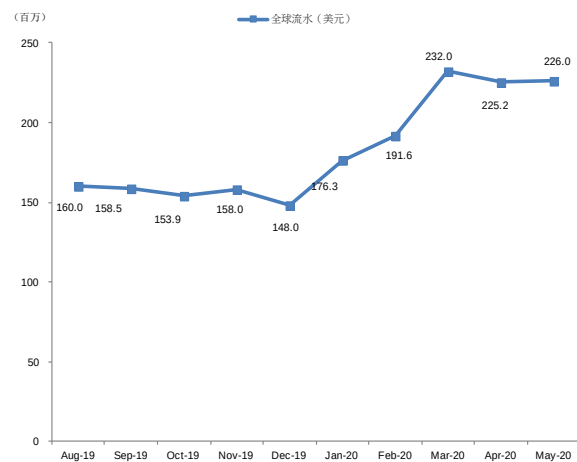
受“宅经济”影响与今年《王者荣耀》和《和平精英》的强劲表现，腾讯在线游戏 2020 年一季度收入同比上涨 30.8%，增速较去年 4 季度环比上涨 5.6 个百分点且同比转正。截至目前，腾讯今年共上架 4 款游戏，分别为一季度 0 款，二季度 4 款。但是相对而言，腾讯今年上架游戏的成功率相对较高。其 5 月 27 号上架的《一人之下》首日在 iOS 畅销榜排名第四，目前排名为 14 名，日流水测算为 139,802 美元。另一款重磅手游《荒野乱斗》于 6 月 9 号上线，并在线上次日进入 iOS 畅销榜第二名。目前排名第七，日流水测算为 575,878 美元。此外，腾讯头部存量游戏《王者荣耀》以及《和平精英》维持其优异表现。根据 Sensor Tower 数据显示，《PUBG Mobile》与《和平精英》5 月份在全球 APP Store 和 GooglePlay（中国区硬核联盟除外）的总收入达不低于 2.26 亿美元。根据我们的预测，5 月《和平精英》在中国 APP Store 的收入为 1.19 亿美元，占总收入的 53.0%。我们预计 5 月该《PUBG Mobile》加《和平精英》在线游戏现金流水约 29.6 亿元人民币。此外，《王者荣耀》在 5 月流水侧创历史新高。根据 Sensor Tower 数据，该游戏于 5 月全球 APP Store 和 GooglePlay（中国区硬核联盟除外）的总收入达不低于 2.0 亿美元。根据我们的预测，5 月《王者荣耀》在中国 APP Store 的收入为 1.9 亿美元，占总收入的 95.0%。我们预计 5 月其在线游戏现金流水约 38.2 亿元人民币。此外，通过后续的新版本推出，我们认为腾讯的头部存量游戏依然能保持稳健的流水。并且由于游戏递延收入影响，我们认为该游戏收入将会在随后几个季度逐渐递增。我们预测二季度《PUBG Mobile》，《和平精英》以及《王者荣耀》的总流水季环比将上升 15%-18%。另外根据 Sensor Tower 数据指出，由腾讯旗下天美工作室联手动视打造的 FPS《使命召唤手游》在去年 9 月 30 号上架至今获 2.5 亿次下载，以及约 3.3 亿美元的收入。该系列在今年 2 月份开始单月流水便出现上涨，至 5 月峰值，为 5,300 万美元。我们认为，《使命召唤手游》的收入上升与海外因疫情所出现的“宅经济”有关。总体而言，我们认为腾讯游戏在产品运营策略上更偏向于平台的游戏发行，通过高流量保证用户基数，良好的运营提升产品生命周期，如《王者荣耀》，《穿越火线：枪战王者》等，这些产品除了有强的生命周期也是腾讯游戏现金流贡献的保障。我们认为在 2020 年，腾讯在线游戏业务将在庞大的游戏储备中实现强增长。而在海外方面，我们认为腾讯在线游戏将在海外持续发力，海外收入贡献占比预期上升。同时，我们认为 2020 年下半年腾讯的 PC 游戏有望实现稳步复苏。

图-3: 《王者荣耀》流水



资料来源: Sensor Tower、国泰君安国际

图-4: 《PUBG Mobile》+《和平精英》流水

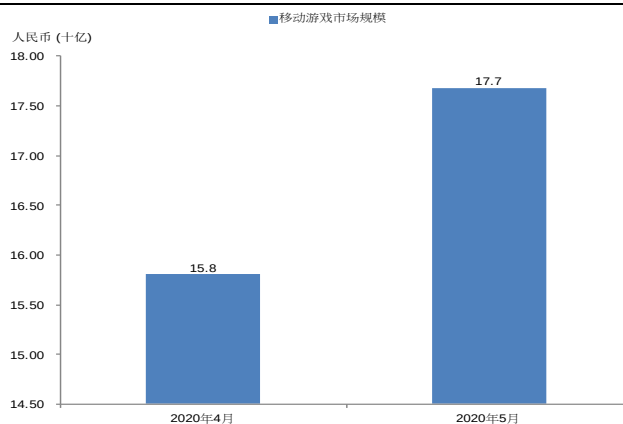


资料来源: Sensor Tower、国泰君安国际

网易在线游戏增长预计在 2020 年下半年进一步改善。2020 年一季度，网易凭借其旗舰游戏例如《梦幻西游》，《新大话西游》系列的强劲表现，以及新游戏《梦幻西游三维版》的推动，其在线游戏收入同比增长 14.1%。首先对于存量游戏部分，根据我们的观察，网易游戏《梦幻西游》与《大话西游》在今年上半年大体表现稳定。另外，网易另外一款游戏《阴阳师》在最近的版本更新后重返 iOS 畅销榜前十，预计在 2 季度有一个好的流水。我们认为网易存量游戏能通过其对自己版本的不断更新以召回老玩家。同时利用其经典 IP，例如《梦幻西游》，令其能够保持稳定流水。另外，网易另外一款经典之作《率土之滨》在今年上半年大体能维持在 iOS 畅销榜前十，认为其有一个稳健较好的流水。对于新游戏，在 5 月 20 日于线上举行的网易游戏年度发布会上，公司宣布将在未来推出 27 款新手游。其中包括 3 款 IP 合作新品《哈利波特：魔法觉醒》，《星战前夜：无烬星河》以及《宝可梦大探险》；手游经典 IP 改编：《阴阳师：妖怪屋》；2 款 MMO 新品《天谕》，《有杀气童话 2》；以及 4 款差异化产品《隐世录》，《幻书启世录》，《黑潮之上》，《实况足球经理》。总体而言，对于存量游戏，网易游戏在精细化运营上投入了相当资源。对于增量，在今年 6 月 5 号，网易上架了《梦幻西游网页版》，并且在随后的 iOS 畅销榜中维持前十。目前该游戏排名为第九，日流水测算大约 432,789 美元。展望 2020 年下半年，我们认为《梦幻西游网页版》与《梦幻西游三维版》将继续为公司在线游戏收入提供增量流水。对于海外游戏市场，《荒野行动》多次蝉联 iOS 日本畅销

榜首，而《第五人格》也在日本市场取得不错的表现。此外，今年 6 月 5 号，网易公司通过公司官网发布公告，宣布在日本东京组建次世代家用机游戏研发工作室“樱花工作室”，并同步开启“东京办公室”的人事招聘。此举标志网易着手主机游戏的研发。我们认为以存量游戏为基石，拓展增量游戏与不断发展的海外市场，网易将在 2020 年下半年实行在线游戏的强增长。

图-5: 中国移动游戏市场 5 月份实际销售收入



资料来源: 伽马数据、国泰君安国际

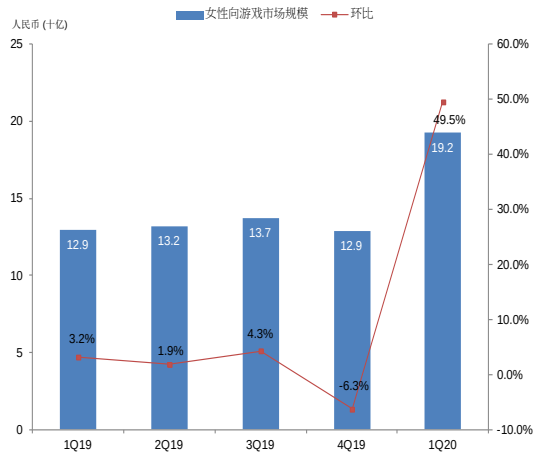
表格 1: 2020 年 5 月游戏流水测算榜前十

排名	游戏	游戏类型	运营商
1	王者荣耀	MOBA 类	腾讯
2	和平精英	射击类	腾讯
3	三国志.战略版	策略类	简悦科技
4	梦幻西游	回合制 RPG	网易
5	率土之滨	策略类	网易
6	剑与远征	放置类	莉莉丝
7	火影忍者	ARPG	腾讯
8	阴阳师	回合制 RPG 类	网易
9	神武 4	回合制 RPG 类	多益网络
10	穿越火线枪战之王	射击类	腾讯

资料来源: 伽马数据、国泰君安国际

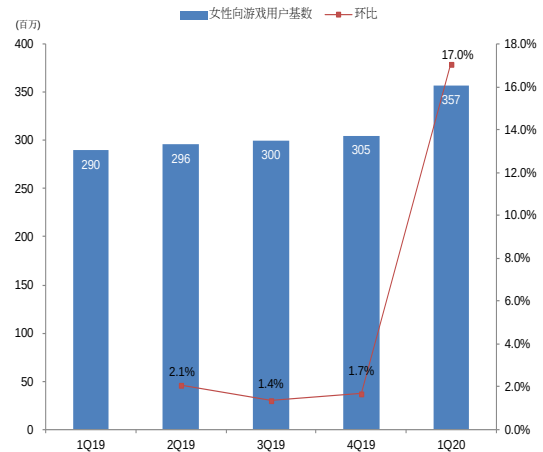
由于玩家基数扩大及游戏内支出增加，中国女性向游戏的市场规模在 2020 年第一季度得到提振。据中国音数协游戏工委数据，2020 年第一季度女性向游戏市场规模同比上升 49.5%至人民币 192 亿元。此外，女性向游戏玩家数量环比增长 17.0%至 3.57 亿，并且女性向游戏用户的人均开支由 2019 年第四季度的人民币 42.2 元恢复至 2020 年第一季度的人民币 53.9 元。我们认为玩家基数及游戏开支均高速增长部分受到 2020 年第一季度新推出游戏(如《浮生为卿歌》)的推动。此外，由于女性玩家的忠诚度相对较高，我们认为女性向游戏的游戏开支将在 2020 年第二季度保持稳定。

图-6: 中国女性向游戏市场规模



资料来源: 中国音数协游戏工委、国泰君安国际

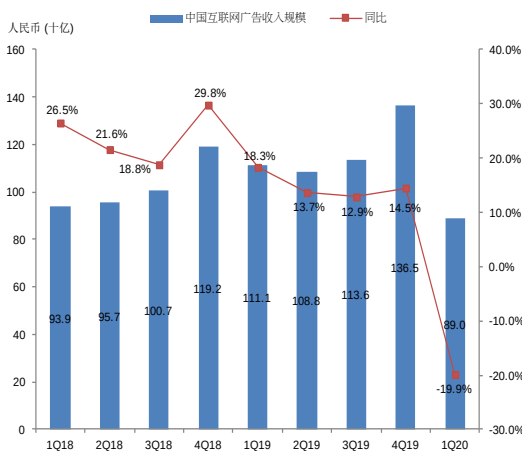
图-7: 中国女性向游戏用户基数



资料来源: 中国音数协游戏工委、国泰君安国际

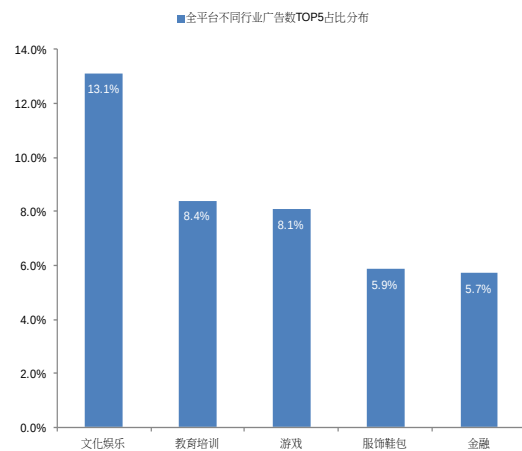
我们对 2020 年下半年在线广告业务表现持谨慎态度，主要基于对新冠疫情反复的担忧，预计其将进一步拖累宏观经济增长并遏制广告营销支出。即使在部分在线板块的强力驱动下，按同比口径 2020 年第一季度的整体在线广告市场也遭到了打击。根据贵士移动数据，2020 年第一季度中国国内在线广告市场规模同比下降 19.9% 至人民币 890 亿元。就各行业的广告预算同比变动而言，由于对在线教育和在线办公服务的需求旺盛，教育机构和办公业务在 2020 年第一季度得到提振，且在 5 月份的广告投放中占比为 8.4%。另外，受“宅经济”的影响，文化娱乐在 5 月份的投放占比为 13.1%。此外，根据我们研究：1）自新冠疫情爆发以来，在线游戏广告维持强劲态势；2）在线教育广告的投放金额激增且上升趋势预计将持续至 2020 年第三、四季度；及 3）由于制造业等线下行业逐渐复工，2020 年第二季度有望进一步上升。根据工信部数据，截至 4 月 15 日中小企业复工率达 84%。

图-8: 2020 年第一季度中国互联网广告市场



资料来源: Questmobile、国泰君安国际

图-9: 2020 年 5 月份互联网广告整体投放情况



资料来源: App Growing、国泰君安国际

中国 1M-5M20 总电商交易量增长率逐步回升至双位数水平。中国统计局公布 2020 年 5 月中国电商数据，5 月实物电商交易量达到人民币 7,988 亿（人民币，下同），同比增长 22.0%，增长率同比增长 2.1 个百分点，月环比增长 5.8 个百分点。而服务业电商交易量达到 1,490 亿，同比倒退 13.1%，增长率虽录得同比大幅倒退，但亦录得月环比增长 6.2 个百分点。5 月总电商交易量达到 9,478 亿，同比增长 14.7%，其增长率同比倒退 3.1 个百分点。而 5 月快递行业收入则达到 772 亿，同比增长 24.9%。快递包裹数量达到 74 亿个，同比增长 41.2%。从以上数据可看到电商交易量已从疫情慢慢恢复过来，同时受惠疫情而加快了消费者进一步转向网购，其中包括更多刚性需求的生活必需品，快销品等等。同时，由于疫情关系更多人在家闲时会观看直播，从而催生更多非理性消费。综合以上所述，疫情虽为电商行业带来短暂冲击，但随着国内疫情渐趋缓和及国内重开经济，总电商交易量已恢复双位数增长，特别是实物电商交易量。同时，由于疫情加快了商家和消费者转向在线的步伐，相信在未来更多品类迁往在线和以直播作消费导向的消费模式重塑，对整体电商交易量长远增长都是利好。而从 5 月份最新的网购渗透率亦看出此趋势，5 月的网购渗透率达到 24.3%，比 2019 年底 20.7%，增长了 3.6 个百分点，较以往几年增长为快。预期 2020 年总电商交易量增长速度应会进一步恢复，主要是受到网购接受度提高所带动。

表格 2: 中国电商交易量及预测（根据国家统计局最新数据重新计算）

	中国零售	同比增长	实物 电商交易	同比增长	服务业 电商交易	同比增长	总电商 交易量	同比增长	快递服务 行业收入	同比增长	快递服务 企业业务	同比增长
	人民币十 亿	%	人民币十 亿	%	人民币十 亿	%	人民币十 亿	%	人民币十 亿	%	十亿单位	%
1-2M19	6,606.4	8.2%	1,090.1	19.5%	308.2	-3.3%	1,398.3	13.6%	94.7	20.3%	7.3	21.7%
3M19	3,172.6	8.7%	687.1	23.5%	152.5	-0.6%	839.6	18.2%	59.6	23.0%	4.9	23.4%
4M19	3,058.6	7.2%	616.1	25.8%	189.9	23.9%	806.0	25.3%	59.3	26.8%	4.9	31.2%
5M19	3,295.6	8.6%	648.2	19.9%	172.0	10.5%	820.2	17.8%	61.8	24.2%	5.2	25.1%
6M19	3,387.8	9.8%	775.0	21.2%	177.0	4.9%	952.0	17.8%	64.3	26.5%	5.5	29.1%
7M19	3,307.3	7.6%	606.8	16.7%	174.3	-5.1%	781.1	11.0%	60.8	26.3%	5.3	28.7%
8M19	3,389.6	7.5%	651.2	20.1%	190.9	6.7%	842.1	16.8%	61.7	26.2%	5.3	29.3%
9M19	3,449.5	7.8%	703.2	18.4%	181.2	11.1%	884.4	16.8%	64.9	22.2%	5.6	25.0%
10M19	3,810.4	7.2%	739.5	14.6%	167.5	7.7%	907.0	13.3%	65.8	23.2%	5.8	22.8%
11M19	3,809.4	8.0%	1,086.0	19.1%	179.1	11.2%	1,265.1	17.9%	79.7	22.9%	7.1	21.5%
12M19	3,877.7	8.0%	920.7	17.9%	215.9	7.1%	1,136.6	15.7%	77.2	26.7%	6.7	24.2%
1-2M20	5,213.0	-20.5%	1,123.3	3.0%	247.9	-23.3%	1,371.2	-3.0%	86.5	-8.7%	6.6	-10.0%
3M20	2,645.0	-15.8%	730.3	10.7%	115.4	-28.5%	845.7	3.0%	66.9	12.3%	6.0	23.0%
4M20	2,817.8	-7.5%	721.5	16.2%	131.4	-19.3%	852.9	8.8%	72.1	21.7%	6.5	32.1%
5M20	3,197.3	-2.8%	798.8	22.0%	149.0	-13.1%	947.8	14.7%	77.2	24.9%	7.4	41.1%

来源: 国家统计局、国泰君安国际

在疫情时期，食品，快消品及生活必需品等高频消费品网购渗透率加快提升，并成所有电商企业的必争之地。据京东称，其平台由 2020 年 1 月至 3 月的鸡肉和鸡蛋销售、蔬菜销售、猪肉，牛肉和羊肉销售、谷物，石油和调味品销售在 2020 年 1 月至 3 月期间分别增长了 301%、207%、116%和 79%。而阿里巴巴亦在其业绩会提到在疫情时期其平台的快消品，家庭用品等刚需用品亦维持较快速度增长，高于公司整体中国零售电商业务收入增长。我们相信由于疫情关系已经加快对食品，快消品及生活必需品等高频消费品的用户购买行为重塑，而该等产品多属于刚性需求为主，其购买频率亦相对较高，因此相信该些用户忠诚度相对较高，亦有更大可能继而把其他非刚性需求在其主要平台上进行。与此同时，根据 KANTAR WORLDPANEL 于 4 月份的新闻稿提及截至 2020 年 3 月 20 日的过去 12 周中，有 62.6%的中国城市家庭在网上购买了快速消费品，与去年同期相比增长了 8.2 个百分点。KANTAR WORLDPANEL 亦提到现时电子商贸交易现占整体快消品交易 19%，并预期于 2020 年持续增长。我们观点与 KANTAR WORLDPANEL 相约，现时快消品经电子商贸完成交易的比率还低于整体网购渗透率，相信增长空间仍大。此外，由于疫情爆发亦令更多人尝试透过网购日常生活用品，食品等刚性需求较强的产品，我们预期这趋势相信仍会持续主要因为 i) 此前有较好的用户体验，ii) 民众对第二波疫情还有介心，因此仍会减少外出，iii) 电商企业进一步拓展该市场，推出更多补贴优惠等。我们相信高频消费品网购渗透率及复购率持续上升，将会对电商企业增长提供动力，亦由于用户忠诚度加强有助于延伸至其他非高频消费品。

商户营销更多透过在线直播，更多名人，公司高管相继入局直播带货。据 CNNIC 最新报告显示，中国网络直播用户规模达 5.60 亿个，较 2018 年底增 1.63 亿个，占全国网民 62.0%。该报告亦提到 2019 年的电商直播用户规模则达到 2.65 亿，占中国整体网民 29.3%，主要是由于电商企业陆续涉足直播行业对直播用户规模增长注入动力。我们认为电商企业持续拓展直播行业，主要由于 1) 转化率较高，2) 更多年轻直播用户群，3) 高互动性能提高用户粘性，4) 以内容来留住用户在线时间，5) 透个向主播名人等自带流量推广不同产品信息增加产品曝光率，及 6) 利用名人效应更能增加用户网上购物信任度等。据《2019 网红电商生态发展白皮书》数据，传统电商的购买转化率仅为 0.37%，而直播电商模式在转化效率上具有绝对的优势，社交电商的购买转化率达 6%-10%，而顶级网红电商更能达到 20%。基于转化率的优势，更多商家亦倾向使用直播来推销其产品。有见此趋势，电商企业亦更大力度投入发展直播行业，阿里巴巴，京东及拼多多等都陆续涉足直播行业，为实体商品交易与互动直播形式进行融合，提升用户消费体验和粘性。在 5 月 8 日国务院联防联控机制举行新闻发布会商务部副部长王炳南亦曾表示直播带货已成为新热点，在“五一”期间，电商直播场次和直播商品数量同比分别增长 1 倍和 4.7 倍，北京、上海等地推出了“老字号”的直播专场，开展云逛吃、云探店等活动，扩大老字号品牌影响力，促进市场销售快速回升。在“双品网购节”期间，仅一个直播间就促成交易达到 60 万单的生意，销售额实现 1.4 亿元。此外，除了明星主播外，更多专业人士亦相继入局直播带货，如公司高管，企业老板、地政府工作人员甚至县长、区长、市长也开始直播带货，使主播群更趋向多样化及专业化。当中如百度 CEO 李彦宏，搜狐董事局主席兼 CEO 张朝阳，马云及罗永

浩等亦有参与，其中一个成功例子格力电器董事长董明珠亦在 5 月开始频频试水直播带货，5 月 10 日直播 3 小时销售额 3.1 亿元，5 月 15 日京东直播销售额更是高达 7.03 亿，6 月 1 日携手线下 3 万家经销商在 6 大平台同步进行，销售额突破 65 亿元。从以上一例可看到直播带货不但为企业在疫情间带来有效的去货渠道，同时销售金额和销售效率亦有大幅度提升，因此预期未来将有更多公司高管，专业人士入局直播带货。我们相信随着直播带货的兴起，将会更多线下消费转向在线以令中国电子商务交易量维持增长动能。同时，更多企业布局直播亦有利于提高电商企业平台转化率，平台持续升级其基础设施并向企业输出服务，对电商企业长期收入盈利增长都有望得以持续。

疫情后期，地方政府派发电子消费券，促使更多消费，并进一步证明电商在推消费占着重要的位置。截至 5 月份，网上购物渗透率为 24.3%，比 2019 年底增 3.6 个百分点。经疫情洗礼后，中国一众地区政府已展开重启经济的步伐，并希望透过消费券来刺激民众消费以加快经济复苏。据商务部表示，自疫情以来全国已累计发放 190 多亿元消费券。以我们观察所见，更多地区政府更愿意选择透过电商渠道来派发消费券进一步实行在线跟线下融合，如：由河南省商务厅主办并由海尔智家河南分公司承办的“2020 河南省家电惠民补贴消费节”可以通过“海尔智家”APP 线上领取消费补贴券；“武汉消费券”可同时登陆支付宝 APP、微信“武汉消费券”小程序、美团 APP（大众点评 APP）参与活动，可分别在每个平台四类券中选择一类抢券；及“北京消费券”则可从京东 APP 领取等等。我们相信电商企业已有在大型销售节日派发消费券的丰富经验所支撑，同时电商现已服务大部分中国人口，因此如透过电商派发消费券能使整个领取流程加快更为有效率并减少浪费资源。而对电商企业来说，政策上的推动将会为其平台招徕更多在线用户，以及透过网上派发消费券应能催生更多网上消费，最后将会反映在公司业绩上。总括而言，政策扶持无疑是一种助力诱使更多线下用户商家都走向在线，而这一趋势相信在未来随着更多地区政府跟电商合作出现而进一步加深。

公司名称	编号	股价	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE (%)	2020 股息率(%)
腾讯	00700	HK\$498.600	买入	35.9	31.8	27.7	7.9	24.5	0.2
阿里巴巴-SW*	09988	HK\$209.600	买入	31.4	26.5	22.8	4.1	15.9	0.0
百度	BIDU US	US\$119.890	中性	29.7	21.2	19.6	1.7	5.8	0.0
网易	NTES US	US\$429.380	买入	27.7	23.7	20.9	4.9	20.6	0.8
微博	WB US	US\$33.600	收集	17.0	14.8	13.0	2.7	17.7	0.0
友谊时光	06820	HK\$3.430	买入	10.5	7.9	7.1	3.5	37.9	2.3
拼多多	PDD US	US\$85.840	中性	n.a.	n.a.	114.1	42.5	(46.1)	0.0
京东	JD US	US\$60.180	收集	62.5	43.4	33.5	6.6	9.7	0.0
58 同城	WUBA US	US\$53.940	中性	28.6	20.3	18.1	1.7	6.3	0.0
市值加权平均			跑赢大市	35.1	29.5	31.5	8.3	14.7	0.1

资料来源：国泰君安国际。
 *数字为 21 财年/22 财年/23 财年

投资建议

行业的投资评级为**[跑赢大市]**。行业首选是腾讯（00700 HK）与阿里巴巴-SW（BABA US），投资评级为“买入”。我们认为由于强的智能手机游戏储备以及存量游戏的现金流保证，腾讯在线游戏业务在 2020 年预计将持续其强劲增长。腾讯（00700 HK）的目标价为 555.00 港元，目标价相当 39.9 倍 2020 年市盈率、35.4 倍 2021 年市盈率及 31.3 倍 2022 年市盈率。阿里巴巴-SW（09988 HK）的目标价为 255.00 港元，相当于 32.1 倍的 2021 财年非 GAAP 的预测市盈率。我们认为新冠疫情成为用户消费行为转变及企业业务运营进一步转向在线的催化剂，从而衍生出对互联网服务的巨大需求。同时，公司在整体生态系统布局上有明显优势，包括支付，物流，娱乐，云计算等基础设施，相信在互联网服务需求强劲的前题下，更能突显公司的竞争优势。

预计较好的在线游戏业务增长

分析员：周恒威 Jason Zhou

腾讯控股(00700 HK)
评级：买入
股价：HK\$498.600
目标价：HK\$555.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	312,694	78,719	8.336	90.2	52.5	34.256	12.8	0.741	0.2	27.2
2019A	377,289	93,310	9.856	18.2	45.2	45.702	9.8	0.877	0.2	24.7
2020F	479,267	120,260	12.655	28.4	35.9	57.608	7.9	1.126	0.3	24.5
2021F	585,655	136,185	14.274	12.8	31.8	70.775	6.4	1.270	0.3	22.3
2022F	674,831	156,702	16.359	14.6	27.7	85.817	5.3	1.456	0.3	20.9
已发行股本 Shares in issue (m)				9,552.3	大股东 Major shareholder				Naspers Ltd 31.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				4,763,448.4	流通比例 Free float (%)				30.1	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				21,148.7	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				(24.9)	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				505.000 / 312.200	FY20 – FY22 PEG				2.1	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									15.8 / 31.3 / 37.6	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									12.9 / 25.5 / 52.0	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

尽管预计用户使用时长将从隔离期的峰值下降，但 5 月中国手机游戏市场保持其增长势头。根据伽马数据，5 月中国手机游戏市场规模环比增长 11.9%，至人民币 176.8 亿元。我们相信新游戏的供应将成为 2020 年下半年手机游戏市场的增长引擎。基于：1）腾讯主打智能手机游戏，如《王者荣耀》和《和平精英》预期强劲表现，和 2）新上架游戏《荒野乱斗》，我们对公司在线游戏业务持正面看法。此外，我们发现公司智能手机游戏产品结构在游戏生命及变现能力方面具有良好平衡性。我们认为，微信视频号（“视频号”）可以进一步扩大微信的内容生态，并增加用户时长。我们认为视频号不仅仅是短视频平台。从长远来看，视频号将使公司的在线广告业务以及金融科技和企业服务受益。

公司的投资评级为“买入”及目标价为 555.00 港元，目标价相当 39.9 倍 2020 年市盈率、35.4 倍 2021 年市盈率及 31.3 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 在先游戏业务收入预计逐步增强。
- 视频号的改版将丰富微信内容生态。
- 云业务将加速发展。
- 视频号预计释放广告库存。

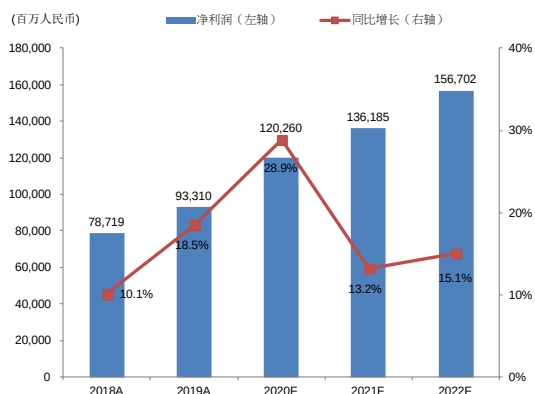
负面因素分析

- 支付业务受疫情产生负面影响。
- 广告业务受宏观经济放缓影响。
- 广告业务竞争加剧
- 政府对网络游戏内容监管加强。

风险分析

- 新游戏流水未达到预期效果。
- 微信活跃用户增长放缓。
- 广告投放效果下降。

公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	312,694	377,289	479,267	585,655	674,831
增值服务	176,646	199,991	254,316	297,055	333,058
在线广告	58,079	68,377	84,243	111,559	129,502
金融科技及企业服务	73,138	101,355	132,692	168,338	203,516
其他	4,831	7,566	8,016	8,702	8,756
成本	(170,574)	(209,756)	(255,152)	(318,387)	(368,116)
毛利	142,120	167,533	224,115	267,267	306,715
其他收入及收益	16,714	19,689	21,281	21,800	22,979
销售费用	(24,233)	(21,396)	(33,479)	(41,948)	(49,157)
管理费用	(41,522)	(53,446)	(68,284)	(81,913)	(91,528)
经营利润	97,648	118,694	151,206	173,803	198,720
财务费用	(4,669)	(7,613)	(8,118)	(10,087)	(11,402)
应占联营公司收益	1,487	(1,681)	(626)	(3,560)	(2,924)
税前利润	94,466	109,400	142,462	160,156	184,394
税项	(14,482)	(13,512)	(19,767)	(21,094)	(24,271)
少数股东权益	(1,265)	(2,578)	(2,435)	(2,877)	(3,421)
股东应占净利润	78,719	93,310	120,260	136,185	156,702
每股盈利 (人民币)	8.336	9.856	12.655	14.274	16.359

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	45.5	44.4	46.8	45.6	45.5
经营利润率 (%)	31.2	31.5	31.5	29.7	29.4
净利率 (%)	25.2	24.7	25.1	23.3	23.2
股东资金回报率 (%)	27.2	24.7	24.5	22.3	20.9
净负债比率 (%)	0.3	(11.3)	(24.9)	(40.0)	(48.1)

资料来源：公司、国泰君安国际。

《浮生为卿歌》的强劲表现

分析员：周桓葳 Jason Zhou

友谊时光(06820 HK)
股价: HK\$3.430
评级: 买入
目标价: HK\$3.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	1,464.3	336.7	0.180	185.7	16.7	0.307	9.8	0.064	2.3	72.5
2019A	1,689.1	415.5	0.214	18.9	14.6	0.672	4.6	0.053	1.9	44.2
2020F	2,527.2	578.5	0.297	38.8	10.5	0.896	3.5	0.073	2.5	37.9
2021F	3,197.0	769.3	0.395	33.0	7.9	0.896	3.5	0.097	3.4	37.8
2022F	3,530.6	856.9	0.441	11.6	7.1	1.526	2.0	0.108	3.7	32.4
已发行股本 Shares in issue (m)				2,187.8	大股东 Major shareholder				Jiang Xiaohuang	70.9%
市值 Market cap. (HK\$ m)				7,504.0	流通比例 Free float (%)					14.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				5,220.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					(0.4)
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				3.940 / 0.750	FY19 – FY22 PEG					0.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									8.2 / 60.3 / n.a.	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									5.3 / 54.5 / n.a.	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

友谊时光 2019 年股东净利润同比增长 23.4%至人民币 4.155 亿元，较我们预期高 9.5%，主要是由于公司主打游戏如《熹妃 Q 传》的表现高于预期。毛利率同比增长 2.5 个百分点至 65.2%，主要是由于海外市场的收入贡献增加。由于公司新上线游戏《浮生为卿歌》的强劲表现，我们对公司的游戏业务总数持正面看法。此外，由于该游戏处于早期成长阶段，我们认为其还有空间做进一步变现。对于公司长生命周期主要存量游戏，我们认为它们在 2020 年仍将提供稳定的现金流。公司计划在 2020 年下半年上线 4 款新的自行开发游戏，包括为女性设计的游戏，例如仙侠主题和休闲消除游戏。

公司的投资评级为“买入”及目标价为 3.70 港元，目标价相当 11.3 倍 2020 年市盈率、8.5 倍 2021 年市盈率及 7.6 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 游戏收入逐步增强。
- 存量长周期游戏提供稳定流水。
- 丰富的游戏储备。

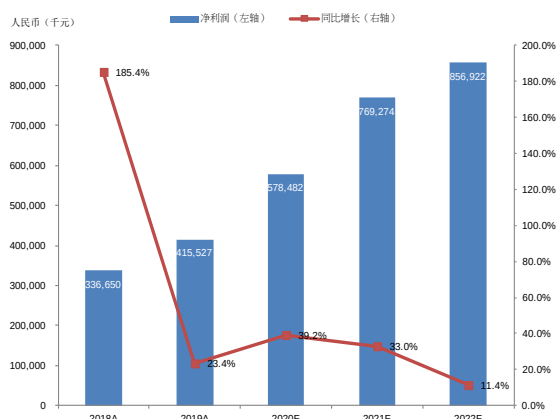
负面因素分析

- 经营利润率承压。
- 游戏市场竞争加剧
- 政府对网络游戏内容监管加强。

风险分析

- 新游戏流水未达到预期效果。
- 短视频挤占在线游戏时长。

公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(千人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	1,464,290	1,689,051	2,527,228	3,197,014	3,530,609
成本	(546,000)	(586,974)	(874,135)	(1,095,557)	(1,199,282)
毛利	918,290	1,102,077	1,653,093	2,101,457	2,331,327
其他收入及收益	36,016	23,686	21,592	19,211	16,726
销售费用	(422,076)	(393,284)	(694,988)	(895,164)	(992,101)
管理费用	(32,481)	(62,128)	(55,599)	(60,743)	(67,082)
研发费用	(136,420)	(223,602)	(310,849)	(351,672)	(384,836)
经营利润	363,329	446,749	613,249	813,089	904,034
财务费用	(1,242)	(289)	(283)	(278)	(272)
应占联营公司收益	821	1,487	(494)	884	1,117
税前利润	361,284	438,204	610,213	810,616	902,023
税项	(24,581)	(22,677)	(31,731)	(41,341)	(45,101)
少数股东权益	(53)	0	0	0	0
股东应占净利润	336,650	415,527	578,482	769,274	856,922
每股盈利 (人民币)	0.180	0.214	0.297	0.395	0.441

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	62.7	65.2	65.4	65.7	66.0
经营利润率 (%)	24.8	26.4	24.3	25.4	25.6
净利率 (%)	23.0	24.6	22.9	24.1	24.3
股东资金回报率 (%)	72.5	44.2	37.9	37.8	32.4
资产回报率 (%)	45.8	27.5	29.0	29.2	25.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

预计 2021 财年收入将超人民币 6,500 亿元

分析员：罗沛达 Danny Law

阿里巴巴-SW(09988 HK)
评级：买入
股价：HK\$209.600
目标价：HK\$255.00

End 3/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	376,844	87,600	4.244	35.5	43.4	29.486	6.2	0.000	0.0	20.4
2020A	509,711	149,263	7.103	67.4	26.4	41.421	4.5	0.000	0.0	23.9
2021F	657,791	130,412	6.083	(14.4)	31.6	47.031	4.1	0.000	0.0	15.9
2022F	824,140	157,462	7.201	18.4	26.5	53.727	3.6	0.000	0.0	16.3
2023F	996,801	186,340	8.355	16.0	22.8	61.524	3.1	0.000	0.0	16.4
已发行股数 Shares in issue (m)					20,878.0	大股东 Major shareholder				
市值 Market cap. (HK\$ m)					4,376,028.8	流通比例 Free float (%)				
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					23,377.7	2021 财年净负债/股东资金 FY21 Net gearing (%)				
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					227.400/167.600	2021 财年非 GAAP 市盈率 FY21 Non GAAP PE				
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)						净现金				
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)						4.8 / 12.7 / 不适用				
						1.9 / 6.9 / 不适用				

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 财年第四季度收入同比增长 22.3% 至人民币 114,314 百万元，好于我们预期 14.1%。非 GAAP 净利润达人民币 22,287 百万元，同比上升 11.1%，远高于我们预期。核心商务收入同比增长 19.0% 至人民币 93,865 百万元，占总收入的 82.1%。公司中国零售平台活跃消费者达 726 百万，同比升 11.0%，而移动月度活跃用户为 846 百万个，同比增长 17.3%。云计算收入同比增 58.1% 至人民币 12,217 百万元。数字媒体和娱乐贡献收入同比上升 4.8%，而创新及其它业务收入则同比增 89.6%。总体而言，尽管受到疫情影响，公司各业务仍较预期为好。公司管理层表示预期 2021 财年将会录得人民币 6,500 亿元以上，并至少增加人民币 1 万亿的交易金额。同时，自 3 月下旬以来公司的业务已经出现一些复苏的迹象，因此，随着国内复工复产逐渐正常化，预计 2021 财年公司表现更好。经疫情洗礼后，民众及商家习惯更多利用在线服务来解决日常生活所需，对公司而言，用户商家更多迁向在线，规模效应亦会提升，对公司长期发展是有利的。

预计疫情加快用户及商户转向在线，因此催生更多互联网服务的需求。我们认为公司有强大的生态系统，在互联网服务需求增加的背景下，相信公司各业务仍能受惠，并有望进一步加强生态系统内的协同效应。我们重申对公司的“买入”投资评级。目标价为港元 255.00，相当于 32.1 倍 2020 财年非 GAAP 预测市盈率。

正面因素分析

- 公司多业务发展有助分散风险。
- 公司基础服务能力持续升级，奠定更高竞争优势。
- 平台泛娱乐化内容化增加用地时长和粘性，并降低获客用户成本。
- 中国各行业加快走向数字化。

风险分析

- 新业务增长慢于预期。
- 中美关系持续恶化，并有从纳斯达克强制除牌风险。
- 人民币贬值风险。

负面因素分析

- 公司再投资盈利策略将继续拖低利润率。
- 行业竞争者均以大额补贴作招徕，对行业长期发展不利。

损益表

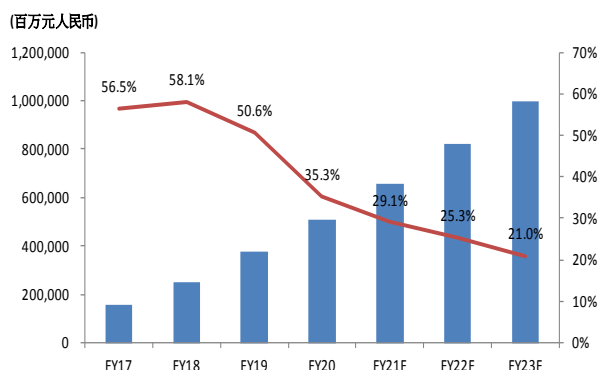
截至 3 月底(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
营业额	376,844	509,711	657,791	824,140	996,801
销售成本	(206,929)	(282,367)	(368,558)	(469,032)	(569,316)
毛利润	169,915	227,344	289,233	355,109	427,485
产品发展费用	(37,435)	(43,080)	(50,174)	(61,095)	(72,289)
销售费用	(39,780)	(50,673)	(64,335)	(80,841)	(99,127)
管理费用	(24,889)	(28,197)	(34,519)	(40,979)	(49,178)
其他费用	(10,727)	(13,964)	(12,799)	(16,681)	(19,517)
经营溢利	57,084	91,430	127,406	155,512	187,374
净财务(开支)/收入	(5,190)	(5,180)	(8,703)	(9,519)	(10,257)
其他收益	44,607	74,492	25,419	28,696	30,505
税项	(16,553)	(20,562)	(20,980)	(26,334)	(32,333)
少数股东权益	7,652	9,083	7,270	9,106	11,052
股东应占溢利	87,600	149,263	130,412	157,462	186,340
每股盈利(人民币)	4.244	7.103	6.083	7.201	8.355

重要财务比率

	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
收入增长 (%)	50.6	35.3	29.1	25.3	21.0
净利增长 (%)	37.1	70.0	(12.7)	20.7	18.3
毛利率 (%)	47.5	46.0	45.2	44.3	44.0
EBITDA 率 (%)	32.4	30.9	30.1	29.4	28.2
经营利润率 (%)	27.9	26.9	26.5	25.6	24.9
净利率 (%)	24.8	26.0	23.6	23.0	22.4
资产回报率 (%)	10.4	13.1	8.9	9.0	9.4
股东资金回报率 (%)	20.4	23.9	15.9	16.3	16.4
流动比率 (倍)	1.3	1.9	1.8	2.0	1.9
净资产负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

阿里巴巴收入增长预期


预计在线营销服务承压

分析员：周恒威 Jason Zhou

百度(BIDU US)

股价：US\$119.890

评级：中性

目标价：US\$120.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPADS (RMB)	EPADS (Δ%)	PER (x)	BPADS (RMB)	PBR (x)	DPADS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	102,277	27,573	78.636	49.1	10.5	466.772	1.8	0.000	0.0	19.8
2019A	107,413	2,057	5.680	(92.8)	148.9	469.647	1.7	0.000	0.0	1.3
2020F	110,898	9,908	28.485	401.5	29.7	511.578	1.5	0.000	0.0	5.8
2021F	126,737	13,887	39.981	40.4	21.2	564.768	1.4	0.000	0.0	7.4
2022F	139,146	15,004	43.260	8.2	19.6	622.472	1.3	0.000	0.0	7.3
已发行 ADS ADS in issue (m)					349.0	大股东 Major shareholder		Robin Li 16.1%		
市值 Market cap. (US\$ m)					41,841.6	流通比例 Free float (%)		80.0		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					4,589.2	FY20 Net gearing (%) FY20 净负债/股东资金 (%)		8.2		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					147.380 / 82.000	FY20 Non-GAAP PER		16.6		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								12.6 / 23.5 / 2.2		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								6.9 / (12.1) / (23.0)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度非 GAAP 股东净利同比增长 218.7%至人民币 30.82 亿元，分别较市场预期和我们预期高 107.7%和 51.2%，主要由于云服务和智能设备的强劲增长势头。在预期宏观不利因素的影响下，我们认为在线营销服务收入将继续承压。但是另一方面，通过 1) 提升公司营销客户的价值，以及 2) 线下垂直领域如医疗保健和汽车/物流预计将因新冠疫情得到控制以及线下复工而在 2020 年 2 季度复苏带来的支持，我们认为百度可以缓解部分压力。然而由于预期百度产品市场费用将增加，我们分别下调 2020-2021 年营业利润率。但是，我们认为公司的毛利率将会改善，主要由于流量获取支出减少。公司的投资评级为“中性”及目标价为 120.00 美元，目标价相当于 18.4 倍 2020 年非 GAAP 市盈率、15.1 倍 2021 年非 GAAP 市盈率及 13.9 倍 2022 年非 GAAP 市盈率。

正面因素分析

- 头部广告流量平台。
- 人工智能受政策支持。
- 无人驾驶受政策支持。

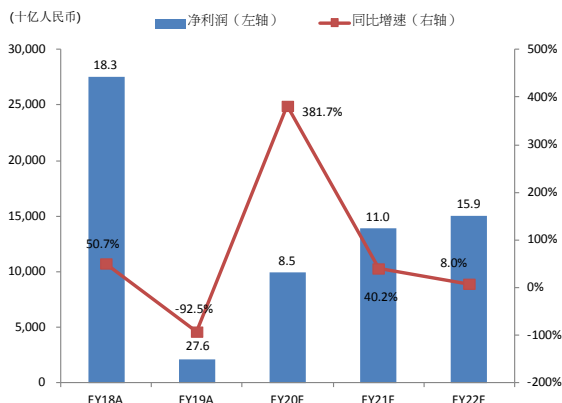
负面因素分析

- 人工智能业务受主营业务影响或放缓。
- 受疫情影响广告业务严重放缓。
- 广告行业竞争加剧。

风险分析

- 行业进一步整合。
- 行业减价加剧。
- 其他平台竞争激烈。
- 信息流广告库存过多

公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	102,277	107,413	110,898	126,737	139,146
广告	81,912	78,093	72,808	83,391	88,916
其他	20,365	29,320	38,090	43,346	50,230
成本	(51,744)	(62,850)	(65,338)	(71,627)	(77,558)
毛利	50,533	44,563	45,560	55,109	61,588
销售及管理费用	(19,231)	(19,910)	(17,410)	(21,552)	(24,549)
研发费用	(15,772)	(18,346)	(19,147)	(20,271)	(21,465)
经营利润	15,530	6,307	9,004	13,286	15,574
利息收入	2,568	3,100	3,454	4,849	5,106
其他收入	11,795	(6,647)	(3,118)	(2,047)	(2,437)
投资亏损	(79)	(1,254)	(191)	(399)	(462)
税前利润	27,325	(340)	5,886	11,240	13,138
税项	(4,743)	(1,948)	(942)	(1,821)	(2,155)
少数股东权益	4,991	4,345	4,964	4,468	4,021
股东应占净利润	27,573	2,057	9,908	13,887	15,004
每股 ADS 盈利 (人民币)	78.636	5.680	28.485	39.981	43.260

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	49.4	41.5	41.1	43.5	44.3
经营利润率 (%)	15.2	5.9	8.1	10.5	11.2
净利率 (%)	27.0	1.9	8.9	11.0	10.8
股东资金回报率 (%)	19.8	1.3	5.8	7.4	7.3
资产回报率 (%)	6.8	4.2	4.7	5.3	5.6
净负债比率 (%)	14.7	11.8	8.2	0.9	(4.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

在线教育与云音乐的正面展望

分析员：周恒威 Jason Zhou

网易(NTES US)

股价：US\$429.380

评级：买入

目标价：US\$462.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPADS (RMB)	EPADS (△%)	PER (x)	BPADS (RMB)	PBR (x)	DPADS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	51,179	8,291	64.067	(27.5)	46.1	397.268	7.4	11.129	0.4	18.1
2019A	59,241	13,275	103.052	60.9	29.4	567.008	5.3	68.628	2.5	24.9
2020F	69,339	14,052	109.380	6.1	27.7	615.962	4.9	25.604	0.9	20.6
2021F	80,995	16,333	127.699	16.7	23.7	672.273	4.5	29.893	1.1	21.0
2022F	92,577	18,413	144.706	13.3	20.9	732.729	4.1	33.874	1.2	21.7
已发行 ADS ADS in issue (m)				129.0	大股东 Major shareholder				丁磊	45.5%
市值 Market cap. (US\$ m)				55,390.0	流通比例 Free float (%)				52.6	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				867.1	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				(29.0)	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				441.870 / 206.715	FY20 – FY22 PEG				2.3	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										7.6/32.3/64.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										1.9/(3.4)/39.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度网易非 GAAP 应占持续经营股东净利分别好于市场预期和我们的预期 15.5%和 9.8%，主要是由于其在游戏服务的强劲收入增长。2020 年第一季度的整体毛利率环比上升 2.8 个百分点至 55.0%，主要是由于在线游戏服务的毛利率改善。因新游《梦幻西游网页版》的强劲表现以及丰富的游戏储备我们维持对公司在线游戏的正面看法。我们认为非游戏板块对收入的贡献在 2020 到 2022 年将扩大。有道预计将在 2020 年保持强劲增长，因为在疫情的影响下用户在线学习行为已经建立。在线音乐预计将成为创新业务的主要收入驱动力。此外，由于公司新游戏和云音乐等非游戏业务的促销费用预计增加，因此在我们的预测期内，经营利润率预计将面临压力。

公司的投资评级为“买入”及目标价为 462.00 美元，目标价相当于 25.4 倍的 2020 财年非 GAAP 市盈率、22.2 倍的 2021 财年非 GAAP 市盈率以及 19.8 倍的 2022 财年非 GAAP 市盈率。

正面因素分析

- 推出多款新游戏。
- 长周期存量游戏提供稳定流水。
- 网易云音乐差异化打法。
- 有道业务的快速发展。

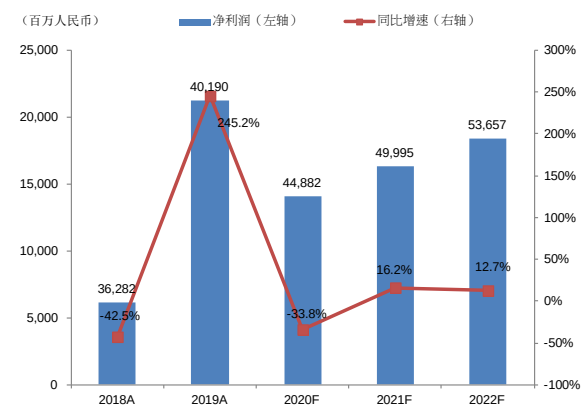
负面因素分析

- 毛利率同比下降。
- 营销成本大幅增长。
- 游戏开发费用增加。
- 音乐版权费用

风险分析

- 新游戏的代理费上升。
- 政府对游戏行业加强监管。

公司的净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
营业额	51,179	59,241	69,339	80,995	92,577
在线游戏	40,190	46,423	54,397	63,252	71,723
有道	732	1,305	2,267	2,774	3,215
创新业务及其他	10,257	11,514	12,675	14,970	17,639
成本	(23,832)	(27,686)	(31,664)	(37,338)	(43,040)
毛利	27,346	31,555	37,675	43,657	49,537
销售费用	(6,912)	(6,221)	(7,686)	(9,444)	(10,979)
管理费用	(7,378)	(8,413)	(9,685)	(10,914)	(12,381)
研发费用	(3,079)	(3,130)	(3,629)	(4,131)	(4,629)
经营利润	9,977	13,791	16,675	19,168	21,549
投资收入	(22)	1,306	258	538	703
利息收入	587	822	943	1,070	1,166
其他收入	587	439	288	349	425
税前利润	11,077	16,383	18,354	21,190	23,937
税项	(2,461)	(2,915)	(4,078)	(4,556)	(5,146)
少数股东权益	(325)	(194)	(224)	(301)	(377)
股东应占净利润	8,291	13,275	14,052	16,333	18,413
每 ADS 盈利 (人民币)	64.067	103.052	109.380	127.699	144.706

重要财务比率

	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	53.4	53.3	54.3	53.9	53.5
经营利润率 (%)	19.5	23.3	24.0	23.7	23.3
净利率 (%)	12.7	36.2	20.6	20.5	20.3
股东资金回报率 (%)	18.1	24.9	20.6	21.0	21.7
净负债比率 (%)	(33.1)	(41.9)	(29.0)	(27.4)	(27.1)

资料来源：公司、国泰君安国际。

自营模式莫立竞争优势

分析员：罗沛达 Danny Law

京东(JD US)

股价：US\$60.180

评级：收集

目标价：US\$60.00

			Earnings	Earnings						
End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	/ADS (RMB)	/ADS (Δ%)	PER (x)	BV/ADS (RMB)	PBR (x)	DP/ADS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	462,020	(2,492)	(1.732)	n.a.	n.a.	42.299	9.8	0.000	0.0	(4.4)
2019A	576,888	12,184	8.366	n.a.	50.1	58.133	7.2	0.000	0.0	16.7
2020F	711,729	10,035	6.789	(18.9)	62.5	63.965	6.6	0.000	0.0	11.2
2021F	850,072	14,687	9.789	44.2	43.4	72.713	5.8	0.000	0.0	14.4
2022F	951,752	19,310	12.680	29.5	33.5	84.250	5.0	0.000	0.0	16.3
已发行	ADS	ADS in issue (m)		1,468.5	大股东	Major shareholder			刘强东	15.1%
市值	Market cap.	(US\$ m)		88,374.3	流通比例	Free float (%)				84.9
3 个月平均成交股数	3 month average vol.	(‘000)		16,520.9	2020 年净负债/股东资金	2020 Net gearing (%)				净现金
52 周高/低	52 Weeks high/low	(US\$)		62.420/25.770	2020 年市销率	2020 PS (%)				0.88
股价绝对变动	Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								9.6 / 46.7 / 92.4	
股价相对变动	Relative % change in price (1m/3m/1yr)								3.9 / 11.0 / 67.1	
资料来源：公司、国泰君安国际。										

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司第一季度业绩远好于市场及我们的预期。净收入达人民币 146,205 百万元，同比上升 20.7%。持续营运业务非 GAAP 股东净利达人民币 2,972 百万元，同比下跌 9.8%，而非 GAAP 净利率亦同比下跌 0.7 个百分点至 2.0%。业绩仍远高于我们和市场的预期，主要由以下混合原因支持，1) 高于预期的 GAAP 净利润，及 2) 较高的毛利率。在疫情期间，公司来自普通商品及其他产品的收入同比增长 38.2% 至人民币 52,462 百万元，并占总收入 35.9%，成为公司收入增长的主要动力。我们认为由于良好的用户体验，以及民众对第二波疫情的担忧，相信将加快用户网购刚性需求消费品的习性，从而令更多商户加快在线业务发展。我们相信这消费习惯的重塑对公司长期发展和培养用户粘性都是正面的，因此我们预期公司的普通商品及其他产品收入增长在未来仍会维持较快增长。此外，公司在 6 月 18 日亦成功在香港作第二次上市，相信除了筹得额外资金作发展外，亦舒缓投资者对中美紧张局势所带来资金断裂的担忧，并吸引更多亚洲投资者，此对公司长期估值有提升作用。

公司在新冠疫情期间取得超预期业绩，反映出自营业务模式的优势，以及我们认为在后疫情期间用户的消费偏好和行为将继续转向在线，对公司业务有利，因此我们维持公司投资评级为“收集”。目标价 60.00 美元，相当于 0.87 倍 2020 年预测市销率。

正面因素分析

- 疫情加快消费习惯的重塑。
- 公司第二上市筹得额外资金，财政状况更为健康。
- 增加普通商品及其他产品收入占比有助增加用户粘性。

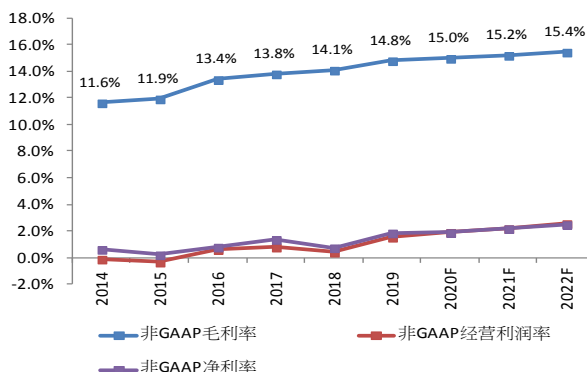
负面因素分析

- 净利率仍处于薄弱水平。
- 重资产模式投入支出相对较大。

风险分析

- 京东 GMV 增长慢于预期。
- 活跃用户增长持续放缓或倒退。
- 毛利扩张失败。

京东利润率预测



资料来源：国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	462,020	576,888	711,729	850,072	951,752
销售成本	(396,066)	(492,467)	(605,223)	(720,922)	(804,815)
毛利	65,954	84,421	106,506	129,150	146,937
产品发展费用	(12,144)	(14,619)	(18,907)	(23,553)	(27,761)
销售费用	(19,237)	(22,234)	(25,040)	(30,105)	(33,081)
管理费用	(5,160)	(5,490)	(6,398)	(7,059)	(7,280)
物流费用	(32,010)	(36,968)	(46,887)	(54,825)	(59,775)
经营溢利	(2,597)	5,110	9,275	13,607	19,040
净财务(开支)/收入	1,359	6,436	2,670	3,616	3,774
其他收益	(1,113)	(1,738)	(2,874)	(2,737)	(2,853)
税项	(427)	(1,802)	(1,686)	(2,579)	(3,540)
少数股东权益	(309)	(294)	(144)	(144)	(105)
股东应占溢利	(2,492)	12,184	10,035	14,687	19,310
每股 ADS 盈利 (人民币)	(1.732)	8.366	6.789	9.789	12.680

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	27.5	24.9	23.4	19.4	12.0
净利增长 (%)	不适用	不适用	(16.8)	47.0	32.1
毛利率 (%)	14.3	14.6	15.0	15.2	15.4
EBITDA 率 (%)	0.6	2.6	2.5	2.6	2.9
经营利润率 (%)	(0.6)	1.6	1.7	1.9	2.3
净利率 (%)	(0.6)	2.1	1.4	1.7	2.0
资产回报率 (%)	(1.4)	5.1	3.5	4.6	5.7
股东资金回报率 (%)	(4.4)	16.7	11.2	14.4	16.3
流动比率 (倍)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
净资产负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

尽管高增长前景，但估值合理

分析员：罗沛达 Danny Law

拼多多(PDD US)

股价：US\$85.840

评级：中性

目标价：US\$84.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	Earnings /ADS (RMB)	Earnings /ADS (Δ%)	PER (x)	BV/ADS (RMB)	PBR (x)	DP/ADS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	13,120	(10,298)	(13.877)	n.a.	n.a.	25.365	23.3	0.000	0.0	(115.5)
2019A	30,142	(6,968)	(6.023)	n.a.	n.a.	21.306	28.1	0.000	0.0	(32.1)
2020F	48,471	(9,539)	(8.140)	n.a.	n.a.	14.264	42.5	0.000	0.0	(46.1)
2021F	73,657	(1,108)	(0.933)	n.a.	n.a.	13.316	45.5	0.000	0.0	(6.8)
2022F	100,210	6,385	5.309	n.a.	114.1	16.153	37.5	0.000	0.0	36.2
已发行 ADS ADS in issue (m)				1,163.6	大股东 Major shareholder				黄峥 43.3%	
市值 Market cap. (US\$ m)				99,885.1	流通比例 Free float (%)				56.7	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				8,853.7	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (US\$)				90.480/19.105	FY20 EV/GP FY20 企业价值/毛利				19.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									29.9 / 138.0 / 314.0	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									24.3 / 102.4 / 288.8	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司第一季度收入好于市场及我们的预期，但亏损扩大。总收入同比增长 43.9%至人民币 6,541 百万元，好于我们和市场的预期。毛利率为 72.0%，同比下降 8.8 个百分点，低于我们的预期 1.8 个百分点。净利方面，非 GAAP 归属于普通股股东的净亏损为人民币 3,170 百万元，高于我们的预期。年度活跃买家达 6.281 亿，同比增长 41.7%，而每月平均活跃用户数为 4.874 亿，同比增长 68.2%。活跃买家平均年度支出金额达到人民币 1,842.4 元。截至 2020 年 3 月 31 日的十二个月内的电商交易总额为人民币 11,572 亿元，同比增 107.6%。尽管亏损于 2020 年第 1 季度有所扩大，但在新冠肺炎疫情爆发期间，公司的经营指标（例如：活跃买家、每位活跃买家平均年度支出及电商交易总额）仍以较快的速度增长。我们认为该等经营指标仍有空间增长，特别是每位活跃买家平均年度支出，相信在疫情后消费者消费模式转变，公司加快在品类扩展，以及公司持续的补贴计划，将对每位活跃买家平均年度支出带来更大的增长空间。这对公司收入增长将带来支持，惟这将会对盈利带来压力，但我们仍维持公司在非 GAAP 基准下于 2021 年将会盈利的看法，主要是受到规模效应所支持。

尽管我们对公司增长前景仍乐观，但公司股价在过在几个月已大幅飙升，现时估值已达较高水平。因此我们维持公司投资评级为“中性”。目标价 84.00 美元，相当于 18.4 倍 2020 年 EV/GP。

正面因素分析

- 疫情加快消费习惯的重塑。
- 公司跟国美电器合作，增强客户信任度。
- 公司加快直播业务发展，对转化率提升有帮助。

风险分析

- 公司扩展高价单产品失败。
- 活跃用户增长持续放缓或倒退。
- 以“烧钱模式”扩张，现金耗尽时需再筹集资金。

负面因素分析

- 公司不断补贴以支持其快速增长，对盈利有负面影响。
- 生态系统较其他主要竞争对手小。

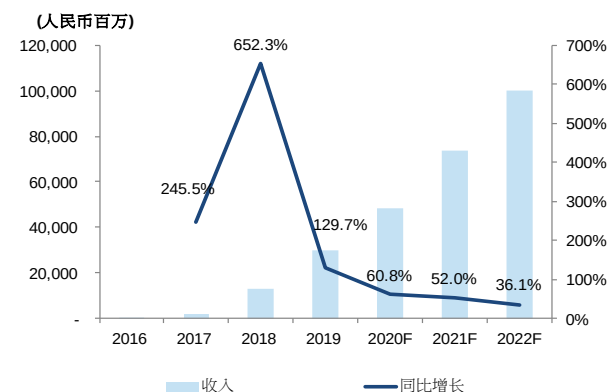
损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	13,120	30,142	48,471	73,657	100,210
销售成本	(2,905)	(6,339)	(11,420)	(15,620)	(20,614)
毛利	10,215	23,803	37,051	58,036	79,596
市场销售费用	(13,442)	(27,174)	(39,456)	(50,686)	(63,244)
管理费用	(6,457)	(1,297)	(2,046)	(2,390)	(2,911)
研发费用	(1,116)	(3,870)	(6,252)	(7,369)	(8,686)
经营溢利	(10,800)	(8,538)	(10,703)	(2,408)	4,755
净财务(开支)/收入	595	1,459	1,065	1,181	1,486
其他收益	(12)	83	99	119	143
税项	0	0	0	0	0
股权投资应占业绩	0	29	(0)	0	0
少数股东权益	(80)	0	0	0	0
股东应占溢利	(10,298)	(6,968)	(9,539)	(1,108)	6,385
每股 ADS 盈利 (人民币)	(13.877)	(6.023)	(8.140)	(0.933)	5.309

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	652.3	129.7	60.8	52.0	36.1
净利增长 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
毛利率 (%)	77.9	79.0	76.4	78.8	79.4
经营利润率 (%)	(82.3)	(28.3)	(22.1)	(3.3)	4.7
净利率 (%)	(78.5)	(23.1)	(19.7)	(1.5)	6.4
资产回报率 (%)	(36.5)	(11.7)	(12.0)	(1.3)	6.8
股东资金回报率 (%)	(115.5)	(32.1)	(46.1)	(6.8)	36.2
流动比率 (倍)	1.7	1.6	1.2	1.2	1.2
净资产负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

拼多多收入预测



资料来源：国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

预计广告和营销业务承压

分析员：周恒葳 Jason Zhou

微博(WB US)

评级：中性

股价：US\$33.600

目标价：US\$38.00

End 12/31	Turnover (USD m)	Net Profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	1,719	572	2.556	59.9	13.1	7.813	4.3	0.000	0.0	38.9
2019A	1,767	495	2.194	(14.2)	15.3	10.121	5.3	0.000	0.0	24.6
2020F	1,624	449	1.975	(10.0)	17.0	12.294	4.9	0.000	0.0	17.7
2021F	1,801	518	2.263	14.6	14.8	14.676	4.5	0.000	0.0	16.8
2022F	2,043	596	2.579	14.0	13.0	17.378	4.1	0.000	0.0	16.2
已发行股本 Shares in issue (m)				226.0	大股东 Major shareholder				Sina	45.2%
市值 Market cap. (US\$ m)				7,560.0	流通比例 Free float (%)					45.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				1,974.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					3.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				55.520/29.500	FY20-22 PEG					2.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(18.1) / (31.1) / (31.6)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(26.1) / (35.1) / (53.7)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第 1 季度非 GAAP 股东净利符合市场预期但低于我们的预期，主要由于高于预期的销售成本。微博还公布了 2020 年第 2 季度收入同比增长指引，范围在-7%至-12%。由于对宏观不利因素的担忧，我们对微博 2020-2022 年广告和营销收入持中性看法。此外，我们对公司的月活跃用户货币化效率感到担忧。根据我们的计算，月活跃用户潜在价值的增长率从 2018 年第 2 季度开始放缓，且从 2019 年第 2 季度开始转为负值，这与月活跃用户的增长方向相反。我们预计微博于 2020 年第 2 季度的月活跃用户同比增速为 12.5%，并达到 5.47 亿。由于对绿洲的预期市场支出，我们认为微博经营利润率将承压。

公司的投资评级为“中性”及目标价为 38.00 美元，目标价相当于 16.7 倍 2019 年非 GAAP 市盈率、14.9 倍 2020 年非 GAAP 市盈率和 13.1 倍 2021 年非 GAAP 市盈率。

正面因素分析

- 用户基数稳步上升。
- 推出的直播应用和短视频应用。

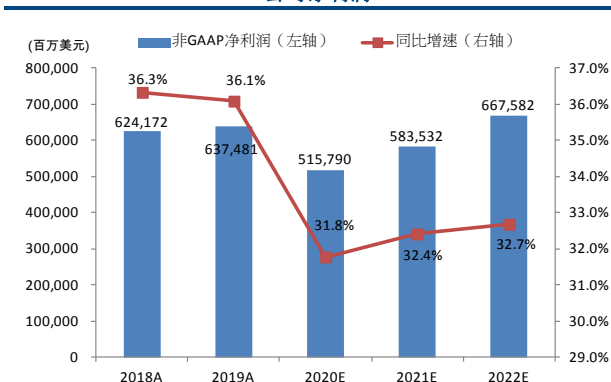
风险分析

- 宏观经济影响广告收入。
- 政府加强监管社交平台。
- 广告业务竞争加剧。

负面因素分析

- 月活跃用户货币化效率与用户增速产生背离。
- 受疫情影响导致广告主总预算减少。
- 广告业务放缓。

公司净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业收入	1,719	1,767	1,624	1,801	2,043
营业成本	(278)	(329)	(323)	(345)	(387)
毛利	1,441	1,438	1,301	1,455	1,656
销售费用	(527)	(465)	(439)	(500)	(578)
研发费用	(250)	(284)	(273)	(272)	(297)
管理费用	(44)	(91)	(81)	(87)	(96)
经营利润	609	598	508	596	685
投资收益及减值	16	(42)	(13)	(19)	(22)
利息及其他收入	44	47	59	52	51
税前利润	669	602	555	629	714
税项	(96)	(110)	(107)	(112)	(120)
税后利润	573	493	448	517	594
少数股东权益	(1)	2	1	2	2
股东应占净利润	572	495	449	518	596
非 GAAP 股东利润	624	637	516	584	668
非 GAAP 每股盈利 (美元)	2.556	2.194	1.975	2.263	2.579

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
非 GAAP 毛利率 (%)	83.8	81.4	80.1	80.8	81.0
非 GAAP 经营利润 (%)	38.5	37.5	35.6	36.9	37.2
非 GAAP 净利率 (%)	36.3	36.1	31.8	32.4	32.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

私有化可见性高，但股价已反映

分析员：罗沛达 Danny Law

58 同城(WUBA US)

股价: US\$53.940

评级：中性

目标价: US\$56.00

			Earnings								
End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	/ADS (RMB)	Earnings /ADS (△%)	PER (x)	BV/ADS (RMB)	PBR (x)	DP/ADS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	13,138	1,997	13.543	53.6	27.4	149.341	2.5	0.000	0.0	9.6	
2019A	15,577	8,278	55.589	310.5	6.8	207.708	1.8	0.000	0.0	31.3	
2020F	15,516	2,001	13.305	(76.1)	28.6	218.967	1.7	0.000	0.0	6.3	
2021F	18,701	2,853	18.785	41.2	20.3	235.596	1.6	0.000	0.0	8.3	
2022F	20,807	3,220	20.990	11.7	18.1	254.265	1.5	0.000	0.0	8.6	
已发行 ADS ADS in issue (m)					149.9	大股东 Major shareholder			姚劲波	10.2%	
市值 Market cap. (US\$ m)					8,083.7	流通比例 Free float (%)			89.8		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (*000)					1,261.7	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (US\$)					69.890/37.920	2020 年市销率 2020 PS			3.7		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										7.8 / 15.3 / (16.3)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										2.1 / (20.4) / (41.5)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年一季度收入同比减少 15.5%至人民币 2,560 百万元，超出我们预期 16.9%。2020 年一季度毛利率为 87.9%，同比下跌 2.9 个百分点，超出我们预计 1.3 个百分点。非 GAAP 普通股股东净利润为人民币 2,244 百万元，同比增长 414.7%。非 GAAP 普通股股东净利率达到 87.6%，同比上升 73.2 个百分点。鉴于公司的 GAAP 净利润主要来自金融财务活动，因此我们认为业绩可能显示出高估了盈利能力。总而言之，尽管业绩好于预期，但盈利能力的提高并不是有机的和未必能够持续的。同时，公司签订了最终的私有化协议。公司将由投资者财团收购，该交易暗示的公司股权价值约为 87 亿美元。目前，收购价格为每 ADS 56.00 美元，与原建议收购价格相比增加了 1.8%。2020 年 4 月 31 日，公司披露了初始投资者财团成员合计持有公司已发行和流通股份总数约 44.1%的总投票权。这意味着仍需要获得 22%至 23%的投票权来通过收购建议。根据公司最新的年度报告，腾讯控股有限公司(00700 HK, “腾讯”)为公司主要股东之一，拥有公司总投票权的 28.3%。同时，腾讯在公司董事会中占有一席之地。在董事会已批准的情况下，我们预计腾讯亦可能会支持此收购建议，从而导致公司超过三分之二的投票权通过收购建议。

投资评级为“中性”。虽然公司私有化可见性高，但由于现价已接近收购价格，因此我们维持投资评级为“中性”。目标价为 56.00 美元，相当于 25.1 倍的 2020 年预测非 GAAP 市盈率。

正面因素分析

- 国内疫情舒缓，进一步开启经济，对公司业务复苏有利。
- 由于利润率较高，有更多空间去调整策略以应对不确定性环境。
- 公司属净现金型公司，拥有大量现金流在手可作投资。

风险分析

- 人民币贬值风险。
- 新业务孵化失败。
- 公司私有化失败。

负面因素分析

- 公司业务增务面临增长放缓。
- 更多竞争来自招聘及房屋类别。

损益表

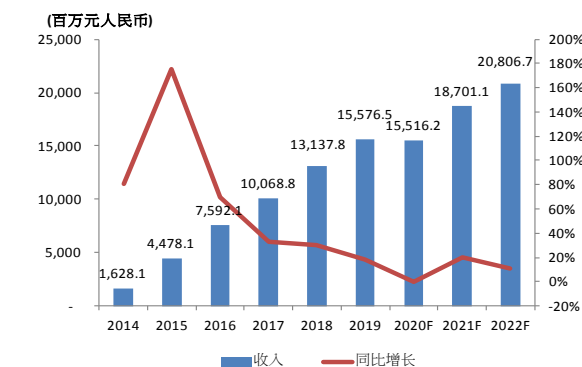
截至 12 月底 (百万元人民币)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
营业额	13,138	15,577	15,516	18,701	20,807
销售成本	(1,438)	(1,798)	(2,063)	(2,346)	(2,671)
毛利润	11,700	13,778	13,454	16,355	18,136
产品发展费用	(1,703)	(2,059)	(2,239)	(2,833)	(3,095)
销售费用	(6,862)	(8,050)	(8,406)	(9,744)	(10,822)
管理费用	(749)	(817)	(844)	(876)	(897)
经营溢利	2,387	2,852	1,964	2,902	3,321
净财务(开支)收入	16	56	56	57	59
其他收益	27	6,371	704	790	811
税项	(300)	(834)	(463)	(637)	(712)
少数股东权益	(132)	(167)	(260)	(259)	(258)
股东应占溢利	1,997	8,278	2,001	2,853	3,220
每份 ADS 盈利 (人民币)	13.543	55.589	13.305	18.785	20.990

重要财务比率

	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	30.5	18.6	(0.4)	20.5	11.3
净利增长 (%)	55.4	314.5	(75.8)	42.6	12.8
毛利率 (%)	89.1	88.5	86.7	87.5	87.2
EBITDA 率 (%)	21.3	20.9	14.6	17.0	17.1
经营利润率 (%)	18.2	18.3	12.7	15.5	16.0
净利率 (%)	15.2	53.1	12.9	15.3	15.5
资产回报率 (%)	6.6	22.0	4.5	6.0	6.3
股东资金回报率 (%)	9.6	31.3	6.3	8.3	8.6
流动比率 (倍)	1.7	2.4	2.5	2.8	3.0
净资产负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

58 同城收入增长预期



资料来源：公司、国泰君安国际。

机械行业

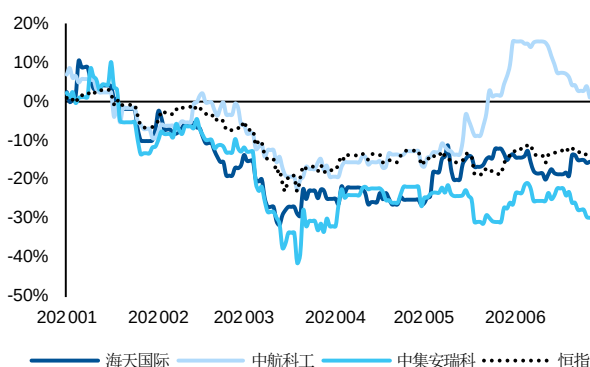
分析员：冯廷帅 David Feng

跑赢大市

股价表现回顾

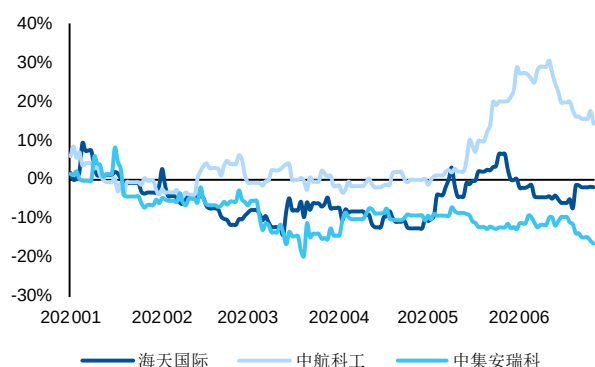
2020 年上半年机械股表现较为分化，整体略跑赢大市。2020 年上半年，我们所覆盖的 3 家香港上市机械股的市值加权平均绝对回报为-10.4%，同期恒指跌幅为 13.3%，整体小幅跑赢大市 2.9 个百分点。1-3 月，受新冠疫情冲击，机械股整体跟随大市下行，其中中航科工(02357 HK)因军工行业需求受疫情冲击较小而表现相对较好。3 月以来随着国内全面复工复产，行业整体有所反弹，然而疫情的全球蔓延令对海外需求依赖较强的海天国际(01882 HK)和中集安瑞科(03899 HK)股价承压。主要受车市回暖带动，海天国际的股价于 4-5 月出现反弹。其后，中航科工在地缘政治风险上升及股份回购等因素的拉动下股价表现一度强势。

我们所覆盖机械股绝对回报



资料来源：彭博、国泰君安国际。

我们所覆盖机械股相对回报

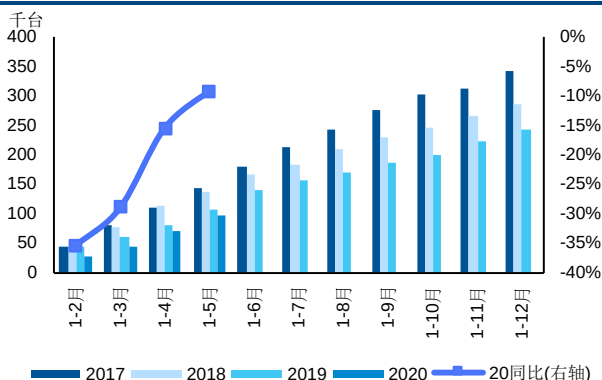


资料来源：彭博、国泰君安国际。

塑料机械行业

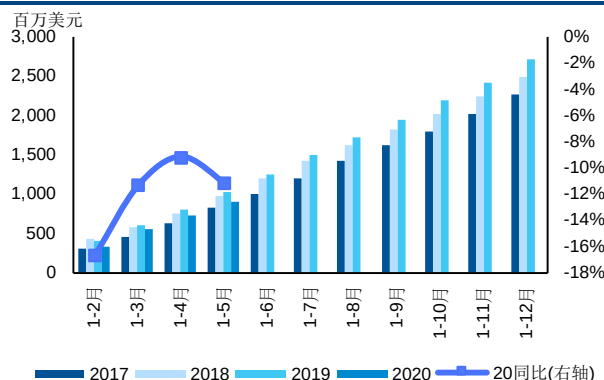
受疫情全球扩散影响，塑机行业复苏力度略有放缓。2020 年 1-5 月，全国塑料加工机械产量同比降 9.1%，5 月单月的产量同比增 10.5%，较 4 月的 23.0%有所放缓。值得注意的是，2019 年同期的基数在近年来已属于偏低水平，新冠疫情将令塑机行业的复苏周期受到进一步推迟。由于海外疫情的严重性日益突出，出口方面的需求面临更大的不确定性。1-5 月全国塑料加工设备出口额同比降 11.2%，逆转了 3-4 月的复苏态势，而 5 月单月的出口额则同比降 18.6%，显示出口市场正在恶化。我们认为在海外疫情得到有效控制之前，除了国外注塑机客户的需求会直接承压以外，国内从事出口商品加工的客户也会面临压力，从而间接影响国内注塑机需求。

全国塑料加工机械产量



资料来源：中国机械工业联合会、国泰君安国际。

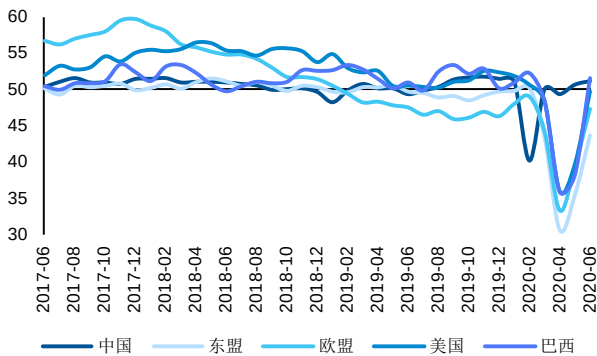
全国塑料加工设备出口额



资料来源：中国海关总署、国泰君安国际。

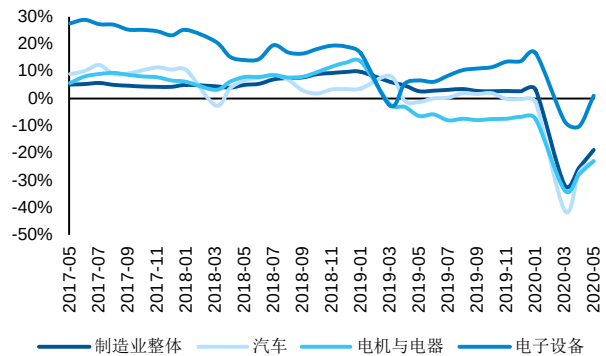
国内制造业保持景气，电子行业引领塑机下游需求修复。2020年6月，中国官方制造业PMI为50.9，较5月上升0.3，已连续4个月处于荣枯线以上，显示国内制造业维持了稳步修复的状态。其他地区的PMI尽管也有较大改善，然而我们预计海外制造业的整体复苏节奏将显著慢于国内。塑机行业的主要下游行业中，电子行业的引领了下游需求的复苏，力度显著强于汽车和家电行业，其主要是受在家办公需求对于个人电脑以及5G更新换代需求对智能手机等通讯器材的拉动。加上疫情对医疗、包装等行业下游需求的拉动，我们认为年内小型注塑机需求有望维持强劲。然而，中大型注塑机的需求修复仍有待汽车和家电行业的全面复苏，需时或将较长。

各地区制造业 PMI



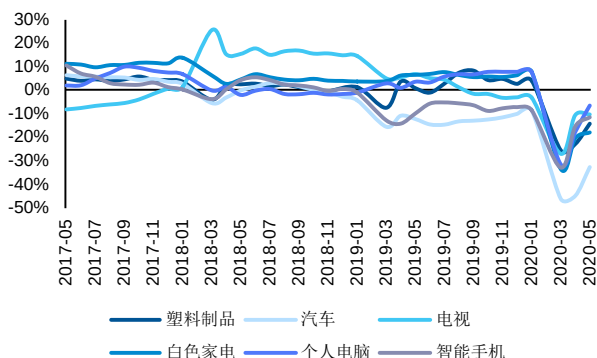
资料来源：IHS Markit、国泰君安国际。

国内塑机主要下游行业固定资产投资累计增速



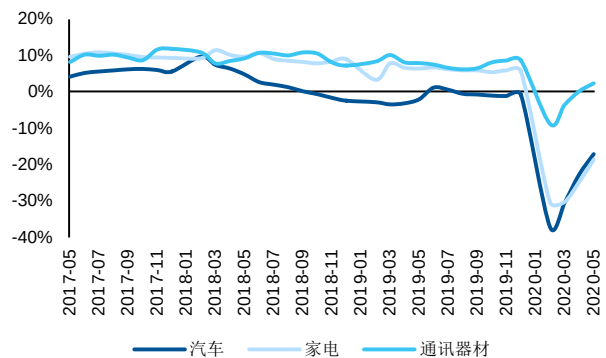
资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

国内塑机主要下游产品产量累计增速



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

国内塑机主要下游企业零售额累计增速



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

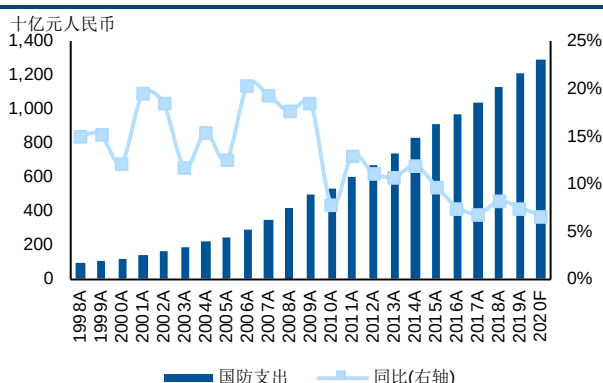
2020年第一季度塑机主要厂商与上游供应商表现喜忧参半。A股塑机龙头伊之密(300415 CH)尽管2020年第一季度收入同比下降27.2%，但同期新签合同额同比仅下降7.3%，表明期内收入的下降主要是由于疫情致使产品不能按期交付所致，需求端的恶化程度相对较轻。另一塑机厂商泰瑞机器(603289 CH)第一季度收入同比下降30.1%，降幅与伊之密基本一致。主要面向海外市场的全球领先塑机企业克劳斯玛菲(600579 CH)由于第一季度海外疫情影响相对较小，收入同比仅下降5.2%。核心零部件供应商方面，2020年第一季度塑机控制系统供应商弘讯科技(603015 CH)收入同比降1.3%，而同期伺服系统供应商汇川技术(300124 CH)伺服产品收入同比增长20.6%，二者的整体表现好于预期。综合来看，我们认为塑机行业有望在第二季度迎来国内需求的强劲反弹，然而海外需求仍面临较大不确定性。

军工行业

国防预算稳步增长，装备采购有望提速。尽管新冠疫情为宏观经济带来了较大的下行压力，2020年中国国防预算维持了6.6%的稳步同比增长，为整个军工行业的逆周期性奠定了坚实的基础。由于我国军品采购具有一定的周期性，在每个五年规划期间通常呈现前松后紧的趋势，我们认为2020年作为“十三五”规划的收官之年，军品订单有望在年内充分释放。16年以来的军改对于装备采购的相应影响已逐渐淡化，预计在装备采购费用比重不断提升的背景下，各项装备采购有望提速。此外，在中美关系持续恶化以及南海、台湾和印度等周边地缘政治风险有所上升的压力下，军备加速列装的紧迫性将日益凸显。与其他制造业企业相比，军工制造企业生产进度计划性强，军

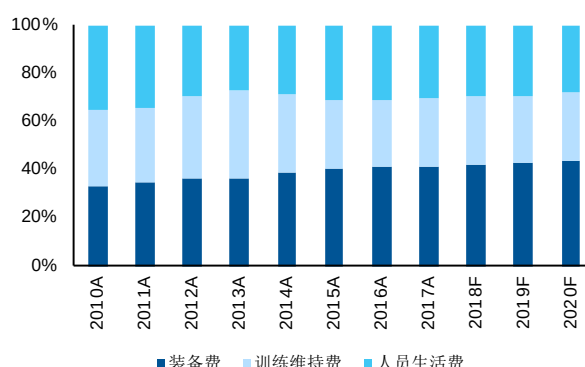
方需求确定性高，且由于长期处在西方封锁之下，产业链自主可控相对封闭，因此受外部环境的影响较小，全年维持收入增长的确性较强。

中国国防支出



资料来源：中国国防部、国泰君安国际。

中国国防支出各成分占比

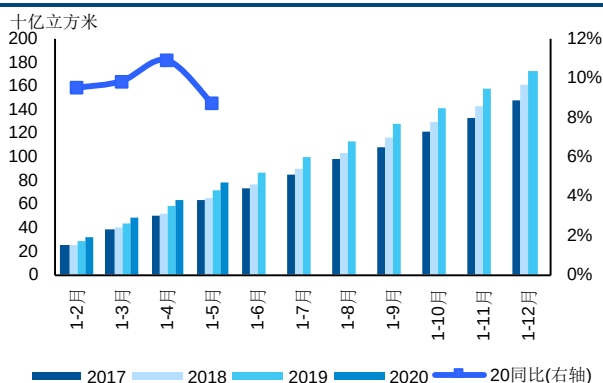


资料来源：中国国防部、国泰君安国际。

能源装备行业

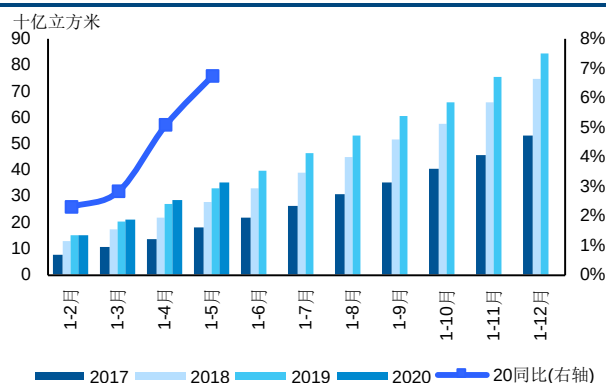
国内天然气需求稳步恢复，中国今年有望成为全球最大 LNG 进口国。随着各地全面复工复产，2020 年 1-5 月国内天然气表观消费量同比增长 5.3%，较 1-4 月提升 2.3 个百分点。气源方面，由于 LNG 价格跟随原油价格大幅回落，4-5 月的 LNG 进口量显著增长，国内产量的增长受到了一定程度的抑制。基于更为迅速的经济复苏，中国 2020 年全年 LNG 的进口量有望超越日本跃居全球第一，LNG 运输装备需求将维持强劲。

国内天然气产量



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

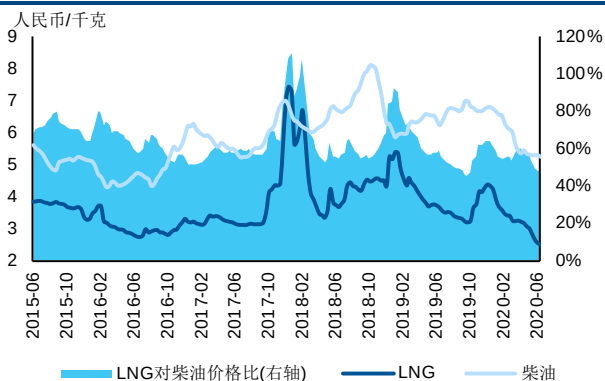
国内 LNG 进口量



资料来源：中国海关总署、国泰君安国际。

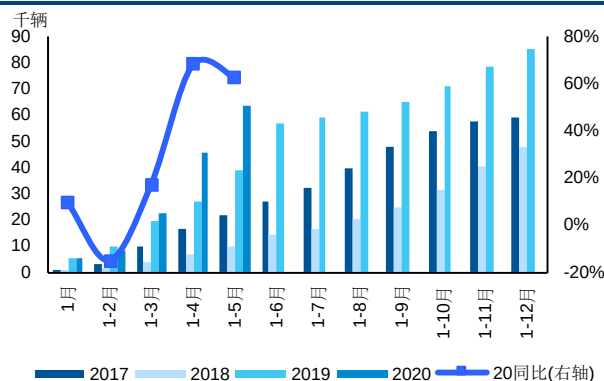
LNG 价格走低令经济性更加凸显，有利于带动下游应用需求扩张。截至 2020 年 6 月中旬，国内 LNG 与柴油的市场价格之比达 47.8%，接近历史低位。由于国内成品油定价存在“地板价”的机制，即当原油价格跌至每桶 40 美元以下后，国内成品油的零售价格便不会进一步下调，而同样与原油价格关联的 LNG 价格并不受此限制，因此当原油价格维持低位时，LNG 的经济性会更加凸显，带动下游应用需求扩张。2020 年 1-5 月全国天然气重卡销量同比增 63%，渗透率已创 9.9% 的新高，与之配套的 LNG 车载燃料罐需求将受到显著带动。此外，国际海事组织针对船用燃油的“限硫令”已于 2020 年 1 月 1 日正式生效，尽管原油价格下跌令高低硫油的价差有所降低，但转向更为清洁的 LNG 动力依然是一种值得考虑的选择，LNG 船用燃料罐等相关产品将持续受惠。

国内 LNG 与柴油市场价格对比



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

全国天然气重卡销量



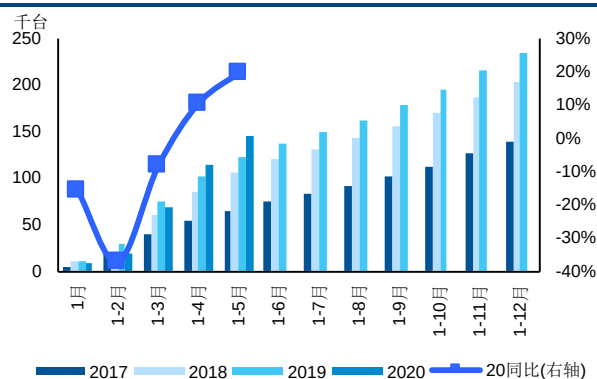
资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

加快推进天然气储备能力建设的实施意见出台，利好相关储运装备需求。2020年4月10日，国家发改委发布了《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》，目前储气基础设施建设滞后的现状将有望得到改观。意见提出要突出规模效应，优先建设地下储气库、北方沿海LNG接收站和重点地区规模化LNG储罐。鼓励现有LNG接收站扩大储罐规模，鼓励城市群合建共用储气设施，形成区域性储气调峰中心。发挥LNG储罐宜储宜运、调运灵活的特点，推进LNG罐箱多式联运试点示范，多措并举提高储气能力。我们认为在上述政策的引导下，储气设施的集中化和大型化将利好设计和建设实力更为强劲的龙头企业，更程度的标准化也将有利于龙头企业发挥其规模优势。此外，在大规模储气设施受投资和建设周期限制较大的情况下，LNG罐箱需求有望凭借储运灵活的优势得到进一步提振。

工程机械行业

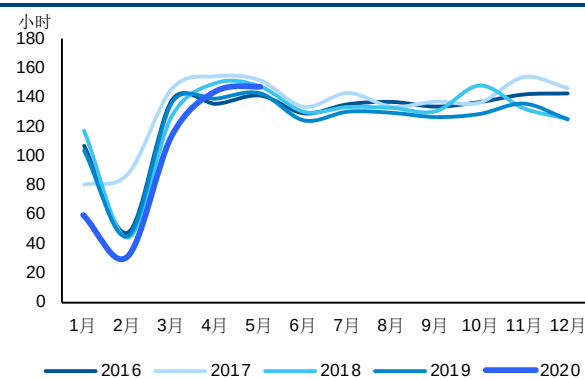
挖掘机销量大超预期，工程机械行业景气持续。2020年1-5月，全国挖掘机销量同比增19.4%至14.58万台，已超过2017年全年的销量，5月单月销量同比大增68.0%，继4月59.9%的同比增长继续加速。我们认为本轮销量的高增长一方面是由于疫情导致了市场订单交付推迟，而另一方面则是由于环保排放标准升级以及2009年四万亿投资期间大量采购的存量设备到达10年使用年限，从而进入置换周期所致。同时，工程机械行业的持续景气也反映了市场对于未来基建投资加速落地的良好预期。5月中国地区小松挖机月均开工小时数升至147小时，较去年同期高4.4个小时，显示下游施工需求已稳步恢复。尽管进入淡季后，国内需求增长或有所放缓，且出口需求在海外疫情冲击有恶化趋势，我们认为在充足的在手订单支撑下，以挖掘机为代表的工程机械行业下半年有望维持高景气，全年业绩增长可期。

全国挖掘机销量



资料来源：中国工程机械工业协会、国泰君安国际。

中国康查士挖掘机月均开工小时数



资料来源：小松制作所、国泰君安国际。

投资建议

行业投资评级为“跑赢大市”，首选中集安瑞科。塑机行业方面，尽管国内小型注塑机下游需求预计将维持旺盛，然而中大型注塑机和出口相关需求的复苏仍存在较大变数，行业整体需求的复苏或需要更长时间。在国防预算稳步增长，地缘政治风险日益上升，部队装备采购有望提速的前提下，中航科工将充分受益于以直-20为代表的新一代航空军备加速列装，其收入增长的确性较强。工程机械方面，我们认为在环保升级和置换周期需求的支撑下，行业整体的高景气有望在下半年继续维持。能源装备行业方面，我们认为国内天然气消费将重回高速增长的轨道，低位运行的气价将显著拉动以 LNG 车载瓶为代表的下游终端需求，而天然气储存设施需求也将在相关政策推动下加速释放。因此，我们的行业首选为天然气储运装备龙头中集安瑞科。尽管中集安瑞科的海外业务面临一定的不确定性，但目前其偏低的估值已提供了较好的安全边际。基于各细分行业的前景预期，我们对机械行业下半年的整体表现持乐观态度，给予行业“跑赢大市”的投资评级。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
海天国际	01882	15.740	中性	14.1	12.4	11.3	1.6	11.8	2.3
中航科工	02357	3.510	买入	12.8	10.4	8.8	1.0	8.1	1.1
中集安瑞科	03899	3.070	买入	5.7	4.5	3.7	0.7	13.2	7.8
市值加权平均			跑赢大市	12.6	10.7	9.4	1.3	10.5	2.5

资料来源：国泰君安国际。

国内需求稳步恢复但海外不确定性仍存

分析员：冯廷帅 David Feng

海天国际(01882 HK)

评级：中性

股价：HK\$15.740

目标价：HK\$14.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	10,851	1,917	1.201	(4.5)	11.9	7.469	1.9	0.384	2.7	17.1
2019A	9,810	1,751	1.097	(8.7)	13.1	8.220	1.7	0.360	2.5	14.0
2020F	9,474	1,616	1.013	(7.7)	14.1	8.886	1.6	0.334	2.3	11.8
2021F	9,945	1,840	1.153	13.8	12.4	9.680	1.5	0.380	2.7	12.4
2022F	10,450	2,015	1.262	9.5	11.3	10.543	1.4	0.417	2.9	12.5
已发行股本 Shares in issue (m)					1,596.0	大股东 Major shareholder			天富资本 27.2%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					25,121.0	流通比例 Free float (%)			34.8	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					964.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					21.000 / 12.080	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			14.3	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(3.8) / 9.3 / (3.0)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(10.2) / 5.8 / 11.5	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

今年3月以来，公司国内接单与出货稳步恢复，子公司海天塑机3月订单接获和交付的注塑机订单量分别为约5,000台和逾4,000台，均创单月历史新高。医疗、外卖包装等疫情相关下游行业的需求一度受益于新冠疫情，带动了对于小型注塑机的需求。另一方面，公司持续向高端市场发起攻势。5月，公司完成了为海外客户订制的超大型两板机的装配工作，整机重量达410吨，是公司外销机型有史以来最大的一台，为公司角逐国际高端注塑机市场奠定了新的里程碑。然而，由于汽车与家电行业的需求全面恢复仍有待时日，中大型机在公司产品组合中的占比或将下降，或将拖累公司整体利润率。此外，疫情的全球蔓延对出口相关需求的影响仍不容乐观。我们目前对公司的投资评级为“中性”，目标价为14.30港元，对应12.7倍/11.2倍/10.2倍的2020-2022年市盈率和1.4倍的2020年市净率。

正面因素分析

- 国内制造业整体稳步复苏。
- 疫情相关产品带动小型注塑机需求。
- 上半年钢材价格整体回落利好成本端。

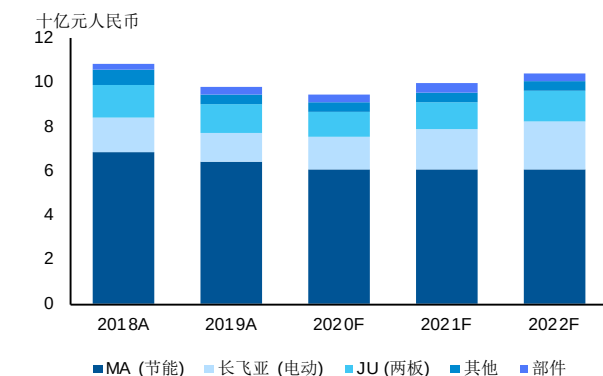
负面因素分析

- 汽车与家电两大重要下游行业需求受疫情打击严重。
- 疫情全球蔓延或对出口需求造成打击。

风险分析

- 小型注塑机占比提升，或将拉低利润率。
- 全电动机型和两板机渗透率提升或将放缓。

各系列注塑机销售额



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	10,851	9,810	9,474	9,945	10,450
营业成本	(7,425)	(6,711)	(6,413)	(6,586)	(6,869)
毛利润	3,426	3,099	3,062	3,359	3,580
其他收入及损益	317	486	372	383	424
销售费用	(811)	(752)	(741)	(772)	(801)
管理费用	(694)	(689)	(708)	(717)	(745)
经营利润	2,237	2,143	1,985	2,253	2,458
财务费用	123	39	18	27	39
应占联营与合营公司业绩	2	2	4	4	5
税前利润	2,362	2,184	2,007	2,285	2,502
所得税	(446)	(434)	(391)	(445)	(487)
少数股东权益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
股东利润	1,917	1,751	1,616	1,840	2,015
每股盈利(人民币)	1.201	1.097	1.013	1.153	1.262

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率(%)	31.6	31.6	32.3	33.8	34.3
经营利润率(%)	20.6	21.8	21.0	22.7	23.5
净利率(%)	17.7	17.8	17.1	18.5	19.3
股东资金回报率(%)	17.1	14.0	11.8	12.4	12.5
资产收益率(%)	9.8	9.0	8.1	8.8	8.9
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

军机采购有望提速，回购彰显发展信心

分析员：冯廷帅 David Feng

中航科工(02357 HK)
评级：买入
股价：HK\$3.510
目标价：HK\$4.60

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	35,756	1,286	0.215	4.9	14.9	2.777	1.2	0.030	0.9	8.0	
2019A	42,119	1,377	0.220	2.3	14.5	2.959	1.1	0.030	0.9	7.7	
2020F	46,787	1,560	0.250	13.6	12.8	3.214	1.0	0.035	1.1	8.1	
2021F	53,360	1,920	0.308	23.2	10.4	3.517	0.9	0.040	1.3	9.1	
2022F	59,967	2,265	0.363	17.9	8.8	3.864	0.8	0.050	1.6	9.8	
已发行股本 Shares in issue (m)				6,213.2	大股东 Major shareholder				中航工业集团 56.0%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				21,808.2	流通比例 Free float (%)				39.2		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				15,786.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				4.620 / 2.630	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				5.4		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(0.6) / 17.4 / (17.8)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(6.9) / 13.9 / (3.4)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

航空工业集团旗下各大主机厂全年交付目标维持不变，公司旗下的子公司中，昌飞零部件一季度实现均衡生产，洪都航空一季度完成飞机试飞交付 23 架，哈飞自主研制的民用直升机 AC312E 顺利完成全部试飞任务并首次交付客户。公司的资产整合进程稳步推进，对于中航直升机的收购预计将在年内落下帷幕，并表后来自中直股份的净利润贡献将提升 46.1%。公司于 2020 年 5 月 26 日至 6 月 22 日间进行了一系列场内回购，累计数量达 3,445.9 万股，占回购开始前总股本的 0.5518%，累计斥资 1.218 亿港元，平均回购价格约为 3.53 港元。公司获授权回购不超过回购开始前总股本 10% 的股份，按 6 月 30 日的收盘价 3.51 港元计算，完成剩余回购所需的资金为 20.71 亿港元，而公司截至 2019 年末拥有 130.6 亿元人民币的在手现金，足以完成本次回购。由于被回购的股份将予以注销，每股盈利将有所增厚，一定程度上将部分抵消因收购中航直升机增发新股而带来的摊薄。我们目前对公司的投资评级为“买入”，目标价为 4.60 港元，对应 16.8 倍/13.6 倍/11.5 倍的 2020-2022 年市盈率 and 1.3 倍的 2020 年市净率。

正面因素分析

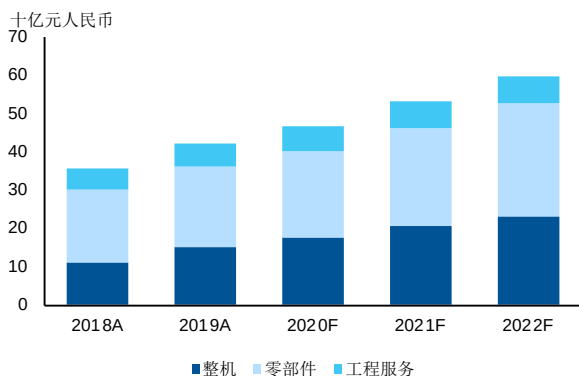
- 国防预算维持稳步增长。
- 股份回购增厚每股盈利。
- 资产整合稳步推进。

负面因素分析

- 为收购中航直升机而增发的新股将产生摊薄效应。
- 军品定价机制改革效果有待落地，产品利润率仍偏低。

风险分析

- 部队采购力度不及预期。
- 通用航空空域开放慢于预期，压制民用直升机需求。

各分部收入


资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	35,756	42,119	46,787	53,360	59,967
营业成本	(27,962)	(33,104)	(36,813)	(41,878)	(47,012)
毛利润	7,794	9,015	9,974	11,482	12,955
其他收入及损益	495	364	303	345	388
销售费用	(670)	(687)	(748)	(831)	(912)
管理费用	(4,529)	(5,295)	(5,759)	(6,398)	(7,024)
经营利润	3,090	3,397	3,770	4,598	5,407
财务费用	(404)	(391)	(401)	(368)	(372)
应占联营与合营公司业绩	213	228	251	274	297
税前利润	2,898	3,234	3,620	4,503	5,333
所得税	(323)	(298)	(409)	(551)	(667)
少数股东权益	(1,290)	(1,559)	(1,652)	(2,032)	(2,401)
股东利润	1,286	1,377	1,560	1,920	2,265
每股盈利(人民币)	0.215	0.220	0.250	0.308	0.363

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率(%)	21.8	21.4	21.3	21.5	21.6
经营利润率(%)	8.6	8.1	8.1	8.6	9.0
净利率(%)	3.6	3.3	3.3	3.6	3.8
股东资金回报率(%)	8.0	7.7	8.1	9.1	9.8
资产收益率(%)	2.9	3.0	3.2	3.6	3.9
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率(倍)	6.7	7.6	8.4	11.5	13.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

天然气储运装备需求增长前景不改

分析员：冯廷帅 David Feng

中集安瑞科(03899 HK)

评级：买入

股价：HK\$3.070

目标价：HK\$4.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	13,052	786	0.403	85.7	6.9	3.270	0.9	0.120	4.3	13.0
2019A	13,743	911	0.464	15.1	6.0	3.633	0.8	0.179	6.4	13.5
2020F	14,503	986	0.489	5.4	5.7	3.881	0.7	0.217	7.8	13.2
2021F	16,684	1,245	0.615	25.8	4.5	4.299	0.6	0.304	10.9	15.1
2022F	18,765	1,520	0.749	21.8	3.7	4.762	0.6	0.370	13.2	16.6
已发行股本 Shares in issue (m)				2,010.5	大股东 Major shareholder				中集集团	68.7%
市值 Market cap. (HK\$ m)				6,172.2	流通比例 Free float (%)					31.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				2,869.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				6.760 / 2.720	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)					4.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(4.4) / (3.8) / (51.3)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(10.7) / (7.3) / (36.9)	
资料来源：公司、国泰君安国际。										

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

尽管全球疫情对天然气消费造成冲击，公司的能源储运装备业务仍在有序拓展。年内，公司拿下了全球最大的 LNG 燃料供气系统供应商瓦锡兰公司的 7 艘海船 LNG 燃料罐及供气系统订单，并进入了豪华邮轮燃料罐的新兴市场。公司与德国 Hartman 集团签订了 5 艘 LPG 运输船订单，该系列为全球第一种双燃料全压式 LPG 运输船。“气化长江”战略取得突破，公司作为总包方参与清洁能源改造的国内首艘油气电混合动力内河船开启首航。此外，公司积极布局氢能产业链，与挪威 Hexagon 战略合作，开拓氢燃料电池储氢瓶市场。化工环境分部方面，公司与日本高端罐箱内衬加工商 SFS 公司合作的内衬加工车间投产，标志着公司向电子级高纯度化学品罐箱的进阶已更进一步。近期公司取得有关收购太平洋海工诉讼的一审胜诉，预示着长达数年的纠纷将以公司有利价格完成收购而收场。我们目前对公司的投资评级为“买入”，目标价为 4.70 港元，对应 8.6 倍/6.9 倍/5.7 倍的 2020-2022 年市盈率和 1.1 倍的 2020 年市净率。

正面因素分析

- LNG 价格低位运行，有利于刺激下游消费。
- 天然气重卡销量稳步增长，渗透率持续提升。
- 天然气储气设施建设有望受政策刺激而提速。

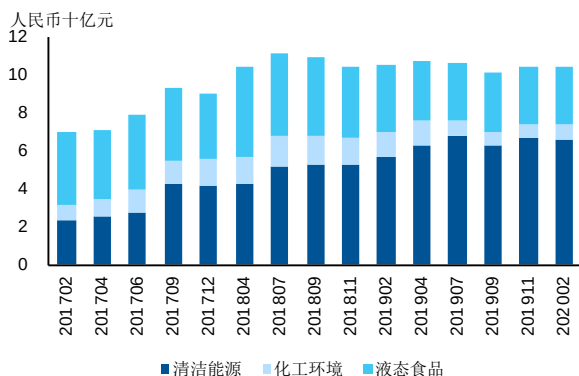
负面因素分析

- 国内天然气消费量增长受疫情冲击。
- 疫情全球蔓延不利于海外业务开展。

风险分析

- 原油价格持续震荡，为天然气能源经济性带来波动。
- 油气管网资源整合的进程存在不确定性。

各业务板块在手订单



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	13,052	13,743	14,503	16,684	18,765
营业成本	(10,826)	(11,392)	(11,981)	(13,744)	(15,415)
毛利润	2,226	2,351	2,522	2,939	3,351
其他收入及损益	333	259	256	282	315
销售费用	(372)	(360)	(370)	(397)	(421)
管理费用	(1,088)	(1,112)	(1,142)	(1,225)	(1,299)
经营利润	1,098	1,139	1,266	1,600	1,946
财务费用	(74)	(62)	(61)	(81)	(95)
应占联营与合营公司业绩	(4)	9	0	0	0
税前利润	1,020	1,086	1,205	1,519	1,851
所得税	(238)	(184)	(226)	(283)	(342)
少数股东权益	3	10	7	9	10
股东利润	786	911	986	1,245	1,520
每股盈利(人民币)	0.403	0.464	0.489	0.615	0.749

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率(%)	17.1	17.1	17.4	17.6	17.9
经营利润率(%)	8.4	8.3	8.7	9.6	10.4
净利率(%)	6.0	6.6	6.8	7.5	8.1
股东资金回报率(%)	13.0	13.5	13.2	15.1	16.6
资产收益率(%)	5.6	6.0	6.2	7.0	7.6
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率(倍)	14.9	18.5	20.7	19.7	20.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

工业制造行业

智能电视内容服务增长迅速

分析员：宋 涛 Andrew Song

创维集团(00751 HK)

评级：收集

股价：HK\$2.170

目标价：HK\$2.68

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	38,978	678	0.223	46.7	8.5	5.724	0.3	0.053	2.8	2.8
2019A	37,277	747	0.246	10.3	7.9	5.970	0.3	0.000	0.0	4.6
2020F	38,139	805	0.265	7.7	7.5	6.321	0.3	0.132	6.7	4.9
2021F	40,535	960	0.316	19.2	6.2	6.632	0.3	0.170	8.6	5.6
2022F	43,210	1,139	0.375	18.7	5.3	7.009	0.3	0.212	10.7	6.4
已发行股本 Shares in issue (m)				3,060.9	大股东 Major shareholder				Wei Ping Lin 40.8%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				6,642.2	流通比例 Free float (%)				58.2	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				12,986.1	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				91.0	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				2.590 / 1.510	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				3.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								8.5 / 31.5 / 3.3		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								2.1 / 28.0 / 17.8		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

创维 2019 年录得股东净人民币 747 百万元，同比上升 10.2%，符合预期。总收入同比下降 4.4% 至人民币 37,277 百万元，国内电视销售同比下降 16.8%，海外电视销售同比下滑 19.2%，主要由于在激烈竞争以及面板价格下降背景下平均售价降低。毛利率同比提升 1.6 个百分点至 20.5%，主要由于机顶盒销售的毛利率提升所致。由于促销和实行新的激励计划，销售和分销费用率同比提升 0.6 个百分点。

公司在 6 月提议以每股 2.80 港元的价格回购最多达 392.8 百万份股份，占已发行股份约 12.8%。如果要约得到全部接受，总代价共约为 1,099.8 百万港元。此外，公司将会向第三方出售其两家附属子公司，总交易代价为 1,321.2 百万元人民币，以提升公司的流动性并为其其他投资提供资金。总体电视行业在 2020 年仍面临挑战，但我们认为公司内容服务的快速增长以及软硬件结合的发展策略成为新的增长动力。我们维持“收集”的投资评级，目标价 2.68 港元，对应 9.0 倍 2020 年市盈率以及 7.6 倍 2021 年市盈率。

正面因素分析

- 高端电视占比提升。
- 智能电视系统货币化发展迅速。
- 面板价格企稳回落。

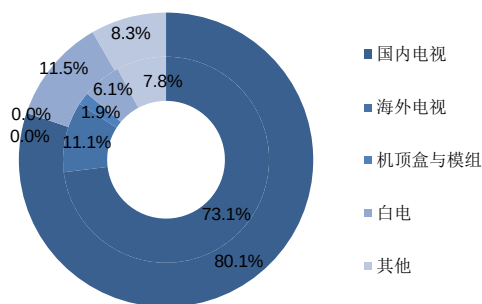
负面因素分析

- 国内电视销量增速放缓。
- 互联网电视品牌带来激烈竞争。
- 硬件盈利能力较低。

风险分析

- 行业价格战影响利润率表现。
- 海外疫情发展影响出口表现。

公司 2019 年各业务收入占比



损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	38,978	37,277	38,139	40,535	43,210
销售成本	(31,784)	(29,775)	(30,326)	(31,723)	(33,731)
毛利	7,194	7,502	7,813	8,812	9,479
其他收入	0	1,071	1,055	844	941
销售及配送费用	(3,689)	(3,757)	(4,005)	(4,216)	(4,321)
管理费用	(1,076)	(1,014)	(1,030)	(1,090)	(1,158)
经营溢利	1,480	2,011	2,037	2,484	2,985
净财务开支/收入	(447)	(484)	(525)	(539)	(560)
除税前盈利	1,033	1,553	1,533	1,969	2,450
税项	(194)	(522)	(383)	(492)	(612)
少数股东权益	(161)	(284)	(345)	(517)	(698)
净利润	678	747	805	960	1,139
每股盈利(人民币)	0.223	0.246	0.265	0.316	0.375

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	16.7	20.1	20.5	21.7	21.9
经营利润率 (%)	3.6	6.0	6.2	6.3	7.1
净利率 (%)	1.2	2.0	2.1	2.4	2.6
净资产回报率 (%)	2.8	4.6	4.9	5.6	6.4
存货周转期 (天)	35.1	18.5	21.3	24.8	31.1
资金周转期 (天)	62.3	61.7	60.0	60.0	59.0
净资产负债率 (%)	76.6	107.0	91.0	94.0	93.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司。

国内市场对铁路车辆需求稳步增长

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国中车(01766 HK)

评级：收集

股价：HK\$3.270

目标价：HK\$5.12

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	219,083	11,305	0.394	4.5	7.3	4.476	6.0	0.150	5.2	9.0	
2019A	229,011	11,795	0.411	4.3	7.1	4.735	0.6	0.150	5.1	8.9	
2020F	240,690	11,885	0.414	0.7	7.2	4.934	0.6	0.150	5.0	8.6	
2021F	261,548	13,155	0.458	10.6	6.5	5.178	0.6	0.150	5.0	9.1	
2022F	285,767	14,665	0.511	11.6	5.8	5.474	0.5	0.150	5.0	9.6	
已发行股本 Shares in issue (m)				28,698.9	大股东 Major shareholder				中国中车集团 50.3%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				93,845.3	流通比例 Free float (%)				49.7		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				21,099.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				净现金		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				6.670 / 3.140	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				7.7		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										(9.7) / (17.0) / (49.9)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(16.1) / (20.5) / (35.5)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国中车(01766 HK) 2020 年第 1 季度收入同比跌 15.8%至 334 亿元(人民币,下同), 股东净利同比跌 58.0%至 8 亿元。业绩符合预期。铁路装备收入同比跌 35.3%至 136 亿元, 主要因为动车组及机车招标因新冠疫情影响而延迟; 城轨与城市基础设施收入同比增 30.0%至 94 亿元, 主要因为交付的地铁产品增加; 新产业收入同比跌 5.4%至 91 亿元, 主要因为通用机电收入减少; 现代服务收入同比跌 28.1%至 13 亿元, 主要因物流业务持续缩减。整体毛利率同比跌 0.7 个百分点至 21.4%, 主要因为毛利率较高的动车组及机车收入占比减少。销售费用率同比提高 0.1 个百分点至 3.3%、行政管理费用率同比降低 0.2 个百分点至 7.0%、研发费用率同比提高 0.1 个百分点至 4.8%, 净财务费用率同比提高 1.4 个百分点至 2.1%, 主要因为短期贷款大增。2020 年第 1 季度公司新签订单约 542 亿元, 同比跌 11.2%; 其中海外新签 49 亿元, 同比跌 31.9%。

作为中国轨道交通装备制造行业的龙头企业, 公司受惠于国内高铁及地铁建设的热潮对动车组及地铁车辆的庞大需求, 而基于环保标准的提高而推行的“路改铁”政策, 以及鼓励绿色出行等政策, 将分别拉动对电动机车及货车, 以及地铁车辆的持续需求, 我们认为公司收入可维持长期稳步增长。维持其 5.12 港元的目标价, 对应 11.0 倍/8.9 倍/8.9 倍 2020/2021/2022 年市盈率。维持“收集”评级。

正面因素分析

- 电动机车及货车需求受货运“路改铁”的趋势推动增加。
- 国家鼓励绿色出行政策将长期拉动地铁车辆的需求。
- 粤港澳大湾区等多个区域发展规划的推出, 将长期拉动城际铁路及地铁车辆的需求。

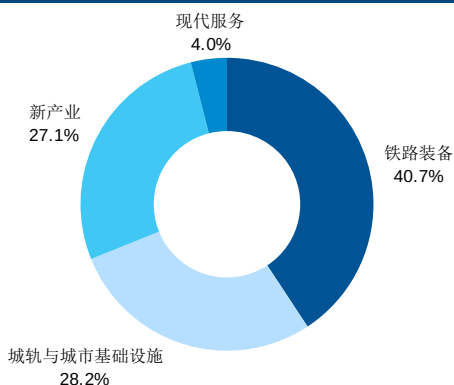
负面因素分析

- 销售收入仍高度依赖于中国市场, 海外销售占比较低。
- 第 1 季度海外新签合同额受新冠疫情影响同比大跌。
- 新产业业务表现持续低迷。

风险分析

- 铁总招标数量及招标时间具有很大不确定性。
- 在经济不景的情况下, 资产减值损失或增加。
- 海外项目将承受一定地缘政治风险。

2020 年 1 季度分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	219,083	229,011	240,690	261,548	285,767
经营成本	(170,526)	(176,150)	(186,573)	(202,854)	(221,661)
毛利	48,557	52,861	54,117	58,694	64,106
其他收入/(支出)	3,179	3,428	3,490	3,553	3,611
销售及管理费用	(34,112)	(36,917)	(38,513)	(41,328)	(44,583)
经营溢利	17,624	19,373	19,094	20,919	23,134
财务费用	(2,281)	(2,764)	(2,477)	(2,503)	(2,547)
应占联营/合营公司收益	0	0	0	0	0
除税前溢利	15,342	16,608	16,616	18,416	20,587
税项	(2,344)	(2,785)	(2,634)	(2,940)	(3,334)
除税后溢利	12,999	13,824	13,982	15,476	17,253
少数股东权益	(1,693)	(2,029)	(2,097)	(2,321)	(2,588)
股东应占溢利	11,305	11,795	11,885	13,155	14,665
每股盈利 (人民币)	0.394	0.411	0.414	0.458	0.511
每股盈利增长/(减少)	4.5	4.3	0.7	10.6	11.6

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	22.2	23.1	22.5	22.4	22.4
经营利润率 (%)	8.0	8.5	7.9	8.0	8.1
净利率 (%)	5.2	5.2	4.9	5.0	5.1
资产回报率 (%)	4.5	4.6	4.4	4.6	4.8
股东资金回报率 (%)	9.0	8.9	8.6	9.1	9.6
净利息覆盖率(倍)	7.3	6.1	7.0	7.6	8.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

主力产品增长放缓但新产业增长潜力庞大

分析员：黄家玮 Gary Wong

中车时代电气(03898 HK)
评级：买入
股价：HK\$19.700
目标价：HK\$31.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	15,658	2,613	2.222	3.5	7.8	16.865	1.0	0.450	2.6	13.9
2019A	16,304	2,656	2.262	1.8	7.8	18.639	0.9	0.450	2.6	12.7
2020F	16,987	2,990	2.547	12.6	6.9	20.780	0.9	0.450	2.5	13.1
2021F	18,344	3,333	2.839	11.4	6.3	23.193	0.8	0.450	2.5	13.0
2022F	20,045	3,733	3.179	12.0	5.6	25.953	0.7	0.450	2.5	13.1
已发行股本 Shares in issue (m)					1,175.5	大股东 Major shareholder			中国中车 50.2%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					23,156.9	流通比例 Free float (%)			49.8	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					1,972.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			净现金	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					42.500 / 19.180	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			41.8	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(1.7) / (14.2) / (52.1)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(8.1) / (17.7) / (37.7)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中车时代电气(03898 HK) 2020 年第 1 季度收入同比降 25.0%至 18 亿元(人民币,下同), 股东净利同比降 38.8%至 3 亿元, 业绩符合预期。公司整体毛利率同比提高 0.3 个百分点至 39.0%。销售费用率同比增 1.2 个百分点至 8.1%、行政管理费用率同比提高 0.3 个百分点至 5.3%、研发费用率同比提高 5.0 个百分点至 13.9%, 研发费用率大幅提高主要由于公司在 1 季度加大对研发的投入且同时收入下降所致。净财务费用为 1,112 万元, 去年同期则为 659 万元净财务收入。2019 年公司收入同比增 4.1%至 163 亿元。分板块看, 铁路装备业务收入同比跌 0.9%至 90 亿元, 城轨装备业务收入同比增 26.3%至 43 亿元, 新产业业务收入同比跌 5.8%至 29 亿元, 其他收入同比增 30.0%至 1 亿元。城轨装备业务收入大增主要因为重庆五号线和环线, 以及杭州杭港地铁五号线等产品的集中交付。

在经历前几年的急速发展期后, 公司一些主力产品正从高速增长期步入稳步增长期的成熟期。即使如此, 公司的 IGBT 等半导体产品及乘用车电驱等新产业长远或将逐步成为其支柱产业, 带动公司进入新一轮的增长周期。此外, 我们认为收入增长放缓的因素已在现时较低的估值里作出充份的体现, 加上财务状况维持稳健, 我们维持对其前景审慎乐观的看法。维持其 31.80 港元的目标价, 对应 10.9/ 9.9/ 8.8 倍的 2020/ 2021/ 2022 年市盈率, 维持“买入”评级。

正面因素分析

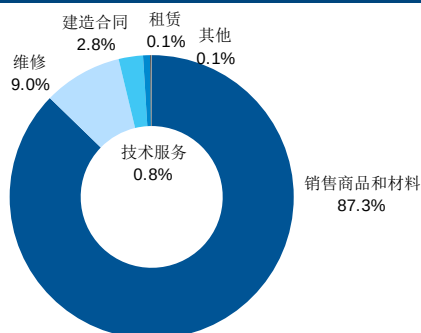
- 机车产品需求将受货运“路改铁”的趋势推动而增加。
- 粤港澳大湾区等多个区域发展规划的推出, 将长期拉动城轨产品的需求。
- 具备自主产权的 CBTC 信号系统产品在加快国替的大背景下, 收入将快速增长。

负面因素分析

- 铁路维修装备收入差于预期。
- 海工产品业务表现持续低迷。
- 销售费用率及管理费用率高于预期, 管理效率有待改善。

风险分析

- 汽车组件配套项目投资巨大, 暂时无法判断效益。
- 在经济不景的情况下, 资产减值损失或增加。
- 海外项目将承受一定地缘政治风险。

2019 年全年分部收入

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	15,658	16,304	16,987	18,344	20,045
经营成本	(9,790)	(9,966)	(10,339)	(11,070)	(12,013)
毛利	5,868	6,338	6,649	7,274	8,032
其它收入	451	140	319	368	411
销售管理费用	(3,376)	(3,578)	(3,669)	(3,962)	(4,330)
经营利润	2,943	2,901	3,298	3,679	4,113
非经营性盈利	24	31	38	31	33
除税前盈利	2,967	2,933	3,336	3,710	4,147
税项	(317)	(275)	(344)	(375)	(412)
除税后盈利	2,651	2,658	2,992	3,335	3,735
少数股东权益	(38)	(2)	(2)	(2)	(2)
股东应占溢利	2,613	2,656	2,990	3,333	3,733
每股盈利 (人民币)	2.222	2.262	2.547	2.839	3.179
增长/减少 (%)	3.5	1.8	12.6	11.4	12.0

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	37.5	40.6	42.4	42.3	52.4
经营利润率 (%)	18.8	17.3	18.4	19.2	16.3
净利率 (%)	16.7	15.8	16.7	17.4	14.8
资产回报率 (%)	9.4	8.6	8.8	9.2	8.6
股东资金回报率 (%)	13.9	12.7	13.1	13.0	13.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司。

有色金属行业

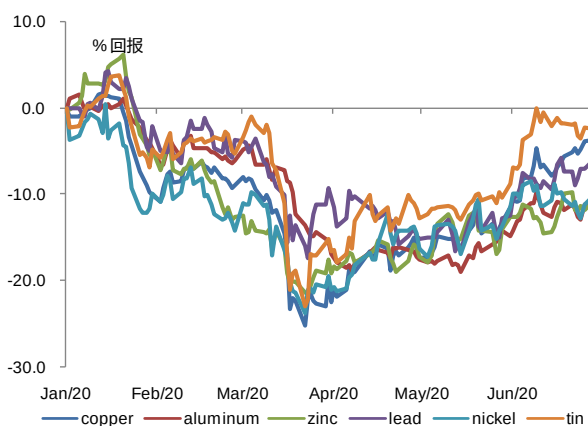
跑输大市

分析员：郭勇 Kevin Guo

新冠病毒疫情将沉重打击有色金属消费需求

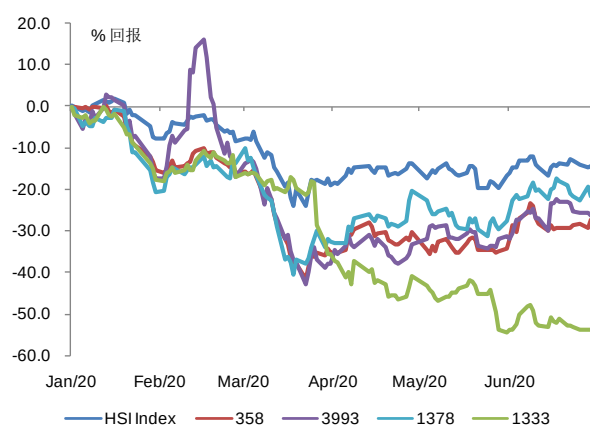
市场回顾：新冠病毒疫情爆发导致有色金属价格下跌，有色股全部跑输恒指。受新冠病毒疫情爆发的影响，有色金属价格在 2020 年上半年全部出现大幅下跌，上半年的均价显著低于去年同期水平。年初在新冠病毒疫情发生后，金属价格即失去上涨动力并进入下跌通道。从 3 月份开始随着新冠病毒疫情扩散至全球并引起恐慌，美国股市多次出现熔断，金属价格在 4 月跌至最低位。随着美联储等多国央行推出强力的救市政策，市场恐慌情绪的消退，金属价格逐步反弹，但上半年仍然录得较大的跌幅。在基本金属中铜价的表现较好，上半年的铜价跌幅在 5% 左右，LME 铝价、锌价和镍价上半年的跌幅均在 12% 左右。上半年的 LME 铜和铝均价比去年同期低 12% 左右；由于去年的低基数上半年 LME 镍均基本持平；上半年 LME 锌均价跌幅最大，跌幅超过 20%。由于有色金属价格下跌，有色矿业公司的盈利能力受到严重侵蚀，有色公司的股价全部出现大幅下跌。有色公司全部显著跑输恒指，江西铜业（00358 HK）、洛阳钼业（03993 HK）和中国宏桥（01378 HK）上半年的跌幅均超过 20%，中国忠旺（01333 HK）表现最差，上半年跌幅超过 50%。江西铜业（00358 HK）的生产保持稳定，未受到疫情爆发的影响，但是铜价的下跌幅严重削弱公司的盈利能力，上半年股价下跌 27.2%。洛阳钼业（03993 HK）的估值在疫情爆发前已经回归至较合理的水平，但是公司矿产品价格全部出现下跌，公司股价上半年下跌 26.3%。中国宏桥（01378 HK）的市场估值已处于极低的水平，公司生产未受到疫情的严重影响，上半年股价下跌 21.7%。中国忠旺（01333 HK）的生产受到疫情的影响最大，预计公司盈利将出现大幅下跌，上半年公司股价跌幅达到 53.8%，在有色企业中表现最差。

2020 年上半年有色金属价格走势



资料来源：Bloomberg。

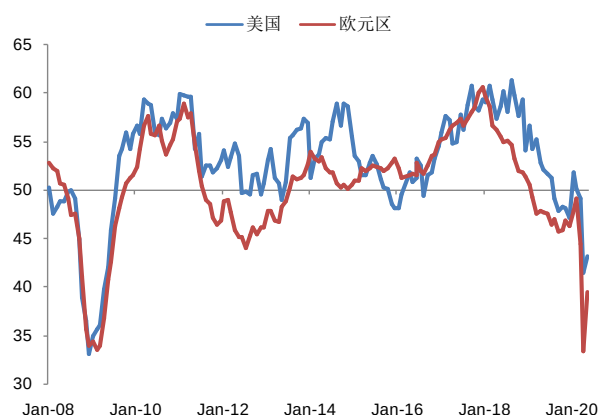
2020 年上半年港股恒指和有色股走势



资料来源：Bloomberg。

新冠病毒疫情的全球爆发是“黑天鹅”事件，全球经济将出现显著衰退。全球正在经历一场前所未有的危机，同时经济复苏的不确定性较大。在最新的全球经济展望中，因为新冠疫情导致全球经济活动出现前所未有的下滑，国际货币基金组织（IMF）大幅下调了对 2020 年的经济预测。国际货币基金组织将今年的全球经济增长预期下调至负 4.9%，这将是自大萧条以来最严重的衰退。IMF 将 2020 年美国 GDP 的增速从 -5.9% 下调至为 -8.0%；将 2020 年欧元区 GDP 增速从 -7.5% 下调至为 -10.2%；将 2020 年日本 GDP 增速从 -5.2% 下调至为 -5.8%。在全球范围内，中国是今年唯一有望实现增长的主要经济体，但也仅有 1% 的增长。本次新冠疫情引发的经济危机是自大萧条以来，发达和新兴市场首次同时衰退的经济危机，在疫情得到控制之后，全球经济的复苏也将缺乏引擎。虽然发达经济体的疫情可控，但复苏速度将是“缓慢”的。新兴市场国家政府债务负担过重，财政赤字较大，外汇储备有限且经济结构单一、过于依赖国际贸易和大宗商品贸易，在面临新冠疫情引发的经济危机时，新兴市场国家较发达国家承压更大，更难走出本次的经济危机。以美联储为代表的发达市场央行以及许多新兴市场国家的央行，已经大幅降息并再度实施量化宽松（QE）政策以推动经济复苏，预计 2021 年全球经济将逐步得到恢复。

美国和欧元区 PMI 指数



资料来源: Bloomberg。

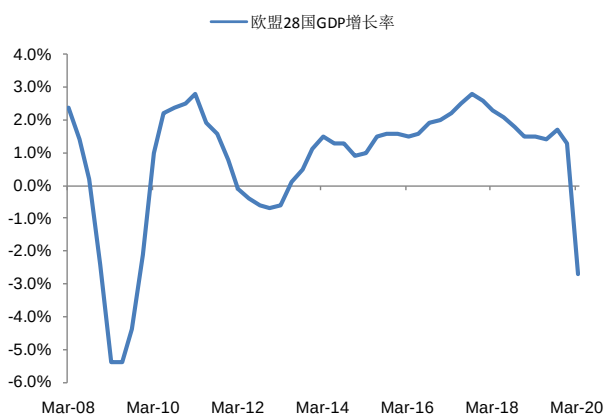
中国制造业 PMI 指数



资料来源: Bloomberg。

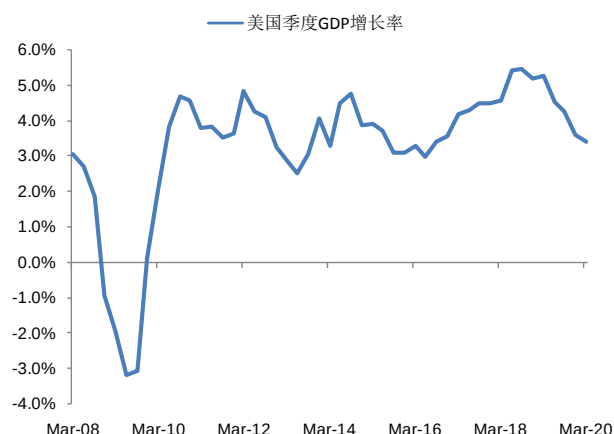
中国经济受内外部不利因素影响，对金属的消费需求也将减少。在新冠病毒疫情的肆虐之下，全球没有一个国家能够幸免。虽然中国已经成功控制了疫情，但是国内零星出现的新冠病毒病例以及持续存在的输入病例，都使得国内经济无法完全恢复至正常状态。全球经济的全面衰退使得中国的出口受到严重负面影响，前 5 个月的出口已经出现负增长，并进而影响到国内的工业生产。在内外不利的经济环境下，2020 年中国对有色金属的消费需求减少是必然事件。过去二十年美国、日本、德国和其他欧洲国家等主要工业国家的有色金属消费量基本保持不变，而中国贡献近 90% 的有色金属消费增量。在全球有色金属市场的需求端，没有任何一个国家能够取代中国的角色。随着中国经济进入“新常态”，全球有色金属消费需求预计将大大放缓。从 2016 年中国经济进入新常态开始，中国对铜、铝等金属的消费增速已经持续低于 5%，部分金属消费需求甚至出现负增长，全球有色金属消费增速也随之大大放缓。我们预计 2020 年中国的有色金属消费需求减少，但有望在 2021 年恢复增长。

欧盟 28 国季度 GDP 增长率



资料来源: Bloomberg。

美国季度 GDP 增长率



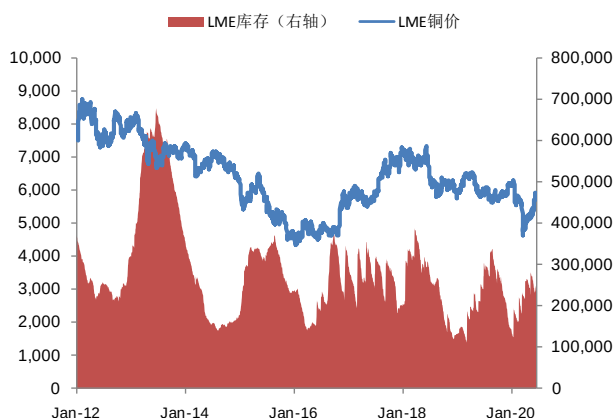
资料来源: Bloomberg。

对 2020 年下半年金属价格走势的总体判断: 我们认为新冠病毒疫情的爆发使得有色金属的基本面发生显著变化，从供需基本平衡变为过剩。新冠病毒疫情的爆发使得全球经济陷入衰退，导致有色金属的消费需求的大幅减少，而供应方面则基本保持稳定。因此新冠病毒疫情的爆发使得有色金属市场处于过剩状态。虽然中国已经成功控制了疫情的蔓延，欧洲主要国家的疫情处于爆发后的平台期，但巴西、美国和其它国家的疫情仍在快速发展，全球新冠病毒疫情仍处于持续扩张阶段，全球经济活动仍然受到疫情的极大限制。我们认为 2020 年下半年全球有色金属将继续处于过剩状态，有色金属价格将进一步走低。我们认为 2020 年下半年铜价将继续走低，全年均价在 5,000-5,500 美元/吨左右。全球铝市场在疫情的冲击下需求持续低迷，但铝价已经跌至行业的平均生产成本附近，继续下跌的可能性变小。我们认为 2020 年下半年铝价将在 1,450-1,800 美元/吨之间波动，全年均价在 1,550-1,650 美元/吨之间。全球镍的供应虽然仍不稳定，但在经济低迷的背景下需求因素将主导价格的波动。我们认为 2020 年下半年镍价将会小幅下跌，全年均价在 11,000-11,500 美元/吨之间。

铜：铜的消费需求受到严重冲击，预计 2020 年下半年铜价将在 4,500-6,500 美元/吨之间波动，全年均价在 5,000-5,500 美元/吨之间。我们预计 2020 年下半年铜价的波动区间将继续下行，年均价将显著低于去年。在经过前期的快速上涨和深度调整之后，2017-2019 年全球铜市场基本恢复至均衡状态，铜价维持在一个相对稳定水平，在此价格水平下多数矿山企业能够获得稳定的回报。但 2020 年全球新冠病毒疫情的爆发使得全球铜市场的供需均衡再度受到冲击并出现过剩。我们认为由于全球经济衰退铜的消费需求将显著减少，铜价将持续承压。我们认为 2020 年下半年铜价将继续走低，波动区间在 4,500-6,500 美元/吨之间，全年均价在 5,000-5,500 美元/吨左右。

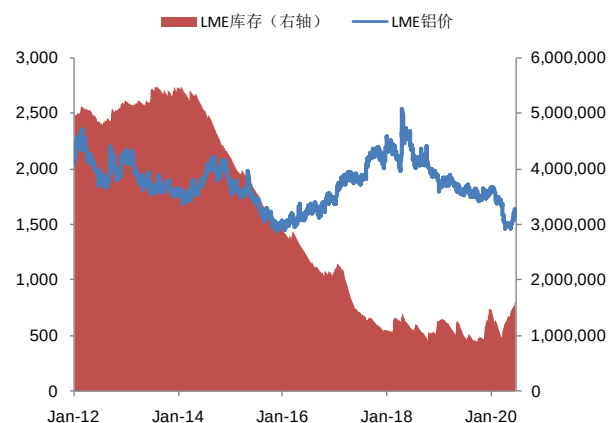
铝：下游需求减少铝价继续承压，预计 2020 年下半年铝价将在 1,450-1,800 美元/吨之间波动，全年均价在 1,550-1,650 美元/吨左右。在中国的供给侧改革之后，全球电解铝市场达到了新的平衡，铝价波动的重心逐步上移。但是 2020 年全球新冠病毒疫情的爆发使得行业的均衡再度被破坏，全球铝市场再次出现大幅过剩。由于新冠病毒疫情至少将持续至 2021 年，因此铝市场的过剩也将持续，这将对铝价形成沉重压力。我们认为受成本支撑 2020 年下半年铝价进一步下跌的幅度将缩小，但需求疲弱将使得铝价长期处于低位。我们认为 2020 年下半年铝价将在 1,450-1,800 美元/吨之间波动，全年均价在 1,550-1,650 美元/吨左右。

LME 铜价与库存（吨）



资料来源：Bloomberg。

LME 铝价与库存（吨）



资料来源：Bloomberg。

镍：需求将主导价格走势，镍价再度面临下行压力。镍价上半年表现最好，但主要是去年同期低基数的原因。镍价在过去两年一直受到供应不稳定的影响，且曾一度推动了镍价的大幅上涨。虽然与其它金属相比镍的供应仍然不够稳定，但是在全球经济衰退的背景下，需求因素的影响将显著超过供应因素，并主导镍价的走势。此外，红土镍矿开发技术的日趋成熟，其生产成本也不断降低，这镍价的整体价格水平下降。我们预计 2020 年下半年镍价将会小幅下跌，全年均价在 11,000-11,500 美元/吨之间。

钨、钼：钨钼价格预计仍将继续走低。钨和钼主要作为钢铁工业的添加剂，其需求受到钢铁产量特别是不锈钢、特钢等高端钢材产量的影响。2020 年全球新冠病毒疫情的爆发使得全球经济出现大幅衰退并显著影响了钢铁的需求。我们预计在 2020 年下半年下游需求将大幅减少，钨钼价格的面临巨大的下行压力。我们认为 2020 年下半年钨钼的需求将进一步减少，钨钼价格将继续走低。

投资建议

行业投资评级“跑输大市”。新冠病毒疫情的爆发使得有色金属的基本面发生显著变化，从供需基本平衡变为过剩，并将使得有色金属价格面临巨大的下行压力。金属价格的下跌严重侵蚀了有色金属矿业公司的盈利能力甚至导致企业出现亏损。我们预计这种状况将持续至 2021 年，金属价格将长期处于低位。我们认为短期内有色金属矿业公司的盈利前景看不到改善状况，由于需求减少甚至可能导致企业的产量下降。在新冠病毒疫情肆虐之下，我们认为有色金属行业将承受巨大压力，因此我们给予整个行业“跑输”的投资评级。

选股策略：金属价格的下跌严重侵蚀了有色金属矿业公司的盈利能力，预计所有公司的盈利将大幅减少甚至出现亏损，建议规避有色股票。长期投资者建议关注基本面良好的洛阳钼业（03993 HK），等待买入机会。洛阳钼业（03993 HK）基本面良好，公司的海外资产质量十分优质，公司的矿产资源量和盈利水平处于行业领先水平，长期投资价值十分显著。经过前期的调整之后，公司股价估值水平逐步回归合理水平。公司是一家十分优质的矿业公司，投资者可等待合适的买入时机。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
江西铜业	00358	7.810	减持	13.2	11.2	9.6	0.5	3.5	1.1
中国宏桥	01378	3.440	中性	6.5	4.2	3.1	0.4	6.4	4.6
中国忠旺	01333	1.460	中性	4.3	2.5	2.1	0.3	5.6	7.6
洛阳钼业	03993	2.530	减持	36.0	26.8	19.8	1.2	3.4	1.7
市值加权平均			跑输大市	21.4	16.0	12.2	0.8	4.3	2.7

资料来源：国泰君安国际。

新冠疫情导致铜价下跌

分析员：郭勇 Kevin Guo

江西铜业(00358 HK)
评级：减持
股价：HK\$7.810
目标价：HK\$7.05

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	214,395	2,415	0.697	46.3	9.8	14.372	0.5	0.200	2.9	5.0
2019A	240,360	2,466	0.712	2.1	9.8	15.232	0.5	0.100	1.4	4.8
2020F	234,987	1,865	0.539	(24.4)	13.2	15.690	0.5	0.081	1.1	3.5
2021F	237,967	2,190	0.633	17.4	11.2	16.228	0.4	0.095	1.3	4.0
2022F	242,309	2,564	0.740	17.0	9.6	16.857	0.4	0.111	1.6	4.5
已发行股本 Shares in issue (m)					5043.4	大股东 Major shareholder		江西铜业公司 40.5%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					41,443.9	流通比例 Free float (%)		59.5		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					4,484.9	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		53.0		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					11.060/6.340	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		14.9		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								11.6 / 10.6 / (23.8)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								5.2 / 7.1 / (9.4)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

江西铜业是国内最大的铜生产企业，公司的经营稳定，矿铜年产量一直保持在 20 万吨左右。除铜精矿外，公司还生产黄金和白银以及硒、碲等稀贵金属。但作为典型的周期性企业，公司业绩受金属价格特别是铜价和金价走势影响极大。我们认为 2020 年铜价受新冠病毒疫情影响将大幅下跌，预计全年铜均价将在 5,000-5,500 美元/吨之间；而金价在 2020 将继续上涨，预计全年黄金均价将在 1,550-1,650 美元/盎司附近。

公司的经营稳定，基本面良好。铜价的下跌将显著削弱公司的盈利能力。公司的矿产铜产量没有增长，而其它业务的盈利能力仍然较差。公司的财务稳健，现金流状况良好。我们预计江铜 2020-2022 年每股盈利分别为人民币 0.539 元、0.633 元和 0.740 元。我们预期公司 12 个月目标价为 7.05 港元，投资评级为“减持”。

正面因素分析

- 公司拥有丰富的铜矿等金属资源储量，保证了公司矿山的开采寿命。
- 公司矿铜生产成本具有显著优势，且铜矿开采中的多种副产品提高了采矿业务的盈利能力。
- 外购铜精矿的加工费提高。

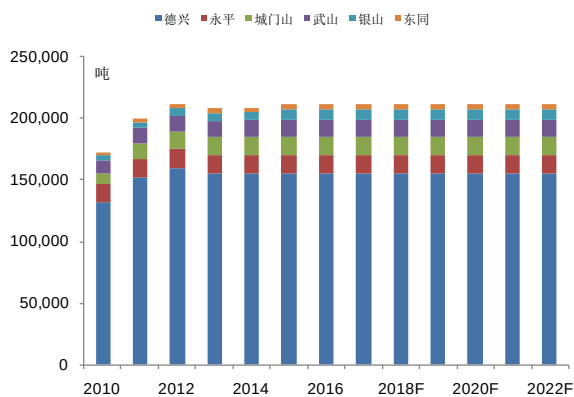
负面因素分析

- 新冠病毒疫情爆发使得铜价大幅下跌。
- 铜价和金价下跌将会降低了公司的盈利水平。
- 除矿山开采外，公司的加工和贸易等其它业务竞争激烈，毛利率低。
- 公司海外矿山在短期内无法贡献产量。

风险分析

- 铜价、金价等产品价格下跌的风险。
- 国内冶炼产能过剩可能导致冶炼加工费过低。
- 海外在建项目面临地缘政治等风险可能导致成本上升、工期延长。
- 国家能源环保政策趋严可能增加公司生产成本。

公司自有矿山产量（吨）



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	214,395	240,360	234,987	237,967	242,309
营业成本	(207,552)	(231,168)	(227,360)	(229,741)	(233,638)
毛利	6,843	9,193	7,627	8,226	8,670
经营管理费用	(698)	(3,066)	(3,141)	(3,146)	(3,168)
经营溢利	4,776	6,127	4,486	5,079	5,503
净财务开支/收入	(1,409)	(925)	(1,702)	(1,659)	(1,653)
其他	(105)	(2,041)	(564)	(813)	(798)
除税前盈利	3,262	3,161	2,221	2,608	3,052
所得税	(840)	(982)	(555)	(652)	(763)
除税后盈利	2,423	2,178	1,665	1,956	2,289
少数股东权益	(8)	288	200	235	275
股东应占溢利	2,415	2,466	1,865	2,190	2,564
每股盈利 (人民币)	0.697	0.712	0.539	0.633	0.740
每股股息 (人民币)	0.200	0.100	0.081	0.095	0.111

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	1.2	5.0	12.1	(2.2)	1.3
纯利增长 (%)	96.4	46.3	2.1	(24.4)	17.4
经营利润率 (%)	2.2	2.5	1.9	2.1	2.3
纯利率 (%)	1.1	1.0	0.8	0.9	1.1
资产回报率 (%)	2.4	2.1	1.4	1.7	2.0
股东资金回报率 (%)	5.0	4.8	3.5	4.0	4.5
净资产负债比率 (%)	44.5	64.3	53.0	50.0	48.1
净利息覆盖率 (倍)	2.7	3.7	2.1	2.3	2.6
市净率 (倍)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司生产受疫情影响严重

分析员：郭勇 Kevin Guo

中国忠旺(01333 HK)

评级：中性

股价：HK\$1.460

目标价：HK\$2.05

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	25,600	4,195	0.594	18.7	2.2	4.692	0.3	0.234	18.3	11.5
2019A	23,584	3,022	0.428	(28.0)	3.1	4.881	0.3	0.167	12.8	8.4
2020F	20,735	2,164	0.306	(28.4)	4.3	5.117	0.3	0.101	7.6	5.6
2021F	31,261	3,696	0.523	70.8	2.5	5.519	0.2	0.172	13.0	8.5
2022F	36,355	4,410	0.624	19.3	2.1	5.999	0.2	0.206	15.5	9.4
已发行股本 Shares in issue (m)				5,449.5	大股东 Major shareholder				Liu Zhongtian	74.2%
市值 Market cap. (HK\$ m)				7,956.2	流通比例 Free float (%)				25.8	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				12,440.1	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				130.4	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				4.090/1.420	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				4.3	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)				0/ (28.4) / (61.8)						
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)				(6.4) / (31.9) / (47.3)						

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国忠旺是全球第二大和亚洲最大的铝挤压产品研发制造商。公司主要生产高精密、大截面和高附加值的工业铝挤压产品，产品广泛应用于交通运输领域以及机械设备和电力工程等领域。公司获得来自铁路、汽车、船舶、航空及其它行业的多项国际认证资质。公司拥有多条国际先进的铝挤压生产线，总产能超过 100 万吨。公司同时大力发展高端铝压延生产能力，天津铝板项目已建成投产，与公司已有的工业铝挤压业务相辅相成、协同发展，并贡献更多的盈利。

公司天津铝中厚板生产线已成功投产，薄板生产线预计将开始试生产，预计未来铝压延产能将进一步释放。我们认为未来中国忠旺的铝挤压材销量将保持稳定增长，而高端铝压延材将成为公司新的利润增长点。但是 2020 年公司经营受新冠病毒疫情的严重影响，公司铝材产量和销售预计将大幅减少。我们预计公司 2020-2022 年每股盈利分别为人民币 0.306 元、0.523 元和 0.624 元。我们预期公司 12 个月目标价为 2.05 港元，投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 公司在工业铝挤压材的研究、生产上处于领先地位。
- 公司在高端铝挤压材生产上具有规模优势。
- 公司新建的铝板生产线采用全球领先的生产设备。
- 高加工费的建筑铝合金产品销量保持快速增长。

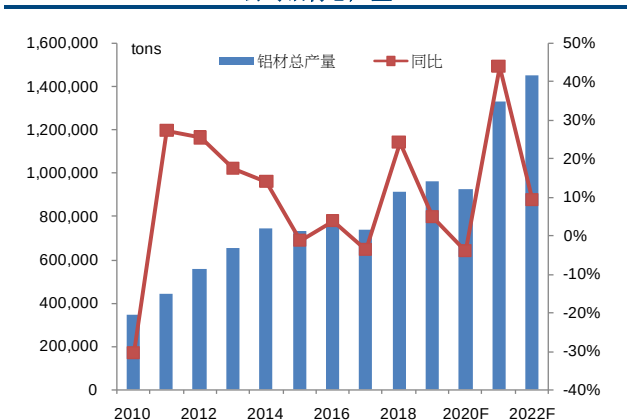
负面因素分析

- 新冠病毒疫情严重影响公司的生产和销售。
- 中国经济增速放缓会影响铝材的消费需求。
- 建筑铝合金模板的销量增速放缓。
- 海外市场的“双反”政策会影响公司铝材的出口。

风险分析

- 海外市场贸易政策风险。
- 工业安全生产风险。
- 原铝价格的波动。

公司铝材总产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	25,600	23,584	20,735	31,261	36,355
营业成本	(17,239)	(16,479)	(14,573)	(22,252)	(26,186)
毛利	8,362	7,104	6,162	9,009	10,169
经营管理费用	(2,986)	(3,321)	(3,007)	(3,732)	(4,054)
经营溢利	5,375	3,783	3,156	5,276	6,116
净财务开支/收入	(1,262)	(1,272)	(1,367)	(1,526)	(1,518)
其他	1,124	1,035	1,130	1,234	1,349
除税前盈利	5,237	3,546	2,918	4,984	5,947
所得税	(770)	(368)	(540)	(922)	(1,100)
除税后盈利	4,467	3,178	2,378	4,062	4,847
少数股东权益	(272)	(156)	(214)	(366)	(437)
股东应占溢利	4,195	3,022	2,164	3,696	4,410
每股盈利 (人民币)	0.594	0.428	0.306	0.523	0.624
每股股息 (人民币)	0.234	0.167	0.101	0.172	0.206

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	31.6	(7.9)	(12.1)	50.8	16.3
纯利增长 (%)	18.7	(28.0)	(28.4)	70.8	19.3
经营利润率 (%)	20.5	15.0	14.1	15.9	16.4
纯利率 (%)	17.4	13.5	11.5	13.0	13.3
资产回报率 (%)	2.6	1.9	3.0	3.4	0.0
股东资金回报率 (%)	11.5	8.4	5.6	8.5	9.4
净资产负债率 (%)	121.2	178.9	130.4	131.2	118.3
净利息覆盖率 (倍)	3.5	2.5	1.7	2.7	3.2
市净率 (倍)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

疫情之下铝价承压

分析员：郭勇 Kevin Guo

中国宏桥(01378 HK)

评级：中性

股价：HK\$3.440

目标价：HK\$3.67

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	90,195	5,407	0.622	(11.0)	4.9	7.200	0.4	0.240	7.9	9.7
2019A	84,179	6,095	0.709	14.0	4.3	7.676	0.4	0.340	11.1	9.9
2020F	77,997	4,133	0.482	(32.0)	6.5	8.046	0.4	0.145	4.6	6.4
2021F	86,002	6,422	0.749	55.4	4.2	8.600	0.4	0.225	7.2	9.4
2022F	94,993	8,771	1.023	36.6	3.1	9.347	0.3	0.307	9.8	11.9
已发行股本 Shares in issue (m)				8,570.9	大股东 Major shareholder				张波 70.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				29,483.7	流通比例 Free float (%)				30.0	
3 个月平均成交量 3 month average vol. ('000)				4,977.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				42.5	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				6.280 / 2.880	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				6.8	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									11.0 / 14.7 / (31.3)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									4.6 / 11.2 / (16.9)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国宏桥是全球最大的、具有显著成本优势的铝电一体化生产商。中国宏桥的生产成本优势主要来自于三方面：自备电厂提供的高电力自给率，完整的区域产业集群，以及先进的生产技术。公司拥有铝土矿-氧化铝产业链，能提供低成本和稳定的氧化铝供应。2020 年受新冠病毒疫情影响，铝价大幅走低并长期处于低位，这将严重削弱公司的盈利能力。

中国宏桥的电解铝生产仍极具成本优势，在当前铝价水平下公司仍能保持盈利并进一步降低债务水平。我们认为宏桥未来的资本开支将会大幅下降，公司债务水平将逐步减少。公司自备电厂面临缴交政府性基金的政策风险。我们预计中国宏桥 2020-2022 年每股盈利分别为人民币 0.482 元、0.749 元和 1.023 元。我们预期公司 12 个月目标价为 3.67 港元，投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 电力和氧化铝自给率高。
- 完整的区域铝产业链集群。
- 生产技术先进，吨铝耗电量低。
- 积极向上游拓展，保证公司未来原料的供应。

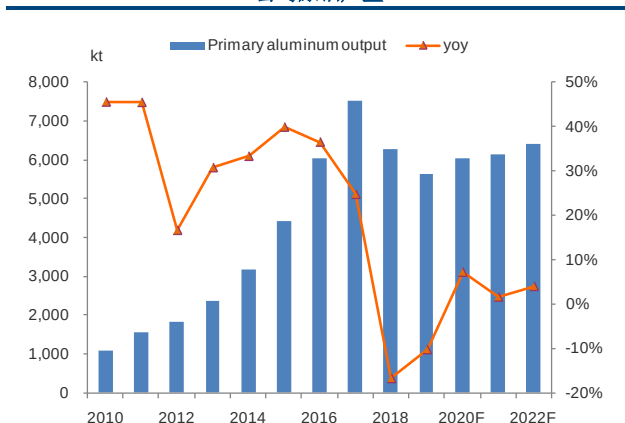
负面因素分析

- 新冠病毒疫情导致铝价下跌并处于低位。
- 海外铝土矿进口的不确定性可能影响公司的主要原料氧化铝供应。
- 公司债务水平高。
- 政策性风险。

风险分析

- 铝价价格下跌的风险。
- 进口铝土矿的变动将影响公司氧化铝的供应稳定性。
- 企业自备电厂以及企业跨地区电网政策可能发生变化。
- 原料成本上升。

公司原铝产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	90,195	84,179	77,997	86,002	94,993
营业成本	(74,794)	(67,715)	(65,899)	(70,160)	(75,262)
毛利	15,401	16,464	12,098	15,842	19,731
经营管理费用	(4,238)	(4,095)	(3,783)	(3,999)	(4,322)
经营溢利	11,162	12,370	8,315	11,843	15,409
净财务开支收入	(4,433)	(5,220)	(2,694)	(2,513)	(2,382)
其他	1,607	1,621	441	(133)	(602)
除税前盈利	8,336	8,771	6,063	9,197	12,425
所得税	(2,549)	(2,316)	(1,516)	(2,299)	(3,106)
除税后盈利	5,786	6,455	4,547	6,897	9,319
少数股东权益	(379)	(360)	(414)	(476)	(547)
股东应占溢利	5,407	6,095	4,133	6,422	8,771
每股盈利 (人民币)	0.622	0.709	0.482	0.749	1.023
每股股息 (人民币)	0.240	0.340	0.145	0.225	0.307

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	(7.9)	(6.7)	(7.3)	10.3	10.5
纯利增长 (%)	(11.0)	14.0	(32.0)	55.4	36.6
经营利润率 (%)	12.4	14.7	10.7	13.8	16.2
纯利率 (%)	6.0	7.2	5.3	7.5	9.2
资产回报率 (%)	3.1	3.4	2.9	4.3	5.7
股东资金回报率 (%)	9.7	9.9	6.4	9.4	11.9
净资产负债率 (%)	51.4	45.5	42.5	34.2	25.1
净利息覆盖率 (倍)	2.9	2.7	3.3	4.7	6.2
市净率 (倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

疫情导致有色金属价格普遍下跌

分析员：郭勇 Kevin Guo

洛阳钼业(03993 HK)

评级：减持

股价：HK\$2.530

目标价：HK\$2.10

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	25,963	4,636	0.215	49.9	10.4	1.896	1.2	0.110	5.0	11.7
2019A	68,677	1,857	0.086	(59.9)	26.8	1.889	1.2	0.043	1.9	4.5
2020F	90,040	1,301	0.060	(29.9)	36.0	1.913	1.2	0.036	1.6	3.2
2021F	95,418	1,838	0.085	41.3	26.8	1.947	1.2	0.051	2.2	4.4
2022F	100,963	2,521	0.117	37.1	19.8	1.994	1.2	0.070	3.0	5.9
已发行股本 Shares in issue (m)					29,480.2	大股东 Major shareholder			鸿商集团 24.7%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					80,993.4	流通比例 Free float (%)			75.3	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					27,794.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			64.7	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					4.130 / 2.000	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			4.3	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									8.4 / 18.9 / 4.4	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									2.0 / 15.4 / 18.8	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

洛阳钼业成功收购了刚果的铜钴矿和巴西的磷矿及铌矿资产，显著扩大了公司的矿产资源量并提升了公司的盈利能力。公司的生产保持稳定，钼精矿和钨精矿的产量将保持在稳定的水平。海外矿山运营稳定，矿产品产量也将保持在稳定的水平。我们认为 2020 年公司产品价格受新冠病毒疫情影响将大幅下跌，预计全年铜均价将在 5,000-5,500 美元/吨之间，而钨钼产品价格将下跌 10%-15% 左右。我们认为钴价已经触底，继续下跌的幅度有限。新收购的两处海外资产将贡献稳定的利润。

成功发行 A 股显著降低公司的负债率，公司资产负债表健康。公司成功的海外收购也进一步增强了未来的发展前景。我们认为 2020 年公司产品价格整体下跌将显著削弱公司的盈利能力。公司未来盈利的增长主要将受益于新收购的矿山资产。我们预测公司 2020-2022 年的每股盈利为人民币 0.060 元、0.085 元和 0.117 元。我们将公司的目标价设为 2.10 港元，投资评级为“减持”。

正面因素分析

- 公司拥有丰富钨钼资源储备，保证了产量的稳定。
- 公司成功收购澳大利亚 Northparke 铜金矿。
- 公司成功收购刚果铜钴矿和巴西磷矿及铌矿。
- 钴价受益于新能源汽车需求扩大有望维持高位。

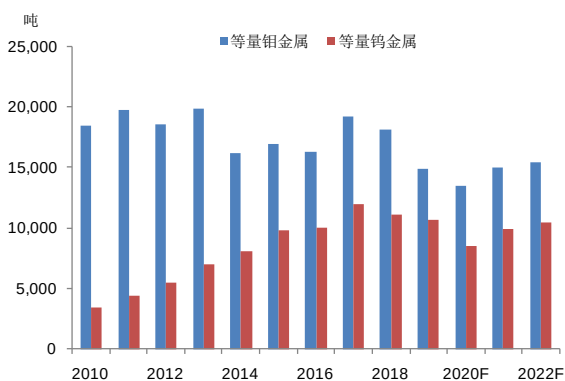
负面因素分析

- 新冠病毒疫情爆发使得铜价和钨钼产品价格大幅下跌。
- 全球经济增速放缓将影响到国内的钢铁产量，进而影响钼的需求。
- Northparke 铜金矿产品产量将出现下降。
- 公司矿产品生产成本上升。

风险分析

- 钼价与钨价波动的风险。
- 金价、铜价波动的风险。
- 政府对钨生产实行配额，钼的生产也有可能纳入保护性开发。

公司钨钼产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	25,963	68,677	90,040	95,418	100,963
营业成本	(16,180)	(65,606)	(85,288)	(89,726)	(94,129)
毛利	9,783	3,071	4,753	5,692	6,834
经营管理费用	(1,030)	(1,324)	(1,711)	(1,813)	(1,918)
经营溢利	7,058	2,222	1,580	2,287	3,187
净财务开支/收入	(643)	(1,251)	(1,069)	(1,094)	(1,131)
其他	(1,052)	1,726	(393)	(497)	(598)
除税前盈利	6,990	2,358	1,721	2,431	3,334
所得税	(1,840)	(593)	(348)	(492)	(675)
除税后盈利	5,150	1,766	1,372	1,939	2,659
少数股东权益	(514)	91	(71)	(101)	(138)
股东应占溢利	4,636	1,857	1,301	1,838	2,521
每股盈利 (人民币)	0.215	0.086	0.060	0.085	0.117
每股股息 (人民币)	0.110	0.043	0.036	0.051	0.070

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	247.5	7.5	164.5	31.1	6.0
纯利增长 (%)	142.3	49.9	(59.9)	(29.9)	41.3
经营利润率 (%)	22.3	27.2	3.2	1.8	2.4
纯利率 (%)	11.3	17.9	2.7	1.4	1.9
资产回报率 (%)	2.9	4.7	1.7	1.1	1.5
股东资金回报率 (%)	11.7	4.5	3.2	4.4	5.9
净资产负债率 (%)	12.5	7.1	64.7	88.8	90.4
净利息覆盖率 (倍)	2.5	8.0	1.4	1.3	1.8
市净率 (倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

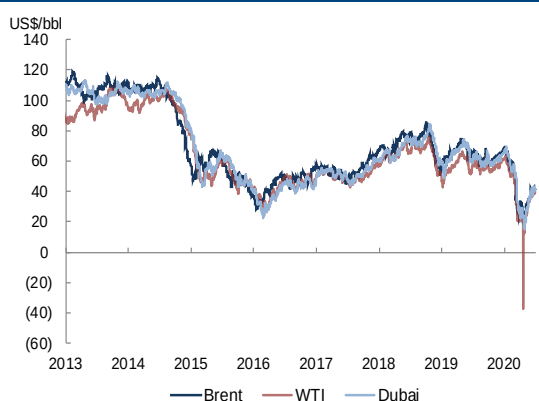
石油化工行业

中性

分析员：刘谷 Grace Liu 邵俊樨 Peter Shao

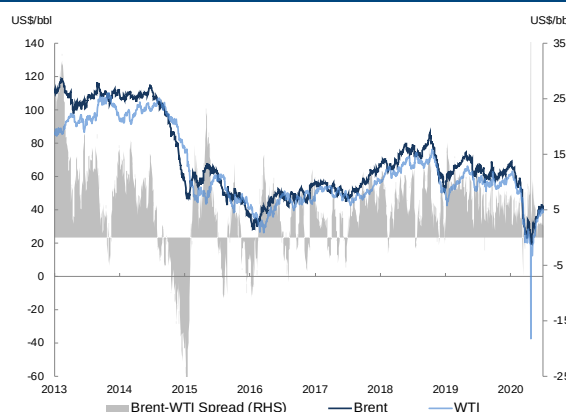
2020 年上半年，布伦特原油均价同比下跌 36.4% 至 42.10 美元/桶。2020 年伊始，新冠疫情爆发叠加沙特俄罗斯石油价格战，国际油价在供需双重利空的打击下跌入历史底部。4 月，美国 WTI 原油价格在库欣地区库存容量迅速告急的压力下，首次跌为负值，收 -37.63 美元/桶。步入 5 月，随着 OPEC+ 重启减产，且全球主要经济体防疫措施逐渐放宽，原油供应急剧过剩的问题得以缓解，油价迎来了向上拐点。5、6 月布伦特原油均价分别环比上涨 21.7% 和 25.8%，至 32.41 美元/桶和 40.77 美元/桶，反映了市场对供需好转的预期。因沙特和俄罗斯之间的石油价格战草草收场，第 2 季度国际油价的表现总体好于我们预期。目前，随着 OPEC+ 如期减产、需求逐步改善，2020 年油价的至暗时刻似乎已经过去。

WTI、布伦特和迪拜原油价格



资料来源：Bloomberg。

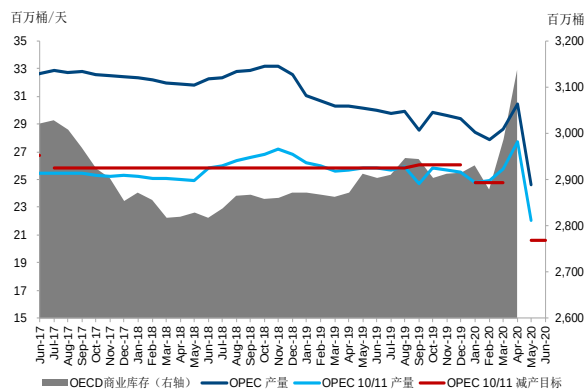
WTI、布伦特原油价格及价差



资料来源：Bloomberg。

4 月 13 日，OPEC+ 达成史上最大规模减产协议。在最新的减产框架下，2020 年 5 月 1 日至 7 月 31 日为第一阶段减产，减产幅度达 970 万桶/天，创历史之最；8 月 1 日至 12 月 31 日为第二阶段减产，幅度为 770 万桶/天；在此后的 16 个月内 OPEC+ 还将继续执行 580 万桶/天的第三阶段减产。此外，沙特、科威特、阿联酋和阿曼还承诺于 6 月自愿额外减产共计约 120 万桶/天，而在第一阶段中未能百分百完成减产目标的成员国还需要于 7-9 月进行额外减产作为补偿。今年初至 5 月，OPEC 产量同比下降约 7.52%，其中沙特产量同比减少 0.04%，伊拉克则同比下降 3.41%，伊朗由于受到制裁产量同比下降 23.39%。

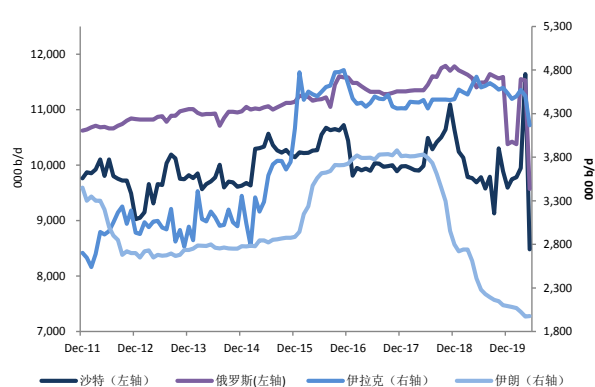
OPEC 产量和减产目标，OECD 商业库存



资料来源：Bloomberg、国际能源署、OPEC。

注：OPEC 10/11 不包括伊朗、利比亚和委内瑞拉。

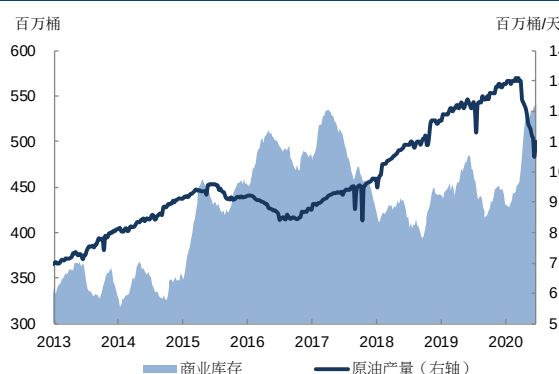
沙特、伊拉克、伊朗和俄罗斯原油产量



资料来源：OPEC、国际能源署。

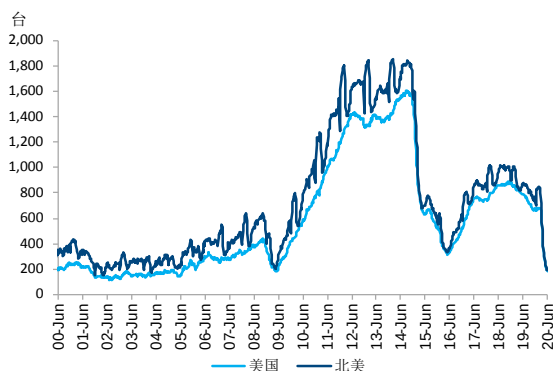
美国原油产量大幅下降，中短期内料难重回高峰。上半年，油价崩盘下的美国原油产量迅速下降，钻机数量降至历史最低水平。据美国能源署（“EIA”），截至6月19日，美国原油产量为1,100万桶/天，较年初下降近200万桶/天，下降速度普遍快于市场预期。美国钻机数亦降至历史最低水平，据Baker Hughes统计，截至6月26日，美国原油钻进机数量同比下降76.2%至188台。在美国产量骤降和钻机数屡创新低的背后，是美国大量页岩油企业因生产成本大于收益而被迫减产甚至倒闭的困境。但随油价于近期回暖，页岩油产量或死灰复燃。美国达拉斯联邦储备银行于6月24日发布的能源调查报告显示，在受访的已执行停产或减产的美国石油勘探生产企业中，有88%的企业计划于9月前重启大部分停产的油井或大致增产至正常水平。尽管如此，我们判断美国页岩油产量在中短期内难有大幅增长。自2014年以来，美国页岩油股权投资者的回报长期大幅跑输标普500指数，加之受到近期油价崩盘重创，预计未来页岩油板块将迎来投资低潮，新增项目带来的产量增长将难以抵消老油井的自然产量递减。此外，预计年内油价回暖幅度也不足以大规模刺激产量复苏。EIA在其6月份的展望中预计，2020年美国原油产量1,160万桶/天，同比下降70万桶/天，为2016年以来首次下降；而2021年产量将进一步下降80万桶/天，至1,080万桶/天。

美国原油产量和商业库存



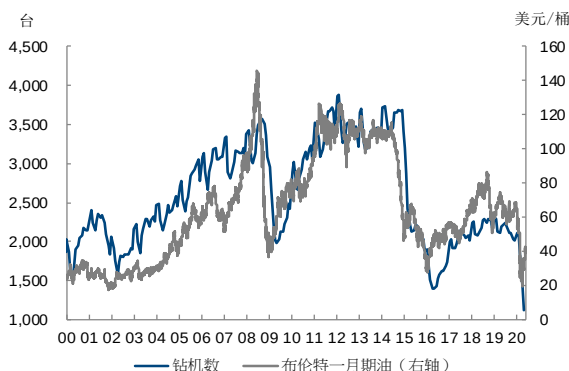
资料来源：美国能源署。

北美原油旋转钻井机数



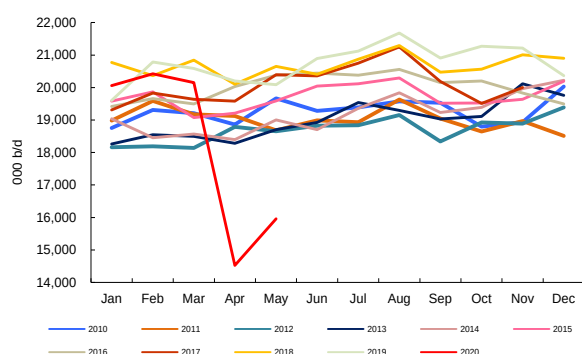
资料来源：Baker Hughes。

全球旋转钻井机数和布伦特期油

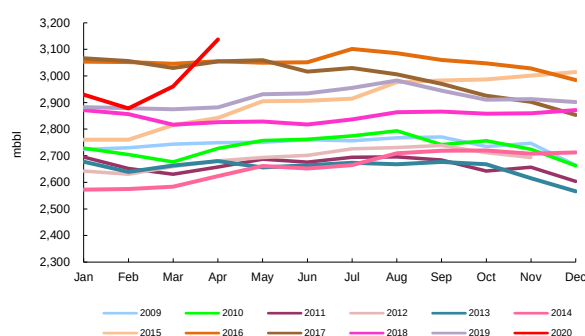


资料来源：Baker Hughes、Bloomberg。

石油需求有望企稳回暖。随着全球疫情步入常态化防控阶段，世界各主要经济体石油需求有望企稳回暖迹象。2020年1-5月，中国汽油表观需求同比下降18.0%、柴油同比下降9.4%，煤油同比下降33.5%。1-5月中国原油表观需求同比上升4.3%，主要受到中国战略储备在低油价下的扩容带动；美国方面，1-5月油品需求同比下降10.02%；印度方面，随着防疫措施于5月下旬大幅放宽，有报道称炼厂开工率已于6月中旬恢复至疫情前水平的80%-85%。据国际能源署6月份月报，2020年全球油品需求预计将同比下降810万桶/天至9,170万桶/天；2021年需求则将回升570万桶/天，但仍无法回到2019年水平，主要受到全球航空业复苏将较为缓慢拖累。

美国油品需求


资料来源：美国能源署。

OECD 工业油品库存


资料来源：国际能源署。

美国原油库存仍处高位。据国际能源署(“IEA”), 4 月 OECD 工业油品库存较上月激增 1.49 亿桶至 31.37 亿桶, 高于 5 年均值 2.083 亿桶, 主要反映了早前原油供应急剧过剩的情况。随着 OPEC+ 于 5 月重启减产、全球防疫措施逐渐放宽, 市场普遍预计下半年将进入去库阶段。但 6 月美国原油库存仍屡创新高。据 EIA, 截至 6 月 19 日, 美国商业原油库存同比增长 15.2% 至 5.4 亿桶, 连续三周创历史新高, 而汽油和馏分油库存则同比增长 9.9% 和 39.4%。

原油价格短期不乐观, 但中期有支持。据美国能源署, 美国原油产量 2016-2019 年提升 38.4% 至 1,223.2 万桶/天。市场上只有靠 OPEC 减产来维持供需平衡。而需求方面, 受到了可再生能源推广应用、技术进步能效提升, 以及环保意识提高而有所限制, 始终处于稳定的低速增长中。在 30 美元/桶的价格水平以下, 全球油气开发项目绝大多数处于亏损或者低收益状态, 行业难以持续运营。沙特的油田开采成本约在 10 美元/桶以下, 但财政预算收支平衡约为原油价格为 80 美元/桶。俄罗斯的平衡点则约为 45 美元/桶, 美国的页岩油成本则大约也在这一水平。目前低油价为页岩油和深水项目带来挑战。随着新冠疫情趋稳, 需求逐渐恢复, 油价将于较长时间维持于 40-50 美元/桶的水平。国内的油气开采综合成本多数处于 40-50 美元/桶。目前 OPEC+ 的限产不足以令供需达至平衡, 但原油价格下降至 40 美元/桶或以下的水平则可令非 OPEC+ 的供应被迫减少, 原油市场至年末供需可大幅改善, 2021 年基本可达至平衡, 原油价格则可以随需求的不断恢复有一定程度的上升。但也不会很乐观, 原因是今年的高库存要消化, 减产后的各国剩余产能都不少, 加上原本的有机产能增长, 伊拉克反恐战争后产量有望继续稳步提升, 同时伊朗和委内瑞拉受制裁的富余产能也存在。中期来看, 近 10 多年以来行业受到了页岩气技术进步、巴黎气候协定、可再生能源以及低油价的威胁。同时深水与非常规勘探比例不断增加, 勘探成果基本是以深水的成功率较高, 新增储量在深水区为多。因此, 未来的开采成本不会低。低油价令资本开支再度大幅削减, 同时美国致密油产量接近峰值。因此, 中期随着需求逐渐有所恢复, 原油价格则有一定的支持。我们 2020-2022 年的布伦特原油价格假设是 40、48 和 56 美元/桶。

清洁能源的替代令石油需求较快进入峰值。据世界银行统计, 能源强度每千美元 GDP 能耗从 2010 年以来已下降了 15%。道路交通的石油消费约占石油消费总量的 45%。根据 IEA 的长期展望, 道路交通对油品需求减少尤为显著。2020 年代末, 乘用车油品需求将达至峰值。2030 年全球电动汽车的保有量将达至 1.35 亿辆, 减少石油消费 250 万桶/天, 约占 2.5%。至 2040 年 50% 的车辆为电动车, 近 20% 的货车燃料为低碳。由于能效提高, 电动车推广, 清洁能源补贴大幅提升等环保政策因素, 众多预测机构认为石油需求将现峰值, 大约于 2030-2035 年出现, 也有机构认为较早于 2020-2030 年间石油需求已进入平台期。但峰值出现不等于需求很快消失。在重型运输、航空、航海、化工领域仍有需求增长, 石油仍会是未来 20 年的主要能源来源, 至 2040 年仍占 30% 左右。唯一有增长的是石化产品方面的需求, 即使塑料回收增长超过一倍, 2024 年的来自原料需求将增加近 3 百万桶/天。目前各国已相继出台税收政策促进减排, 并设定目标, 欧洲基本于 2050 年实现碳排放量为零的目标。届时全球非化石和天然气能源的占比将达到 56%。能源行业近年来低碳发展呈加速趋势。据 IEA, 2018 年全球可再生能源投资总额达 2,889 亿美元, 是全球煤炭和天然气发电能力投资总和的 3 倍。石油公司已开始对油气资产和清洁能源资产之间进行灵活地调配。

大型油气公司向低碳化和可再生能源领域演进。国际石油公司认同投资可再生能源业务是顺应未来能源发展趋势的重要选择之一，开始了太阳能、风能、生物质能、氢能、地热能、储能电池等业务。目前占资本开支比例约为个位数。可再生能源的发展过程较长，同时也存在不确定性，因此以天然气、碳捕获利用与封存等能源相关技术作为过渡，以实现低碳转变。采取先与油气行业相关，再到最后转型的战略。如加大天然气业务比重，充电桩、电能、氢能方面发展。开始可建造太阳能加油站、加电加氢终端网络、太阳能稠油开采、碳信用抵消、油田伴生地热、海上风电、生物柴油、氢能等。中国石化的加油站除非油业务外，也开始有加氢、充电、光伏发电等的功能，计划建成清洁、高效、低碳、循环的绿色企业。

管网公司的成立是发展的趋势。截至 2019 年底，中国境内油气长输管道总里程达到 13.9 万千米，其中天然气管道 8.1 万千米，原油管道 2.9 万千米，成品油管道 2.9 万千米。国家管网公司于 2019 年 12 月 9 日正式成立，目的是推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网、高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系，提高油气资源配置效率，保障油气安全供应。主要职责是：负责全国油气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设；负责干线管道互联互通及与社会管道联通、形成全国一张网；负责原油、成品油、天然气管道输送；统一负责全国油气干线管网运行调度、定期向社会公开剩余管输和储存能力等。按照《中长期油气管网规划》，2025 年国内天然气长输管道总里程将达到 16.3 万公里，尚需投资约 1.26 万亿元。由于原油价格近年来一直处于中低水平，只有三大石油公司进行投资已不现实。然而目前资本追逐新经济的高回报，管网资产的低回报对资本的吸引力也不高。三大石油公司的资产注入进展目前没有进一步的公告。如资产注入，各公司有机会带来资产重估增值收益，在可能亏损的经营环境中带来业绩提升。

国内天然气产业改革仍不断推进中。目前行业面临的主要问题是上游不足，中游管网不发达，储气能力不足（约占年度需求的 5%），下游价格机制仍不合理。门站价有一定的市场化，但终端用户销售价格仍受地方政府严格管制，仍有交叉补贴，供气成本与销售价格不匹配。入口依存度不低并亏损，因此改革挑战不少。2019 年末天然气依存度为 43%，在目前市场格局下保障供应也常常有困难的。入口的大额亏损已是多年，其中中国石油 2019 年亏损 307.10 亿元人民币，2011-2019 年合计亏损 2,509.39 亿元人民币。长此下去不利行业健康发展。近年来，天然气价格改革经历了由出厂价到门站价、由最高门站价至基准门站价、由存量气到增量气、由非居民用气至居民用气的改革历程。2018 年，居民用气与非居民用气基准门站价格已实现衔接。上游参与主体少可采用限定收益率的方法，下游参与主体多则用市场发现价格的方法。落实目前的天然气门站价格动态调整机制，其后以天然气价格交易中心促进价格市场化发展，这也是行业得以健康发展的前提和关键。高价入口资源的问题可由管道公司和供气商共同分担，同时鼓励终端用户签署长期购销合同。2019 年末发改委《中央定价目录》中提到，国产陆上管道天然气和 2014 年底前投产的进口管道天然气门站价格，暂按现行价格机制管理，视天然气市场化改革进程适时放开由市场形成。因此，按天然气价格改革的方向，中国石油等上游供应商还是有望减亏增收的。

行业全产业链都开放了。2019 年 12 月 22 日出台的《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》，针对电力、电信、铁路、石油和天然气等重点行业和领域，要求放开竞争性业务，进一步引入市场竞争机制。明确支持民营企业进入油气勘探开发、炼化和销售领域，建设原油、天然气、成品油储运和管道输送等基础设施，支持符合条件的企业参与原油进口、成品油出口。2019 年 6 月出台的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019 年版）》，将“石油、天然气（含煤层气，油页岩、油砂、页岩气等除外）的勘探、开发限于合资、合作”这一规定取消。同时也取消了“50 万人口以上城市燃气、热力管网须由中方控股”的限制性规定。在炼化领域，市场竞争环境早已经基本形成。因此，石化行业的上、中、下游全产业链已经全面开放，并明确了油气矿业权出让收益市场基准价标准。预期行业竞争激烈程度有所上升。但是，由于行业投资大，盈利能力下降，吸引力也较原来下降。

炼差在下半年可恢复并回稳。据中石油经济技术研究院，2019 年中国炼油能力增长 2,850 万吨/年至 8.6 亿吨。预测 2020 年将新增 2,700 万吨/年至 8.9 亿吨/年，民营占比为 28.1%。行业产能过剩将更为严峻。2019 年中国石油（00857 HK）炼油业务的经营利润为 103.37 亿元人民币，同比下降 72.0%；2020 年第 1 季度亏损 62.92 亿元人民币。中国石化（00386 HK）2019 年炼油业务的经营利润同比下降 44.1%至 306.32 亿元人民币，2020 年第 1 季度则亏损 257.94 亿元人民币。2020 年原油价格在第 1 季度急剧下降，因此行业炼油业务亏损。其后，原油价格有所恢复，同时第 1 季度计提了存货减值，按目前国内成品油的定价机制，预期下半年炼差可恢复并回稳。对于成品油销售业务，第 1 季度受疫情影响形成经营亏损，中国石油（00857 HK）亏损 165.93 亿元人民币，中国石化（00386 HK）亏损 15.36 亿元人民币。下半年预期同样可逐渐回稳，但市场竞争激烈，盈利水平将受压。

国内石化毛利 2020 年继续受压。据中石油经济技术研究院，2019 年全球乙烯产能大幅增加 6.7%即 1,180 万吨/

年至 1.9 亿吨/年，产能增加主要来自美国和中国。石脑油为原料的占比下降 2 个百分点至 50%，乙烷裂解的占比则上升 2 个百分点至 25%。2019 年全球乙烯的需求则同比上升 4.0%，即 650 万吨/年至 1.7 亿吨/年。装置开工率下降 1 个百分点至 89%。预测 2020 年乙烯产能增加 1,000 万吨/年，约为 5.3%。未来 5 年则约增加 3,800 万吨。原油直接生产化工品项目已有规划，是继原料轻质化后的又一个变革。2020 年全球乙烯的需求增长约为 680 万吨，主要是世界经济受新冠疫情影响增长放缓，同时贸易形势不稳定。增长的动力主要来自包装行业，其中是电商消费增长的推动。预期乙烯供需结构矛盾加剧，毛利将受压，开工率进一步下降。对二甲苯也开工率下降，合成材料供需则失衡。国际市场上我们选取的 11 种石化产品与石脑油价差，2020 年 1-6 月份平均同比下降 17.0%。国内方面，2019 至 2020 年乙烯产能大幅增长。2019 年国内乙烯产能增长 534 万吨/年，即 21.1%至 3,066.5 万吨/年，产量则增长 11.8%至 2,058 万吨。民营占比上升 14.2 个百分点至 22.2%。乙烯当量自给率为 51.5%。据中国石化经济技术研究院，2019 年也是国内对二甲苯产能扩高峰，但需求增速放缓。三大合成材料供需基本面则保持宽松。2019 年中国乙烯当量消费增速达 11.8%。民企份额提升至 16%，并且进入了对二甲苯的市场。疫情影响下，由于原油价格下降，石脑油路线盈利超越煤化工和丙烷脱氢路线。预测国内 2020 年乙烯新增产能为 685 万吨/年至 3,751.3 万吨/年，行业利润继续收窄。选取的国内 26 种石化产品 2020 年 1-5 月份平均价格同比下降 16.9%，与石脑油价差则同比下降 17.1%。第 1 季度中国石油（00857 HK）和中国石化（00386 HK）化工分部经营亏损分别为 24.10 和 15.68 亿元人民币。

行业公司化工业务经营利润

人民币 百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1Q20
中国石油 (00857 HK)	5,058	7,831	-2,877	4,991	3,811	-1,779	-9,839	-19,684	-16,405	193	11,461	7,388	7,823	3,427	-2,410
中国石化 (00386 HK)	14,458	13,306	-12,950	13,805	15,011	26,732	1,178	868	-2,181	19,476	20,623	26,977	27,007	17,151	-1,568

资料来源：各公司。

行业总体趋势。全球能源格局已发生深刻变革，美国已成为原油产量的第三个重要来源，并同样争夺欧洲等的天然气市场。全球石油需求结构继续向化工转型。据石油化工协会，2019 年国内石油依存度为 71.0%。原油依存度则为 72.6%，我们预期约在 2030 年可达至 80%。在勘探开发领域，国内面临资源品质劣质化、三低、重质和高硫原油比例增加的问题，一些勘探开采、炼化和油田服务领域的高端领域技术仍落后。在中美关系转差的背景下，存在关键技术和装备受制于人的风险。虽然疫情影响行业公司的盈利，但预测负债水平平均不高。国内政策是加强基建拉动经济的增长。因此，未来几年行业资本开支水平下降应不会大，储气库、液化气接收站、天然气管道建设、“七年行动计划”的增储上产仍会继续。

行业投资评级为“中性”。2020 年受疫情影响原油价格大幅下挫，对行业公司业绩影响十分负面，同时令股价下跌。预期随疫情逐渐缓和，原油价格将回稳。但行业公司年内业绩预期会亏损或较差。资本开支下调后，资产负债表仍健康，负债水平也不高。行业投资评级为“中性”。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
中国石油	00857	2.570	中性	(15.1)	26.3	11.6	0.4	(2.4)	0.0
中国石化	00386	3.230	中性	94.7	13.9	6.8	0.5	0.5	0.6
中海油	00883	8.620	中性	35.5	12.2	6.9	0.8	2.2	1.5
中国旭阳	01907	2.120	收集	6.8	5.3	4.8	1.0	16.2	4.4
市值加权平均			中性	64.7	18.0	8.6	0.5	0.0	0.7

资料来源：国泰君安国际。

盈利受压，但资产仍稳健

分析员：刘 谷 Grace Liu

中国石化(00386 HK)

评级：中性

股价：HK\$3.230

目标价：HK\$3.65

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	2,891,179	61,618	0.509	20.2	5.6	5.924	0.5	0.420	14.8	8.5
2019A	2,966,193	57,465	0.475	(6.7)	6.1	6.097	0.5	0.310	10.7	7.9
2020F	2,111,099	3,759	0.031	(93.5)	94.7	5.931	0.5	0.019	0.6	0.5
2021F	2,476,413	25,587	0.211	580.7	13.9	6.081	0.5	0.127	4.3	3.5
2022F	2,871,406	52,046	0.430	103.4	6.8	6.334	0.5	0.258	8.8	6.9
已发行股本 Shares in issue (m)				121,071.2	大股东 Major shareholder				中国石化集团	68.8%
市值 Market cap. (HK\$ m)				391,060.0	流通比例 Free float (%)					31.2
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				130,981.5	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					20.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				5.400/3.200	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)					9.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(10.0) / (15.5) / (39.2)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(16.4) / (18.9) / (24.8)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第 1 季度股东亏损为 191.45 亿元人民币，经营亏损则为 263.05 亿元人民币，资产减值损失为 103.60 亿元人民币。由于公司业务中炼油和化工占比较大，因此第 1 季度业绩压力最大，并已计提大额减值，其后 3 个季度应有所舒缓。我们预期 2020 全年原油价格将维持在低水平，全年可大约为盈亏平衡。资本开支可能会比原计划下调 20%至 25%。第 1 季度末总借贷较年初大幅上升 70.4%。2020 年虽预测负债大幅增加约 45%，由于原来负债率低，净负债水平增至约 20%仍健康，其后两年负债仍可大幅减少。

目标价为 3.65 港元，相当于 2021-2022 年市盈率分别为 15.7 和 7.7 倍，市净率为 0.55 和 0.52 倍。投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 疫情影响最坏情况已过。
- 炼油业务和化工业务具一定应对低油价的能力。
- 资产稳健，资本开支仍可逐渐增加，有助业务规模扩大。

负面因素分析

- 原油价格处于低水平，业绩受压。
- 经济环境不佳，行业竞争加剧。

风险分析

- 原油价格可能较长时间处于较低水平。
- 核心业务受低碳发展影响，要逐渐向绿色能源转型。

国内汽油和柴油零售价



资料来源：CEIC、Bloomberg。

国内石化产品和石脑油价差



资料来源：CEIC、Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	2,825,613	2,900,488	2,047,435	2,411,434	2,806,623
其他经营收入	65,566	65,705	63,665	64,979	64,783
营业额和其他经营收入	2,891,179	2,966,193	2,111,099	2,476,413	2,871,406
采购成本	(2,292,983)	(2,380,907)	(1,629,095)	(1,940,718)	(2,281,852)
销售、管理及雇员费用	(143,363)	(136,795)	(129,231)	(139,364)	(147,986)
折旧、耗减及摊销	(109,967)	(108,812)	(91,997)	(96,095)	(100,380)
勘探费用(含干井费用)	(10,744)	(10,510)	(7,419)	(8,738)	(10,170)
所得税以外税收	(246,498)	(242,535)	(226,441)	(237,250)	(245,849)
其他费用	(5,360)	(436)	(2,970)	255	3,148
经营收益	82,264	86,198	23,946	54,503	88,318
财务成本净额	1,001	(9,967)	(12,217)	(13,295)	(12,840)
投资收益	1,871	919	105	126	164
应占联营、合资	13,974	12,777	3,401	8,057	12,417
除税前利润	99,110	89,927	15,235	49,390	88,058
所得税	(20,213)	(17,894)	(4,841)	(10,255)	(17,652)
少数股东损益	(17,279)	(14,568)	(6,635)	(13,548)	(18,360)
股东应占利润	61,618	57,465	3,759	25,587	52,046
每股基本净利 (人民币)	0.51	0.47	0.03	0.21	0.43

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	22.8	2.6	(29.4)	17.8	16.4
净利增长 (%)	20.2	(6.7)	(93.5)	580.7	103.4
每股净利增长 (%)	20.2	(6.7)	(93.5)	580.7	103.4
毛利率 (%)	21.2	20.2	23.5	22.2	21.0
经营利润率 (%)	2.8	2.9	1.1	2.2	3.1
净利率 (%)	2.7	2.4	0.5	1.6	2.5
净资产负债率 (%)	5.9	11.3	20.2	15.6	9.8
原油实现价格 (美元/桶)	64.84	58.40	34.19	42.19	50.19
布伦特价格 (美元/桶)	71.15	64.21	40.00	48.00	56.00

资料来源：公司、国泰君安国际。

全年业绩会亏损

分析员：刘 谷 Grace Liu

中国石油(00857 HK)
评级：中性
股价：HK\$2.570
目标价：HK\$2.90

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	2,374,934	53,036	0.290	132.6	7.8	6.632	0.3	0.179	7.9	4.4
2019A	2,516,810	45,682	0.250	(13.9)	9.2	6.721	0.3	0.144	6.3	3.7
2020F	1,973,651	(28,414)	(0.155)	(162.2)	(15.1)	6.489	0.4	0.000	0.0	-2.4
2021F	2,141,974	16,284	0.089	n.a.	26.3	6.550	0.4	0.040	1.7	1.4
2022F	2,488,970	36,919	0.202	126.7	11.6	6.679	0.4	0.091	3.9	3.0
已发行股本 Shares in issue (m)				183,021.0	大股东 Major shareholder				中国石油集团 80.4%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				470,363.9	流通比例 Free float (%)				19.6	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				127,740.1	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				34.5	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				4.418/2.179	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				8.2	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)					(2.5) / (8.7) / (39.7)					
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)					(8.9) / (12.1) / (25.3)					

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

第 1 季度经营亏损为人民币 33.79 亿元人民币，成品油产量同比下降 13.8%，计提存货跌价准备 78.48 亿元人民币。入口天然气则增亏 19.6%至人民币 39.33 亿元，主要是由于新冠疫情国家提前执行淡季价格政策。预计公司第 2 季度至少将有与第 1 季度相近的亏损，2020 全年原油价格将维持在低水平，全年业绩将录得亏损。公司表示资本开支将较年初的计划削减超过 30%，但产量可能维持。由于公司将大幅削减资本开支，即使 2020-2021 年盈利很低，负债仍可维持平稳，并且资本开支可逐渐恢复。如果天然气价格改革未来可继续推进，公司的盈利则有较好的支撑。

目标价为 2.90 港元，相当于 2021-2022 年市盈率分别为 30.0 和 13.1 倍，2020-2022 年市净率为 0.41、0.40 和 0.40 倍。投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 原油价格应已见底，业绩不会再恶化。
- 即使盈利较差，但资产负债表健康。
- 天然气价格机制改革应可继续深化，公司受益。

负面因素分析

- 2020-2021 年盈利较差。
- 入口天然气亏损数额大。
- 经济环境不佳令成品油和化工下游市场竞争更加激烈。

风险分析

- 原油价格处于较低水平的时间可能较长。
- 入口天然气亏损可能持续。
- 天然气价格改革进展可能缓慢。
- 可再生能源对公司核心业务传统能源的挑战可能比想象中更大。

同业估值比较

公司	货币	股价	PER (x)			PBR (x)			ROE%	Yield%
			2020	2021	2022	2020	2021	2022		
PetroChina	HKD	2.57	n.a.	24.7	10.9	0.4	0.3	0.3	(0.6)	1.5
Sinopec	HKD	3.23	32.6	9.5	7.2	0.5	0.5	0.4	2.5	3.9
Eni	EUR	8.54	n.a.	22.5	10.2	0.7	0.7	0.7	(1.3)	8.8
Shell	GBP	1,308.40	37.3	12.5	8.0	0.7	0.7	0.6	1.8	4.3
Exxon Mobil	USD	44.32	n.a.	33.8	13.3	1.1	1.1	1.1	(0.7)	7.9
BP	GBP	310.00	90.8	11.7	7.4	0.9	1.0	1.0	(0.8)	9.8
Chevron	USD	87.67	679.6	40.4	17.5	1.2	1.3	1.3	0.1	6.1
ConocoPhillips	USD	41.30	n.a.	175.7	19.9	1.5	1.6	1.6	(3.7)	4.1
Total	EUR	34.12	33.0	14.8	9.4	0.9	0.9	0.9	2.6	7.7
简单平均：			34.3	21.2	11.5	0.9	0.9	0.9	(0.0)	6.0
加权平均：			34.8	24.4	11.9	0.9	0.9	0.9	0.2	6.0

资料来源：Bloomberg。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	2,374,934	2,516,810	1,973,651	2,141,974	2,488,970
采购、服务和其他	(1,553,784)	(1,697,834)	(1,355,227)	(1,400,612)	(1,664,400)
费用成本	(237,594)	(243,689)	(236,139)	(247,060)	(262,951)
折旧和摊销	(232,276)	(225,262)	(206,141)	(213,897)	(223,583)
所得税以外税金	(220,677)	(228,436)	(214,235)	(223,353)	(237,476)
其他(支出)收入净额	(7,661)	173	(1,031)	(527)	(1,138)
经营利润	122,942	121,762	(39,122)	56,524	99,421
融资成本总额	(17,819)	(26,777)	(27,332)	(27,269)	(26,833)
应占联营公司损益	11,647	8,229	3,694	3,988	4,257
税前利润	116,770	103,214	(62,760)	33,243	76,845
税项	(42,790)	(36,199)	21,076	(9,354)	(22,685)
税后利润	73,980	67,015	(41,683)	23,888	54,160
少数股东损益	(20,944)	(21,333)	13,269	(7,604)	(17,241)
净利润	53,036	45,682	(28,414)	16,284	36,919
每股基本盈利 (人民币)	0.29	0.25	(0.16)	0.09	0.20

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	17.8	6.0	(21.6)	8.5	16.2
经营利润增长 (%)	81.5	(1.0)	(132.1)	n.a.	75.9
净利增长 (%)	132.6	(13.9)	(162.2)	n.a.	126.7
经营利润率 (%)	5.2	4.8	(2.0)	2.6	4.0
净利率 (%)	3.1	2.7	(2.1)	1.1	2.2
净资本负债率 (%)	27.3	31.1	34.5	31.3	27.4
布伦特原油 (美元/桶)	71.2	64.2	40.0	48.0	56.0
实现油价 (美元/桶)	68.28	60.96	36.75	44.75	52.75
股价/储量(美元/桶油当量)	3.79	3.82			

资料来源：公司、国泰君安国际。

油价回暖，但仍需耐心等待

分析员：邵俊樨 Peter Shao

中国海洋石油(00883 HK)

评级：中性

股价：HK\$8.620

目标价：HK\$8.90

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	227,711	52,675	1.180	114.5	6.4	9.403	0.8	0.700	9.2	13.2
2019A	233,199	61,045	1.370	16.1	5.7	10.038	0.8	0.780	9.9	14.1
2020F	165,757	9,845	0.221	(83.9)	35.5	9.647	0.8	0.121	1.5	2.2
2021F	201,179	28,702	0.643	191.0	12.2	9.882	0.8	0.354	4.5	6.6
2022F	247,204	50,792	1.138	77.0	6.9	10.391	0.8	0.626	8.0	11.2
已发行股本 Shares in issue (m)				44,647.5	大股东 Major shareholder				CNOOC 64.4%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				384,681.1	流通比例 Free float (%)				35.6	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				94,953.8	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				28.6	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				14.040/6.240	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				9.7	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(4.5) / 7.3 / (35.5)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(7.5) / 1.5 / (21.1)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第 1 季度，中海油保持了较高产量增长，油气产量同比上升 9.5%至 1.315 亿桶油当量；但由于油气平均实现价格下降，油气销售收入同比下滑 5.5%至人民币 399.48 亿元。为应对低油价环境，公司于 4 月宣布下调今年产量目标和资本开支预算。其中，油气产量目标下降 2.9%至 5.05-5.15 亿桶油当量，资本开支预算减少 11.1%至人民币 75-850 亿元。

5 月以来，OPEC+重启减产、全球防疫措施逐步放宽，国际油价逐渐企稳回暖。上半年布伦特原油均价 42.10 美元/桶，好于我们预期。目前油价回暖，公司盈利预期获得一定修复。但无论是疫情进一步的走向还是逆全球化趋势的加剧，都使得石油需求的复苏仍有较大不确定性，同时高企的库存亦让短期油价反弹空间受限。我们对 2020-2022 年布伦特原油均价的假设分别为 40 美元/桶、48 美元/桶和 56 美元/桶。中海油资产负债状况良好，有较强的抗风险能力。截至 2019 年底，公司的现金与现金等价物（包括短期金融理财产品）共计超过人民币 1,600 亿元，在我们的油价假设下，2020 年公司将有能力独立负担人民币 750-850 亿元的资本开支计划，并维持派息比例在 55%或以上。我们目前对公司的投资评级为“中性”，目标价 8.90 港元。

正面因素分析

- 油价企稳回暖，公司盈利预期修复。
- 公司资产负债状况良好，现金流充沛，抗风险能力强。

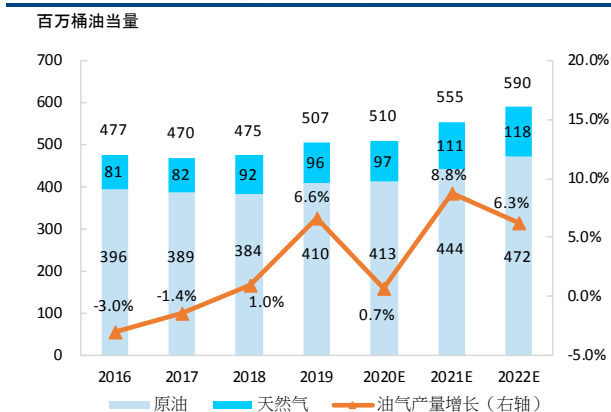
负面因素分析

- 新冠疫情仍在全球蔓延，原油库存仍然高企；
- 公司削减资本开支将一定程度影响未来产量增长。

风险分析

- 公司产量增速不及预期；
- 油价表现差于预期；
- 新冠疫情造成其他尚未预见的负面影响。

中海油油气总产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
总收入	227,711	233,199	165,757	201,179	247,204
经营费用	(24,388)	(24,735)	(22,046)	(24,141)	(26,451)
勘探费用	(13,135)	(12,342)	(12,095)	(12,700)	(13,335)
折旧、减值及摊销	(50,838)	(57,699)	(63,988)	(71,409)	(77,025)
采购成本	(33,558)	(29,040)	(28,336)	(32,403)	(37,623)
销售、管理及员工费用	(7,429)	(8,062)	(6,796)	(8,047)	(9,888)
所得税以外税收	(9,141)	(9,156)	(4,144)	(4,828)	(6,180)
其他费用	(9,055)	(7,970)	(13,722)	(7,906)	(6,828)
经营收益	80,167	84,195	14,629	39,743	69,874
净财务费用	(4,364)	(4,798)	(4,641)	(4,926)	(4,599)
投资收益	3,685	4,632	2,619	3,645	3,632
汇兑损失，净额	(141)	(213)	108	(140)	(150)
联营、合营（损失）/利润	(5,187)	1,002	394	718	683
营业外收入，净额	997	831	471	550	617
税前利润	75,157	85,649	13,579	39,590	70,058
所得税	(22,482)	(24,604)	(3,734)	(10,887)	(19,266)
净利润	52,675	61,045	9,845	28,702	50,792
基本每股盈利（人民币）	1.180	1.370	0.221	0.643	1.138
摊薄每股盈利（人民币）	1.180	1.370	0.220	0.643	1.138

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
油气收入增长 (%)	22.8	5.7	(35.6)	25.9	26.5
经营利润增长 (%)	116.4	5.0	(82.6)	171.7	75.8
净利润增长 (%)	113.5	15.9	(83.9)	191.5	77.0
经营利润率 (%)	35.2	36.1	8.8	19.8	28.3
净利率 (%)	23.1	26.2	5.9	14.3	20.5
净资产收益率 (%)	31.9	26.5	28.6	29.7	28.0
股东资金回报率 (%)	13.2	14.1	2.2	6.6	11.2
原油实现价格 (美元/桶)	67.2	62.0	36.0	43.0	53.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

具有逆风前行的能力

分析员：邵俊樨 Peter Shao

中国旭阳集团 (01907 HK)
股价: HK\$2.120
评级: 收集
目标价: HK\$2.40

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	20,583	2,089	0.634	162.0	2.9	1.431	1.3	0.190	10.2	54.8	
2019A	18,842	1,363	0.345	(45.6)	5.6	1.723	1.1	0.104	5.4	24.1	
2020F	22,437	1,153	0.282	(18.3)	6.8	1.866	1.0	0.085	4.4	16.2	
2021F	27,963	1,480	0.362	28.4	5.3	2.129	0.9	0.109	5.7	18.4	
2022F	29,753	1,644	0.402	11.0	4.8	2.413	0.8	0.121	6.3	17.9	
已发行股本 Shares in issue (m)				4090.0	大股东 Major shareholder				Yang Xuegang	76.2%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				8,670.8	流通比例 Free float (%)					11.7	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				2,701.7	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)					137.4	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				3.150/1.780	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)					3.3	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(2.3) / (7.8) / (25.1)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(5.2) / (13.6) / (10.7)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

自 2019 年 3 月上市以来，旭阳实行积极的扩张策略。公司立足于河北本部，通过收购以及输出运营管理服务，将业务版图扩张至内蒙古、辽宁、山东、河南等周边省份。2019 年，旭阳运营管理的收入规模超过人民币 10 亿元，新收购的焦炭产能超过 300 万吨/年，业务规模进一步扩大。但受产品价格普遍下跌影响，2019 年旭阳股东净利同比下跌 34.7% 至人民币 13.63 亿元。2019 年，公司焦炭平均售价由 2018 年的 1805.6 元/吨下降至 1708.4 元/吨 (-5.4%)，焦炭毛利率由 23.4% 下降至 16.3%，焦炭业务约占年度总溢利的 60%。

展望 2020 年下半年，煤化工产品的盈利空间将持续承压，但焦炭受到相对稳定的钢材需求支撑，并有去产能政策托底，其盈利性将展现较强韧性。随着国内复工复产，焦炭-焦煤价差已于今年 4 月起获得大幅修复。尽管行业处于下行周期，我们相信旭阳具有逆风前行的能力，其扩张策略下的增长前景依然向好。随着行业整合度的提升以及公司市场份额的提高，公司未来的盈利将得到修复。我们对公司的投资评级为“收集”，目标价 2.40 港元，相当于 7.7 倍 / 6.0 倍 / 5.4 倍 2020-2022 年市盈率，且较我们用 DCF 得出的每股估值（3.31 港元）有 27.5% 的折让。

正面因素分析

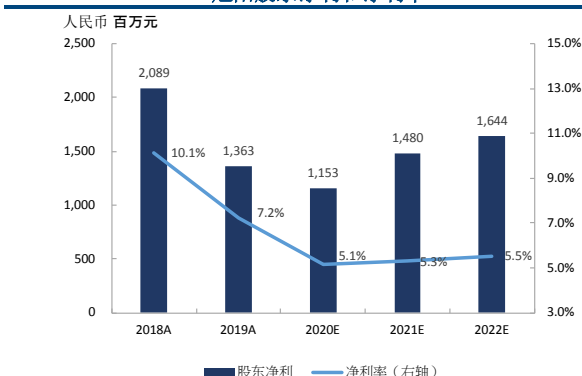
- 全球最大的焦炭独立生产商及供应商；
- 配煤技术先进，吨煤成本低于行业平均水平；
- 受益于中国焦炭行业整合大趋势。

负面因素分析

- 低油价环境下，煤化工产品盈利性承压；
- 预计收购将导致财务费用大幅增长。

风险分析

- 焦煤-焦炭价差表现不及预期；
- 煤化工产品盈利空间差于预期；
- 公司业务扩张进度不及预期。

旭阳股东净利和净利率


资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	20,583	18,842	22,437	27,963	29,753
营业成本	(17,173)	(16,259)	(19,564)	(24,045)	(25,522)
销售费用	(728)	(779)	(937)	(1,456)	(1,529)
财务费用	(597)	(466)	(825)	(830)	(858)
其他	575	341	342	232	227
税前利润	2,660	1,679	1,453	1,864	2,071
所得税	(533)	(306)	(291)	(373)	(414)
税后利润	2,127	1,374	1,162	1,491	1,657
少数股东权益	(38)	(11)	(9)	(12)	(13)
股东利润	2,089	1,363	1,153	1,480	1,644
基本每股盈利 (人民币)	0.634	0.345	0.282	0.362	0.402
摊薄每股盈利 (人民币)	0.634	0.345	0.282	0.362	0.402

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	10.3	(8.5)	19.1	24.6	6.4
净利增长 (%)	176.8	(34.7)	(15.4)	28.3	11.1
毛利率 (%)	16.6	13.7	12.8	14.0	14.2
EBITDA 利润率 (%)	12.7	8.9	8.0	7.8	8.1
净利率 (%)	10.3	7.3	5.2	5.3	5.5
股东资金回报率 (%)	54.8	24.1	16.2	18.4	17.9
净资产负债率 (%)	172.5	111.8	137.4	124.7	110.7
利息覆盖比率 (倍)	4.4	3.6	2.2	2.6	2.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

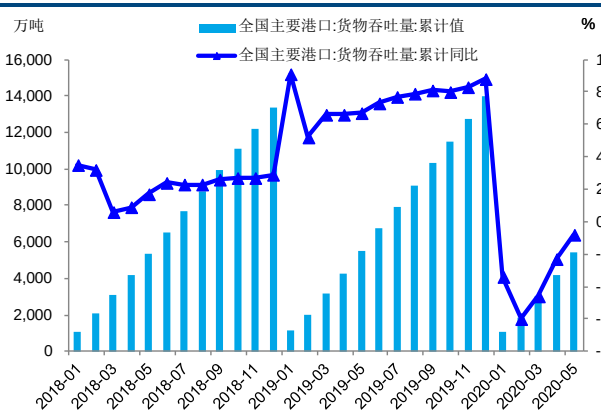
港口行业

跑赢大市

分析师：卓仕凯 Kevin Zhuo

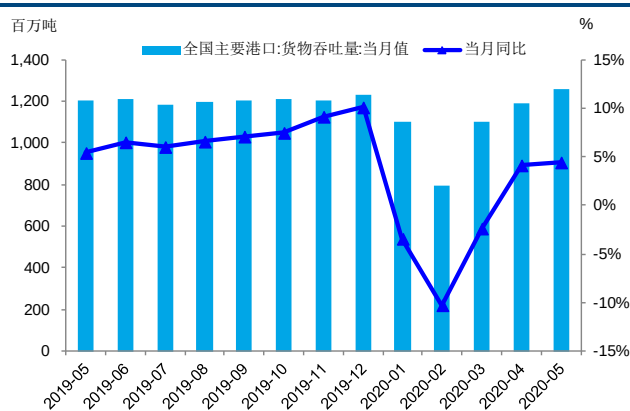
疫情分阶段打击，港口吞吐量增长承压。截止 2020 年 5 月，全国港口货物吞吐量累计同比下降 0.8%，5 月当月同比上升 4.4%。全国港口集装箱吞吐量累计同比减少 6.8%，5 月当月同比减少 3.2%。其中，1-2 月份疫情在中国爆发导致大量工厂停工待产，虽港口保持全年营运，但工厂产能受限直接影响港口货量。截止 2020 年 2 月，全国港口货物吞吐量出现 6.0% 的同比下跌。消费属性较强的集装箱吞吐量 1-2 月累计同比更是骤降 10.6%。随疫情 3 月在中国显著受控，工厂进入大面积复工阶段。港口吞吐量开始边际回暖但一定程度上仍受货车司机复工节奏迟缓影响，同时，海外疫情大面积爆发，这同时对海外需求和供给两方面形成打击。截止 6 月，从现有确诊病例上看，海外疫情仍未出现明显拐点。消费属性较强的集装箱吞吐量在 3 月、4 月和 5 月持续受压，分别同比减少 4.9%、5.8%和 3.2%，但随中国进入复工复产，同比降幅较 1-2 月份明显收窄。

全国港口货物累计吞吐量及同比增速



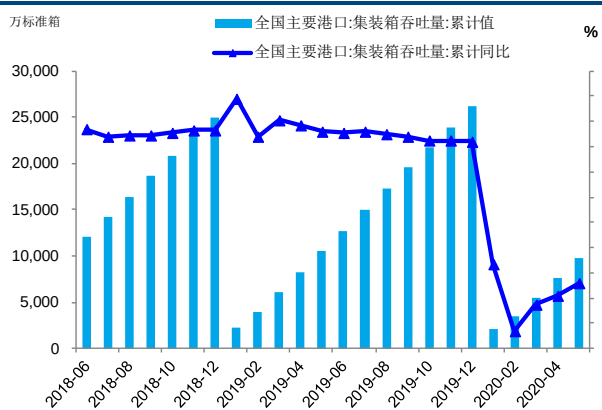
资料来源：交通部。

全国港口货物月度吞吐量及同比增速



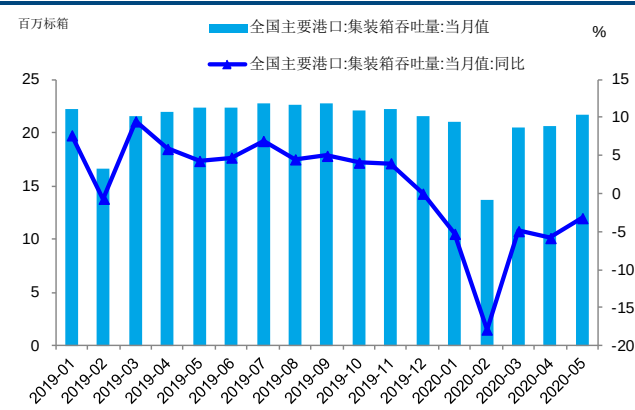
资料来源：交通部。

全国港口集装箱累计吞吐量及同比增速



资料来源：交通部。

全国港口集装箱月度吞吐量及同比增速

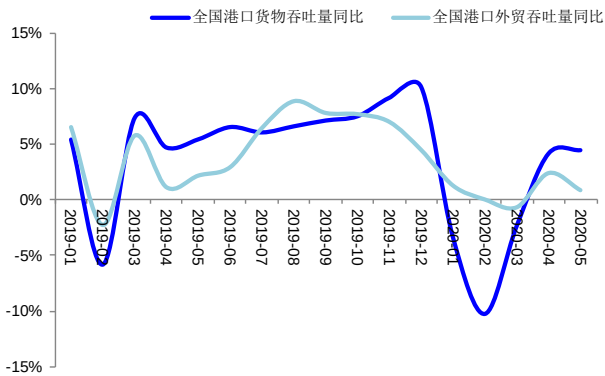


资料来源：交通部。

结构上看，疫情下内外贸货物吞吐量增长分化。疫情在中国爆发前期，中国港口货物吞吐量出现明显跌幅，2020 年第一季度同比下跌 4.6%，跌幅较外贸货物吞吐量更为显著（同比上涨 0.3%）。我们认为疫情前期在工厂停工待产和区域封锁阶段，中国消费和生产均受压制，对应内贸货量减少。但由于该阶段海外吞吐量仍未大面积爆发，进出口吞吐量受打击相对较弱。但是随中国控疫政策效果显现，疫情受控效果明显，内贸货物吞吐量出现明显反弹。2020 年 5 月，中国港口总货物吞吐量同比上升 4.4%，显著领先外贸货物吞吐量同比 0.9% 的增幅。我们认为，在 4 月随海外疫情扩散后，中国港口货物吞吐量增长压力将从内贸货量向外贸货量转移。外贸货物和与外贸相关性较强的集装箱吞吐量将取决于海外复工复产和放开区域封锁政策的节奏。截止 6 月，海外疫情仍未出现明显拐点，虽多国在 5 月启动复工复产计划，但我们认为由于新冠疫情阻力仍未消散，产能和消费恢复情况可能差强人意。相对应的，随着疫情后长江运输和内需的恢复，2020 年 4-5 月内河港口货物吞吐量较沿海港口货物吞吐量出现显著回暖。进入 3 季度，我们预计沿海港口货量增长存在一定压力，同时海外消费的疲弱对沿海港口集装箱吞

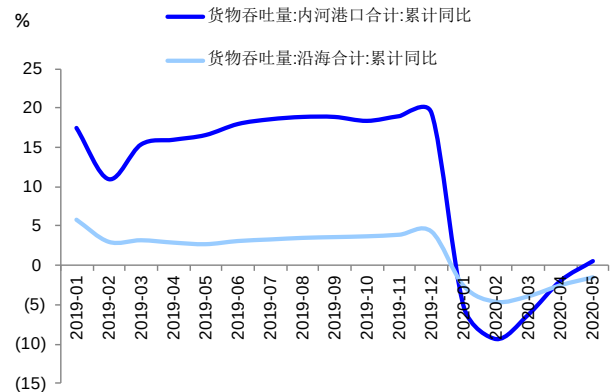
吐量负面影响预计更为明显，外贸导向型较强如深圳、上海地区的集装箱码头受影响可能较大，但刚需干散货吞吐量在港口库存偏低时应具备一定韧性。

主要港口货物吞吐量与外贸货物吞吐量月度同比



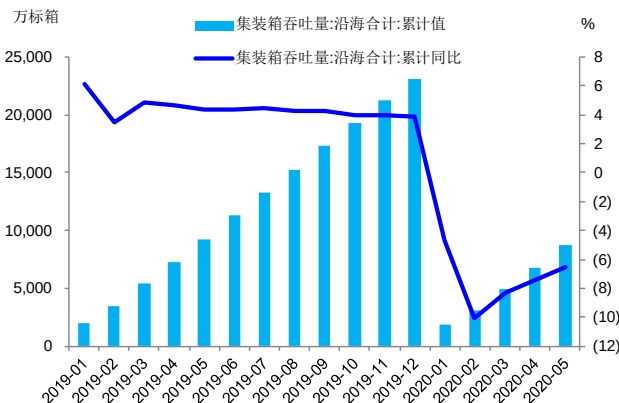
资料来源：交通部。

沿海港口和内河港口货物吞吐量累计同比



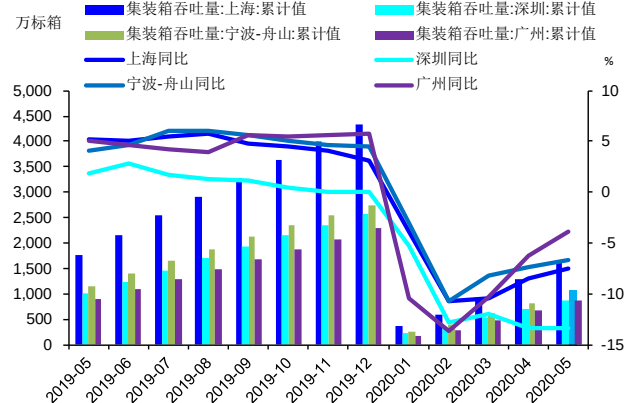
资料来源：交通部。

全国沿海港口集装箱累计吞吐量及增速



资料来源：交通部。

全国核心港口城市集装箱累计吞吐量及同比



资料来源：交通部。

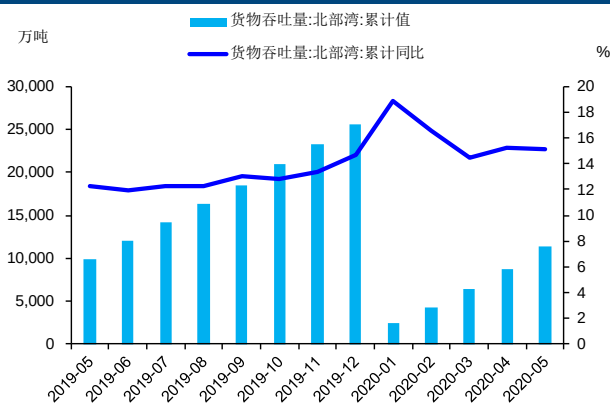
稳外贸措施调减进出口货物港口费用，但预计对港口企业费率影响有限。疫情影响下，2020年3月，财政部、交通部公告提出减免进出口货物港建费，降低20%港口设施保安费和货物港务费的政策以稳定外贸。之后两会政府工作报告中提出将进出口货物港建费减免延续至2020年年底。我们认为此费用的减免旨在稳定外贸企业，且所减免费用主要由政府行政部门征收，港口企业仅代收该费用，从货量和港口费率的角度上看，对港口企业的影响预计有限。另外，6月2号发改委和交通部提出进一步降低物流成本的《意见》。其中提及规范港口口岸收费，降低港口、检验检疫等收费，并研究将港口设施保安费并入港口包干费和降低部分政府定价收费。我们认为政府稳外贸减费措施主要将从政府定价项目做调整，港口公司费率应保持市场化定价，但规范化程度将进一步提升。总体上看，政府减费措施预计不会直接影响港口企业费率，但疫情对整体上下游的影响可能会对港口端收费造成压力。

中美贸易有望托底沿海港口吞吐量。2020年1月15日，中美双方签订第一阶段经贸协议。中国同意在2020年新增美国进口767亿美元（在2017年基础之上），其中一般贸易商品进口为639亿美元。根据USITC数据，我们认为第一季度受疫情影响进口额执行情况稍有落后，但中国自美国相应品类进口自4月开始加速。两会上政府工作报告也提出“共同落实中美第一阶段经贸协议”。虽中美关系存在不确定性，但我们认为中美之间贸易交流覆盖领域已深入两国各行业产业链中，稳定的贸易关系将有利于疫情后双方经济的复苏。我们对于中美第一阶段贸易协议的执行持相对乐观态度，并预计中美第一阶段贸易协议将对港口吞吐量有一定支撑作用，并利好沿海大型枢纽港货量的恢复。

贸易结构调整可能导致港口吞吐量结构变化。从进出口结构上看，2020年东盟已经成为中国第一大外贸伙伴。截止2020年5月，中国与东盟国家进出口额占比总额14.7%，同比上升1.3个百分点，超越与欧盟的13.9%和美国的11.1%。2019年10月中国-东盟自贸区升级《协议书》对所有东盟国家成员全面生效。我们认为中国与东盟

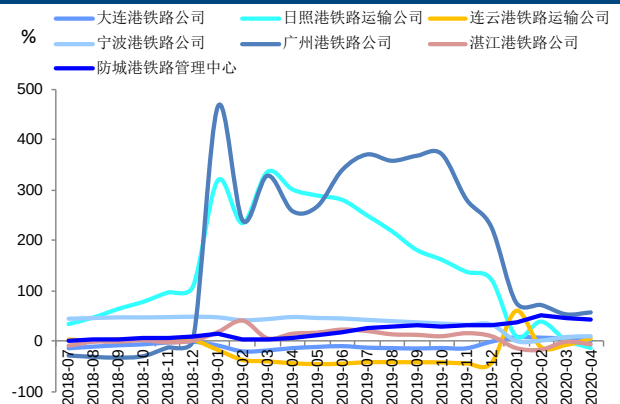
国家间贸易存在一定互补性，具备发展潜力。同时，国际关系的变化也可能影响中国外贸结构。随着外贸结构的改变，中国各地区港口吞吐量增长预计出现一定分化。如北部湾地区港口作为对东盟国家进出口优势枢纽，在基础建设不断加强，中西部腹地不断开发的情况下，港口作业货量具备上升潜力。

北部湾累计货物吞吐量及同比增速



资料来源：交通部。

各港口铁路公司集装箱吞吐量累计同比



资料来源：中国港口协会。

港口整合及多式联运继续优化港口产能结构。排除贸易摩擦和疫情等干扰因素，港口吞吐量增长已进入趋势性放缓阶段。进出口环节费用的控制政策，港口整合对产能的优化配置成为港口行业面临过渡的重要手段。随着以区域一体化为重点的发展策略，从交通运输部印发的《关于建设世界一流港口的指导意见》上看，我们认为未来港口间合作将继续加深，区域内港口分工效率进一步提高。依靠中国庞大消费市场和不断开放的贸易政策，我们认为中国具备发展世界级枢纽港的潜力，同时，港口吞吐量的增长有望随中转箱量的增长所拉动。目前国内港口整合基本上以省为单位，整合后港口群优势互补性强的港口集团将受益。另外，多式联运的发展有利于港口拓宽货源并一定程度上减少对单一腹地经济的依赖，对港口吞吐量和货物结构产生深远影响。对比发达国家，国内港口海铁联运占比提升空间大。2020年，港口集装箱铁水联运量预计将保持双位数增长。我们看好海铁联运对港口的吞吐量改善，铁路资源丰富的港口预计将相对其他港口保持较快增速。

投资建议

行业投资评级为跑赢大市。疫情下全球港口吞吐量在2020年下半年仍面临不确定性。虽然中国港口货物吞吐量在疫情良好受控的情况下连续出现同比缓和，但由于海外疫情对需求和供给的双向挤压，消费属性较强的集装箱码头吞吐量至5月仍经历同比下降。截至6月，海外疫情仍未出现明显拐点，因此，整体港口吞吐量在下半年预计仍有压力。全球疫情动向、国际贸易格局的变化和疫情后各经济体的恢复成为未来港口行业走势关键因素。从班轮停航的比例上看，由于中国疫情有效受控，停航班轮比例近月边际减少，中国港口集装箱吞吐量同比跌幅预计进一步收缩。另外，我们认为中国制造与消费作为全球贸易中的重要部分，产业链已深入全球分工合作体系，短期的波动将不足以影响中国作为贸易大国的地位。长期看，中国港口及多式联运的整合和发展有利于成本和效率的提升，并把更为广泛的腹地与全球经济对接，符合加强开放的国策。疫情后港口行业估值面临较大下调，由于相对稳定的经营现金流和集装箱港口企业较高的毛利率，我们认为港口企业具备一定防御性质，并给予行业投资评级为“跑赢大市”。

高派息率和防御性偏强，推荐中远海运港口（01199 HK）。全球新冠疫情尚未被有效控制，疫苗研发成功时间未定，预计2020年下半年全球消费仍受压制。2020年第三季度海运企业班轮仍存在部分停航的情况，我们认为中远海运港口与其母公司中远海控（01919 HK）及其所属海洋联盟的协同效应有望一定程度上缓解货量减少。中远海运港口目前持有现金充裕，有利于疫情下其经营的稳定性并把握收购机会。随新码头的经营日趋成熟，公司毛利率有望进一步提升。我们认为稳定的盈利和现金流使中远海运港口具备一定防御性。另外，中远海运港口派息率预计在2020年保持40%。我们认为公司目前估值处于低位，高股息率使其具备吸引力。我们当前给予公司“收集”评级，目标价为5.70港元，对应7.1倍、7.1倍及6.3倍2020-2022年市盈率和0.4倍、0.4倍及0.4倍2020-2022年市净率。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE (%)	2020 股息率(%)
中远海运港口	01199 HK	4.160	收集	5.2	5.2	4.6	0.3	6.5	7.8
招商局港口	00144 HK	9.160	收集	8.1	7.3	6.7	0.4	4.8	5.2
市值加权平均			跑赢大市	7.2	6.7	6.1	0.4	5.3	5.9

资料来源：国泰君安国际。

高股息具备吸引力

分析员：卓仕凯 Kevin Zhuo

中远海运港口(01199 HK)

股价：HK\$4.160

评级：收集

目标价：HK\$5.70

End 12/31	Turnover (US\$ m)	Net profit (US\$ m)	EPS (US\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (US\$)	PBR (x)	DPS (US\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	1,000	325	0.106	(37.3)	5.0	1.659	0.3	0.042	8.0	6.3
2019A	1,028	308	0.098	(7.5)	5.4	1.580	0.3	0.039	7.4	6.1
2020F	1,002	329	0.104	6.1	5.2	1.644	0.3	0.042	7.8	6.5
2021F	1,076	328	0.104	0.0	5.2	1.706	0.3	0.041	7.7	6.2
2022F	1,132	368	0.116	11.5	4.6	1.778	0.3	0.046	8.7	6.7
已发行股本 Shares in issue (m)				3,162.0	大股东 Major shareholder				中远海运控股 49.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				13,153.7	流通比例 Free float (%)				51.0	
3个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				6,821.1	2020年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				35.1	
52周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				7.860/3.300	2020年每股估值 2020 NAV (HK\$)				11.5	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									7.5 / 11.2 / (46.0)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									1.1 / 7.7 / (31.6)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

疫情压制进出口货量，公司第三季度吞吐量预计持续受压。由于疫情在中国的爆发，公司1-2月吞吐量受打击明显。虽自3月公司大中华区吞吐量出现一定恢复，但由于海外疫情扩散导致的全球贸易压力，公司海外码头吞吐量3-5月出现同比负增长，且疫情对公司吞吐量影响预计将持续至第三季度。疫情期间，公司与其母公司及海洋联盟的协调将继续发挥协同效应。公司目前现金充裕且港口业务具防御性，我们认为疫情对其基本面不会造成重大打击。我们认为公司部署的战略，例如打造一个强大互联的全球港口网络、加强对港口资产的控制以及发展港口自动化，预计将为公司的盈利能力奠定坚实的基础。

码头组合预计进一步优化，疫情下现金充裕有利于把握收购机会。除了近期完成出售了3个码头资产，公司在2020年4月同意出售其所持江苏长江石化码头30.4%的权益，并有意出售其在太仓码头的权益。所出售码头利润贡献小，对公司利润影响有限。另外，考虑到强劲的现金状况，公司具有执行码头组合优化战略的优势。此外，凭借强劲的现金状况和经营现金流，公司的派息率预计将保持40%左右。公司目前估值较低，我们认为稳定的经营现金流和高股息率使公司具备投资吸引力。我们当前的投资评级为“收集”，目标价为5.70港元，对应7.1倍、7.1倍及6.3倍2020-2022年市盈率和0.4倍、0.4倍及0.4倍2020-2022年市净率。

正面因素分析

- 港航联动协同效应明显。
- 码头组合战略调整。
- 中国疫情快速受控。

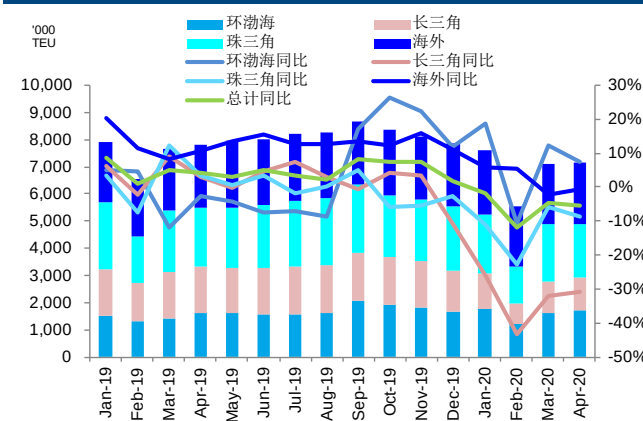
负面因素分析

- 海外疫情使港口货量承压。
- 中美贸易不确定性仍存。
- 海外疫情未见明显拐点。

风险分析

- 全球疫情的二次爆发。
- 新码头项目完工不及预期。
- 进出口货物港口费率承压。

中远海运港口分地区集装箱月度吞吐量及同比



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	1,000	1,028	1,002	1,076	1,132
毛利	294	273	266	312	340
经营溢利	213	213	251	210	242
应占联营及合营公司收益	292	267	256	277	294
净财务开支/收入	(66)	(96)	(90)	(81)	(74)
除税前盈利	440	384	416	407	462
税项	(66)	(34)	(40)	(32)	(42)
除税后盈利	374	350	376	375	420
少数股东权益	(49)	(42)	(47)	(47)	(53)
股东应占溢利	325	308	329	328	368
每股盈利 (美元)	0.106	0.098	0.104	0.104	0.116

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	29.4	26.5	26.5	29.0	30.0
经营利润率 (%)	21.3	20.7	25.0	19.6	21.4
资产回报率 (%)	3.6	3.2	3.2	3.1	3.4
股东资金回报率 (%)	6.3	6.1	6.5	6.2	6.7
流动比率 (倍)	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率 (倍)	1.0	1.0	1.2	1.1	1.2
净资产负债率 (%)	37.5	39.8	35.1	32.5	29.8
净利息覆盖率 (倍)	8.5	6.3	6.5	7.2	8.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

新码头注入新增长动力

分析员：卓仕凯 Kevin Zhuo

招商局港口(00144 HK)

股价：HK\$9.160

评级：收集

目标价：HK\$12.00

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Net profit (HK\$ m)	EPS (HK\$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	10,160	7,245	2.195	19.4	4.2	22.826	0.4	0.950	10.4	9.7
2019A	8,898	8,362	2.478	12.9	3.7	23.646	0.4	0.800	8.7	10.8
2020F	8,906	3,904	1.132	(54.3)	8.1	23.667	0.4	0.475	5.2	4.8
2021F	9,562	4,311	1.250	10.4	7.3	24.489	0.4	0.512	5.6	5.2
2022F	9,943	4,724	1.370	9.6	6.7	25.423	0.4	0.548	6.0	5.5
已发行股本 Shares in issue (m)				3,448.9	大股东 Major shareholder				招商局集团	63.1%
市值 Market cap. (HK\$ m)				31,592.4	流通比例 Free float (%)				36.9	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				9,119.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				40.5	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				14.060/7.890	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				20.8	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)				(2.9) / 3.4 / (31.0)						
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)				(9.2) / (0.1) / (16.6)						
资料来源: 公司、国泰君安国际。										

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

通过对 Terminal Link 的投资，公司全球码头布局更进一步。2020 年 3 月，招商局港口宣布通过 Terminal Link 初步完成 8 个码头不同数量权益的收购，其中 5 个码头位于亚洲，2 个位于欧洲，1 个位于北美洲。相应地，认购强制性可换股债券及垫付贷款所支付总金额约为 814.78 百万美元。通过此投资，除公司码头全球化布局更进一步之外，与 CMA CGM 的港航合作也预计进一步加强。同时，我们认为公司于 2020 年 6 月同意向福建交通运输出售汉班托塔港部分权益的决定将在保有对港口控制权的基础上，为汉班托塔港未来货量增长打下基础并有利于适当减轻公司财务成本。

截至 2020 年 5 月，受疫情影响，公司总集装箱吞吐量累计同比下降 0.7%，其中，主要受新收购码头新增箱量贡献的影响，公司 5 月集装箱吞吐量同比上升 5.6%。由于新码头的收购，公司来自 Terminal Link 集装箱吞吐量在 4 月和 5 月分别同比快速上升 68.6%和 72.2%，公司 4-5 月份集装箱吞吐量同比增速由负转正。主要由于疫情对工厂产能和地区封锁措施下对生产和消费的影响，公司吞吐量受到影响。但随着中国疫情受控，公司吞吐量 4-5 月呈现一定恢复。往后吞吐量或仍受制于海外产能和消费恢复进度，然而鉴于（1）国际码头的战略布局，（2）港口产能和自动化的扩展，（3）码头与航运公司战略联盟的进一步探索，我们对公司的长期吞吐量增长持乐观态度。我们当前投资评级为“收集”，目标价为 12.00 港元，对应 10.6 倍/9.6 倍/8.8 倍 2020-2022 年市盈率以及 0.5 倍/ 0.5 倍/ 0.5 倍 2020-2022 年市净率。

正面因素分析

- 东南亚码头布局进一步完善。
- 新收购码头带来增量吞吐量。
- 中国疫情快速受控。

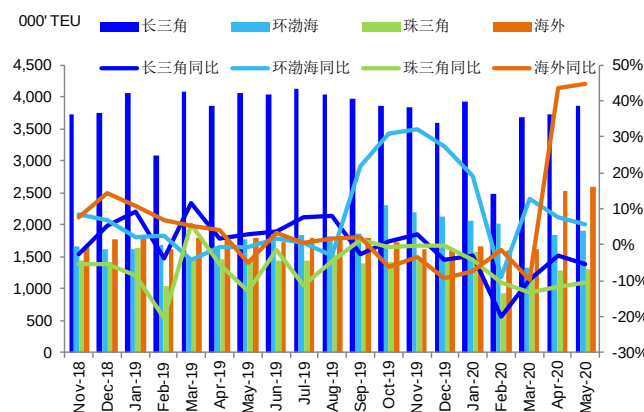
负面因素分析

- 新收购推升财务成本。
- 中美贸易不确定性仍存。
- 海外疫情未见明显拐点。

风险分析

- 新收购码头表现不及预期。
- 全球疫情的二次爆发。
- 进出口货物港口费率承压。

招商局港口分地区集装箱月度吞吐量及同比



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	10,160	8,898	8,906	9,562	9,943
毛利	4,389	3,716	3,723	4,064	4,226
其他收入	3,391	6,948	273	350	338
经营溢利	6,014	9,243	2,704	2,979	3,172
应占联营及合资公司收益	4,826	4,295	4,158	4,390	4,614
净财务开支/收入	(1,590)	(1,782)	(1,746)	(1,819)	(1,681)
除税前溢利	9,250	11,756	5,116	5,550	6,105
税项	(1,295)	(2,518)	(412)	(418)	(522)
税后溢利	7,955	9,238	4,704	5,132	5,584
少数股东权益	(710)	(876)	(800)	(821)	(860)
股东应占溢利	7,245	8,362	3,904	4,311	4,724
每股盈利 (港元)	2.195	2.478	1.132	1.250	1.370
增长/减少 (%)	19.4	12.9	(54.3)	10.4	9.6

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	43.2	41.8	41.8	42.5	42.5
经营利润率 (%)	59.2	103.9	30.4	31.2	31.9
资产回报率 (%)	5.3	5.8	2.6	2.8	3.1
股东资金回报率 (%)	9.7	10.8	4.8	5.2	5.5
流动比率 (倍)	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7
速动比率 (倍)	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7
净资产负债比率 (%)	42.1	38.4	40.5	37.4	33.8
净利息覆盖率 (倍)	6.9	7.9	4.5	4.7	5.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

贵金属行业

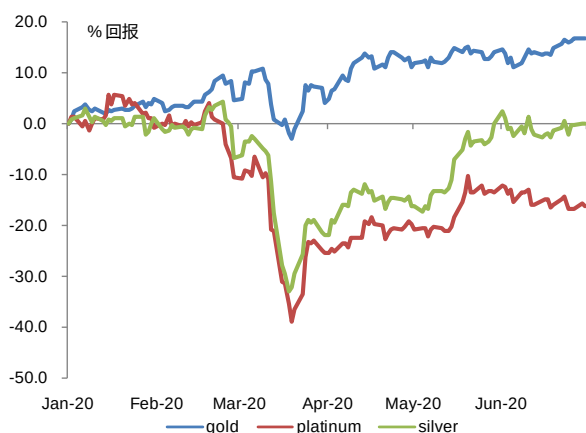
跑赢大市

分析员：郭勇 Kevin Guo

疫情之下金价将继续上涨

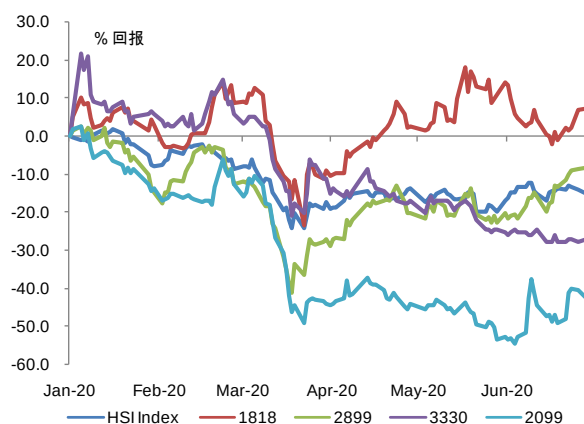
市场回顾：2020 年上半年金价持续上涨，但由于矿山资产组合差异导致黄金股表现分化。由于新冠病毒疫情在全球的爆发，全球经济陷入衰退，黄金作为避险资产再度受到投资人的青睐。一季度新冠病毒疫情叠加市场恐慌使得金价也经历了剧烈波动，三月中旬由于金融市场的恐慌使得金价曾随其它资产价格共同下跌，并短暂下跌至 1,500 美元/盎司之下。但随着市场恐慌情绪的消退，金价很快收复了跌幅并持续走高。随着新冠病毒疫情在全球的扩散，各国央行均出台了多种救市政策，并推动金价持续走高。上半年金价的涨幅达到 16.8%，二季度金价基本维持在 1,700 美元/盎司之上。3 月份为救市美联储在短时间内连续降息两次，并将联邦基金利率目标区间下调至 0-0.25%，这是自 2008 年金融危机以来再次将利率水平下调至“零利率”水平。全球金融市场的剧烈波动提升了市场对黄金的避险需求，全球黄金 ETF 的持仓量持续上涨。金价已上升至历史较高的水平，在此价格水平下大多数黄金矿业公司拥有可观的盈利能力，但是黄金股的表现却出现显著分化，主要是与各公司的矿山资产组合密切相关。招金矿业（01818 HK）基本以黄金业务为主，公司股价表现与黄金高度相关，上半年表现最好，涨幅在 6.4%，显著跑赢恒指。紫金矿业（02899 HK）上半年的表现略高于恒指，上半年股价下跌 6.6%。紫金矿业的产品中主要包括黄金、铜、锌和铁矿石等产品，黄金贡献的盈利占 30%左右，因此公司股价同时还受有色产品价格下跌的影响。中国黄金国际（02099 HK）上半年下跌 42.9%，显著跑输恒指。中国黄金国际（02099 HK）的黄金产量稳定，铜产量不断增加，来自铜业务的收入占比已经超过黄金，因此公司受铜价下跌的影响更大。此外公司的生产成本相对较高，市场担心其盈利能力，因此股价反弹力度较为有限且出现下跌时跌幅显著。

2020 年上半年贵金属价格走势



资料来源：Bloomberg。

2020 年上半年港股恒指和黄金股走势



资料来源：Bloomberg。

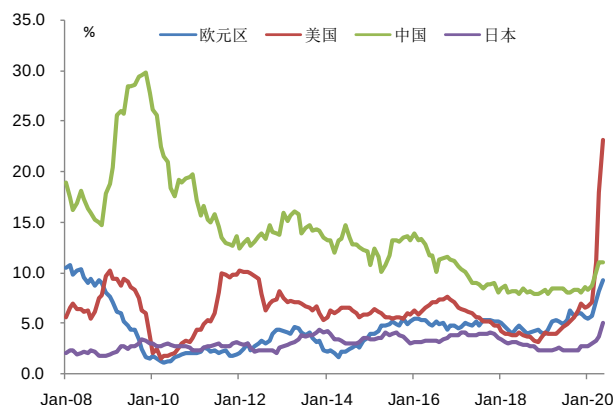
美联储救市力度不断加大，金价有望继续上涨。全球新冠病毒疫情肆虐之下，多国央行推出宽松的货币政策，异常充足的流动性为金价的上涨提供了强有力的支撑。美国财政刺激叠加多种货币工具，降息力度空前；日本央行通过增加 ETF 规模以及无限 QE 来释放流动性；英国通过两次降息以及其它货币工具为市场注入流动性。为刺激美国经济，美联储的货币政策早在 2019 年已经发生转变并再度进入降息周期。新冠病毒疫情在全球的爆发，特别是美国的疫情发展之快超出大多数人的预期，美国股市一度多次熔断。新冠病毒疫情的爆发使得市场环境发生巨大变化，为提振经济美国政府出台了 2.5 万亿美元的财政刺激法案，同时辅以力度空前的货币政策。为了救市美联储接连出台了多项救市措施：美联储在 3 月份紧急降息两次并将联邦基金利率目标区间下调至 0 至 0.25%，这是继金融危机以来首次下调至这一超低水平。此外，同时美联储还宣布购买总计约 7000 亿美元的国债和抵押担保证券，并将加大回购力度且扩大购买范围，向市场大量注入流动性。美联储已再度开启了量化宽松政策，且政策力度将超过 2008 年金融危机时的水平。以美联储为代表的各国央行实施的宽松货币政策是推动金价不断上升并创出历史新高的主要动力，美联储货币政策的调整使得金价在 2020 年下半年有望继续上涨。

美国实际利率与金价



资料来源: Bloomberg。

主要经济体的货币供应增速 (M2)



资料来源: Bloomberg。

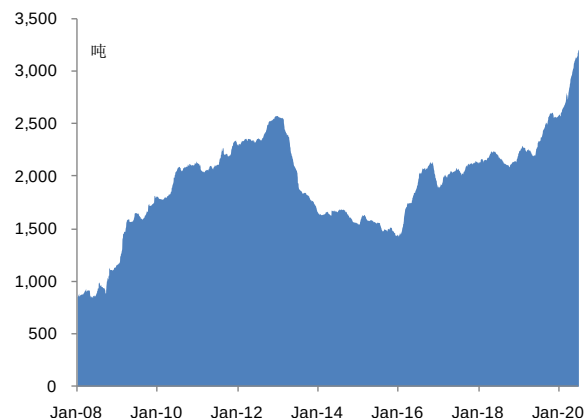
疫情之下美元仍然保持强势，但对金价影响有限。虽然美国的新冠病毒疫情是全球最严重的，美国经济受到了巨大影响，但在国际投资者眼中美元资产仍是最安全的，市场对美元资产的需求仍是巨大的。因此 2020 年上半年美元虽然有小幅的下跌，但整体上仍维持在高位。新冠病毒疫情爆发后，全球央行都采取了降息和扩大量宽的政策，主要发达国家的货币政策不存在重大差异，因此美元资产的收益不会跟欧元资产和日元资产存在较大差距。与此同时，美元资产的安全性则成为了吸引国际投资的重要因素，并支撑了美元指数维持在相对高位。虽然美元相对其它货币仍然保持了强势，但对金价的影响较为有限，在不确定性增大的背景下市场对收益的需求让位于安全性需求。

美元指数与金价



资料来源: Bloomberg。

全球黄金 ETF 持仓规模



资料来源: Bloomberg、GFMS。

全球金融市场波动剧烈，黄金的避险需求急剧上升。新冠病毒疫情在全球的爆发使得全球金融市场发生剧烈波动，特别是 3 月份美国股市发生多次熔断，市场信心受到巨大冲击。新冠病毒疫情在全球的爆发是“黑天鹅”事件，其影响之巨大是过去几年任何事件都无法比拟的。目前全球新冠病毒确诊病例已经超过千万，每日新增确诊病例规模显示全球疫情仍在快速发展过程中，特别是美国的新冠病毒的每日新增确诊病例仍处于高位。疫情对经济的影响存在巨大的不确定性。在这种背景下，市场对避险资产的需求显著增加，我们认为未来市场的避险需求将继续上升，因疫情何时能够得到控制仍存在巨大的不确定性。除此之外，美国社会的抗议活动仍在持续，叠加疫情影响使得美国经济的前景更加黯淡，这些都会增加市场对避险资产的需求。虽然美联储的强力救市措施在短期内使得股市恢复至下跌前的水平，但经济活动实际并未改善，且尚未看到经济复苏的前景。全球黄金 ETF 持仓量在 2020 年上半年增加了 700 多吨，目前达到 3,200 吨的历史最高水平。我们认为市场对避险资产的需求在下半年仍会进一步上升。

2020 年下半年黄金价格展望：预计 2020 年下半年金价将继续上涨，年度黄金均价将在 1,550-1,650 美元/盎司左右。我们预计金价将继续受益于新冠病毒疫情的持续并将在 2020 年下半年继续上升。为刺激经济，美联储已经将基准利率下调至“零利率”水平，未来只能通过更多的量化宽松政策释放流动性，且全球其它发达国家的央行也将追随美联储的政策走向。市场充足甚至泛滥的流动性将有力推动金价的上升，除此之外，市场和全球经济前景的不确定性使得投资者对避险资产的需求不断上升，这也将支撑金价进一步上涨。我们预计 2020 年下半年金价将在 1,500-1,900 美元/盎司之间波动，年度黄金均价将在 1,550-1,650 美元/盎司左右。

投资建议

行业投资评级“跑赢大市”。新冠病毒疫情的持续并将推动金价持续上涨。美联储已经将基准利率下调至“零利率”水平，未来只能通过更多的量化宽松政策释放流动性。全球其它国家的央行也在不断推出量宽政策，市场充足甚至泛滥的流动性将有力推动金价的上升。除此之外，市场和全球经济前景的不确定性使得投资者对避险资产的需求不断上升，这也将支撑金价进一步上涨。我们预计 2020 年下半年金价将在 1,500-1,900 美元/盎司之间波动，全年黄金均价将在 1,550-1,650 美元/盎司左右。金价是影响黄金生产企业盈利能力最重要的因素，在金价上涨的背景下黄金矿业公司的盈利状况将得到改善，且黄金矿业公司的运营基本稳定。我们认为在金价持续上涨的支撑下，黄金矿业公司的估值有望上升，但未来进一步上涨需要更多支撑因素，行业投资评级为“跑赢大市”。

选股策略：买入行业龙头招金矿业（01818 HK）。我们预计 2020 年下半年金价有望进一步上升，黄金全年均价将显著高于 2019 年。招金矿业是国内黄金生产的龙头企业，拥有丰富的黄金资源储量，公司矿金产量一直保持稳定增长。随着金价的上涨，公司黄金开采业务的盈利能力将进一步提升。除此之外，公司产品中铜的比重较小，因此受到铜价下跌的影响显著小于其它黄金矿业公司。我们认为下半年金价的上涨将进一步推动公司股价的上涨。我们的行业首选股票是招金矿业（01818 HK）。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
招金矿业	01818	9.050	买入	30.9	24.5	22.4	1.5	6.2	0.3
紫金矿业	02899	3.610	减持	22.7	16.7	13.2	1.6	7.0	2.0
中国黄金国际	02099	4.120	中性	n.a.	5.4	2.7	0.1	(0.8)	0.0
市值加权平均			跑赢大市	24.7	18.4	15.3	1.5	6.7	1.6

资料来源：国泰君安国际。

金价将继续上涨

分析员：郭勇 Kevin Guo

招金矿业(01818 HK)

评级：买入

股价：HK\$9.050

目标价：HK\$11.95

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	7,177	474	0.147	(27.8)	54.0	5.219	1.5	0.040	0.5	3.6
2019A	6,330	479	0.149	1.0	54.4	5.390	1.5	0.041	0.5	3.5
2020F	7,292	858	0.266	79.0	30.9	5.390	1.5	0.027	0.3	6.2
2021F	7,750	1,083	0.336	26.3	24.5	5.686	1.4	0.034	0.4	7.6
2022F	7,912	1,182	0.367	9.1	22.4	6.047	1.4	0.040	0.4	7.9
已发行股本 Shares in issue (m)				3,220.7	大股东 Major shareholder				招金集团 37.3%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				29,147.3	流通比例 Free float (%)				62.7	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				9,082.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				100.2	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				11.360/6.540	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				12.8	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(4.1) / 16.9 / 4.0	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(10.4) / 13.4 / 18.4	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

招金矿业是国内黄金行业的龙头企业，公司黄金资源量、产量均处于国内领先地位。公司长期保持稳步的扩张，通过不断的收购扩充公司的黄金资源量，并为矿金产量的长期增长提供保障，未来公司矿金产量将继续保持稳定增长。公司的基本面良好，黄金生产成本具有优势。但公司阜外新建矿山的生产成本较高，且公司的债务负担较重。

由于全球新冠病毒疫情的爆发，市场对避险资产的需求上升，且美联储等多国央行的降息和量宽政策都推动了金价的上涨。我们预计 2020 年金价将继续上涨，预计全年黄金均价将在 1,550-1,650 美元/盎司。我们预计招金 2020-2022 年每股盈利分别为人民币 0.266 元、0.336 元和 0.367 元。我们对公司的投资评级为“买入”，目标价为 11.95 港元。

正面因素分析

- 公司拥有丰富的黄金资源量。
- 公司矿金生产成本具有优势。
- 公司管理层行业经验丰富，执行力强。
- 新冠病毒疫情使得金价持续走高。

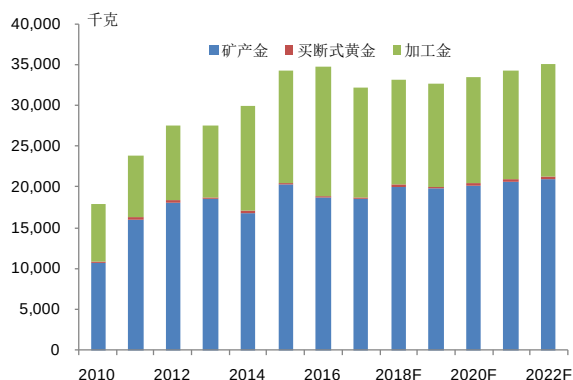
负面因素分析

- 黄金价格下跌会影响公司的盈利能力。
- 矿山资源收购的竞争激烈，获得优质资源的难度极大。
- 埠外新收购项目的成本通常高于埠内矿山。
- 新收购矿山普遍资源总量较小，对公司盈利贡献有限。
- 公司负债水平较高。

风险分析

- 金价下跌风险。
- 矿山开采的安全风险。
- 新矿山的建设和扩产进度晚于预期。
- 公司新项目较多，特别是埠外矿山的成本控制与产能投放速度存在变数。

招金产量按产品分类



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	7,177	6,330	7,292	7,750	7,912
营业成本	(4,695)	(4,040)	(4,564)	(4,721)	(4,848)
毛利	2,482	2,290	2,729	3,029	3,065
经营管理费用	(997)	(1,011)	(1,094)	(1,162)	(1,108)
经营溢利	1,214	1,306	1,643	1,898	1,990
净财务开支/收入	(481)	(662)	(715)	(686)	(660)
其他	24	(48)	53	42	38
除税前盈利	757	596	981	1,254	1,368
所得税	(180)	(157)	(196)	(263)	(287)
除税后盈利	576	438	784	991	1,081
少数股东权益	(102)	41	73	93	101
股东应占溢利	474	479	858	1,083	1,182
每股盈利 (人民币)	0.147	0.149	0.266	0.336	0.367
每股股息 (人民币)	0.040	0.041	0.027	0.034	0.037

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	7.5	(11.8)	15.2	6.3	2.1
纯利增长 (%)	(27.8)	1.0	79.0	26.3	9.1
经营利润率 (%)	16.9	20.6	22.5	24.5	25.2
纯利率 (%)	6.6	7.6	11.8	14.0	14.9
资产回报率 (%)	1.3	1.2	2.4	3.0	3.2
股东资金回报率 (%)	3.6	3.5	6.2	7.6	7.9
净资产负债率 (%)	102.3	109.7	100.2	92.3	81.0
净利息覆盖率 (倍)	2.0	1.7	2.2	2.6	2.8
市净率 (倍)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

铜价显著承压

分析员：郭勇 Kevin Guo

中国黄金国际(02099 HK)

评级：中性

股价：HK\$4.120

目标价：HK\$3.54

End 12/31	Turnover (USD m)	Net profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	571	(5)	(0.012)	(107.7)	(43.1)	3.757	0.1	0.000	0.0	(0.3)
2019A	657	(33)	(0.083)	578.9	(6.4)	3.659	0.1	0.000	0.0	(2.3)
2020F	630	(12)	(0.030)	(63.5)	(17.6)	3.660	0.1	0.000	0.0	(0.8)
2021F	714	39	0.099	(427.2)	5.4	3.760	0.1	0.000	0.0	2.7
2022F	734	78	0.198	99.8	2.7	3.961	0.1	0.000	0.0	5.2
已发行股本 Shares in issue (m)					396.4	大股东 Major shareholder		中国黄金集团 39.5%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					1,633.2	流通比例 Free float (%)		60.5		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					750.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		69.0		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					10.420/3.220	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		11.8		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								23.0 / 2.2 / (59.0)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								16.6 / (1.3) / (44.6)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国黄金国际是中国黄金集团的海外旗舰平台，拥有丰富的黄金和有色金属资源储量。公司目前运营两座矿山：长山壕金矿和甲玛铜金矿。长山壕金矿的产能扩产后上升至 60,000 吨/日；甲玛铜金矿一期和二期扩产都已经完成，产能从 6,000 吨/日扩大至 50,000 吨/日，二期扩建产能已经顺利实现商业化运行。甲玛矿新建产能的释放将显著提升未来三年公司的矿产品产量。但公司的盈利能力受制于较高的生产成本。

公司仍处于快速发展过程中，我们相信公司产能的快速扩张对股价有正面影响。公司矿产品产量在未来仍将保持快速增长，同时生产成本也将随着产能的释放会有一定幅度的下降。我们认为 2020 年铜价受新冠病毒疫情影响将大幅下跌，预计全年铜均价将在 5,000-5,500 美元/吨之间；而金价在 2020 将继续上涨，预计全年黄金均价将在 1,550-1,650 美元/盎司附近。我们预计中国黄金国际 2020-2022 年每股盈利分别为 0.030 美元、0.099 美元和 0.198 美元。我们对公司目标价为 3.54 港元，投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 公司扩产基本完成，未来三年产量增长显著。
- 公司是中国黄金集团的海外平台，在资源收购方面能得到母公司的有力支持。
- 公司目前拥有充足的资金，未来扩张潜力巨大。

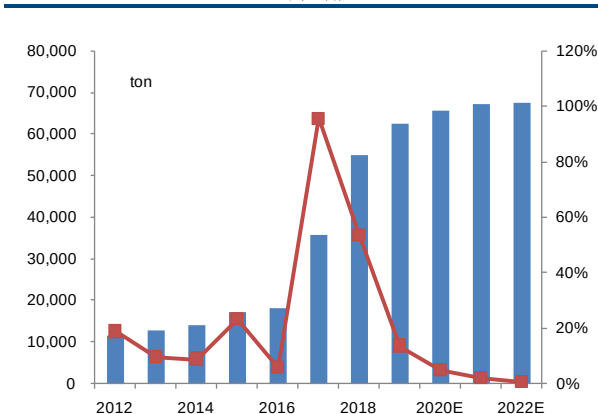
负面因素分析

- 新冠病毒疫情爆发使得铜价大幅下跌。
- 金价的低迷影响了公司的盈利能力。
- 公司黄金和铜精矿的生产成本均较高。
- 公司矿山生产易受天气状况影响。

风险分析

- 金价和铜价波动风险。
- 矿山开采的安全风险。
- 矿山的建设和扩产进度晚于预期。
- 天气及地址灾害风险。

公司矿铜产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	571	657	630	714	734
营业成本	(460)	(593)	(539)	(558)	(539)
毛利	111	64	91	156	195
经营管理费用	(67)	(67)	(54)	(61)	(62)
经营溢利	43	(3)	38	95	133
净财务开支/收入	(44)	(43)	(45)	(43)	(37)
其他	0	(5)	0	2	5
除税前盈利	(1)	(25)	(7)	55	101
所得税	(3)	(7)	(6)	(14)	(20)
除税后盈利	(4)	(32)	(12)	40	81
少数股东权益	1	1	(0)	1	2
股东应占溢利	(5)	(33)	(12)	39	78
每股盈利 (美元)	(0.012)	(0.083)	(0.030)	0.099	0.198
每股股息 (美元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	38.5	15.2	(4.2)	13.4	2.8
纯利增长 (%)	(107.7)	578.9	(63.5)	(427.2)	99.8
经营利润率 (%)	7.6	(0.4)	6.0	13.3	18.0
纯利率 (%)	(0.8)	(5.0)	(1.9)	5.5	10.7
资产回报率 (%)	(0.2)	(1.0)	(0.4)	1.3	2.6
股东资金回报率 (%)	(0.3)	(2.3)	(0.8)	2.7	5.2
净资产负债比率 (%)	71.5	70.3	69.0	63.1	51.4
净利息覆盖率 (倍)	1.0	(0.2)	0.8	2.3	3.7
市净率 (倍)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

疫情导致铜价和锌价均显著下跌

分析员：郭勇 Kevin Guo

紫金矿业(02899 HK)

股价：HK\$3.610

评级：减持

目标价：HK\$2.60

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	105,994	4,094	0.178	16.7	17.8	1.757	1.8	0.100	3.2	10.9
2019A	136,098	4,284	0.169	(5.0)	19.1	2.017	1.6	0.100	3.1	9.3
2020F	140,674	3,673	0.145	(14.3)	22.7	2.097	1.6	0.065	2.0	7.0
2021F	150,318	4,986	0.196	35.7	16.7	2.205	1.5	0.088	2.7	9.1
2022F	157,038	6,295	0.248	26.3	13.2	2.34	1.4	0.112	3.4	10.9
已发行股本 Shares in issue (m)				31,654.3	大股东 Major shareholder				兴杭投资 26.3%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				115,403.0	流通比例 Free float (%)				73.7	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				37,011.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				78.1	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				4.190/2.300	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				5.4	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									20.6 / 28.0 / 17.9	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									14.2 / 24.5 / 32.3	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

紫金矿业拥有丰富的黄金和有色金属资源储量，并通过持续的并购使得公司权益矿产资源量保持了快速增长，保障了公司后期的发展。公司的矿产产量将超过 40 万吨，而矿产铜和矿产锌的产量在未来三年将保持快速增长。我们认为 2020 年铜价受新冠病毒疫情影响将大幅下跌，预计全年铜均价将在 5,000-5,500 美元/吨之间；锌价同样大幅下跌，预计全年锌价在 2,000 美元/吨左右；而金价在 2020 将继续上涨，预计全年黄金均价将在 1,550-1,650 美元/盎司附近。

紫金矿业已经发展成为一家综合性的金属开采企业，公司矿山开采业务的成本拥有很高的竞争力。公司以较低的价格在海外收购多项极具价值的矿山资产，有利于公司的长远发展。公司将继续通过公开发行 A 股继续降低公司的负债水平。我们预计公司 2020-2022 年每股盈利分别为人民币 0.145 元、0.196 元和 0.248 元。我们对公司目标价为 2.60 港元，投资评级为“减持”。

正面因素分析

- 公司矿金储量和产量均处于业内领先地位。
- 资源储备多元化，拥有丰富的铜、锌等有色金属资源。
- 公司逆周期成功收购多个海外优质矿山资产，为公司长远发展打下了基础。
- 非公开发行股票成功有助于降低债务负担。

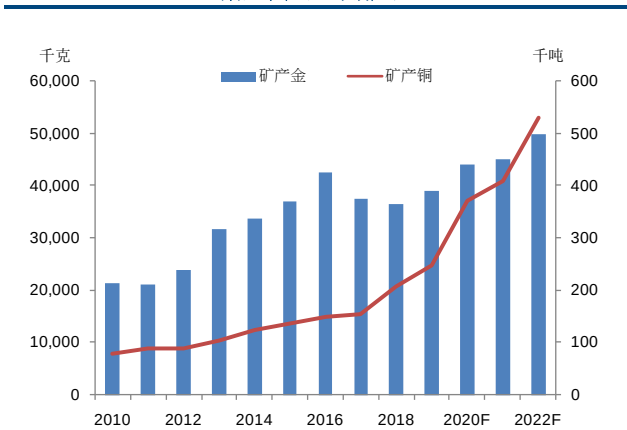
负面因素分析

- 新冠病毒疫情爆发使得铜价和锌价大幅下跌。
- 生产成本上升侵蚀了公司的盈利能力。
- 部分矿山面临品位下降问题。
- 紫金山金矿的黄金资源已开采完毕，新收购黄金资产的生产成本较高。

风险分析

- 金价与铜价波动对公司业绩的影响。
- 矿山生产过程中可能出现的环保事故。
- 海外项目存在地缘政治、成本、管理等方面风险。
- 海外扩张存在的不确定性。

紫金矿产金与铜产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	105,994	136,098	140,674	150,318	157,038
营业成本	(92,651)	(120,583)	(126,226)	(133,276)	(137,376)
毛利	13,343	15,515	14,448	17,041	19,662
经营管理费用	(4,127)	(4,740)	(4,899)	(5,235)	(5,469)
经营盈利	7,351	8,733	7,465	9,681	12,025
净财务开支/收入	(1,254)	(1,467)	(1,262)	(1,403)	(1,551)
其他	33	(291)	(224)	(161)	(225)
除税前盈利	6,130	6,974	5,979	8,116	10,249
所得税	(1,448)	(1,913)	(1,640)	(2,227)	(2,812)
除税后盈利	4,683	5,061	4,339	5,890	7,437
少数股东权益	(589)	(777)	(666)	(904)	(1,142)
股东应占盈利	4,094	4,284	3,673	4,986	6,295
每股盈利 (人民币)	0.178	0.169	0.145	0.196	0.248
每股股息 (人民币)	0.100	0.100	0.065	0.088	0.112

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	12.1	28.4	3.4	6.9	4.5
纯利增长 (%)	16.7	(5.0)	(14.3)	35.7	26.3
经营利润率 (%)	12.6	11.4	10.3	11.3	12.5
纯利率 (%)	3.9	3.1	2.6	3.3	4.0
资产回报率 (%)	4.0	3.6	2.9	3.6	4.3
股东资金回报率 (%)	10.9	9.3	7.0	9.1	10.9
净资产负债率 (%)	98.8	87.5	78.1	84.7	88.4
净利息覆盖率 (倍)	4.3	3.9	3.9	4.6	5.1
市净率 (倍)	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

房地产行业

跑赢大市

分析员：王俊浩 Johnny Wong 柳晨 Chen Liu 王瀚 Jerrimy Wang

香港物业市场概览

住宅物业

受冠状病毒疫情影响，住宅市场变得严峻。由于冠状病毒疫情，香港的经济活动于 2020 年初基本停济，其中香港经济增长率于 2020 年第一季为-8.9%，创香港历史上最大跌幅。经济不景明显拖累香港住宅物业市场。根据差饷物业估价署数据，二手住宅价格自 2019 年 12 月以来开始回落，综合住宅价格于 2020 年首四个录得下降 0.8%。鉴于香港疫情加剧，香港发展商曾一度暂停销售活动。从交易量看，2020 年首四个月住宅物业交易数量同比下降 34.0%，而同期的交易的总价值亦同比下降 38.7%。随着香港流行病的消退，住房市场在 2020 年 5 月呈现复苏迹象。

香港住宅物业每月平均成交量

年份	交易量			交易价值（港币百万元）		
	一手买卖	二手买卖	总计	一手买卖	二手买卖	总计
2016	1,399	3,159	4,558	15,549	20,121	35,670
2017	1,554	3,579	5,133	20,043	26,320	46,363
2018	1,303	3,468	4,771	18,292	28,316	46,608
2019	1,759	3,224	4,983	18,967	26,766	45,733
2020 年 1-5 月	843	3,215	4,058	9,613	25,071	34,684
平均值	1,441	3,344	4,785	17,401	25,351	42,753

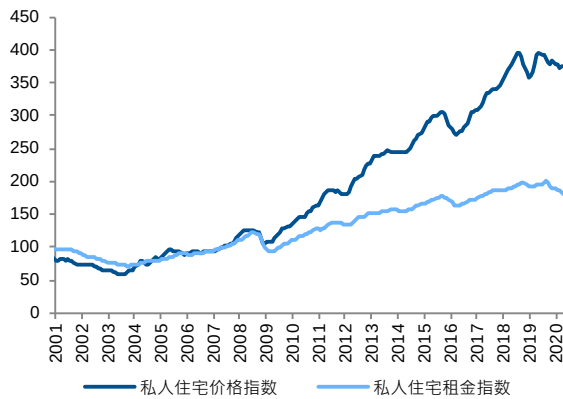
资料来源：土地注册处。

2016 年以来二手住宅价格指数的变化

Year	类别					综合
	A (40 m ² 以下)	B (40 m ² -69.9 m ²)	C (70 m ² - 99.9 m ²)	D (100 m ² -159.9 m ²)	E (160 m ² 以上)	
2016	7.8%	8.1%	6.5%	6.7%	8.2%	7.9%
2017	14.9%	14.0%	14.2%	12.4%	8.9%	14.7%
2018	2.3%	1.8%	1.6%	-0.3%	-3.2%	1.9%
2019	5.7%	6.3%	3.2%	3.4%	-5.1%	5.5%
2020 年 1-4 月	-0.9%	-1.1%	-1.5%	-3.6%	4.4%	-0.8%
累计	32.6%	31.9%	25.5%	19.1%	13.0%	31.9%

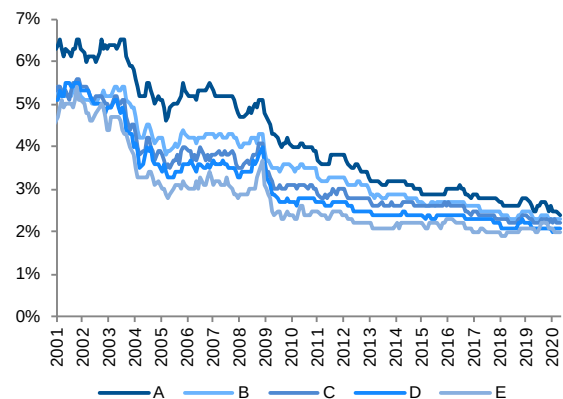
资料来源：香港差饷物业估价署。

香港住宅物业价格及租金指数



资料来源：香港差饷物业估价署。

香港住宅物业的租金回报率



资料来源：香港差饷物业估价署。

注：

A类是指面积小于40平方米的单位。

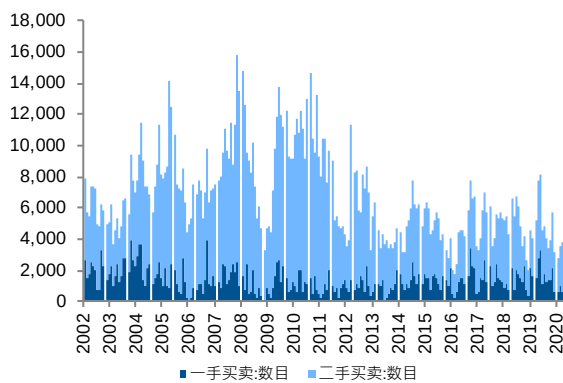
B类是指面积在40平方米到69.9平方米之间的单位。

C类是指面积在70平方米到99.9平方米之间的单位。

D类是指面积在100平方米至159.9平方米之间的单位。

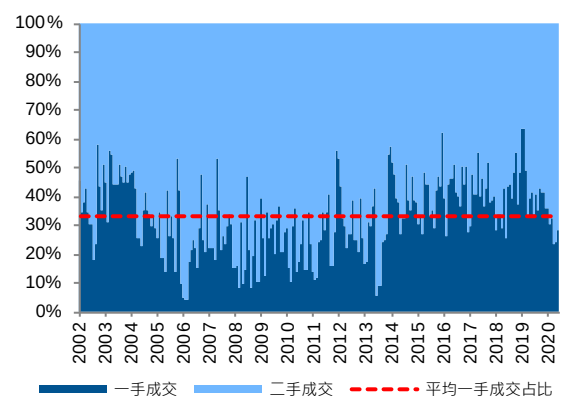
E类是指面积超过160平方米的单位。

香港住宅物业交易价值



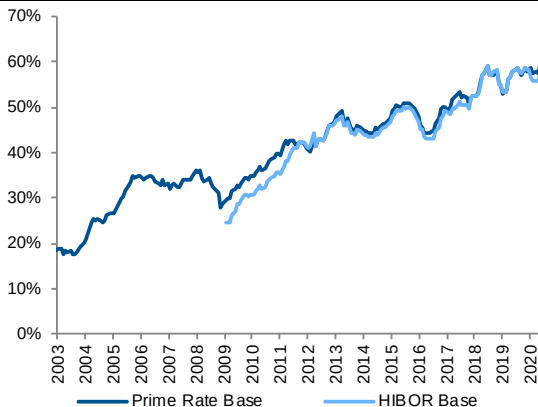
资料来源：香港土地注册处。

香港住宅物业一手及二手交易价值的份额



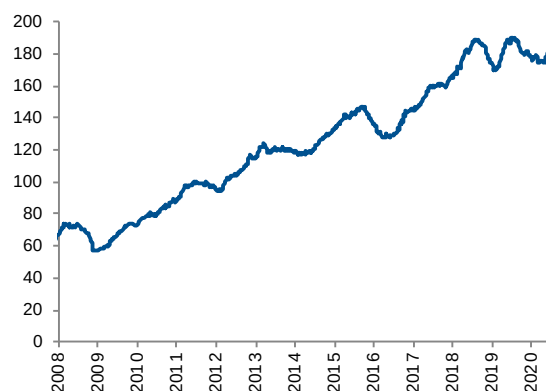
资料来源：香港土地注册处。

香港按揭供款与收入比率



资料来源：中原地产。

中原城市领先指数 (CCL)

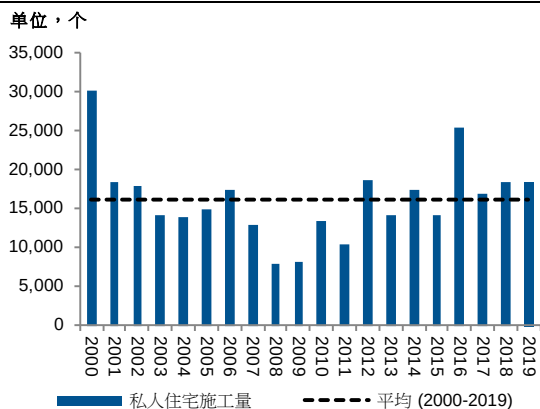


资料来源：中原地产。

私人住宅供应仍然不足。根据差饷物业估价署发布的《香港物业报告 2020》，2019 年有 13,643 个私人住宅单位竣工，较政府原先的估计低 33.2%。2020 年和 2021 年的预测落成量分别为 20,854 和 18,924 个单位。香港政府在《长远房屋策略 2019 年周年进度报告》中将 2020-21 年至 2029-30 年的十年房屋供应目标下调 20,000 个单位至 430,000 单位，当中约 129,000 个单位为私人房屋用途。因此，新供应目标意味着每年市场上的私人住宅落成量将由 2000-2019 年平均的 16,705 个单位明显下降。此外，我们发现新落成私人住宅的平均实用面积正处于总

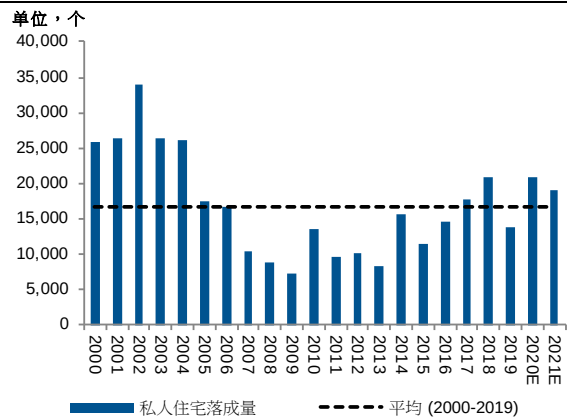
体下降趋势，其中 2019 年的新落成私人住宅的平均实用面积下降至 32.9 平方米，为 2000 年以来新低。我们认为香港私人住宅供应问题在短期内不易解决。

香港私人住宅施工量



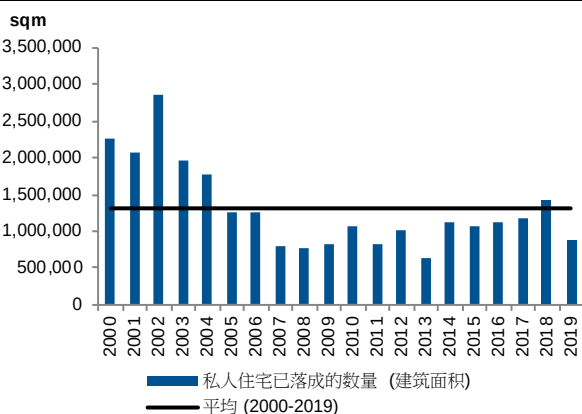
资料来源：香港运输及房屋局、香港差饷物业估价署。

香港私人住宅落成量



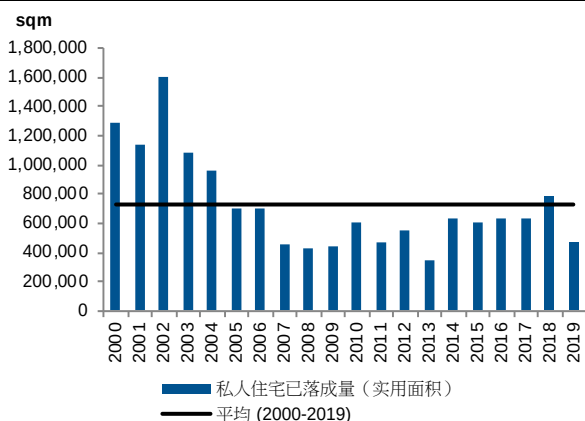
资料来源：香港差饷物业估价署。

香港私人住宅落成量（以总建筑面积计）



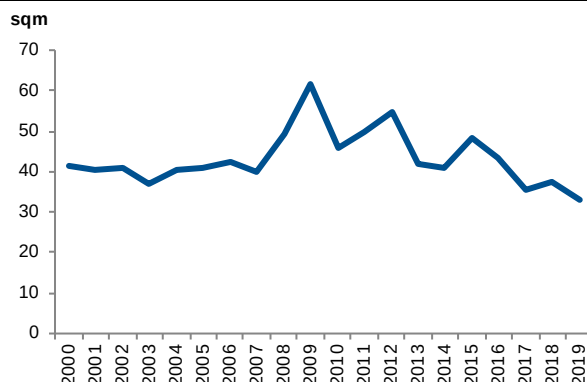
资料来源：香港屋宇署。

香港私人住宅落成量（以实用面积计）



资料来源：香港屋宇署。

香港新落成私人住宅物业的每单位平均实用面积



资料来源：香港屋宇署，国泰君安国际。

低利率环境重临。受中美贸易争端和新冠肺炎疫情影响，美联储自 2019 年下半年开始下调联邦基金目标利率，并在 2020 年 4 月降至 0%-0.25%，同时亦承诺推出无限量购买美国国债和抵押贷款支持证券的紧急措施，以确保信贷市场在新冠肺炎疫情中仍能保持稳定。由于美国重回量化宽松，美联储的资产负债表再次迅速扩张。自 2020 年 3 月恢复资产购买计划以来，美联储的总资产在 2020 年 5 月突破 7 万亿美元规模的历史新高。欧洲央行也采取了类似的货币宽松政策来应对经济下滑。香港银行同业流动性亦显著改善，银行同业拆息回落至

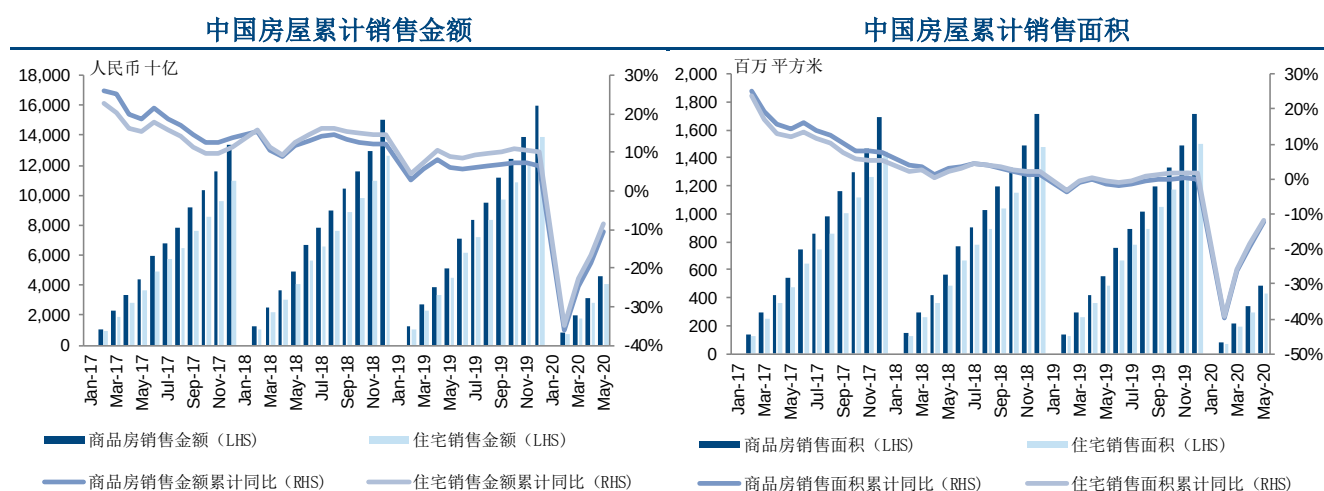
0.5%以下水平。低利率环境有利房地产投资。

我们预计香港住宅物业价格将在 2020 年下半年反弹。2020 年第一季度，香港受到了新冠肺炎疫情的严重打击，导致经济增长创纪录的同比下降 8.9%。但是随着疫情逐渐消退，同时考虑到 2020 年 5 月住宅物业交易量的复苏，市场情绪有望改善。预计短期经济压力将压抑上半年住宅物业价格的上涨。从中期来看，私人住宅供应紧张和低利率环境将继续支撑住宅价格。我们认为，鉴于我们预期在新冠肺炎疫情的影响减弱后经济增长将回升，因此香港的房价将在 2020 年下半年恢复上升趋势。我们预计香港住宅物业价格将在下半年上涨 5%。

中国内地房地产市场概览

中国内地商品住宅销售和房价

房屋销售增速于 2020 年 1-2 月筑底，2020 年下半年复苏势头将持续。2020 年 1 至 2 月，商品房累计销售面积同比大幅下降 39.9%至 0.847 亿平方米，而商品房累计销售金额也同比大幅下降 35.9%至人民币 8,230 亿元。我们认为 2020 年初房地产销售表现不佳主要是受新冠疫情爆发的影响，例如售楼处由政府的要求下停止开放以及市民的出行受到限制。从 2020 年 3 月起，随着疫情的逐渐平稳和各地较为积极的复工复产，商品房销售出现了较为强劲的复苏。2020 年 1 至 5 月，商品房累计销售面积同比下降 12.3%至 4.87 亿平方米，而商品房累计销售金额同比下降 10.6%至人民币 46,269 亿元。总的来说，我们认为 2020 年 1-2 月的房屋销售增速应当是全年的底部。2020 年 3-5 月的房屋销售显示了新冠疫情冲击之后强劲的销售复苏。我们观察到许多房企已经重新调整了销售计划，新的销售计划中 2020 年下半年推盘货值占比相较往年将更高。我们预计前期受抑制的购房需求将在 2020 年下半年逐步释放，并将支撑房屋销售延续上半年的复苏势头。我们估计全年的商品房销售金额同比增速有望回正。

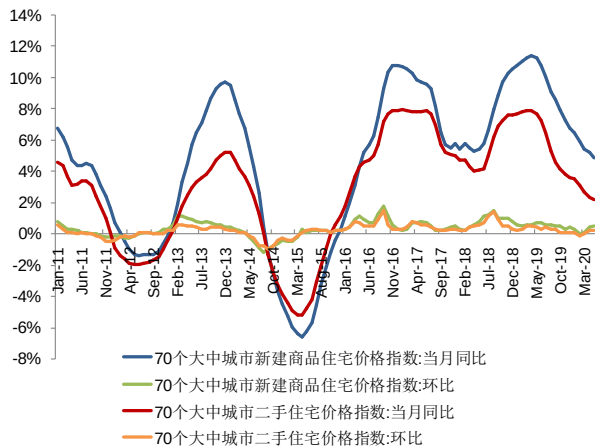


资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

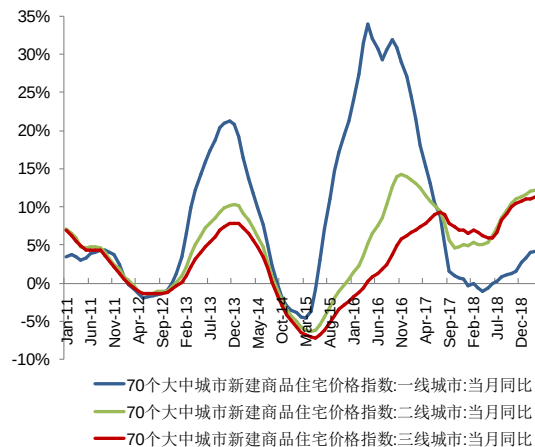
商品住宅价格保持强劲，预计 2020 年下半年房价增速继续回落趋稳。房价受疫情影响有限，2020 年上半年房地产市场呈现出“量跌价涨”的趋势，新建商品住宅和二手住宅价格维持强劲走势，2020 年 1 月-5 月，70 城新建住宅价格指数和 70 城二手住宅价格指数均保持正增长，但增速持续回落。2020 年 5 月，70 城新建住宅价格指数同比增长 4.9%，增速较 2020 年 1 月下降 0.6 个百分点；70 城二手住宅价格指数同比增长 2.2%，增速较 2020 年 1 月下降 1.3 个百分点。结构上来看，2020 年 5 月，一线、二线、三线城市新建商品住宅价格涨幅分别为 2.9%、5.4%和 4.8%，分别较年初下降 0.9、1.5 和 1.6 个百分点。年初疫情爆发以来，房地产市场政策调控边际宽松，2020 年 1-5 月仅 4 月的政治局会议提及房地产调控，同时两会强调加快新型城镇化建设，并且各地出台大量人才引进政策吸引非户籍城镇人口落户，推动释放购房刚需。我们预计下半年，对于一线城市和核心二线城市，新型城镇化释放的刚需购房、改善型购房以及疫情期间出现的“恐慌型”购房并存，房价仍有一定上升空间；对于三线城市，需求相对疲弱，房价在短期内存在一定下行风险。总体来看，在中央“房住不炒”的政策指引下，我们预计下半年房价总体趋稳，增速继续回落。

70 城新建住宅及二手住宅价格



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

分线级 70 城新建住宅价格

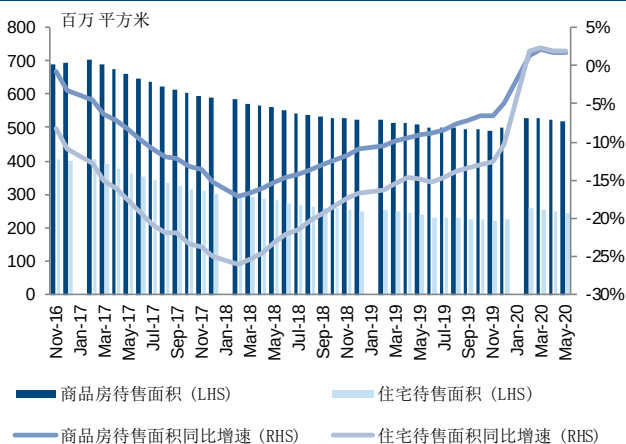


资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

房地产库存水平

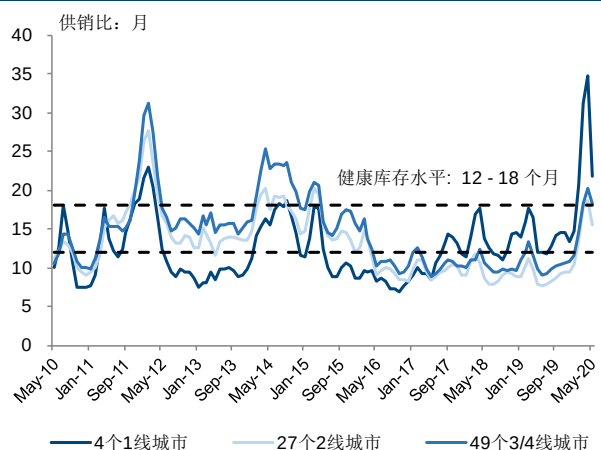
商品房库存微升，新建住宅供销比 2020 年末有望保持在健康水平。受疫情影响，地产项目的开工量与房屋销售均有所下降。国家统计局的数据显示，2020 年前 5 月的累计商品房待售面积约为 5.18 亿平方米，同比仅微升 1.7%。我们预计下半年房屋销售和地产项目新开工/复工量将会随房企增大的推盘量而相应增加，商品房待售面积总体规模将稳中有降。根据克而瑞的统计数据，2020 年 5 月一线、二线和三线城市的新建商品住宅供销比分别为 21.7 个月，15.5 个月和 18.2 个月，而全国平均为 16.8 个月。因此，当前的新建住宅的去库存周期整体上依然维持在自然资源部规定的 12-18 个月的健康水平。克而瑞的统计数据显示，2020 年前 4 个月各城市去库存周期持续上升，5 月开始去库存周期有所下降，尤其是一线城市供销比由 4 月的 34.7 个月下降至 21.7 个月。由于近期一线城市中的北京出现疫情的反复，不排除一线城市供销比仍然维持在 18 个月以上的高位。在下半年疫情总体平稳，工地地盘和售楼处不再出现大面积的关闭停工的情况下，我们预计新建住宅供销比仍将维持在 12-18 个月的健康水平。

中国房屋待售面积



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

新建商品住宅去库存周期



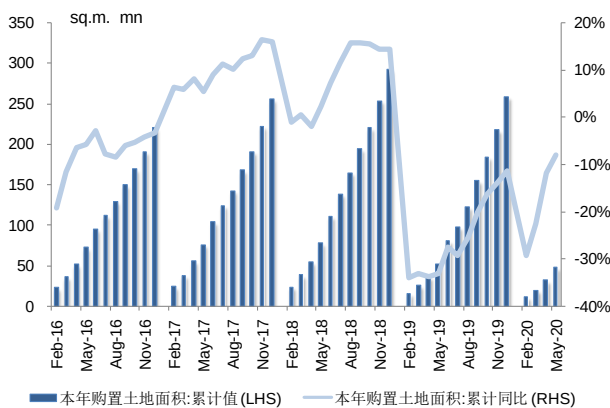
资料来源：克而瑞、国泰君安国际。

附注：去库存周期即销供比=当月新建商品住宅库存量过去三个月新建商品住宅销售面积的平均值。

中国内地土地购置

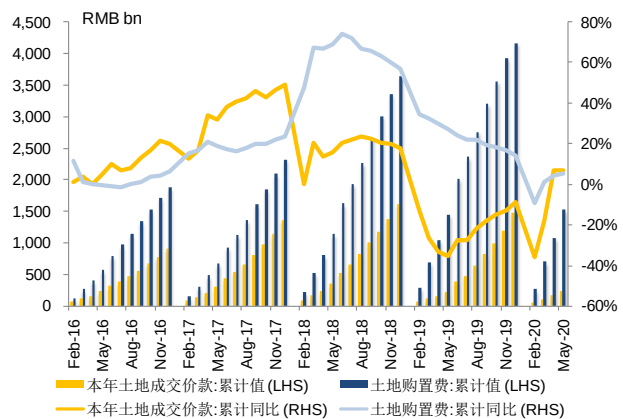
土地市场预计下半年持续恢复，多元化拿地方式日趋明显。受疫情影响，土地市场于 2020 年 2 月触底，并随后呈“V”字反弹。2020 年 5 月，土地购置面积累计同比下跌 8.1%，较 2020 年 2 月上升 21.2 个百分点，与此同时，土地成交价款同比上涨 7.1%，较 2020 年 2 月上升 43.3 个百分点。土地成交价款的大幅反弹回正，是由于单位土地成本的持续攀升。我们认为土地市场的持续复苏将延续至下半年，并最终全年土地购置面积录得 2.0% 的同比下跌。此外，2020 年 5 月，土地购置费（通过各种方式取得土地使用权而支付的费用）录得 15,286.9 亿元人民币，远高于土地成交价款（进行土地使用权交易活动的最终金额）的 2,429.5 亿元人民币。这表明房企除了参与招拍挂项目拿地以外，也在通过城市更新、收并购、产业勾地等多元化方式获取土地，并且我们预计在城市核心地段供地面积日趋减少之下，房企多元化拿地方式占比将提升。

土地购置面积和累计同比增速



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

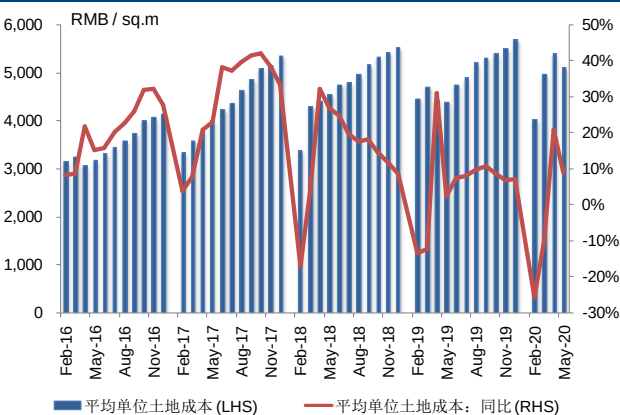
土地成交价款和土地购置费



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

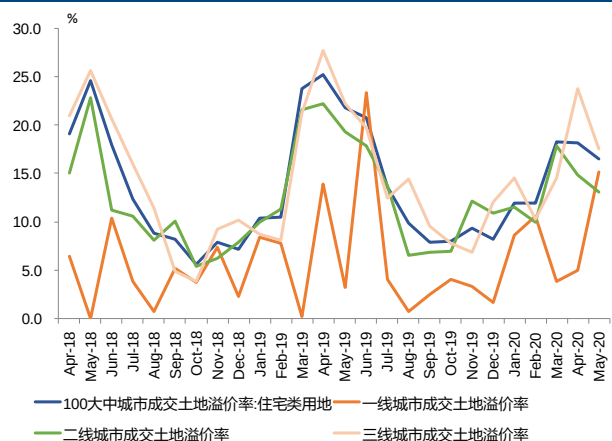
土拍溢价率居高不下，高土地成本将挤压房企毛利率。2020 年 1-5 月，土拍市场火爆，土地成交溢价率从 2020 年 1 月的 11.9% 上升到 3 月的 18.3%，随后回落至 5 月的 16.6%，略低于去年同期的 21.78%。结构上来看，2020 年 5 月，一线、二线、三线城市土地成交溢价率分别为 15.2%、13.1% 和 17.6%，一线城市土拍溢价率仍处上升趋势并高于去年同期的 3.2%；二、三线城市有所回落，分别低于去年同期的 19.3% 和 22.2%。2020 年上半年的高溢价率主要由于 1）房企的拿地周期，房地产公司通常会在上半年集中拿地，通过加快新开工和加大推货力度，以配合完成当年合约销售目标；2）货币环境相对宽松，流动性相对充裕；3）大部分城市已实施网络竞拍的方式，疫情对土拍市场影响受限；4）一线城市土地成交溢价率的持续攀升，这表明房企对一线城市未来市场的信心。作为房价的先行指标，土拍溢价率的持续攀升预示着单位土地成本的上涨，2020 年 5 月，平均单位土地成本同比上升 8.9% 至 5,112 元人民币（2019 年 5 月：4,390 元人民币）。我们预计政策端放松限价等调控措施可能性不大，在销售价格回稳的趋势下，土地成本的持续走高会挤压房地产企业毛利润空间，降低房企毛利率。

平均单位土地成本



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

土拍溢价率

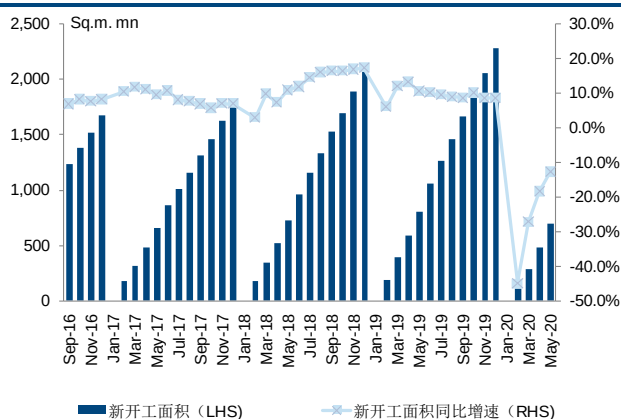


资料来源：万得、国泰君安国际。

中国内地新开工与投资

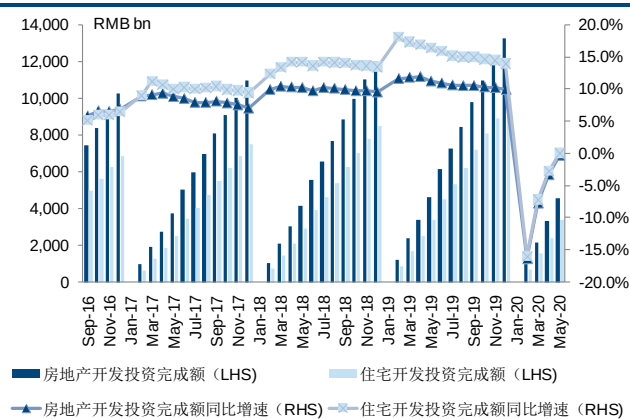
新开工面积预计全年同比下滑 4%，房地产开发投资预计全年同比上升 5%。年初受疫情影响，施工延期，房地产开发停滞。2020 年 2 月，新开工和房地产开发投资分别同比下降 44.9%和 16.3%，但随着疫情的逐步控制和复工复产新开工和房地产开发投资迅速反弹。2020 年 5 月，累计新开工面积同比下跌 12.8%，较年初上升 32.1 个百分点；房地产开发投资同比微跌 0.3%，较年初上升 16.0 个百分点，其中住宅开发投资增速转负为零，较年初上升 16.3 个百分点。随着上半年土地购置的强势回升和复工复产的延续，我们认为 2020 年下半年房地产企业会加快新开工并加大推货力度，以弥补上半年未完成的合约销售金额。因此，我们预计全年累计新开工面积同比增速和房地产开发投资同比增速持续回弹，并分别录得-4.0%和 5.0%。

累计新开工面积及同比增速



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

房地产开发投资及同比增速



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

房地产行业部分关键数据与房价

	商品房销售 面积:累计同比	房屋新开工 面积:累计同比	房地产开发投资 完成额: 累计同比	商品房待售 面积:同比	商品房平均销售价格: 累计同比
2006年	12.2%	15.1%	22.1%	-0.9%	6.3%
2007年	23.2%	19.4%	30.2%	-7.5%	14.8%
2008年	-19.7%	2.3%	23.4%	38.3%	-1.7%
2009年	43.6%	12.5%	16.1%	7.1%	23.2%
2010年	10.1%	40.7%	33.2%	0.0%	7.5%
2011年	4.9%	16.2%	27.9%	26.1%	6.5%
2012年	1.8%	-7.3%	16.2%	27.0%	8.1%
2013年	17.3%	13.5%	19.8%	35.2%	7.7%
2014年	-7.6%	-10.7%	10.5%	26.1%	1.4%
2015年	6.5%	-14.0%	1.0%	15.6%	7.4%
2016年	22.5%	8.1%	6.9%	-3.2%	10.1%
2017年	7.7%	7.0%	7.0%	-15.3%	5.6%
2018年	1.3%	17.2%	9.5%	-11.0%	10.7%
2019年	-0.1%	8.5%	9.9%	-4.9%	6.6%
2020年1-5月	-12.3%	-12.8%	-0.3%	1.7%	1.9%

资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

主要上市公司的销售表现

前 30 强房企的合约销售金额总量在 2020 年上半年基本追平去年同期水平，反映了销售的持续复苏。克而瑞的统计数据显示，排名前 30 的房企 2020 年 1-6 月的总全口径合约销售金额同比微降 0.4% 至人民币 35,104.4 亿元，而去年同期这 30 家房企的总合约销售金额同比增长了 13.0%。可以看出，龙头房企 2020 年上半年的销售总量基本追平了去年同期的水平，这好于我们此前的预计。其中前三大房企合约销售规模均超过人民币 3,000 亿元，而合约销售规模超过人民币 1,000 亿元的共有 13 家。在头部房企中，碧桂园(02007.HK)、恒大(03333.HK)、万科(02202.HK)、保利(600048.SH)和融创(01918.HK)依然牢牢占据着销售规模前五的位次，但仅有恒大录得了合约销售金额的同比提升。虽然龙头房企的销售增速依然逊于去年同期水平，但我们认为上半年的销售成绩已经反映了自 2 月份新冠疫情大规模爆发之后持续的销售复苏。2020 年下半年将是各大房企加大推盘力度加速合约销售增长的关键期，整体销售增速有望进一步恢复。展望未来，大型开发商受制于项目管理边界的上限，销售规模增速将趋于稳定。我们预计中国恒大，万科以及碧桂园的 2020 年全年合约销售金额将超过人民币 6,000 亿元，并将占据合约销售排行榜前三的位置。由于发展策略的差异，中小型房企的表现将继续分化。2020 年上半年一些销售成绩较好的中型房企大都是采取了深耕长三角、大湾区等核心城市群及其周边高线城市的战略布局，例如龙光(03380.HK)、佳兆业(01638.HK)、绿城(03900.HK)、融信(03301.HK)、滨江(002244.SZ)等。总体而言，我们认为土地储备集中于高线城市的房企其销售增速有望以较快的速度恢复并保持较为健康的去化率。而土地储备集中于三四线且销售均价低于 10,000 元每平米的中小型房企的销售去化压力将增大。

中国内地部分龙头开发商销售表现

名次	企业名称	股票代码	2020 年 1-6 月 全口径合约 销售金额(亿元)	2019 年 1-6 月 全口径合约 销售金额(亿元)	2018 年 1-6 月 全口径合约 销售金额(亿元)	2020 年 1-6 月 同比增速	2019 年 1-6 月 同比增速
1	碧桂园	02007.HK	3,723.1	3,895.4	4,124.8	(4.4%)	(5.6%)
2	中国恒大	03333.HK	3,487.9	2,825.4	3,040.0	23.4%	(7.1%)
3	万科地产	02202.HK	3,180.0	3,349.3	3,030.2	(5.1%)	10.5%
4	保利发展	600048.SH	2,168.0	2,501.0	2,079.2	(13.3%)	20.3%
5	融创中国	01918.HK	1,947.0	2,139.0	1,916.0	(9.0%)	11.6%
6	中海地产	00688.HK	1,694.5	1,707.2	1,217.0	(0.7%)	40.3%
7	绿地控股	600606.SH	1,350.0	1,705.0	1,606.2	(20.8%)	6.2%
8	龙湖集团	00960.HK	1,111.0	1,051.9	937.0	5.6%	12.3%
9	华润置地	01109.HK	1,108.0	1,163.0	852.0	(4.7%)	36.5%
10	招商蛇口	001979.SZ	1,106.8	1,011.8	751.0	9.4%	34.7%
11	世茂集团	00813.HK	1,104.7	1,003.5	733.0	10.1%	36.9%
12	中国金茂	00817.HK	1,028.7	784.6	717.6	31.1%	9.3%
13	金地集团	600383.SH	1,016.0	856.0	633.0	18.7%	35.2%
14	新城控股	601155.SH	970.0	1,239.8	971.6	(21.8%)	27.6%
15	阳光城	000671.SZ	900.0	900.0	663.0	0.0%	35.7%
16	金科集团	000656.SZ	830.0	788.7	605.0	5.2%	30.4%
17	中南置地	000961.SZ	819.6	824.4	652.1	(0.6%)	26.4%
18	旭辉集团	00884.HK	807.2	884.4	661.8	(8.7%)	33.6%
19	中梁控股	02772.HK	677.0	681.0	601.8	(0.6%)	13.2%
20	绿城中国	03900.HK	672.7	495.5	769.1	35.8%	(35.6%)
21	正荣集团	06158.HK	604.5	688.4	635.0	(12.2%)	8.4%
22	融信集团	03301.HK	603.6	566.8	545.3	6.5%	3.9%
23	龙光集团	03380.HK	571.8	461.0	433.2	24.0%	6.4%
24	雅居乐	03383.HK	551.0	582.0	490.2	(5.3%)	18.7%
25	富力地产	02777.HK	549.5	650.7	627.8	(15.6%)	3.6%
26	滨江集团	002244.SZ	547.0	516.7	405.5	5.9%	27.4%
27	佳兆业	01638.HK	511.0	462.0	275.3	10.6%	67.8%
28	奥园集团	03883.HK	508.7	536.3	402.9	(5.1%)	33.1%
29	美的置业	03990.HK	482.0	467.6	371.5	3.1%	25.9%
30	祥生集团	n.a.	473.1	496.0	440.0	(4.6%)	12.7%
合计			35,104.4	35,234.4	31,188.1	(0.4%)	13.0%

资料来源：克而瑞、公司、国泰君安国际。

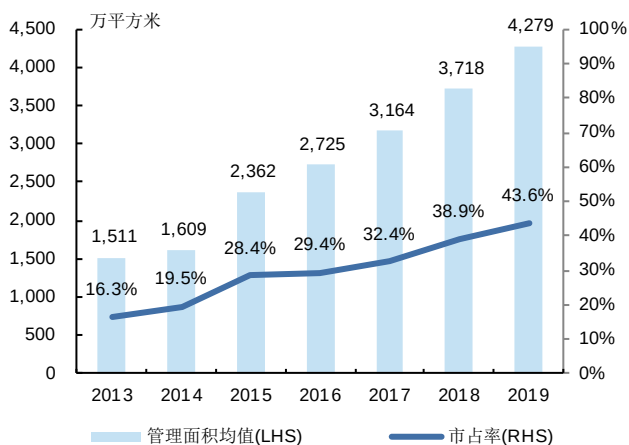
附注：绿城中国的全口径合约销售金额仅包含投资项目，不包含代建项目。祥生集团已于 2020 年 6 月向港交所递交招股书并计划于港交所主板上市。全口径合约销售金额由克而瑞统计，可能部分与公司公告有差异。

中国内地物业管理

百强物业管理公司的管理规模经历了快速的增长，市场集中度持续提升。物业管理行业经数十年的发展后，若干百强企业已经初具规模，同时市场集中度也在不断提升。当前物业管理市场整体上仍较为分散且竞争激烈，但我们认为中大型物管企业和兄弟公司/母公司背景更为强大的物管企业在资源和单位成本控制上相对来说更具优势。许多中大型的物管企业在 2019 年通过收并购和承接兄弟公司/母公司交付项目等手段实现了规模的跨越式增长。中国指数研究院的数据显示，百强物业管理公司的平均在管建筑面积从 2013 年的 15,11 万平米激增至 2019 年的 4,279 万平米，相当于 2013-2019 年间 18.9% 的年复合增长率。百强物业管理公司的市场占有率由 2013 年的 16.3% 大幅提升至 2019 年的 43.6%，市场集中度不断提升。其中 2019 年 TOP10 物业管理公司的管理面积均值达 2.21 亿平方米，是百强企业均值的 5.16 倍，市场份额达到了 9.22%。

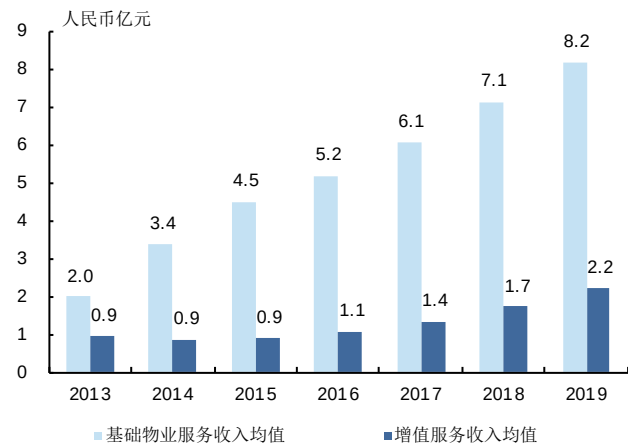
许多物业管理公司通过完善信息技术基础设施和提供多元化服务降低了人工成本并增强了盈利能力。在云服务、电商、物联网、大数据和人工智能等信息技术应用的助力下，许多物业管理公司降低了人工成本并增强了盈利能力。例如，人工智能技术如智能入口通行证、智能建筑管理、智能能源管理、巡逻机器人、配送机器人和咨询机器人极大地降低了物业管理公司的人工成本。此外，通过采用微信公众号和移动应用程序等服务平台，物业管理公司能够高效整合和配置资源，提供多元化的增值服务，并将服务进一步拓展至公共区域管理、社区金融、物业代理、家政服务等。因此，增值服务产生的收入日益成为物业管理公司的重要收入来源。中国指数研究院的数据显示，百强物业管理公司的平均增值服务收入于 2013-2019 年间实现了 15.4% 的年复合增长率。

中国百强物业管理公司的平均在管面积和市占率



资料来源：中国指数研究院、国泰君安国际。

中国百强物业管理公司的收入



资料来源：中国指数研究院、国泰君安国际。

物业管理行业具备高防御性。2020 年上半年，新冠疫情爆发给中国宏观经济和许多行业的经营蒙上阴影。然而，我们认为物业管理行业的防御性高于其他行业，因为物业管理企业在疫情期间继续向客户提供服务和收取管理费。此外，社区居民和租户在经历新冠疫情和自我隔离要求后意识到了物业管理服务的重要性。我们还预计社区增值服务将获得更大的用户基数，因为很多社区居民在疫情期间被鼓励在手机上使用社区团购等增值服务。许多物业管理公司在疫情期间与地方政府紧密合作并获得了媒体的极大关注。随着城镇化的进一步深入，越来越多的居民会住在有物业公司管理的小区中，将来各级政府依然需要一定程度上依靠物业公司来做街道以下更基层的社区管理。我们相信未来的行业政策将聚焦于促进物业管理行业的长期健康发展。

投资建议

我们维持内地房地产行业“跑赢大市”。受新冠疫情爆发的影响，2020年上半年整个中国房地产市场的表现不佳，销售、投资、新开工等一系列指标均出现不同程度的同比倒退。但2020年2月的市场表现应当是全年的底部，3-5月的行业关键指标均呈现了一定成度的复苏。6月是中国房企传统的推盘旺季，且全国大部分地区疫情趋于平稳，我们预计上半年受抑制的购房需求将在6月集中释放。碧桂园(02007.HK)已经公告称其2020年端午假期实现权益销售认购金额人民币108亿元，较2019年端午假期增长约50%。展望下半年，我们预计地产调控政策在“房住不炒”的政策基调下应当维持总体稳定。但考虑到中央2020年“六保六稳”的新要求以及地产“一城一策”提供的调控灵活度，下半年不排除一些城市在预售条件、备案均价限制、购房资格限制、首付比例等调控细则上作出一定程度的边际放松。2020年初以来人民银行通过数次降息降准，给市场注入了大量的流动性。平均法定存款准备金率已经从2018年的15%左右降至目前的9%左右，近期的M2与社会融资增速均明显高于去年同期。在不断下降的LPR引导下，房企的开发贷利率、人民币公司债成本和个人的购房按揭贷款利率均进入了下行通道。总体上我们认为房地产将会被动地承担一部分新增流动性“蓄水池”的功能，因此利好整个房地产行业。我们的行业首选是奥园健康(03662 HK)。由于公司与母集团中国奥园(03883.HK)的合作以及大规模的战略收购，公司的总在管面积和收入规模预计将于2020-2022年激增。我们预计公司将于2020年年内将完成对乐生活和宁波宏建这两家第三方物业管理公司的收购，这将降低公司对母集团的收入依赖并进一步优化其收入结构。公司目前的估值低于同业平均水平。公司当前的目标价为10.20港元，较其2020年每股估值12.39港元有17.7%的折让，也相当于28.0倍/20.9倍/16.0倍2020-2022年市盈率。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 核心市盈 率(x)	2021 核心市盈 率(x)	2022 核心市盈 率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE(%)	2020 股息率(%)
深圳控股	00604	2.45	买入	4.9	5.2	5.5	0.4	10.1	9.0
当代置业	01107	1.09	收集	3.4	3.1	2.7	0.3	12.3	7.3
宝龙地产	01238	4.34	买入	3.2	2.6	2.1	0.5	15.0	11.1
华南城*	01668	0.79	买入	3.9	3.5	3.4	0.2	10.2	5.1
融信中国	03301	6.82	买入	2.9	2.5	2.2	0.6	20.7	10.4
奥园健康	03662	7.93	收集	21.8	16.3	12.5	5.1	25.7	1.8
中国奥园	03883	9.37	买入	3.8	3.1	2.7	1.2	35.9	9.3
绿城中国	03900	7.74	收集	10.5	9.0	8.1	0.6	5.7	3.8
市值加权平均			跑赢大市	5.9	5.1	4.6	0.9	18.0	8.0
恒基地产	00012	29.400	收集	11.8	13.1	9.2	0.4	3.4	6.1
信和置业	00083	9.750	买入	14.7	5.8	7.2	0.5	3.1	5.6
恒隆地产	00101	18.360	收集	17.9	17.0	11.3	0.6	3.3	4.2
市值加权平均			跑赢大市	14.2	12.5	9.3	0.5	3.3	5.5

资料来源：国泰君安国际。

附注*：公司以3月31日为财务年结日。2020年实际对应FY20/21，即截至2021年3月31日止的12个月，后续年份依此类推。

面临挑战，但估值具吸引力

分析员：王俊浩 Johnny Wong

恒基地产(00012 HK)
股价：HK\$29.40
评级：收集
目标价：HK\$34.00

End 12/30	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	21,982	31,157	6.436	133.9	4.7	64.686	0.5	1.800	5.9	11.0
2019A	24,184	16,994	3.510	(45.5)	8.7	66.276	0.5	1.800	5.9	5.4
2020F	16,814	7,456	1.540	(56.1)	19.7	66.017	0.5	1.800	5.9	2.3
2021F	21,941	15,491	3.200	107.8	9.5	67.417	0.5	1.800	5.9	4.8
2022F	40,960	20,212	4.175	30.5	7.3	69.792	0.4	1.800	5.9	6.1
已发行股本 Shares in issue (m)				4,841.4	大股东 Major shareholder		Dr. Lee Shau Kee 72.8%			
市值 Market cap. (HK\$ m)				142,336.8	流通比例 Free float (%)		27.2			
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				5,548.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		26.1			
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				44.700 / 26.050	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		62.2			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)				3.2/2.4/(29.8)						
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)				(1.2)/(5.0)/(16.6)						

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

恒基地产 2019 年核心净利润同比下降 25.9%至 146.40 亿港元，较我们此前的预测低 14.6%。2019 年的物业销售收入同比增长 13.1%至 150.79 亿港元。房地产开发业务的经营利润率同比下降 3.8 个百分点至 35.7%，其中中国内地的经营利润率同比大幅下降 15.7 个百分点至 30.7%。物业租赁收入同比增长 2.5%至 61.69 亿港元，而其经营利润率下降 1.5 个百分点至 73.6%。

公司在 2020 年于香港部署非常进取的推盘计划，预料推出 9 个项目，但我们认为该计划难以实现。我们认为公司国内的房地产租赁业务应比香港的租赁业务更具韧性。我们下调了 2020 年和 2021 年的核心盈利预测以反映新冠肺炎的不利影响以及最新的施工进度，并下调 2020 年和 2021 年的全年每股股息分别至 1.80 港元和 1.80 港元。尽管 2019 年的业绩低于预期，2019 年末期每股股息令人失望以及整体经济下行，我们认为当前的股票价格已经充分反映了这些负面因素，估值具吸引力。我们下调对恒基地产的目标价至 34.00 港元但上调投资评级至“收集”。我们新的目标价相对于 2020 年每股估值有 45%折让，亦相当于 13.7/ 15.1/ 10.7 倍 2020/2021/2022 年核心市盈率及 0.5/0.5/0.5 倍 2020/2021/2022 年市净率。

正面因素分析

- 香港的旧区重建项目为公司提供稳定的土地储备。
- 公司继续增加在国内高线城市的土储。

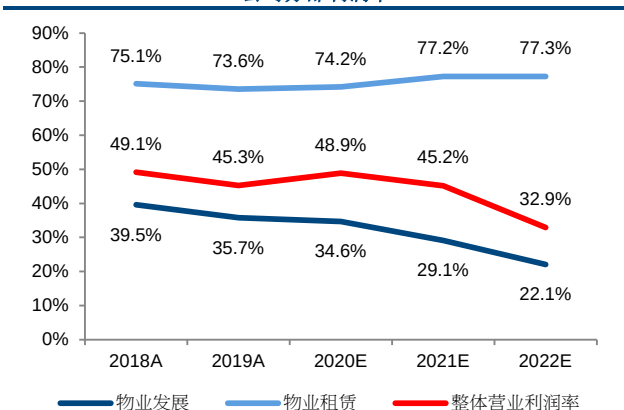
负面因素分析

- 公司于 2019 年停止派发红股及停止增加每股股息。
- 香港的投资物资租金收入预料因疫情影响受压。

风险分析

- 经济下行不利于公司出售物业权益之收益。
- 部分发展中物业的完工日期受疫情影响有所推迟。

公司分部利润率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	21,982	24,184	16,814	21,941	40,960
直接成本	(9,987)	(11,378)	(8,598)	(12,027)	(27,493)
毛利	11,995	12,806	8,216	9,915	13,467
投资物业公允价值变动	10,465	2,530	(5,489)	3,587	3,693
其他收入和净收入	1,520	1,148	3,876	194	204
销售和营销费用	(666)	(1,307)	(1,045)	(1,231)	(960)
行政费用	(1,881)	(1,946)	(2,014)	(2,085)	(2,158)
营业利润	21,433	13,231	3,544	10,380	14,245
合营企业及联营公司业绩	12,212	5,821	6,374	7,247	8,338
财务收入净额	(150)	34	(204)	(236)	(254)
税前利润	33,495	19,086	9,714	17,392	22,329
税项	(2,123)	(2,037)	(1,742)	(1,674)	(1,950)
少数股东权益	(215)	(55)	(515)	(226)	(167)
股东应占净利润	31,157	16,994	7,456	15,491	20,212
核心股东应占净利润	19,765	14,640	12,052	10,888	15,447
核心每股盈利 (港元)	4.083	3.024	2.490	2.249	3.191

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	54.6	53.0	48.9	45.2	32.9
核心经营利润率 (%)	49.9	44.2	53.7	31.0	25.8
净利润率 (%)	141.7	70.3	44.3	70.6	49.3
核心净利润率 (%)	89.9	60.5	71.7	49.6	37.7
核心资产回报率 (%)	4.6	3.3	2.6	2.3	3.2
核心股东资金回报率 (%)	6.5	4.6	3.8	3.4	4.7
派息比率 (%)	25.4	51.3	116.9	56.3	43.1
净负债比率 (%)	22.4	25.4	26.1	26.2	24.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

防御性价值凸显

分析员：王俊浩 Johnny Wong

信和置业(00083 HK)

评级：买入

股价：HK\$9.75

目标价：HK\$13.00

End 06/30	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	10,730	13,996	2.179	40.7	4.9	21.139	0.5	0.980	9.1	10.4
2019A	8,010	6,915	1.031	(52.7)	10.4	21.314	0.5	0.550	5.1	4.9
2020F	6,053	4,518	0.663	(35.7)	16.2	21.112	0.5	0.550	5.1	3.1
2021F	34,185	12,448	1.765	166.2	6.1	22.649	0.5	0.640	5.9	8.1
2022F	23,793	10,426	1.478	(16.3)	7.3	23.968	0.4	0.640	5.9	6.3
已发行股本 Shares in issue (m)					7,045.2	大股东 Major shareholder		Robert Ng Chee Siong 57.41%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					68,690.3	流通比例 Free float (%)		42.6		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					7,832.6	FY20 年净负债/股东资金 FY20 Net gearing (%)		Net Cash		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					13.760 / 8.030	FY20 年每股估值 FY20 NAV (HK\$)		23.6		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								5.9/4.8/(25.1)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								1.3/(2.7)/(12.0)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

由于物业销售收入下降，信和置业 2020 财年上半年的收入同比下降 31.1%至 31.69 亿港元。期内，附属公司层面的物业销售收入同比下降 77.9%至 4.12 亿港元，营业利润率亦同比下降 14.9 个百分点至 5.7%。附属公司的物业租赁收入同比增长 0.3%至 16.46 亿港元，但经营利润率同比微跌 0.5 个百分点至 85.7%。信和置业于 2020 年上半年核心利润同比增长 14.9%至 27.23 亿港元主要由于：1）一次性出售停车位所获得的收益；2）财务收入意外增长 83.5%至 5.37 亿港元。公司于期内购入两幅地块，合共提供 405,632 平方尺应占容积率面积。截至 2019 年 12 月 31 日，信和置业的净现金状况进一步扩大至 373.29 亿港元，但公司决定将中期每股股息维持在 14 港仙不变。

我们小幅下调目标价至 13.00 港元，但上调投资评级至“买入”。新冠肺炎爆发将影响公司 2020 财年下半年投资物业的表现以及发展物业的合约销售。我们认为公司对新的土地收购仍将保持审慎的态度，但公司的净现金状况使其有能力在未来补充土地储备及派息。因此，我们认为公司极具防守性。我们的目标价较 23.6 港元的 2020 财年每股估值有 45%的折让。我们的目标价相当于 19.6 倍 / 7.7 倍 / 9.7 倍 2020/2021/2022 财年核心市盈率及 0.62 倍 / 0.57 倍 / 0.54 倍 2020/2021/2022 财年的市净率。

正面因素分析

- 公司为净现金状态。
- 预计公司于 2021 财年及 2022 财年将有较高的物业销售收入。

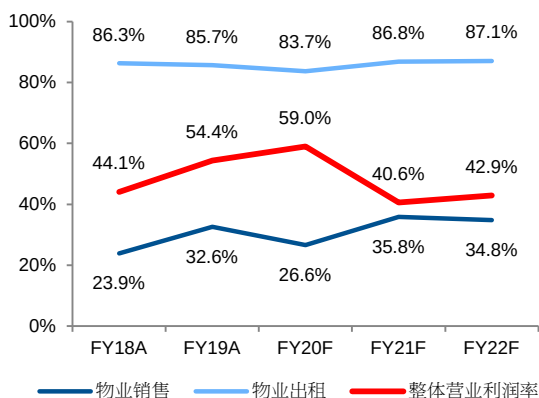
负面因素分析

- 公司的投资物业及酒店业务将受新冠肺炎疫情影响。
- 2020 财年的推盘活动落后于原计划。

风险分析

- 宏观经济不明朗将影响房地产市场估值。

公司分部利润率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 6 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	10,730	8,010	6,053	34,185	23,793
销售成本	(3,660)	(1,319)	(472)	(18,357)	(11,335)
直接成本	(2,212)	(2,200)	(2,009)	(1,951)	(2,247)
毛利	4,859	4,491	3,572	13,878	10,211
投资物业公允价值变动	927	1,966	65	652	1,017
行政费用	(818)	(932)	(834)	(1,093)	(854)
其他费用	7,599	17	222	(140)	(157)
营业利润	12,567	5,541	3,026	13,297	10,217
合营企业及联营公司业绩	2,586	1,594	1,243	1,058	870
财务收入净额	512	583	961	1,188	1,324
税前利润	15,666	7,718	5,230	15,543	12,412
税项	(1,632)	(714)	(650)	(2,314)	(1,786)
少数股东权益	(38)	(90)	(62)	(781)	(199)
股东应占净利润	13,996	6,915	4,518	12,448	10,426
核心股东应占净利润	11,247	4,671	4,513	11,881	9,490
核心每股盈利 (港元)	1.751	0.697	0.662	1.685	1.346

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	45.3	56.1	59.0	40.6	42.9
经营利润率 (%)	117.1	69.2	50.0	38.9	42.9
核心经营利润率 (%)	108.5	44.6	48.9	37.0	38.7
净利润率 (%)	130.4	86.3	74.6	36.4	43.8
核心净利润率 (%)	104.8	58.3	74.6	34.8	39.9
核心资产回报率 (%)	7.2	2.7	2.4	6.2	4.9
核心股东资金回报率 (%)	8.4	3.3	3.1	7.7	5.8
派息比率 (%)	45.0	53.3	83.0	36.3	43.3
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

增长受疫情影响，但估值吸引

分析员：王俊浩 Johnny Wong

恒隆地产(00101 HK)

评级：收集

股价：HK\$18.36

目标价：HK\$20.00

End 12/30	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)	
2018A	9,408	8,078	1.796	83.8	9.6	30.585	0.6	0.750	4.3	5.9	
2019A	8,852	6,172	1.372	(23.6)	12.6	30.831	0.6	0.760	4.4	4.5	
2020F	9,886	5,720	1.272	(7.3)	13.6	31.333	0.6	0.770	4.5	4.1	
2021F	10,357	6,155	1.368	7.5	12.6	31.921	0.5	0.780	4.5	4.3	
2022F	21,456	8,720	1.939	41.7	8.9	33.060	0.5	0.800	4.6	6.0	
已发行股本 Shares in issue (m)				4,497.7	大股东 Major shareholder		CHAN Adriel Wenbwo		58.81%		
市值 Market cap. (HK\$ m)				82,578.1	流通比例 Free float (%)				41.4		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				4,521.4	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				25.3		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				20.500 / 13.780	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				36.7		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										12.6/25.2/2.2	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										8.0/17.8/15.3	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

恒隆地产 2019 年来自物业租赁的收入贡献同比增长 4.6%至 85.56 亿港元，其中中国内地和香港的租赁收入分别同比增长 7.1%至 45.44 亿港元及同比增长 1.9%至 40.12 亿港元。由于公司在 2019 年仅售出蓝塘道项目的 1 个单位，物业销售收入有所下降。预计公司从 2021 年起将有更多开发物业可供销售，其中首个项目为武汉恒隆广场的服务式公寓。截至 2019 年底，公司的净负债比率同比上升 7.4 个百分点至 17.8%。受新冠肺炎疫情影响，武汉恒隆广场项目的落成日期延迟至 2020 年底。

2019 年恒隆地产录得稳健的租金增长，而末期股息提高 1 港仙令我们感到惊喜。我们目前预计恒隆地产的每股股息将于 2020-2022 年间继续增长。然而，冠状病毒的爆发预计将拖累恒隆地产的租赁收入增长。我们将目标价格微调至 20.00 港元，较 36.7 港元的 2020 年每股估值有 45%折让。我们维持我们的投资评级为“收集”。我们的目标价分别对应 19.5 倍/ 18.5 倍/ 12.3 倍 2020/2021/2022 年核心市盈率及 0.64 倍/0.63 倍/0.60 倍 2020/2021/2022 年市净率。

正面因素分析

- 上海港汇恒隆广场以及山顶广场资产优化计划完成有助推动租金增长。
- 内地多个在建项目将为集团带来更多收入增长。

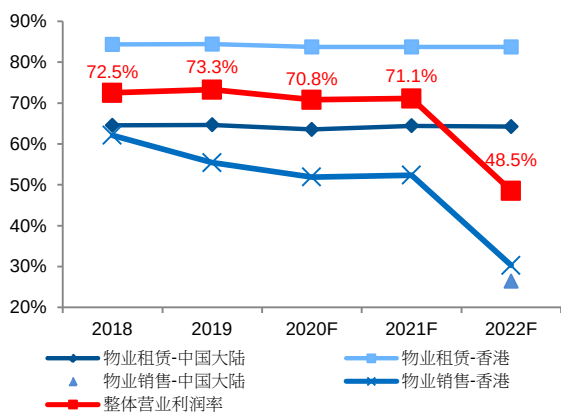
负面因素分析

- 投资物业的租金收入会受疫情拖累。
- 人民币贬值使内地业务有汇兑损失。

风险分析

- 在建项目的完工时间受疫情影响延误。

公司分部利润率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	9,408	8,852	9,886	10,357	21,456
直接成本和运营费用	(2,586)	(2,365)	(2,888)	(2,993)	(11,044)
毛利	6,822	6,487	6,999	7,364	10,411
投资物业公允价值变动	4,170	8,797	1,367	1,579	1,702
行政费用	(637)	(593)	(611)	(629)	(648)
其他收入	93	9	0	0	0
营业利润	10,448	14,700	7,755	8,314	11,466
合营企业及联营公司业绩	97	9	9	10	10
财务收入净额	(624)	100	(10)	(17)	(4)
税前利润	9,921	14,809	7,754	8,306	11,472
税项	(1,269)	(5,009)	(1,435)	(1,537)	(2,122)
少数股东权益	(574)	(3,628)	(600)	(615)	(630)
股东应占净利润	8,078	6,172	5,720	6,155	8,720
核心股东应占净利润	4,093	4,474	4,606	4,868	7,332
核心每股盈利 (港元)	0.910	0.995	1.024	1.082	1.630

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	72.5	73.3	70.8	71.1	48.5
经营利润率 (%)	111.1	166.1	78.4	80.3	53.4
核心经营利润率 (%)	65.7	66.6	64.6	65.0	45.5
净利润率 (%)	85.9	69.7	57.9	59.4	40.6
核心净利润率 (%)	43.5	50.5	46.6	47.0	34.2
核心资产回报率 (%)	2.2	2.2	2.2	2.2	3.2
核心股东资金回报率 (%)	3.0	3.2	3.3	3.4	4.9
派息比率 (%)	41.8	55.4	60.6	57.0	41.3
净负债比率 (%)	10.8	19.0	25.3	22.9	22.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

收入预先锁定，土储亟待补充

分析员：王瀚 Jermy Wang

深圳控股(00604 HK)

股价：HK\$2.450

评级：买入

目标价：HK\$2.80

End 12/31	Turnover (HK\$ m)	Underlying Net Profit (HK\$ m)	Underlying EPS (HK\$)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	16,643	3,148	0.387	(25.0)	6.3	5.121	0.5	0.185	7.5	8.2
2019A	14,919	3,062	0.358	(7.3)	6.8	5.203	0.5	0.185	7.5	9.4
2020F	21,158	4,302	0.503	40.5	4.9	5.695	0.4	0.221	9.0	10.1
2021F	23,241	4,049	0.474	(5.9)	5.2	6.202	0.4	0.229	9.4	9.6
2022F	22,150	3,817	0.447	(5.7)	5.5	6.666	0.4	0.212	8.7	8.2
已发行股本 Shares in issue (m)					8,833.4	大股东 Major shareholder			Shum Yip Holdings	63.7%
市值 Market cap. (HK\$ m)					21,641.9	流通比例 Free float (%)				36.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					5,139.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				27.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					3.230 / 2.040	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				5.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(0.8) / 3.8 / (14.9)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(3.7) / (2.0) / (0.5)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

深圳控股 2020 年 5 月的合约销售金额同比下降 27.3%至 8.84 亿元人民币。受新冠疫情影响，新项目入市被推迟，公司下调了 2020 年合约销售目标至约人民币 130 亿元，较 2019 年合约销售下降 22.6%。2020 年 1-5 月，公司已实现合约销售 45.90 亿元人民币，并完成 2020 年合约销售目标的 35.3%。

作为深圳国资委旗下最大的房地产上市公司，深圳控股聚焦大湾区，深耕深圳。通过深化与母公司的合作，参与旧改项目、PPP 项目和收并购项目，公司更容易获取优质土地资源。截至 2019 年 12 月 31 日，公司的总土储建筑面积约为 438 万平方米，总可售货值约人民币 360 亿元。公司于 2020 年 5 月成功竞得一块位于成都的地块，并且公司预计会在 2020 年下半年获取更多的地块来补充土地储备。公司当前的投资评级为“买入”，目标价为 2.80 港元，相对于其 2020 年 NAV 有 45%的折让，也相当于 5.6 倍 2020 年核心市盈率和 0.5 倍 2020 年市净率。

正面因素分析

- 大湾区及中国特色社会主义先行示范区的政策红利。
- 来自母公司的支持以获取优质土地资源。
- 融资成本预计将维持在较低的水平。

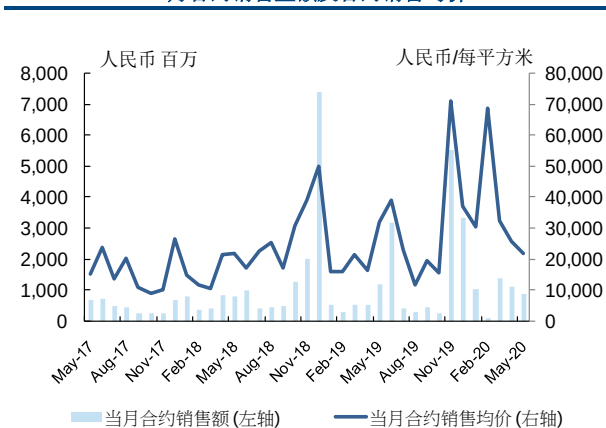
负面因素分析

- 公司的土地储备处在历史低位。
- 合约销售受疫情影响严重。

风险分析

- 土地获取的不确定性。
- 新冠疫情的持续恶化。

月合约销售金额及合约销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	16,643	14,919	21,158	23,241	22,150
销售成本	(10,672)	(9,794)	(13,782)	(15,116)	(14,487)
毛利	5,971	5,125	7,376	8,125	7,662
销售及行政费用	(1,209)	(1,388)	(1,457)	(1,676)	(1,843)
其他	1,033	1,462	1,369	2,011	1,692
经营溢利	5,795	5,200	7,289	8,460	7,511
净财务开支/收入	(883)	(561)	(840)	(875)	(911)
应占合营及联营企业溢利	1,891	2,046	2,148	2,255	2,368
除税前溢利	6,803	6,685	8,597	9,841	8,968
税项	(3,104)	(2,307)	(3,499)	(4,539)	(4,064)
除税后溢利	3,699	4,377	5,098	5,302	4,905
少数股东权益	(284)	(314)	(382)	(398)	(368)
股东应占溢利	3,415	4,063	4,716	4,904	4,537
基本每股溢利 (港币)	0.419	0.475	0.552	0.574	0.531

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	62.3	(10.4)	41.8	9.8	(4.7)
毛利率 (%)	35.9	34.4	34.9	35.0	34.6
经营利润率 (%)	34.8	34.9	34.4	36.4	33.9
净利率 (%)	20.5	27.2	22.3	21.1	20.5
核心净利率 (%)	18.9	20.5	20.3	17.4	17.2
股东资金回报率 (%)	8.2	9.4	10.1	9.6	8.2
资产回报率 (%)	2.9	3.3	3.6	3.5	3.0
净负债比率 (%)	30.2	26.8	27.2	26.3	26.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

期待销售逐步复苏

分析员：柳晨 Jack Liu

当代置业(01107 HK)

评级：收集

股价：HK\$1.090

目标价：HK\$1.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	9,338	552	0.198	0.1	4.8	2.718	0.4	0.037	3.9	9.7
2019A	14,552	689	0.247	24.4	3.9	3.078	0.3	0.065	6.7	12.3
2020F	16,177	721	0.258	4.6	3.8	3.495	0.3	0.072	7.2	12.3
2021F	19,070	819	0.293	13.6	3.4	3.964	0.3	0.081	8.1	12.2
2022F	22,269	927	0.332	13.2	3.0	4.489	0.2	0.091	9.1	12.1
已发行股本 Shares in issue (m)					2,795.0	大股东 Major shareholder				ZhangLei 65.4%
市值 Market cap. (HK\$ m)					3,046.5	流通比例 Free float (%)				34.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					335.7	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				116.7
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					1.270/0.640	2020 年每股估值 2020NAV (HK\$)				3.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										5.8 / 1.9 / (3.5)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(0.6) / (1.6) / 10.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年 1 至 5 月，当代置业的总合约销售额为人民币 104.7 亿元，同比下降 12.2%。而剔除车位的销售额后，公司物业销售的合约销售额为人民币 103.8 亿元，同比下降 12.7%。投资项目合约销售均价为人民币 10,384 元每平方米，同比微增 0.5%。公司 2020 年合约销售目标为人民币 420 亿元。截至 2020 年 5 月底，公司已完成其年度合约销售目标的 24.9%。

截至 2019 年末，公司的土地储备货值达到约人民币 2,500 亿元。2020 年公司计划新增土地储备货值人民币 500 亿元。公司目前投资评级为“收集”，目标价为 1.30 港元，相对于其 2020 年 NAV 有 65.5% 的折让，也相当于 4.6 倍 2020 年的核心市盈率和 0.3 倍 2020 年的市净率。

正面因素分析

- 成功拓展了多个产业勾地项目。
- 公司拥有较强的绿色环保建筑技术。
- 派息比率有所提高

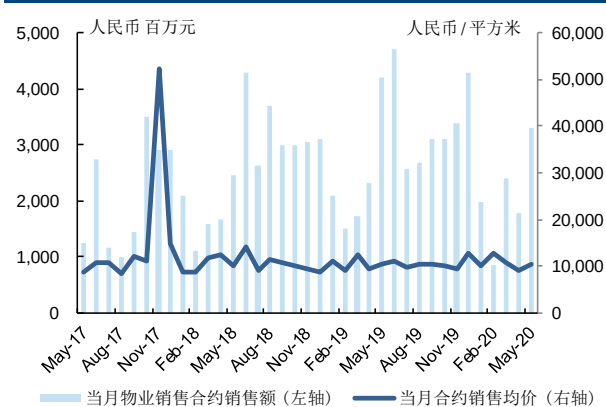
负面因素分析

- 规模相对同业较小。
- 华中和武汉地区的土地储备偏多。
- 合约销售均价相对较低。

风险分析

- 合约销售不及预期。
- 融资可能存在缺口。

月合约销售金额及合约销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	9,338	14,552	16,177	19,070	22,269
销售成本	(7,167)	(10,844)	(12,133)	(14,398)	(16,924)
毛利	2,171	3,707	4,044	4,672	5,345
销售费用	(433)	(530)	(566)	(667)	(779)
行政费用	(574)	(681)	(744)	(877)	(1,024)
投资物业公允价值变动	132	357	358	356	353
其他	207	270	167	191	214
经营溢利	1,503	3,123	3,259	3,674	4,108
净财务开支/收入	(258)	(420)	(407)	(480)	(540)
分占合营及联营公司溢利	160	(32)	14	16	18
除税前溢利	1,405	2,670	2,866	3,210	3,586
税项	(743)	(1,616)	(1,701)	(1,901)	(2,118)
除税后溢利	662	1,054	1,165	1,309	1,467
少数股东应占溢利	(137)	(324)	(361)	(406)	(455)
股东应占溢利	525	731	804	903	1,013
基本每股盈利 (人民币)	0.189	0.262	0.288	0.324	0.363

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	9.8	55.8	11.2	17.9	16.8
毛利率 (%)	23.2	25.5	25.0	24.5	24.0
经营利润率 (%)	16.1	21.5	20.1	19.3	18.4
净利率 (%)	5.6	5.0	5.0	4.7	4.5
核心净利率 (%)	5.9	4.7	4.5	4.3	4.2
股东资金回报率 (%)	9.7	12.3	12.3	12.2	12.1
资产回报率 (%)	1.3	1.7	1.6	1.6	1.6
净负债/总权益 (%)	81.9	82.7	83.2	83.2	84.3
净负债/股东资金 (%)	109.5	115.5	116.7	117.1	119.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

大幅提升合约销售目标同时进军大湾区

分析员：柳晨 Jack Liu

宝龙地产(01238 HK)

股价: HK\$4.340

评级: 买入

目标价: HK\$6.23

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	19,594	1,926	0.482	20.1	7.9	6.826	0.6	0.261	6.8	10.8
2019A	26,042	2,681	0.666	38.2	5.8	7.684	0.5	0.354	9.1	13.7
2020F	36,207	3,502	0.845	26.9	4.6	8.546	0.5	0.437	11.3	15.0
2021F	46,257	4,488	1.083	28.1	3.6	9.613	0.4	0.541	14.0	16.6
2022F	56,576	5,540	1.337	23.5	2.9	10.877	0.4	0.650	16.8	17.6
已发行股本 Shares in issue (m)					4,142.4	大股东 Major shareholder			Hoi Kin Hong	44.3%
市值 Market cap. (HK\$ m)					17,978.0	流通比例 Free float (%)				41.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					3,483.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				97.7
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					5.896/3.785	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				14.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									1.9 / (4.0) / 12.3	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(4.5) / (7.4) / 26.7	
资料来源：公司、国泰君安国际。										

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

宝龙地产 2020 年 4 月和 5 月的合约销售金额同比增速分别为 8.6% 和 13.7%，显示了新冠疫情爆发之后持续的销售复苏。2020 年 1 至 5 月，公司合约销售金额达到人民币 212.05 亿元，同比增长 13.7%。公司 2020 年合约销售目标为人民币 750 亿元，相比 2019 年合约销售金额同比增长 24.3%。截至 2020 年 5 月底，公司已经完成其 2020 年合约销售目标的 28.3%

公司 2019 年在珠海收购了两幅土地，这是公司首次在大湾区补充土储。这两幅土地将被用于开发可售住宅物业、办公楼和自营购物中心（宝龙城）。珠海项目的预售预计将在 2020 年第 3 季度开始。总体而言，我们预计未来公司将进一步提升其在大湾区的业务覆盖，我们对公司在大湾区的扩张保持乐观态度。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 6.23 港元，相对于其 2020 年 NAV 有 56.1% 的折让，也相当于 6.6 倍 2020 年的核心市盈率 and 0.6 倍 2020 年的市净率。

正面因素分析

- 庞大的商住复合地产项目带动公司合约销售。
- 通过 TOD 模式开发地铁上盖等综合体项目。
- 产业勾地模式带来低单位土地成本。
- 深耕长三角的战略布局适合公司发展。

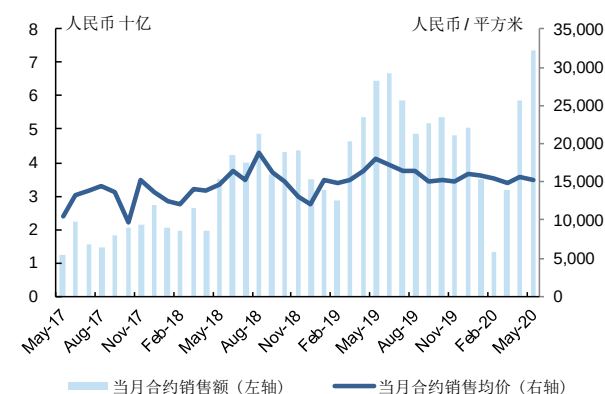
负面因素分析

- 商业地产销售出租受到新冠疫情和零售环境负面影响。
- 部分二三线城市的改善性需求释放变慢。
- 年合约销售规模仍未过千亿，相对同业偏小。

风险分析

- 合约销售不及预期。
- 商业项目开业运营进度不及预期。

月合约销售金额及合约销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	19,594	26,042	36,207	46,257	56,576
销售成本	(12,041)	(16,559)	(23,175)	(29,872)	(36,588)
毛利	7,553	9,483	13,031	16,385	19,988
销售费用	(786)	(984)	(1,369)	(1,749)	(2,139)
行政费用	(1,481)	(1,440)	(2,002)	(2,557)	(3,128)
投资物业公允价值变动	2,501	2,394	2,730	3,057	3,424
其他	216	927	223	239	219
经营溢利	8,003	10,380	12,614	15,375	18,365
净财务开支/收入	(1,377)	(900)	(1,003)	(1,023)	(1,110)
分占合营及联营公司溢利	187	376	413	455	500
除税前盈利	6,813	9,856	12,024	14,807	17,754
税项	(3,166)	(3,838)	(4,759)	(5,845)	(7,019)
除税后盈利	3,648	6,018	7,265	8,961	10,735
少数股东应占溢利	(688)	(1,907)	(2,179)	(2,688)	(3,221)
永续资本工具	(123)	(70)	(56)	(45)	(36)
股东应占溢利	2,837	4,041	5,030	6,228	7,479
基本每股盈利 (人民币)	0.710	1.004	1.214	1.504	1.806

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	25.7	32.9	39.0	27.8	22.3
毛利率 (%)	38.5	36.4	36.0	35.4	35.3
经营利润率 (%)	40.8	39.9	34.8	33.2	32.5
净利率 (%)	14.5	15.5	13.9	13.5	13.2
核心净利率 (%)	9.8	10.3	9.7	9.7	9.8
股东资金回报率 (%)	10.8	13.7	15.0	16.6	17.6
资产回报率 (%)	2.8	3.7	3.9	4.3	4.7
净负债/总权益 (%)	101.6	81.2	78.4	75.8	73.9
净负债/股东资金 (%)	122.1	99.2	97.7	95.3	93.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

持续性收入带动估值修复

分析员：王瀚 Jermy Wang

华南城(01668 HK)

评级：买入

股价：HK\$0.790

目标价：HK\$1.00

End 3/31	Turnover (HK\$ m)	Underlying Net Profit (HK\$ m)	Underlying EPS (HK\$)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (HK\$)	PBR (x)	DPS (HK\$)	Yield (%)	ROE (%)
FY19A	10,274	1,750	0.217	8.0	3.6	4.465	0.2	0.050	6.4	9.0
FY20A	9,888	1,553	0.192	(11.8)	4.1	4.295	0.2	0.030	3.8	7.4
FY21F	10,494	1,660	0.205	6.9	3.9	4.603	0.2	0.040	5.1	7.6
FY22F	11,134	1,826	0.225	9.9	3.5	4.928	0.2	0.050	6.3	7.7
FY23F	11,663	1,881	0.232	3.0	3.4	5.254	0.2	0.060	7.6	7.4
已发行股本 Shares in issue (m)					8,091.9	大股东 Major shareholder		Cheng Chung Hing 28.4%		
市值 Market cap. (HK\$ m)					6,392.6	流通比例 Free float (%)		71.6		
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					14,351.3	FY21 年净负债/股东资金 FY21 Net gearing (%)		64.4		
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					1.200 / 0.670	FY21 年每股估值 FY21 NAV (HK\$)		2.6		
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								6.8 / 9.7 / (31.3)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								3.8 / 3.9 / (16.9)		

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

华南城 2020 财年总收入同比下跌 3.8%至 98.88 亿港元，其中物业销售收入同比下跌 2.8%至 71.43 亿港元，主要由于新冠疫情影响推迟了物业的交付。融资租赁收入同比暴跌 90.6%至 0.47 亿港元，主要由于深圳华南城写字楼的融资租赁的减少。持续性收入同比增加 4.2%至 24.12 亿港元（若剔除汇率变动影响，则同比增长 8.2%），其中物流与仓储服务同比大幅上涨 40.0%至 4.05 亿港元。公司核心股东净利同比下跌 11.2%至 15.53 亿港元（若剔除汇率变动影响，则同比下跌 7.7%）。

我们认为新冠疫情对公司物业销售和融资租赁的影响是短期的，并会随着复工复产恢复正常。公司公布其 2021 财年合约销售目标 160 亿港元，相较于其 2020 财年合约销售同比上升 18.4%。定位于大型物流商贸中心，华南城通过实施多元化商业模式及与地方政府双赢的发展策略，我们预计华南城将会持续获取低单位成本的土地。华南城当前正聚焦运营和提升持续性收入。公司当前的投资评级为“买入”，目标价为 1.00 港元，相对于其 2021 财年 NAV 有 62%的折让，也相当于 4.9 倍 2021 年核心市盈率及 0.2 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 双赢的发展策略有利于获得低单位成本土地。
- “地摊经济”及恒大的合作将为公司提升客流量。
- 可持续性收入增长势头迅猛，仓储物流业务前景广阔。

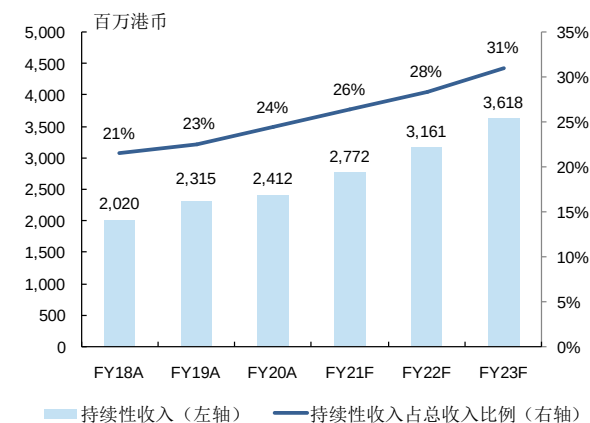
负面因素分析

- 电商和疫情对实体经济的冲击，导致出租率下降。
- 融资成本上升。

风险分析

- 新冠疫情的持续恶化。
- 未来单位土地成本的上升。

持续性收入及占总收入比例



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 3 月底(百万港币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
营业额	10,274	9,888	10,494	11,134	11,663
销售成本	(5,835)	(5,365)	(5,874)	(6,225)	(6,600)
毛利	4,440	4,523	4,620	4,908	5,063
销售费用	(666)	(485)	(494)	(509)	(525)
行政费用	(1,130)	(1,002)	(1,022)	(1,053)	(1,084)
其他	3,264	1,952	1,973	2,090	2,217
经营溢利	5,908	4,988	5,077	5,436	5,672
净财务开支/收入	(531)	(518)	(599)	(599)	(601)
除税前盈利	5,377	4,471	4,478	4,837	5,071
税项	(2,134)	(1,843)	(1,747)	(1,886)	(2,028)
除税后盈利	3,243	2,628	2,732	2,950	3,042
少数股东权益	8	5	5	6	6
股东应占溢利	3,251	2,633	2,737	2,956	3,049
基本每股盈利 (港币)	0.403	0.325	0.338	0.365	0.376

重要财务比率

	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
收入增长 (%)	9.2	(3.8)	6.1	6.1	4.8
毛利率 (%)	43.2	45.7	44.0	44.1	43.4
经营利润率 (%)	57.5	50.5	48.4	48.8	48.6
净利率 (%)	31.6	26.6	26.1	26.6	26.1
核心净利率 (%)	17.0	15.7	15.8	16.4	16.1
股东资金回报率 (%)	9.0	7.4	7.6	7.7	7.4
资产回报率 (%)	2.9	2.3	2.4	2.5	2.5
净负债比率 (%)	69.0	66.2	64.4	59.6	54.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

增强的资产负债表且估值吸引

分析员：柳晨 Jack Liu

融信中国(03301 HK)

评级：买入

股价：HK\$6.820

目标价：HK\$11.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	34,367	2,213	1.610	119.9	3.7	7.965	0.8	0.320	5.3	18.7
2019A	51,463	3,169	1.884	17.0	3.2	9.563	0.6	0.537	8.8	21.6
2020F	61,332	3,642	2.136	13.4	2.9	11.241	0.6	0.648	10.4	20.7
2021F	71,713	4,244	2.489	16.5	2.5	13.117	0.5	0.757	12.2	20.7
2022F	83,062	4,783	2.805	12.7	2.2	15.208	0.4	0.854	13.8	20.1
已发行股本 Shares in issue (m)				1,705.3	大股东 Major shareholder				Ou Zonghong 65.1%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				11,629.9	流通比例 Free float (%)				34.9	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				2,037.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				74.6	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				10.391/5.490	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				33.5	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									7.0 / (2.3) / (20.4)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									0.6 / (5.8) / (5.9)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年 5 月，融信中国合约销售额约人民币 127.8 亿元，同比上升 15.3%。2020 年 1 至 5 月，公司合约销售额达到人民币 407.3 亿元，同比下降 12.7%。公司 2020 年的合约销售目标约为人民币 1,540 亿元。截至 2020 年 5 月底，融信中国已完成其年度合约销售目标的 26.4%。

公司的开发项目展现了持续深耕长三角和海峡西岸地区的战略布局。由于现金回款的增加以及债务结构的优化，我们预计净资产负债率将维持在历史低位。公司的估值显著低于香港上市中小开发商的加权行业平均。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 11.70 港元，相对于其 2020 年 NAV 有 65.1% 的折让，也相当于 5.0 倍 2020 年的核心市盈率 and 0.9 倍 2020 年市净率。

正面因素分析

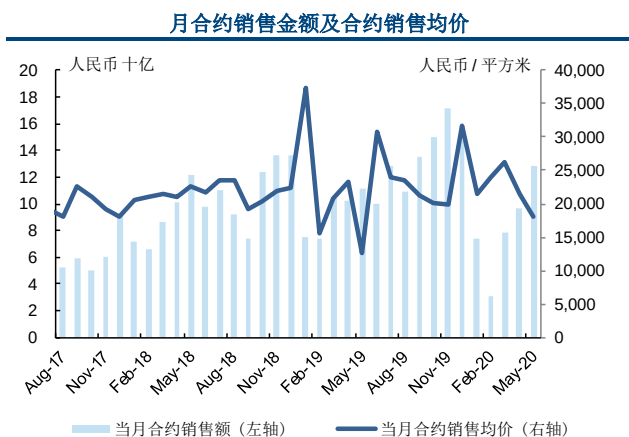
- 债务结构有所优化，净杠杆比率降至历史低位。
- 深耕长三角和海峡西岸地区的战略发挥公司优势。
- 平均销售价格相对较高。

负面因素分析

- 单位土地成本不断升高。
- 土地储备的权益比率有所下降。
- 合约销售目标渐趋保守。

风险分析

- 合约销售不及预期。
- 结转项目毛利率不及预期。



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	34,367	51,463	61,332	71,713	83,062
销售成本	(26,302)	(38,987)	(46,796)	(55,076)	(64,290)
毛利	8,065	12,475	14,536	16,637	18,772
销售费用	(1,137)	(1,199)	(1,533)	(1,649)	(1,827)
行政费用	(1,341)	(1,479)	(1,963)	(2,151)	(2,409)
投资物业公允价值变动	337	50	132	145	158
其他	123	298	317	329	348
经营溢利	6,047	10,145	11,489	13,310	15,042
净财务开支/收入	(292)	(380)	(302)	(264)	(244)
分占合营及联营公司溢利	903	896	793	811	826
除税前盈利	6,658	10,661	11,980	13,857	15,623
税项	(3,186)	(4,767)	(5,278)	(6,031)	(6,793)
除税后盈利	3,472	5,894	6,701	7,826	8,831
少数股东应占溢利	(1,158)	(2,729)	(3,016)	(3,522)	(3,974)
永续资本工具	(164)	(11)	0	0	0
股东应占溢利	2,150	3,154	3,686	4,305	4,857
基本每股盈利 (人民币)	1.384	1.867	2.161	2.524	2.848

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	13.3	49.7	19.2	16.9	15.8
毛利率 (%)	23.5	24.2	23.7	23.2	22.6
经营利润率 (%)	17.6	19.7	18.7	18.6	18.1
净利率 (%)	6.3	6.1	6.0	6.0	5.8
核心净利率 (%)	6.4	6.2	5.9	5.9	5.8
股东资金回报率 (%)	18.7	21.6	20.7	20.7	20.1
资产回报率 (%)	1.7	2.8	3.0	3.3	3.6
净负债/总权益 (%)	105.4	69.9	74.6	73.2	73.1
净负债/股东资金 (%)	294.3	176.0	183.2	175.9	172.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

内生增长叠加外延扩张

分析员：柳晨 Jack Liu

奥园健康(03662 HK)

评级：收集

股价：HK\$7.930

目标价：HK\$10.20

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	619	78	0.165	(6.0)	43.1	0.173	41.2	0.055	0.8	66.2
2019A	901	162	0.238	43.8	30.5	1.164	6.2	0.090	1.2	33.5
2020F	1,434	240	0.331	39.2	22.3	1.405	5.3	0.132	1.8	25.8
2021F	1,991	322	0.443	34.0	16.6	1.715	4.3	0.177	2.4	28.4
2022F	2,607	420	0.579	30.6	12.7	2.117	3.5	0.232	3.1	30.2
已发行股本 Shares in issue (m)				726.3	大股东 Major shareholder				China Aoyuan	54.6%
市值 Market cap. (HK\$ m)				5,759.2	流通比例 Free float (%)					34.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				11,182.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				Net Cash	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				9.650/3.966	2020 年每股估值 2020NAV (HK\$)					12.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(7.8) / 23.2 / 78.2	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(14.2) / 19.7 / 92.6	
资料来源：公司、国泰君安国际。										

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司建议收购总在管面积约 2,504 万平方米的两家第三方物业管理公司，相当于 2019 年总在管面积的 157.9%。我们也预计公司未来将继续为大部分母集团中国奥园(03883.HK)开发的物业项目提供物业管理及商业运营服务。另外，奥园健康和母集团将在上海共同开发一个物业项目。

由于公司与母集团的合作以及大规模的战略收购，公司的总在管面积预计将于 2020-2022 年激增。2020 年对乐生活和宁波宏建的收购将降低公司对母集团的收入依赖并进一步优化其收入结构。公司目前投资评级为“收集”，目标价为 10.20 港元，相当于 28.0 倍/ 20.9 倍/ 16.0 倍 2020-2022 年市盈率。

正面因素分析

- 母集团过去三年合约销售取得高增速
- 2020 年进行了较大规模收并购。
- 物业管理行业具备高防御性。
- 同时具备住宅和商业物业管理经验。

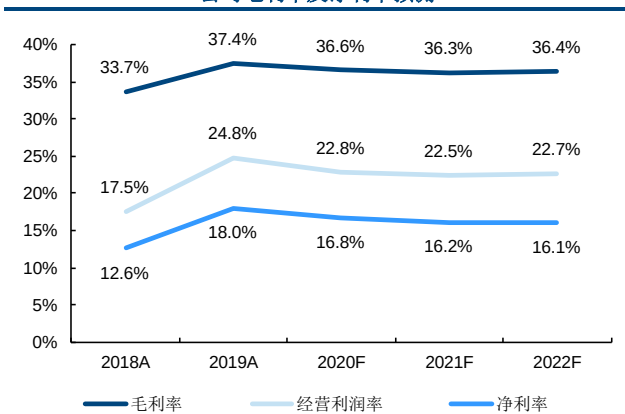
负面因素分析

- 当前在管面积规模与行业龙头相比仍有差距。
- 新收购项目在初始阶段利润率相对较低。
- 医美大健康板块暂未贡献利润。

风险分析

- 收并购项目存在不确定性。
- 母集团开发项目交付不及预期。
- 新冠疫情期间运营成本或高于预期

公司毛利率及净利率预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	619	901	1,434	1,991	2,607
销售成本	(410)	(564)	(909)	(1,269)	(1,658)
毛利	209	337	524	722	949
销售费用	(1)	(2)	(4)	(6)	(8)
行政费用	(89)	(126)	(201)	(277)	(360)
其他	(10)	15	8	8	9
经营溢利	109	223	327	448	591
净财务开支/收入	(0)	(2)	(3)	(1)	(1)
分占合营及联营公司溢利	0	(2)	(1)	1	1
除税前溢利	108	219	324	447	590
税项	(30)	(56)	(81)	(112)	(148)
除税后溢利	78	163	243	335	443
少数股东应占溢利	(0)	(1)	(2)	(13)	(22)
股东应占溢利	78	162	240	322	420
基本每股盈利	0.165	0.238	0.331	0.443	0.579

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	41.9	45.6	59.1	38.9	30.9
毛利率 (%)	33.7	37.4	36.6	36.3	36.4
经营利润率 (%)	17.5	24.8	22.8	22.5	22.7
净利率 (%)	12.6	18.0	16.8	16.2	16.1
股东资金回报率 (%)	66.2	33.5	25.8	28.4	30.2
资产回报率 (%)	14.6	17.2	16.4	18.9	20.1
净负债/股东资金 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
贸易应收款周转天数	34.4	23.5	20.0	18.4	17.2
贸易应付款周转天数	23.9	28.0	32.0	36.1	40.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

合约销售有所恢复

分析员：柳晨 Jack Liu

中国奥园(03883 HK)

评级：买入

股价：HK\$9.370

目标价：HK\$13.68

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	31,006	2,242	0.961	59.2	8.6	4.433	1.9	0.360	4.4	21.9
2019A	50,531	4,034	1.535	59.8	5.5	5.587	1.5	0.550	6.6	31.2
2020F	77,698	5,902	2.184	42.2	3.8	7.028	1.2	0.794	9.5	35.9
2021F	95,011	7,097	2.626	20.2	3.2	8.790	0.9	0.953	11.4	34.3
2022F	114,004	8,245	3.051	16.2	2.7	10.834	0.8	1.105	13.3	32.0
已发行股本 Shares in issue (m)					2,703	大股东 Major shareholder			Guo Ziwen 55.2%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					25,326.0	流通比例 Free float (%)			44.8	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					9,530.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			189.3	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					13.120/7.170	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)			32.2	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									14.0 / 3.2 / (14.7)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									7.6 / (0.3) / (0.2)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国奥园的合约销售金额同比增速由 2020 年 4 月的负 8.8%改善至 5 月的正 2.3%。2020 年 1 至 5 月，公司实现了合约销售约人民币 332.8 亿元，同比下降 13.2%。公司已达成其 2020 年销售目标的 25.2%。2020 年 4 月，公司宣布收购拥有 18 个项目及约 124 万平方米土地储备的京汉实业投资集团(000615.SZ)约 29.99%的股份。

截至 2019 年 12 月 31 日，公司已经累积了约人民币 1,705 亿元的已售未结收入，这些未结转收入预计将于未来两年内结转，显示了较为稳健的增长预期。2020 年 4 月，公司主席郭梓文增持了公司股份，亦购买了公司发行的美元债，显示了对未来发展的信心。2020 年 5 月，公司获纳入恒生大中型股价值偏向指数。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 13.68 港元，相对于其 2020 年 NAV 有 57.6%的折让，也相当于 5.6 倍 2020 年的核心市盈率和 1.7 倍 2020 年的市净率。

正面因素分析

- 大湾区战略布局提供可持续增长预期。
- 合约销售在新冠疫情后持续恢复。
- 善于通过招拍挂以外的渠道拿地，例如城市更新。
- 公司获纳入恒生大中型股价值偏向指数。

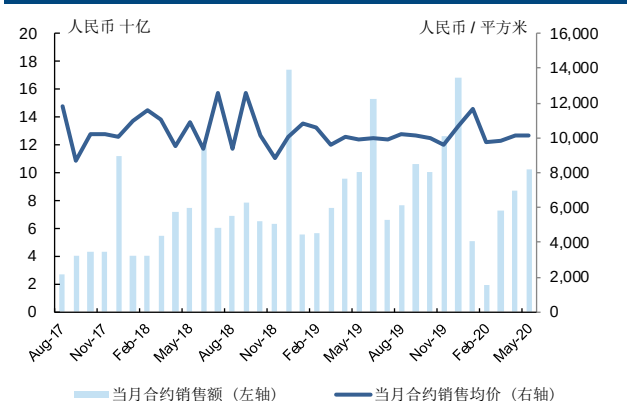
负面因素分析

- 合约销售受新冠疫情影响增速下降。
- 商业物业的销售和出租受到新冠疫情负面影响。
- 旧改项目土地确权周期过长。
- 合约销售均价偏低。

风险分析

- 商业项目可能的运营失败。
- 合约销售可能不及预期。
- 海外项目发展存在不确定性。

月合约销售金额及合约销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	31,006	50,531	77,698	95,011	114,004
销售成本	(21,372)	(35,510)	(55,589)	(68,257)	(82,467)
毛利	9,634	15,021	22,109	26,753	31,537
销售费用	(1,432)	(2,138)	(3,263)	(3,895)	(4,560)
行政费用	(1,736)	(2,435)	(3,652)	(4,370)	(5,130)
投资物业公允价值变动	865	397	417	438	461
其他	(1)	513	649	799	820
经营溢利	7,330	11,358	16,261	19,724	23,127
净财务开支/收入	(411)	(718)	(950)	(1,109)	(1,266)
分占合营及联营公司溢利	35	(51)	(57)	(64)	(73)
除税前溢利	6,954	10,589	15,254	18,550	21,788
税项	(4,015)	(5,368)	(7,627)	(9,275)	(10,894)
除税后溢利	2,939	5,222	7,627	9,275	10,894
少数股东应占溢利	(531)	(1,021)	(1,525)	(1,948)	(2,397)
股东应占溢利	2,409	4,201	6,102	7,327	8,497
基本每股盈利 (人民币)	0.899	1.565	2.257	2.711	3.144

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	62.2	63.0	53.8	22.3	20.0
毛利率 (%)	31.1	29.7	28.5	28.2	27.7
经营利润率 (%)	23.6	22.5	20.9	20.8	20.3
净利率 (%)	7.8	8.3	7.9	7.7	7.5
核心净利率 (%)	7.2	8.0	7.6	7.5	7.2
股东资金回报率 (%)	21.9	31.2	35.9	34.3	32.0
资产回报率 (%)	1.5	1.8	1.9	1.8	1.8
净负债/总权益 (%)	58.9	74.9	74.0	74.8	75.4
净负债/股东权益 (%)	152.5	184.3	189.3	197.1	203.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

土地收购加速且业绩改善可期

分析员：柳晨 Jack Liu

绿城中国(03900 HK)

评级：收集

股价：HK\$7.740

目标价：HK\$8.60

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	60,303	436	0.201	(52.3)	33.8	12.715	0.5	0.230	3.4	1.4
2019A	61,593	1,379	0.636	216.4	10.9	12.734	0.5	0.300	4.3	4.3
2020F	75,688	1,859	0.745	17.1	9.5	12.726	0.6	0.269	3.8	5.7
2021F	83,502	2,116	0.848	13.8	8.3	13.240	0.5	0.313	4.4	6.0
2022F	91,261	2,326	0.933	10.0	7.6	13.800	0.5	0.349	5.0	6.5
已发行股本 Shares in issue (m)					2,493.9	大股东 Major shareholder				CCCG 28.8%
市值 Market cap. (HK\$ m)					19,302.9	流通比例 Free float (%)				36.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					6,268.1	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				170.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					11.640/5.500	2020 年每股估值 2020NAV (HK\$)				28.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										0.3 / 9.8 / 39.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										(6.1) / 6.3 / 53.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年 1 至 5 月，绿城中国总合约销售额为人民币 604 亿元，同比上升 9.2%。剔除代建项目后，公司投资项目合约销售额为人民币 425 亿元，同比增长 14.9%。投资项目合约销售均价为人民币 25,758 元每平方米，同比微降 0.8%。绿城中国 2020 年总合约销售目标为人民币 2,500 亿元。截至 2020 年 5 月底，公司已完成其年度合约销售目标的 24.2%。

根据克而瑞的统计，公司 2020 年 1-5 月的新增土地货值达到约人民币 1,370 亿元，于中国所有地产开发商中排名第四。公司目前投资评级为“收集”，目标价为 8.60 港元，相对于其 2020 年 NAV 有 70.2% 的折让，也相当于 10.5 倍 2020 年的核心市盈率及 0.6 倍 2020 年的市净率。

正面因素分析

- 土地收购大幅加速，土储充裕。
- 轻资产的代建项目拓宽收入渠道。
- 公司产品的质量和口碑好于同业。

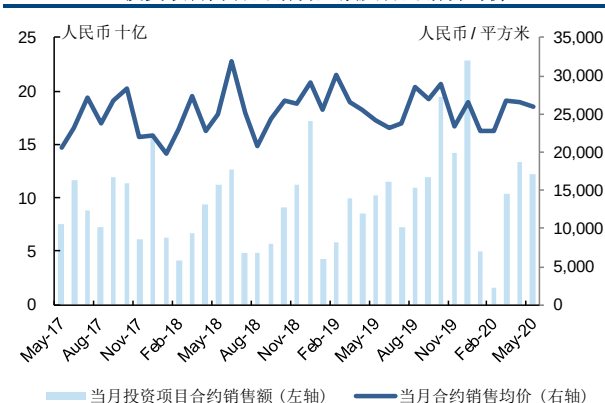
负面因素分析

- 招拍挂渠道拿地的溢价率偏高。
- 高线城市销售限价影响利润率。
- 项目组合中别墅类高端产品偏多。

风险分析

- 合约销售不及预期。
- 代建业务新签合同规模存在不确定性。
- 历史遗留的亏损项目可能造成减值亏损。

投资项目月合约销售金额及合约销售均价



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	60,303	61,593	75,688	83,502	91,261
销售成本	(46,550)	(45,953)	(57,021)	(63,626)	(70,330)
毛利	13,752	15,640	18,667	19,876	20,931
销售费用	(1,844)	(2,097)	(2,649)	(2,923)	(3,194)
行政费用	(3,895)	(4,297)	(5,298)	(5,762)	(6,206)
投资物业公允价值变动	132	(42)	21	81	83
其他	811	1,393	1,177	1,409	1,783
经营溢利	8,956	10,597	11,917	12,682	13,397
净财务开支/收入	(1,552)	(1,571)	(1,868)	(2,027)	(2,214)
分占合营及联营公司溢利	500	927	1,295	1,503	1,678
除税前溢利	7,904	9,953	11,344	12,158	12,861
税项	(5,529)	(6,018)	(6,809)	(7,277)	(7,678)
除税后溢利	2,375	3,935	4,535	4,881	5,183
少数股东应占溢利	(1,372)	(1,455)	(1,587)	(1,708)	(1,814)
永续资本工具	(612)	(1,287)	(1,270)	(1,220)	(1,192)
股东应占溢利	392	1,193	1,678	1,952	2,177
基本每股盈利 (人民币)	0.181	0.551	0.673	0.783	0.873

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入增长 (%)	43.7	2.1	22.9	10.3	9.3
毛利率 (%)	22.8	25.4	24.7	23.8	22.9
经营利润率 (%)	14.9	17.2	15.7	15.2	14.7
净利率 (%)	0.6	1.9	2.2	2.3	2.4
核心净利率 (%)	0.7	2.2	2.5	2.5	2.5
股东资金回报率 (%)	1.4	4.3	5.7	6.0	6.5
资产回报率 (%)	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
净负债/总权益 (%)	55.3	63.2	70.2	74.4	76.8
净负债/股东权益 (%)	120.5	158.0	170.2	184.7	194.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

通信设备行业

跑赢大市

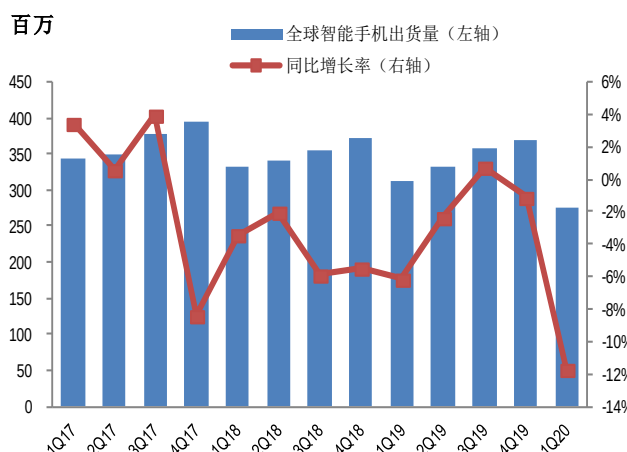
分析员：余劲同 Gin Yu

行业概况

全球智能手机出货量于 2020 年第一季度同比大幅下降。根据数据调研机构 IDC 发布的数据，2020 年第一季度全球智能手机出货量同比下降 11.7% 至 2.758 亿部，这主要是受到新冠肺炎疫情的影响。中国、美国、西欧市场分别同比下降 20.3%、16.1%、18.3%。全球出货量前 5 的厂商依次分别为三星、华为、苹果、小米及 Vivo。该 5 家厂商合计占全球智能手机出货量的市场份额为 71.9%，同比上升 1.8 个百分点，合计的出货量同比下降 9.4% 至 1.983 亿部，全球智能手机市场继续向头部厂商集中。由于较强的垂直整合能力，我们预计头部厂商的市场份额未来会进一步上升。

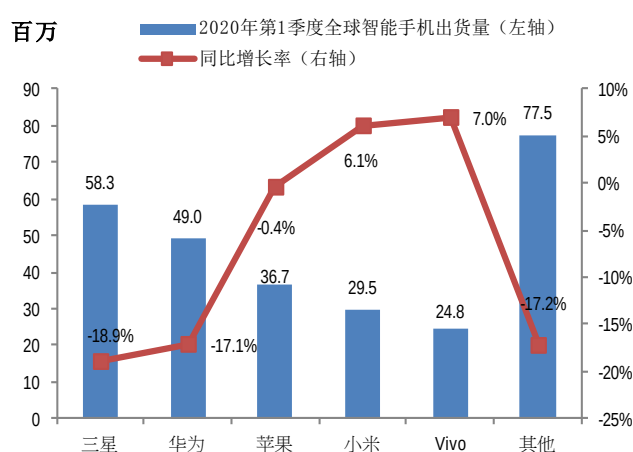
预计 2020 年的全球智能手机出货量会出现明显的下降。随着新冠肺炎在中国的有效控制以及经济的逐渐恢复，供给和需求两端都得到快速的恢复，加上 5G 的推动作用，我们预计中国的智能手机市场会继续恢复。但新冠肺炎对全球的经济造成巨大的损害，这预计会减少消费者对非必需品的消费，从而影响需求端。此外，限制令也将影响智能手机市场。IDC 预计 2020 年的全球智能手机出货量会同比下降 11.9%。

全球智能手机季度出货量



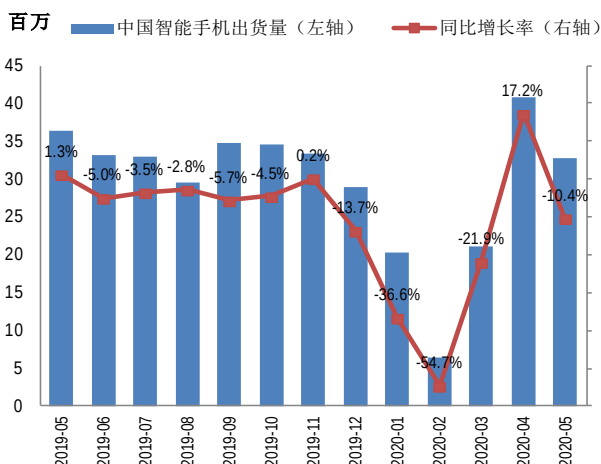
资料来源：IDC、国泰君安国际。

2020 年第 1 季度全球智能手机生产商出货量



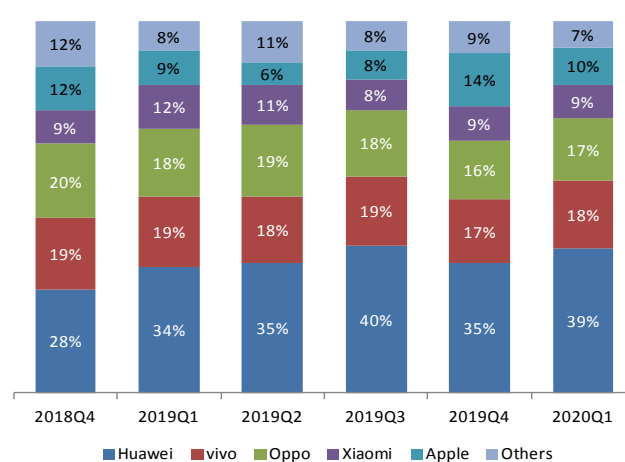
资料来源：IDC、国泰君安国际。

中国智能手机出货量



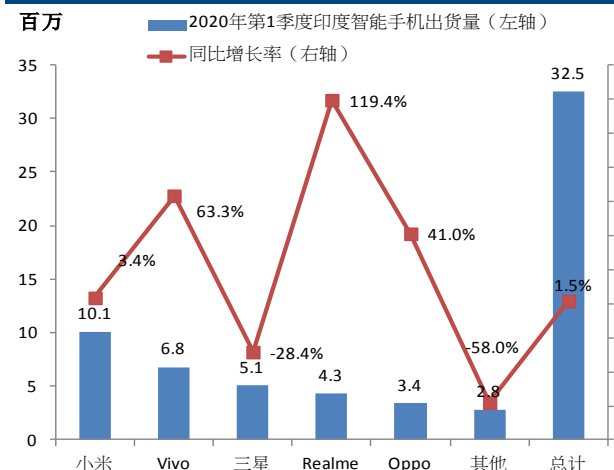
资料来源：工信部、国泰君安国际。

中国智能手机市场份额（按出货量）



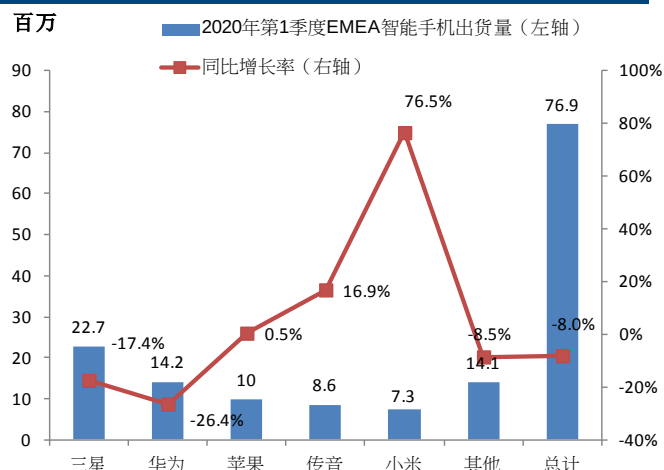
资料来源：Counterpoint、国泰君安国际。

2020 年第 1 季度印度智能手机生产商出货量



资料来源: IDC、国泰君安国际。

2020 年第 1 季度 EMEA 智能手机生产商出货量

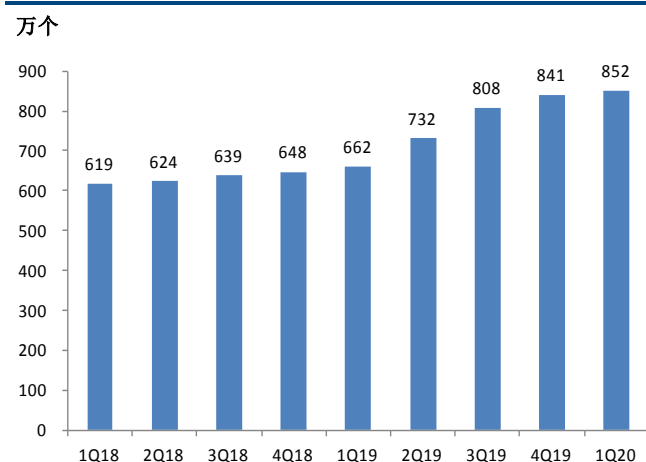


资料来源: IDC、国泰君安国际。

预计 2020 年 5G 智能手机占比将快速上升。2020 年 5 月当月中国的 5G 手机出货量为 1,564.3 万部, 占国内智能手机出货量的 47.9%, 环比提升 7.7 个百分点。5G 产业链迅速发展, 随着更多款 5G 芯片的推出, 5G 智能手机逐渐从只覆盖高端机型向中端机型拓展, 5G 智能手机的平均售价逐渐下降, 这将刺激 5G 智能手机的出货。此外, 5G 网络的建设也在如火如荼的进行中, 我们预计 2020 年中国将建设 5G 基站超 60 万个, 网络覆盖范围将迅速扩大, 同时 5G 用户占比将不断上升。因此, 5G 换季的需求也将逐渐上升。

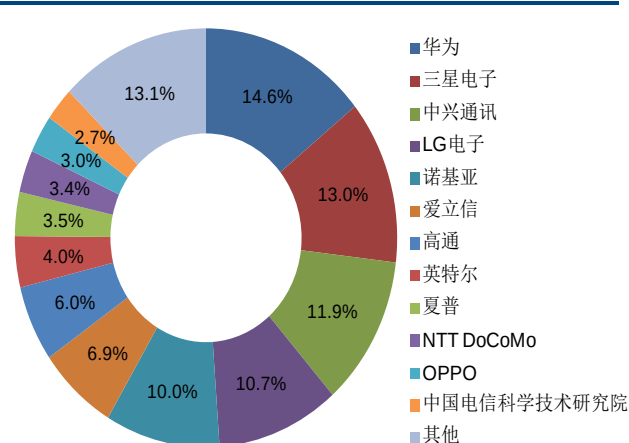
电信设备市场在 2020 年一季度同比下降了 4%。根据 Dell'Oro Group 的报告, 2020 年第一季度前 7 大通信设备厂商为: 华为、诺基亚、爱立信、中兴、思科, 收入分别占整个市场的 28%、15%、14%、11%和 6% (这五家供应商 2019 年市场收入份额分别为 29%、16%、14%、10%和 7%)。在技术细分领域, 移动 RAN 和核心网市场收入合计出现个位数百分比的同比增长, 两个领域在 2020 年第一季度合计占整体电信设备市场收入约一半的份额。而宽带接入、微波传输、路由器和 CE 交换机市场的收入合计出现两位数百分比的同比下滑, 合计约占整体电信设备市场收入的三分之一。尽管疫情为供应链带来了不确定性, 同时对宏观经济造成影响, 但 5G 的发展将推动移动 RAN 市场的增长。截止 2020 年 3 月底, 中国的 5G 基站总数达到 19.8 万个, 同时每周大概要增加 1 万多个 5G 基站, 因此为中国的电信设备市场提供了充足的动力。

移动通信基站数发展情况



资料来源: 工信部、国泰君安国际。

截止 2020 年 1 月 5G 通标准必要专利申请数量占比

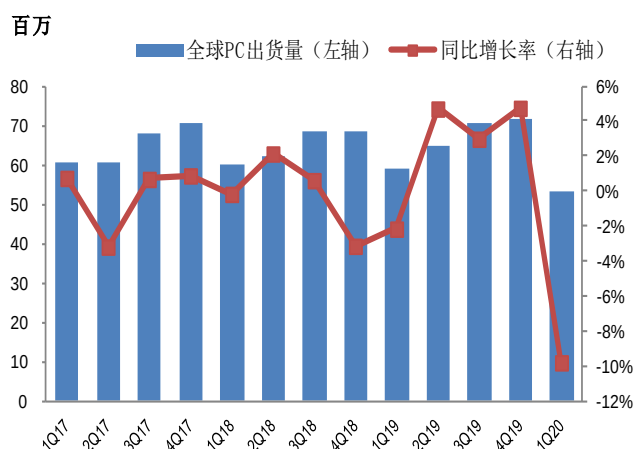


资料来源: IPlytics、国泰君安国际。

2020 年第一季度全球 PC 出货量为 5,323 万台, 同比下降 9.8%, 主要是由于新冠肺炎疫情对于供应侧的影响。由于中国工厂在 2 月份的大规模停工停产以及物流和劳动力的紧缺, PC 的供应出现明显的不足, 因此导致 2020 年第一季度 PC 出货量出现同比下降。从需求端来看, 居家办公刺激了商用 PC 的需求, 同时居家时间的大幅上升也刺激了消费者对于游戏 PC 的需求。因此我们预计 2020 年第二季度的 PC 出货量将出现回升。然而, 新冠肺炎

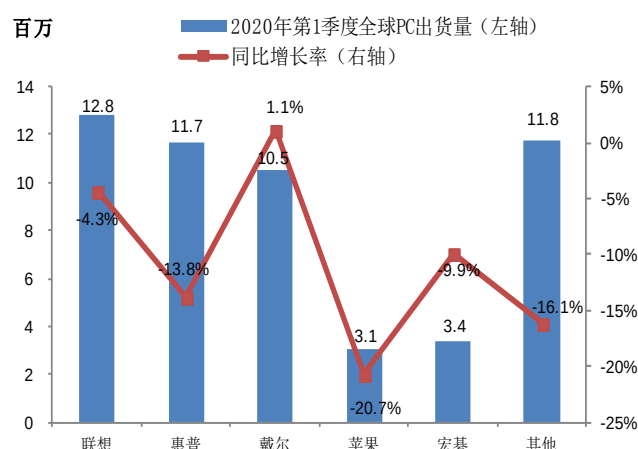
疫情使得全球宏观经济承压，这可能导致消费者和企业在未来收紧非必需品的支出，从而影响 2020 年下半年的 PC 市场。

全球 PC 出货量



资料来源：IDC、国泰君安国际。

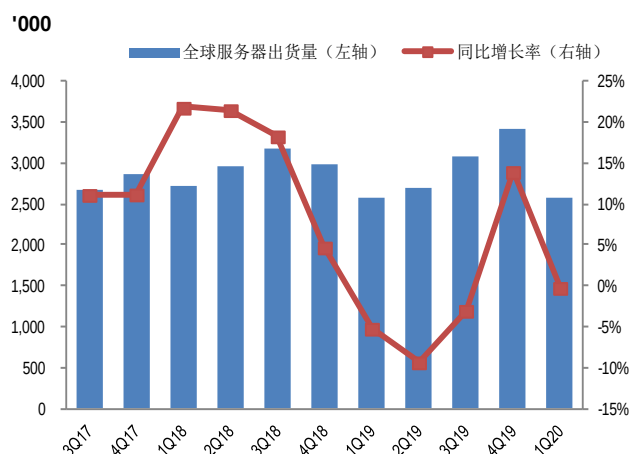
2020 年第 1 季度全球 PC 生产商出货量



资料来源：IDC、国泰君安国际。

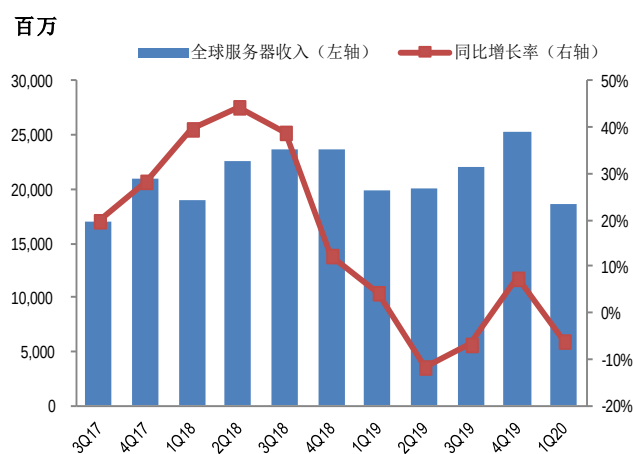
2020 年第 1 季度全球服务器出货量同比下降 0.2%至 257.5 万台，而全球服务器收入同比下降 6.0%至 186.2 亿美元。由于疫情对宏观经济的影响，企业对 x86 服务器的需求放缓，同时供应链受到限制；而云服务的迅速发展为服务器市场提供了增长动力。收入按区域划分，日本、拉美、中国、亚太（除中国、日本）、美国、加拿大、EMEA 分别同比下降 0.5%、2.3%、2.6%、3.0%、6.1%、8.3%、11.8%。2020 年一季度，来自 x86 服务器的收入同比下降 9.1%至 168 亿美元，而非 x86 服务器的收入同比上升 38.2%至 18 亿美元。

全球服务器生产商出货量

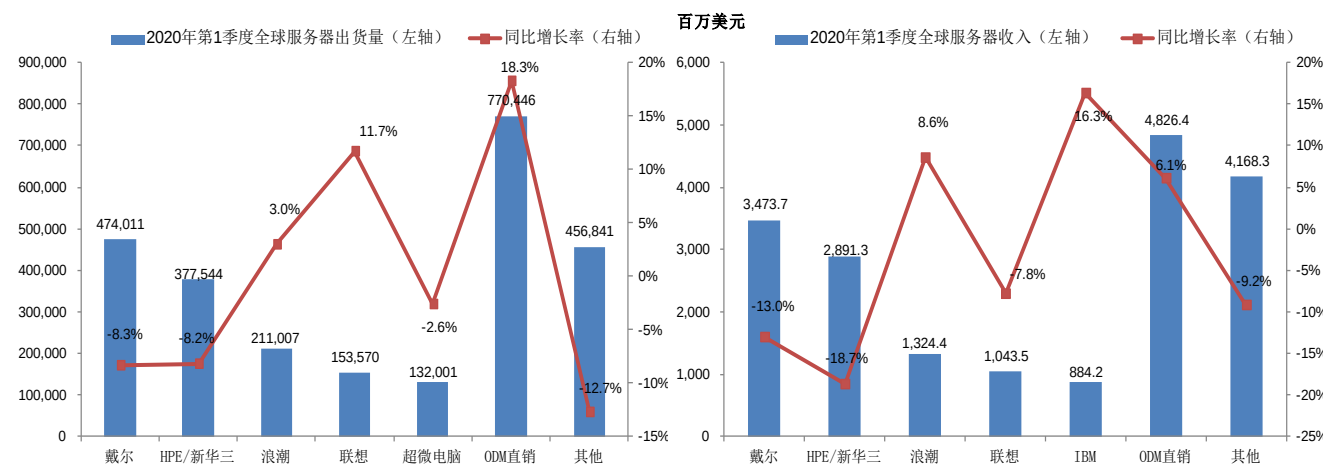


资料来源：IDC、国泰君安国际。

全球服务器生产商收入



资料来源：IDC、国泰君安国际。

2020 年第 1 季度全球服务器生产商出货量
2020 年第 1 季度全球服务器生产商收入


资料来源: IDC、国泰君安国际。

资料来源: IDC、国泰君安国际。

投资建议

行业的投资评级为“跑赢大市”。随着 5G 产业链的不断成熟以及 5G 用户的不断上升,我们预计 2020 年-2023 年 5G 网络建设将进入高峰期。此外,作为“新基建”的一个重要部分,5G 网络的建设和发展得到政策的大力支持。我们预计 2020 年中国将建设超 60 万个 5G 基站,5G 的大量基站建设需求预计将为通信设备厂商和通信铁塔基础设施提供商带来广阔的市场空间。5G 智能手机产业链的逐步成熟以及 5G 智能手机成本的下降预计将为智能手机产业带来新的机会,同时,智能手机的规格升级也在不断进行,这为智能手机零部件厂商带来机遇。因此我们给予通信设备行业“跑赢大市”的投资评级。

行业风险因素包括: 1) 5G 进度不及预期。2) 美国在高科技行业加大出口管制。3) 新冠肺炎疫情对智能手机市场的影响加剧。4) 全球 PC 及服务器市场疲弱。

公司名称	编号	股价	个股评级	2020	2021	2022	2020	2020	2020
中兴通讯	00763	23.700	买入	18.7	14.2	11.9	3.0	17.2	1.6
联想集团	00992	4.290	中性	11.9	9.1	8.0	2.0	17.0	5.4
小米集团-W	01810	12.840	中性	25.6	19.0	15.6	3.0	12.6	0.0
瑞声科技	02018	47.550	中性	24.4	17.1	13.8	2.5	10.6	1.6
舜宇光学	02382	124.000	收集	27.8	19.9	15.0	7.6	31.0	0.7
中国铁塔	00788	1.370	买入	31.2	22.3	18.3	1.2	3.8	1.6
市值加权平均			跑赢大市	26.5	19.6	16.1	3.1	13.4	1.1

资料来源: 国泰君安国际。

5G 建设加速

分析员：余劲同 Gin Yu

中兴通讯(00763 HK)
评级：买入
股价：HK\$23.700
目标价：HK\$28.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	85,513	(6,984)	(1.666)	(252.8)	(12.5)	5.461	3.8	0.000	0.0	(25.6)
2019A	90,737	5,148	1.224	n.a.	17.3	6.854	3.1	0.219	1.0	19.9
2020F	104,084	5,322	1.154	(5.7)	18.7	7.204	3.0	0.346	1.6	17.2
2021F	117,013	7,019	1.522	31.9	14.2	8.380	2.6	0.457	2.1	19.5
2022F	125,390	8,337	1.808	18.8	11.9	9.731	2.2	0.542	2.5	20.0
已发行股本 Shares in issue (m)				4,612.9	大股东 Major shareholder				中兴新 23.4%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				109,326.4	流通比例 Free float (%)				76.6	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				17,527.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				26.0	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				36.700 / 17.720	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				32.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									4.6 / (7.3) / (2.1)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									0.1 / (14.8) / 11.0	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中兴通讯 2020 财年第一季度营业收入同比下降 3.2% 至人民币 214.84 亿元，主要是由于新冠肺炎疫情的影响。股东净利润同比下降 9.6% 至人民币 7.80 亿元，而扣除非经常性项目后的股东净利润同比增长 20.5% 至 1.60 亿元人民币。我们预计 5G 网络建设将从 2020 年二季度开始加速。我们预计中国三大电信运营商在 2020 年将建设约 60 万个 5G 基站。根据最新的 5G 无线主设备集中采购中标结果，中兴通讯在中国移动采购中标份额为 28.7%，在中国电信和中国联通采购中标份额超过 30%。因此，我们预计 5G 网络建设将为中兴通讯带来足够的设备订单。由于新冠肺炎疫情的影响，我们预计海外市场的 5G 网络建设进度将被推迟，这将对海外的运营商网络业务造成负面影响。

公司的投资评级为“买入”，目标价为 28.00 港元，目标价相当于 22.1 倍、16.7 倍和 14.1 倍 2020-2022 财年市盈率。

正面因素分析

- 5G 建设进入加速期。
- 5G 网络大量的基站建设需求。
- 政策对 5G 的大力支持。
- 5G 智能手机市场的不断成熟。

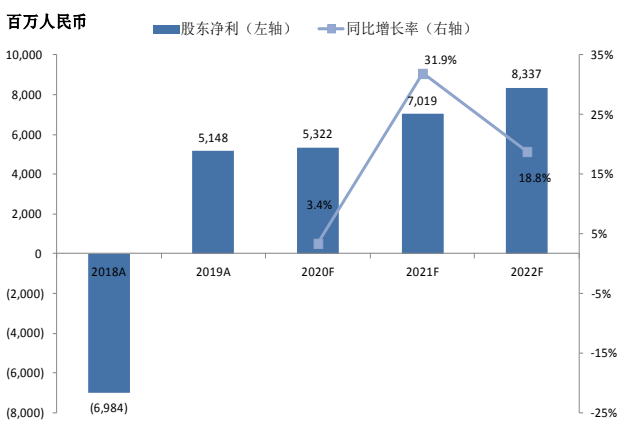
负面因素分析

- 电信运营商共建共享减少基站的需求。
- 手机市场竞争激烈。
- 中兴在海外部分国家发展受阻。
- 新冠肺炎疫情对需求端和供给端均造成负面影响。

风险分析

- 海外部分国家以国家安全为由阻止中兴参与 5G 建设。
- 美国在高科技行业加大出口管制。
- 海外疫情进一步扩散。
- 5G 建设进度不及预期。

公司的股东净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	85,513	90,737	104,084	117,013	125,390
运营商网络	57,076	66,584	80,476	91,652	97,638
政企业务	9,228	9,155	9,297	10,034	11,028
消费者业务	19,210	14,997	14,311	15,327	16,723
销售成本	(58,638)	(58,878)	(67,852)	(76,110)	(81,146)
毛利	26,875	31,859	36,232	40,903	44,244
其他收入及收益	4,630	6,816	4,159	4,320	4,348
研发成本	(10,906)	(12,548)	(15,092)	(17,786)	(19,059)
销售及分销成本	(9,085)	(7,869)	(8,743)	(9,595)	(10,282)
管理费用	(4,106)	(5,289)	(4,892)	(4,915)	(4,765)
金融和合同资产减值	(3,655)	(2,228)	(1,820)	(1,769)	(1,647)
其他经营费用	(8,978)	(976)	(1,349)	(702)	(752)
经营利润	(5,545)	9,555	8,327	10,323	11,979
财务费用	(1,008)	(1,718)	(1,894)	(1,973)	(2,045)
应占联营公司收益	(797)	(676)	1	111	102
税前利润	(7,350)	7,162	6,434	8,461	10,036
税项	401	(1,385)	(965)	(1,269)	(1,505)
少数股东权益	(34)	(629)	(147)	(173)	(193)
股东应占净利润	(6,984)	5,148	5,322	7,019	8,337
每股盈利 (人民币)	(1.666)	1.224	1.154	1.522	1.808

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	31.4	35.1	34.8	35.0	35.3
经营利润率 (%)	(6.1)	10.5	8.0	8.8	9.6
净利率 (%)	(8.2)	5.7	5.1	6.0	6.6
资产回报率 (%)	(5.1)	3.8	3.7	4.6	5.2
股东资金回报率 (%)	(25.6)	19.9	17.2	19.5	20.0
流动比率 (倍)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.4
净负债比率 (%)	22.0	26.2	26.0	22.7	17.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

业务将稳步发展

分析员：余劲同 Gin Yu

中国铁塔(00788 HK)
评级：买入
股价：HK\$1.370
目标价：HK\$2.10

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	71,819	2,650	0.018	20.0	67.4	1.216	1.0	0.002	0.2	1.7
2019A	76,428	5,222	0.030	66.7	41.2	1.039	1.2	0.015	1.2	2.9
2020F	81,650	7,030	0.040	33.3	31.2	1.063	1.2	0.020	1.6	3.8
2021F	88,256	9,791	0.056	40.0	22.4	1.098	1.1	0.031	2.5	5.1
2022F	94,920	11,954	0.068	21.4	18.4	1.136	1.1	0.041	3.3	6.1
已发行股本 Shares in issue (m)				176,008.5	大股东 Major shareholder				中国移动 27.9%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				241,131.6	流通比例 Free float (%)				26.5	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				450,780.3	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				40.4	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				2.210 / 1.370	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				2.2	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)								(9.5) / (16.9) / (33.5)		
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)								(14.0) / (24.3) / (20.4)		
资料来源：公司、国泰君安国际。										

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国铁塔 2020 财年第一季度营业收入同比上升 4.2%至人民币 196.90 亿元，主要是由于塔类业务的稳健发展以及室内分布天线系统（“室分”）业务和跨行业站址应用与信息（“跨行业”）业务以及能源经营业务的迅速增长。由于站址共享水平的继续提高，股东净利同比上升 13.1%至人民币 14.52 亿元。我们预计三大电信运营商 2020 年将建设超 60 万个 5G 基站，这将为公司的塔类业务收入提供增长动能。我们预计 2020 年第二季度建设进度将恢复正常，因此我们预计 5G 建设将推动塔类业务稳步发展。通过利用其广泛的铁塔资源，鉴于智慧社会的趋势以及新能源汽车行业广阔的市场空间，我们预计公司能够继续拓展跨行业站址和能源业务。通过实施“一体两翼”战略，我们预计公司能够在 2020 年快速提高室分业务以及跨行业站址和能源运营业务的收入。

公司的投资评级为“买入”，目标价为 2.10 港元，目标价对应 7.1 倍、6.3 倍和 5.7 倍 2020-2022 财年 EV/EBITDA。

正面因素分析

- 5G 建设进入加速期。
- 5G 网络大量的基站建设需求。
- 政策对 5G 的大力支持。
- 5G 智能手机市场的不断成熟。

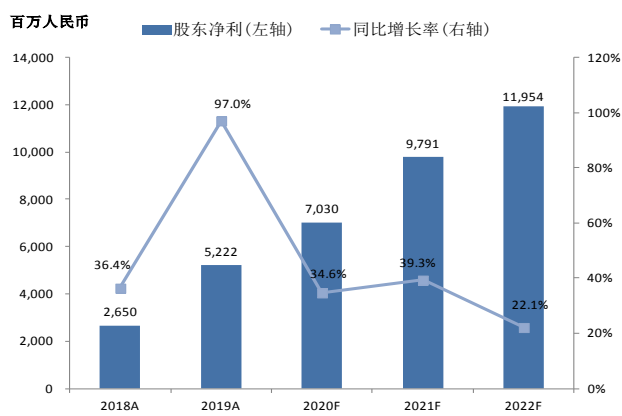
负面因素分析

- 电信运营商共建共享减少基站的需求。
- 电信运营商共建共享减少塔类站址共享水平。
- 2G、3G 退网将减少塔类站址的需求。

风险分析

- 5G 建设进度不及预期。
- 微站业务或室分业务发展不及预期。
- 电信运营商削减资本开支计划。

公司的股东净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	71,819	76,428	81,650	88,256	94,920
塔类业务	68,597	71,406	74,173	78,639	83,037
室分业务	1,819	2,658	3,632	4,636	5,803
跨行业业务及其他	1,403	2,364	3,846	4,981	6,079
折旧和摊销	(32,692)	(45,415)	(46,564)	(48,016)	(50,116)
场地租赁费	(12,196)	(639)	(778)	(833)	(888)
维护费用	(6,165)	(5,993)	(6,302)	(6,662)	(7,107)
人工成本	(4,917)	(5,863)	(6,532)	(7,149)	(7,878)
其他营运支出	(6,768)	(7,237)	(7,838)	(8,473)	(9,112)
经营利润	9,081	11,281	13,636	17,124	19,818
净财务费用	(5,759)	(4,598)	(4,589)	(4,468)	(4,341)
其他收益	153	154	157	163	173
税前利润	3,475	6,837	9,204	12,819	15,651
税项	(825)	(1,616)	(2,176)	(3,030)	(3,699)
少数股东权益	0	1	1	2	2
股东应占净利润	2,650	5,222	7,030	9,791	11,954
每股盈利 (人民币)	0.018	0.030	0.040	0.056	0.068

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EBITDA 率 (%)	58.2	74.2	73.7	73.8	73.7
经营利润率 (%)	12.6	14.8	16.7	19.4	20.9
净利率 (%)	3.7	6.8	8.6	11.1	12.6
资产回报率 (%)	0.8	1.6	2.1	2.8	3.3
股东资金回报率 (%)	1.7	2.9	3.8	5.1	6.1
净负债比率 (%)	52.2	48.9	40.4	32.6	25.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

盈利受到疫情影响

分析员：余劲同 Gin Yu

联想集团(00992 HK)

评级：中性

股价：HK\$4.290

目标价：HK\$4.50

End 03/31	Turnover (US\$ m)	Net Profit (US\$ m)	EPS (US\$ Cent)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (US\$)	PBR (x)	DPS (US\$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	51,038	596	5.014	n.a.	10.9	0.286	1.9	0.035	6.5	17.2
2020A	50,716	665	5.578	11.2	9.9	0.268	2.1	0.036	6.5	20.2
2021F	50,409	556	4.667	(16.3)	11.9	0.280	2.0	0.030	5.4	17.0
2022F	52,466	721	6.049	29.6	9.1	0.309	1.8	0.039	7.0	20.5
2023F	53,966	829	6.957	15.0	7.9	0.338	1.6	0.045	8.1	21.5
已发行股本 Shares in issue (m)			12,014.8	大股东 Major shareholder		联想控股 29.1%				
市值 Market cap. (HK\$ m)			51,543.4	流通比例 Free float (%)		70.9				
3 个月平均成交量 3 month average vol. ('000)			41,221.1	2021 财年净负债/股东资金 FY21 Net gearing (%)		24.5				
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)			6.580 / 3.540	2021 财年每股估值 FY21 NAV (HK\$)		5.0				
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)							6.5 / 9.7 / (28.7)			
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)							2.0 / 2.2 / (15.6)			

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

联想集团 2020 财年股东净利同比上升 11.5%至 6.65 亿美元，主要是由于利润率的提升。由于新冠肺炎对供应侧的影响，个人电脑和智能设备业务的收入在 2020 财年第 4 季度同比下降 4.4%，但由于联想在中国的工厂已经恢复生产，我们预计联想的产能在 2021 财年第 1 季度将恢复正常水平。新冠肺炎使得在家办公、在线教育的需求上升，这有望促进对笔记本电脑的需求。鉴于中国的工厂已经恢复正常生产，我们预计在家办公和在线教育的需求上升将促进该业务复苏。由于公司移动业务的核心市场（即北美和拉丁美洲）受到新冠肺炎疫情的严重冲击，我们预计移动业务在 2021 财年将录得收入同比下降和税前亏损。

公司的投资评级为“中性”，目标价为 4.50 港元，目标价相当于 12.4 倍、9.6 倍和 8.3 倍 2021-2023 财年市盈率。

正面因素分析

- 在家办公促进商用 PC 需求。
- 智能设备市场的快速发展。
- 大宗商品价格的逐渐稳定。
- 云、人工智能、大数据的快速发展。

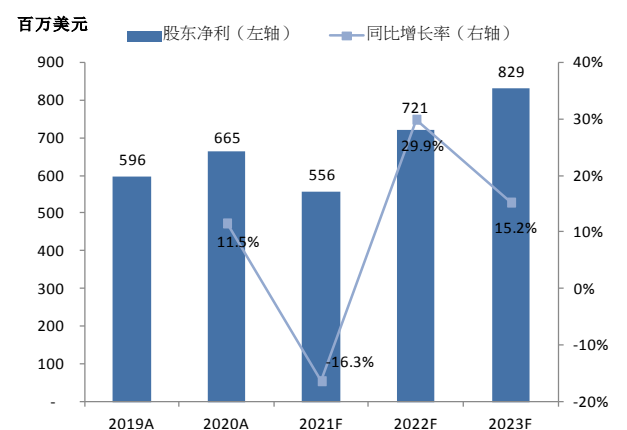
负面因素分析

- 新冠肺炎疫情疫情影响全球产业链。
- 新冠肺炎疫情疫情影响智能手机市场。
- 数据中心业务仍然为亏损状态。
- 个人电脑市场竞争剧烈。
- 智能手机市场竞争剧烈。

风险分析

- 宏观经济的压力导致企业和个人削减 IT 方面的支出。
- 行业竞争加剧。
- 中美贸易摩擦加剧。

公司的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 3 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	51,038	50,716	50,409	52,466	53,966
成本	(43,667)	(42,359)	(42,344)	(43,966)	(45,116)
毛利	7,371	8,357	8,065	8,499	8,850
销售费用	(2,658)	(2,972)	(2,924)	(3,043)	(3,130)
管理费用	(2,209)	(2,525)	(2,571)	(2,623)	(2,698)
研发费用	(1,266)	(1,336)	(1,311)	(1,364)	(1,403)
其他经营费用	(59)	(86)	(69)	(55)	(44)
经营利润	1,178	1,439	1,192	1,414	1,575
财务收入	27	48	62	64	72
财务费用	(337)	(454)	(415)	(427)	(438)
应占联营公司收益	(12)	(15)	(10)	(10)	(9)
税前利润	857	1,018	829	1,042	1,200
税项	(199)	(213)	(166)	(208)	(240)
少数股东权益	(61)	(139)	(107)	(112)	(131)
股东应占净利润	596	665	556	721	829
每股盈利 (美分)	5.014	5.578	4.667	6.049	6.957

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率 (%)	14.4	16.5	16.0	16.2	16.4
经营利润率 (%)	2.3	2.8	2.4	2.7	2.9
净利率 (%)	1.2	1.3	1.1	1.4	1.5
资产回报率 (%)	2.0	2.1	1.7	2.2	2.5
股东资金回报率 (%)	17.2	20.2	17.0	20.5	21.5
流动比率 (倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净负债比率 (%)	48.5	38.8	24.5	13.6	16.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

海外市场将在 2020 年第二季度承压

分析员：余劲同 Gin Yu

小米集团-W(01810 HK)
评级：中性
股价：HK\$12.840
目标价：HK\$17.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	174,915	13,554	0.843	n.a.	13.4	4.438	2.5	0.000	0.0	(48.5)
2019A	205,839	10,044	0.423	(49.8)	27.1	3.425	3.4	0.000	0.0	13.2
2020F	236,426	10,973	0.456	7.8	25.6	3.835	3.0	0.000	0.0	12.6
2021F	296,194	14,771	0.614	34.6	19.0	4.451	2.6	0.123	1.1	14.8
2022F	350,325	18,056	0.751	22.3	15.6	5.078	2.3	0.226	1.9	15.8
已发行股本 Shares in issue (m)			24,075.4		大股东 Major shareholder		雷军先生 65.1%			
市值 Market cap. (HK\$ m)			309,128.0		流通比例 Free float (%)		34.9			
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)			167,931.3		2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		净现金			
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)			14.000 / 8.280		2020 每股估值 2020 NAV (HK\$)		20.0			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)							6.3 / 27.6 / 32.5			
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)							1.7 / 20.1 / 45.6			

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

小米集团 2020 财年第一季度营业收入同比增长 13.6%至人民币 497.02 亿元，主要是由于公司三大业务的迅速发展。由于智能手机业务的毛利率改善，公司的毛利率同比增长 3.3 个百分点至 15.2%。由于毛利润增加和费用上升的综合影响，经调整股东净利增长 10.6%至人民币 23.01 亿元。虽然第一季度公司在中国的智能机业务受到新冠疫情的严重影响，但由于印度地区的稳定出货量以及欧洲、中东、非洲地区的出货量快速上升，加上平均售价上涨，智能手机业务在 2020 财年第一季度同比增长 12.3%。但是，我们预计 2020 年第二季度印度和欧洲市场将受到新冠肺炎的严重影响，因此，我们预计 2020 年第二季度小米在全球的智能机出货量将受到很大影响。鉴于小米产品的高性价比和智能设备不断增长的需求，我们预计物联网产品的出货量将在 2020 年持续增长。同时，我们预计互联网服务业务将会继续增长。

公司的投资评级为“中性”，目标价为 17.80 港元，目标价相当于 35.5 倍、26.4 倍和 21.6 倍 2020-2022 财年市盈率。

正面因素分析

- 5G 将促进智能手机出货量。
- 公司在海外发展迅速。
- 智能设备市场发展迅速且空间巨大。
- 互联网用户基数不断上升。

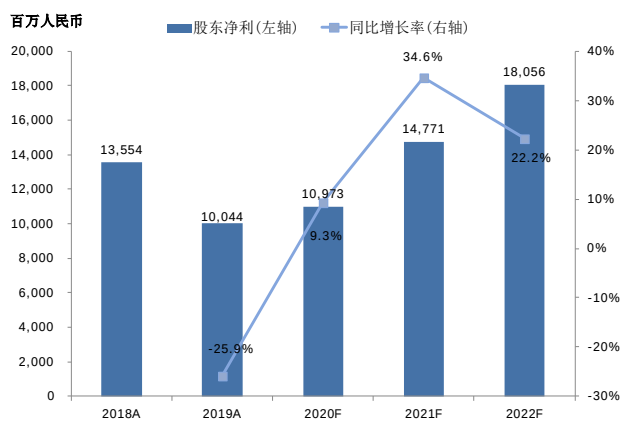
负面因素分析

- 新冠肺炎导致智能手机市场疲弱。
- 新冠肺炎疫情全球智能手机产业链。
- 智能手机换机周期较长。

风险分析

- 疫情反复导致智能手机市场持续疲弱。
- 5G 对智能手机需求的拉动不及预期。
- 行业竞争加剧。

公司的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	174,915	205,839	236,426	296,194	350,325
智能手机	113,800	122,095	131,960	159,672	189,690
物联网与生活消费产品	43,817	62,088	76,327	101,649	118,861
互联网服务	15,956	19,842	25,963	32,303	38,794
其他	1,343	1,814	2,177	2,569	2,980
成本	(152,723)	(177,285)	(201,934)	(252,316)	(298,037)
毛利	22,192	28,554	34,493	43,878	52,288
销售及推广支出	(7,993)	(10,378)	(12,767)	(14,810)	(16,816)
行政支出	(12,099)	(3,104)	(3,783)	(4,443)	(5,255)
研发支出	(5,777)	(7,493)	(10,024)	(13,033)	(15,765)
投资公允价值变动	4,430	3,813	2,921	3,379	3,660
投资亏损	(615)	(672)	0	0	0
其他收入	845	1,266	1,397	1,705	1,939
其他(亏损)/收益净额	213	(226)	0	0	0
经营利润	1,196	11,760	12,237	16,676	20,052
财务收入净额	216	402	329	238	624
可转换优先股价值变动	12,514	0	0	0	0
税前利润	13,927	12,163	12,566	16,915	20,676
税项	(449)	(2,060)	(1,571)	(2,114)	(2,585)
少数股东权益	76	(59)	(22)	(30)	(36)
股东应占净利润	13,554	10,044	10,973	14,771	18,056
每股盈利 (人民币)	0.843	0.423	0.456	0.614	0.751

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	12.7	13.9	14.6	14.8	14.9
净利率 (%)	7.7	4.9	4.6	5.0	5.2
股东资金回报率 (%)	(48.5)	13.2	12.6	14.8	15.8
流动比率 (倍)	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

盈利面临压力

分析员：余劲同 Gin Yu

瑞声科技(02018 HK)
评级：中性
股价：HK\$47.550
目标价：HK\$64.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	18,131	3,796	3.108	(28.5)	13.4	15.502	2.7	1.250	3.0	20.8
2019A	17,884	2,222	1.836	(40.9)	23.2	15.999	2.7	0.361	0.8	11.6
2020F	18,742	2,146	1.776	(3.3)	24.4	17.620	2.5	0.710	1.6	10.6
2021F	23,226	3,058	2.530	42.5	17.1	19.365	2.2	1.012	2.3	13.7
2022F	26,741	3,800	3.144	24.3	13.8	21.437	2.0	1.258	2.9	15.4
已发行股本 Shares in issue (m)					1,208.5	大股东 Major shareholder			潘政民先生 40.7%	
市值 Market cap. (HK\$ m)					57,464.2	流通比例 Free float (%)			59.3	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)					14,242.6	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)			16.9	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)					72.900 / 32.850	2020 每股估值 2020 NAV (HK\$)			65.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									16.4 / 22.4 / 2.9	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									11.9 / 15.0 / 16.0	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

瑞声科技 2020 财年第一季度股东净利同比下降 87.8% 至人民币 5,270 万元，主要是由于收入和毛利率的同时下跌。收入同比下降 5.1%。因疫情的影响，公司的毛利率同比减少 7.0 个百分点至 23.1%。由于疫情在中国有效的控制，供应侧迅速复苏，同时线下消费市场也逐渐恢复。但新冠肺炎在全球的传播对海外线下消费市场产生了巨大的负面影响，此外还为全球产业链带来了风险。因此，我们预计 2020 年全球智能手机出货量将同比大幅下降。由于海外市场承压，我们预计新冠肺炎疫情仍将对公司的产品出货量及收入带来巨大的压力。同时新冠肺炎在全球的传播影响了全球的智能供应链，因此我们预计毛利率也会受到明显的影响。但随着产能的扩大和良率的提高，我们预计光学业务将继续增长，同时毛利率将得到提升。公司的投资评级为“中性”，目标价为 64.00 港元，目标价相当于 32.8 倍、23.0 倍和 18.5 倍 2020-2022 财年市盈率。

正面因素分析

- 超线性结构方案渗透率的不断提升。
- 国产智能手机高端产品占比的提升。
- 安卓智能手机声学 and 触控方面的规格升级。
- 光学业务的快速发展。

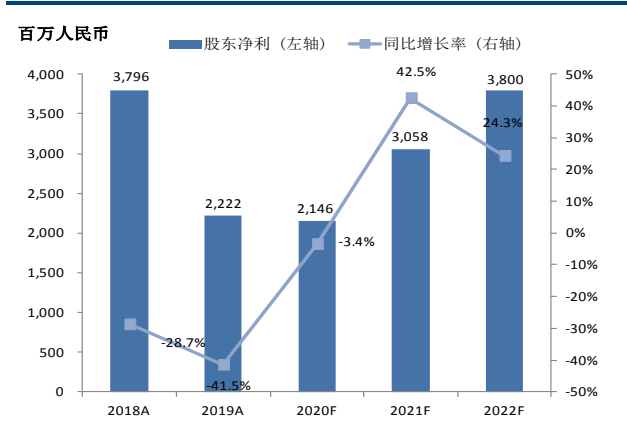
负面因素分析

- 新冠肺炎导致智能手机市场疲弱。
- 声学以及触控产品市场竞争激烈。
- 智能手机换机周期较长。

风险分析

- 疫情反复导致智能手机市场持续疲弱。
- 5G 对智能手机需求的拉动不及预期。
- 行业竞争加剧。

公司的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	18,131	17,884	18,742	23,226	26,741
声学	8,675	8,167	7,528	8,644	9,922
电磁传动及精密器件	7,882	7,694	8,079	9,472	10,943
微机电系统器件	814	929	1,161	1,323	1,455
光学及其他	760	1,094	1,974	3,786	4,420
成本	(11,388)	(12,777)	(13,640)	(16,448)	(18,640)
毛利	6,743	5,107	5,102	6,778	8,100
其他收入及收益	237	247	562	465	535
销售费用	(317)	(275)	(281)	(348)	(401)
管理费用	(650)	(643)	(712)	(813)	(936)
研发费用	(1,512)	(1,717)	(1,968)	(2,323)	(2,674)
其他收益及费用	27	82	0	0	0
经营利润	4,528	2,801	2,703	3,759	4,624
财务费用	(218)	(248)	(265)	(284)	(306)
税前利润	4,310	2,552	2,439	3,475	4,318
税项	(514)	(330)	(293)	(417)	(518)
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东应占净利润	3,796	2,222	2,146	3,058	3,800
每股盈利 (人民币)	3.108	1.836	1.776	2.530	3.144

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	37.2	28.6	27.2	29.2	30.3
净利率 (%)	20.9	12.4	11.5	13.2	14.2
资产回报率 (%)	12.5	6.9	6.1	7.9	8.9
股东资金回报率 (%)	20.8	11.6	10.6	13.7	15.4
流动比率 (倍)	1.4	1.9	2.0	2.0	2.0
净负债比率 (%)	9.5	17.0	16.9	19.5	18.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

业务逐步恢复

分析员：余劲同 Gin Yu

舜宇光学(02382 HK)
评级：收集
股价：HK\$124.000
目标价：HK\$156.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	25,932	2,491	2.279	(14.6)	47.8	8.449	12.9	0.568	0.5	29.8
2019A	37,849	3,991	3.648	60.1	30.4	11.473	9.7	0.728	0.7	36.6
2020F	42,092	4,460	4.066	11.5	27.8	14.783	7.6	0.819	0.7	31.0
2021F	51,310	6,218	5.669	39.4	19.9	19.633	5.7	1.142	1.0	32.9
2022F	62,081	8,267	7.537	33.0	15.0	26.028	4.3	1.518	1.3	33.0
已发行股本 Shares in issue (m)				1,096.9	大股东 Major shareholder				王文鉴先生	38.6%
市值 Market cap. (HK\$ m)				136,009.4	流通比例 Free float (%)				61.4	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				8,346.1	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				17.0	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				149.000 / 77.600	2020 每股估值 2020 NAV (HK\$)				170.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)										16.4 / 16.3 / 41.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)										11.9 / 8.8 / 54.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

舜宇光学 2019 财年收入同比增长 46.0%至人民币 378.49 亿元，主要是由于产品出货量的快速增长以及平均售价的上升。公司毛利率同比上升 1.6 个百分点至 20.5%，主要是由于生产规模的扩大以及产品良率的提升。因此，2019 财年的股东净利润同比增长 60.2%至人民币 39.91 亿元。疫情在全球的蔓延预计将对全球智能手机出货量和汽车出货量产生重大负面影响，继而将影响公司的产品出货量。此外，疫情也可能延迟公司进入苹果光学供应链的机会。但我们预计受到抑制的需求在疫情后将恢复，这将推动公司产品出货量的快速增长，从而为公司在 2021 财年带来增长动力。由于新冠肺炎的影响，我们预计 2020 财年的毛利率将比 2019 财年下半年有所下降，但由于生产规模的扩大和产品良率的提高，我们预计 2020 财年的毛利率将高于 2019 财年上半年。

公司的投资评级为“收集”，目标价为 156.00 港元，目标价相当于 34.9 倍、25.0 倍和 18.8 倍 2020-2022 财年市盈率。

正面因素分析

- 多摄智能手机占比的不断提升。
- 3D 感测镜头、高规格镜头的需求增加。
- 受益于智能手机光学方面的规格升级。
- 5G 智能手机的逐渐普及。
- 公司市场份额的提升。

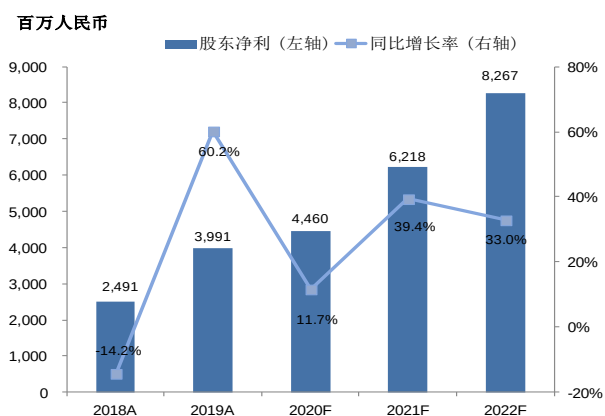
负面因素分析

- 新冠肺炎导致智能手机市场疲弱。
- 新冠肺炎导致汽车市场疲弱。
- 市场竞争激烈。
- 智能手机换机周期较长。

风险分析

- 疫情反复导致智能手机市场持续疲弱。
- 5G 对智能手机需求的拉动不及预期。
- 行业竞争加剧。
- 生产线优化和自动化进程不及预期。

公司的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业收入	25,932	37,849	42,092	51,310	62,081
光学零件收入	6,023	8,815	9,560	12,027	15,593
光电产品收入	19,609	28,748	32,234	38,923	46,053
光学仪器收入	300	285	298	360	434
营业成本	(21,019)	(30,098)	(33,361)	(39,952)	(47,439)
毛利	4,913	7,751	8,731	11,358	14,642
其他收入	467	406	419	586	651
其他损益	(297)	(212)	(71)	(49)	(51)
销售费用	(210)	(279)	(310)	(359)	(435)
研发费用	(1,362)	(2,209)	(2,610)	(3,335)	(4,097)
管理费用	(434)	(650)	(842)	(872)	(1,055)
经营利润	3,077	4,806	5,318	7,328	9,656
应占联营公司收益	(24)	(6)	(3)	(1)	(1)
财务费用	(202)	(250)	(231)	(211)	(195)
税前利润	2,851	4,550	5,085	7,116	9,460
税项	(339)	(531)	(593)	(854)	(1,135)
少数股东权益	(22)	(28)	(31)	(44)	(58)
股东应占净利润	2,491	3,991	4,460	6,218	8,267
每股盈利 (人民币)	2.279	3.648	4.066	5.669	7.537

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
毛利率 (%)	18.9	20.5	20.7	22.1	23.6
经营利润率 (%)	11.9	12.7	12.6	14.3	15.6
净利率 (%)	9.6	10.5	10.6	12.1	13.3
资产回报率 (%)	12.9	14.9	13.7	16.3	17.7
股东资金回报率 (%)	29.8	36.6	31.0	32.9	33.0
净负债比率 (%)	35.4	26.3	17.0	4.6	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

电信服务行业

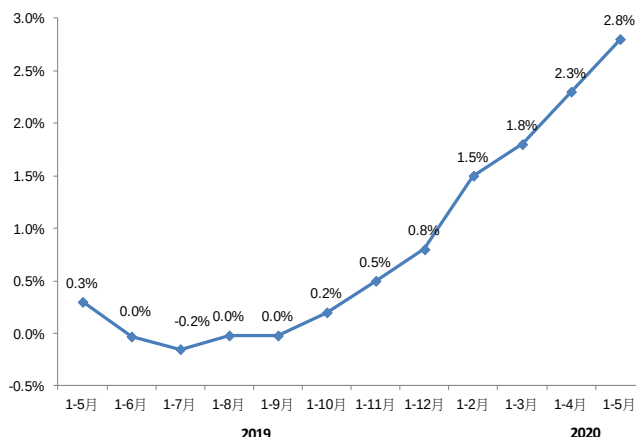
跑赢大市

分析员：余劲同 Gin Yu

行业概况

电信业务收入继续稳步提升。2020 年 1-5 月，电信业务收入累计完成 5,741 亿元，同比增长 2.8%，同比增速持续回升，5 月当月电信业务收入为 1,179 亿元，同比增长 4.6%。2020 年 1-5 月，三家电信运营商的移动数据及互联网业务收入同比增长 2.9%至 2,652 亿元，而固定数据及互联网业务收入同比增长 9.2%至 977 亿元。移动和固定数据及互联网业务增速分别比 1-4 月分别提高 0.2 个和 0.1 个百分点，且分别拉动电信业务收入增长 1.4 个和 1.5 个百分点。我们预计由于市场竞争的放缓以及 5G 业务的发展，数据及互联网业务收入将继续增长。由于 IPTV、IDC、大数据、云计算、人工智能等新兴业务的拉动，2020 年 1-5 月固定增值业务收入同比增长 22.7%至 732 亿元，增速较 1-4 月提高 0.6 个百分点并且拉动电信业务收入增长 2.4 个百分点。由于强劲的市场需求，我们预计固定增长业务将继续保持强劲的增长势头。

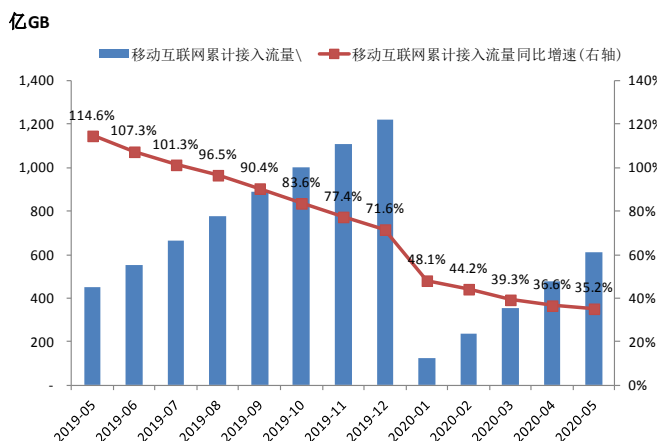
电信业务收入累计同比增长



资料来源：工信部、国泰君安国际。

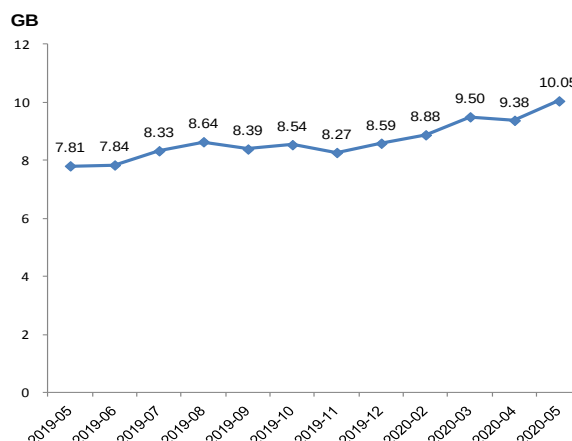
我们预计移动互联网接入流量增速会持续下降。2020 年 1-5 月全国移动互联网接入流量同比增长 35.2%至 611 亿 GB。同时，2020 年 5 月移动互联网接入月户均流量已达 10.05 GB，同比增长 28.8%。然而，随着 4G 流量红利的不断消退，我们预计移动互联网接入流量的增速将持续下降。

移动互联网累计接入流量及同比增长



资料来源：工信部、国泰君安国际。

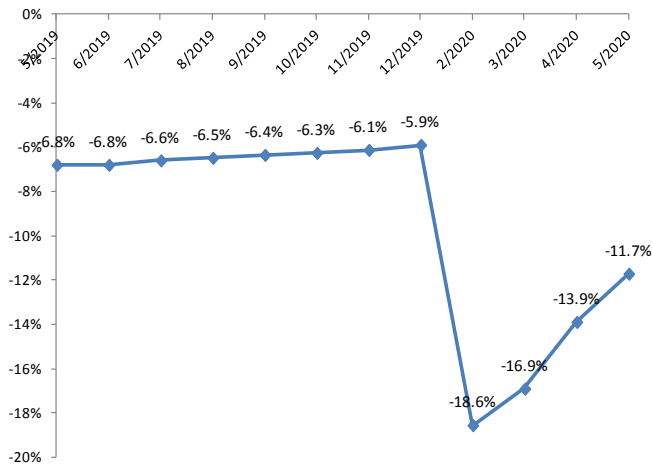
户均移动互联网接入流量



资料来源：工信部、国泰君安国际。

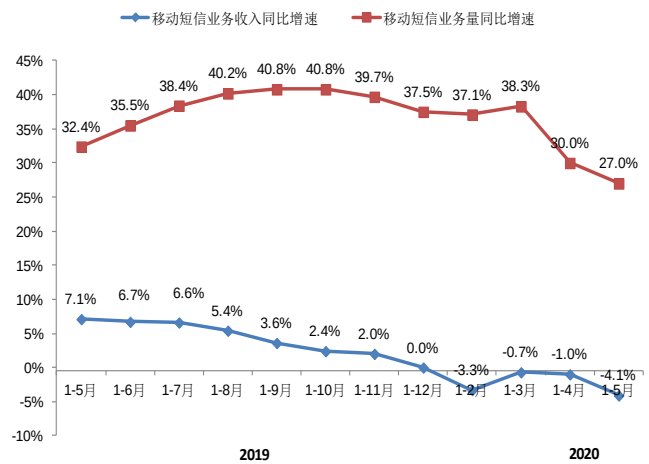
移动电话通话量持续下降但降幅逐渐收窄，而移动短信收入与短信业务量出现不匹配。2020年1-5月，移动电话去话通话时长同比下降11.7%至8,798亿分钟，降幅比1-4月收窄2.2个百分点，主要由于新冠肺炎疫情得到控制后经济活动逐渐恢复正常。我们预计随着经济活动的正常化，通话时长的降幅将继续收窄。2020年1-5月，移动短信业务量同比增长27.0%而相应的收入则同比下降4.1%。由于企业短信的强劲需求，我们预计短信业务量将继续出现同比上升但收入将疲弱。未来，随着5G消息产业的发展，我们预计短信业务的收入有望得到提升。

移动电话去话通话时长累计同比增长



资料来源：工信部、国泰君安国际。

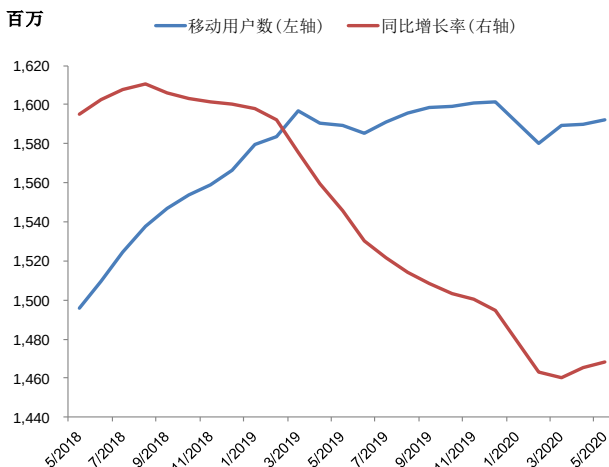
户均移动互联网接入流量



资料来源：工信部、国泰君安国际。

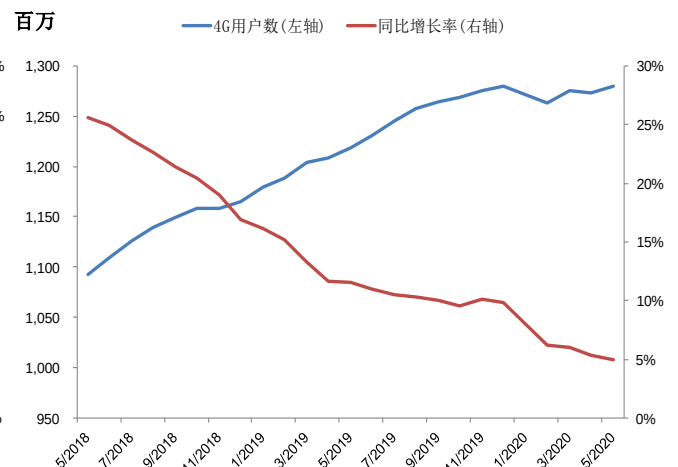
移动用户数基本饱和，而5G用户占比逐渐上升。截止2020年5月三大运营商的移动电话用户总数为15.92亿户，同比增长0.2%，但较2019年底出现898万户的净减少，主要是由于2019年1-2月新冠肺炎疫情的影响导致用户数出现大幅的减少。4G用户总数达12.79亿户，4G用户占总移动电话用户的80.3%，比4月末提高了0.3个百分点，在5G用户占比不断提高的情况下依旧实现了小幅上涨，主要是由于2G/3G用户的迁移。2020年5月底中国移动、中国电信、中国联通和的移动用户市占率分别为59.3%/21.4%/19.3%。由于人口红利的减少以及第二卡槽竞争的放缓，我们预计2020年移动用户将基本和2019年持平。由于5G产业链的快速发展、5G网络覆盖范围的不断扩大以及5G智能手机覆盖机型款式的不断增加，我们预计2020年下半年的5G用户占比将继续快速上升。

移动用户总数及同比增长



资料来源：工信部、国泰君安国际。

4G用户总数及同比增长

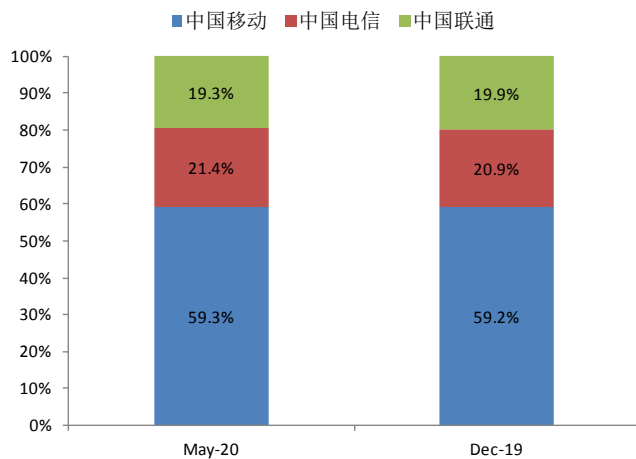


资料来源：工信部、国泰君安国际。

2020年5月份中国移动、中国电信及中国联通的固网宽带用户市占率分别为45.0%、35.3%及19.7%。三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达4.62亿户，同比上升7.0%，首5个月净增数为1,253万户，同比下降48.1%，主要是由于已经较高的固网宽带用户数。光纤接入(FTTH/O)用户总数达到4.3亿户，占固定互联网宽带接入用户总数的93.1%。截至2020年5月底100Mbps及以上固定宽带接入用户占比达86.1%，占比较上年末提

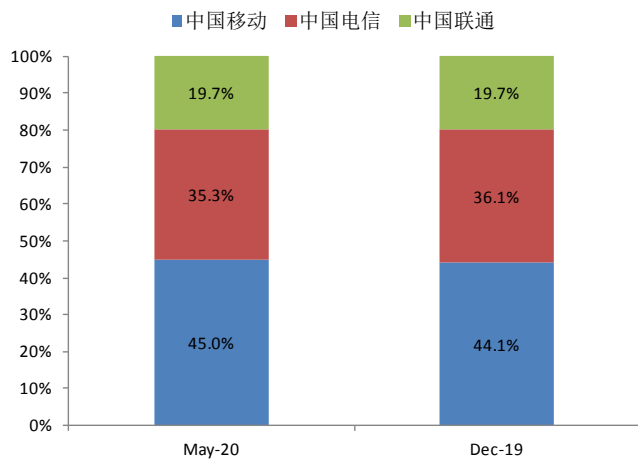
高 0.7 个百分点，总数达 3.97 亿户。由于居民对于网络速率的要求日益上升，我们预计 100Mbps 及以上固定宽带接入用户的占比将会在 2020 年下半年继续提升。2020 年 1-5 月，中国移动、中国电信、中国联通的固网宽带累计用户净增数分别为 815 万、22 万、207 万，中国移动的累计固网宽带用户净增数远高于中国电信和中国联通。中国移动的市占率上升而中国电信下降，中国联通的市占率则基本和 2019 年底持平。由于中国移动庞大的移动用户基数，我们预计中国移动的捆绑销售策略和积极的定价策略将继续使其保持较为强劲的固网宽带用户增长，而中国电信和中国联通的固网宽带用户净增将继续承压。同时，和中国广电在 5G 方面的合作也有利于扩大中国移动在固网方面的布局。但由于已经很高的渗透率，我们预计固网宽带的用户净增将大幅放缓。

移动用户市占率



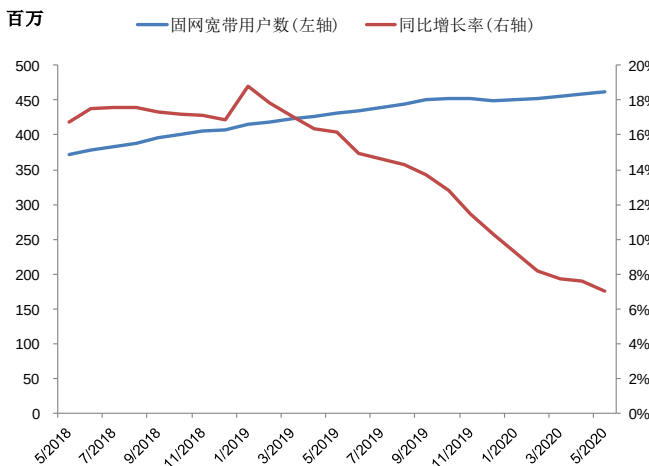
资料来源：公司、国泰君安国际。

固网宽带用户市占率



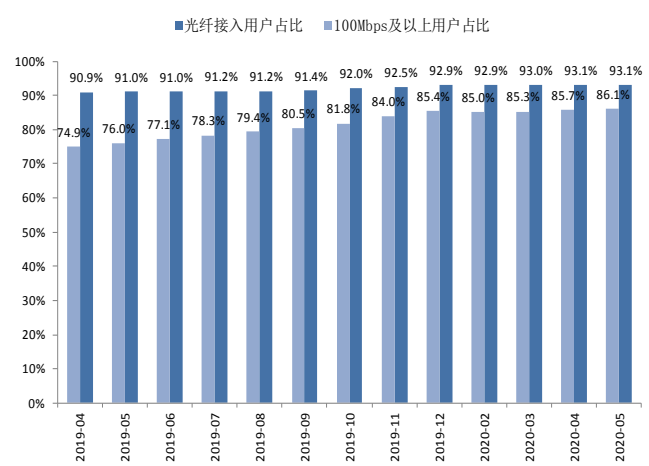
资料来源：公司、国泰君安国际。

固网宽带用户总数及同比增长



资料来源：工信部、国泰君安国际。

光纤接入与 100M 以上接入用户占比



资料来源：工信部、国泰君安国际。

投资建议

行业的投资评级为“跑赢大市”。截止 2020 年 3 月底，5G 套餐用户达到 5,000 万个，我们预计中国 2020 年 5G 基站的建设总数将超过 60 万个，随着 5G 网络覆盖范围的不断扩大，我们预计 2020 年的 5G 用户占比将迅速提升。我们预计三家电信运营商将不会在 5G 建设初期通过价格竞争获得市场份额，因此我们预计 2020 年市场竞争将有所缓解。由于市场竞争的缓解，我们预计 4G ARPU 的下降幅度在 2020 财将与 2019 财年相比将有所收窄。此外，由于套餐价格上涨，我们预计 5G 用户比例的逐步提高将推升移动 ARPU。此外，5G 消息将提供更丰富的内容和形式，因此我们预计它将促进短信（特别是企业短信）使用量的增长，因为企业可以通过互动性更高的方式与用户沟通。

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股评级	2020 市盈率(x)	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2020 市净率(x)	2020 ROE (%)	2020 股息率(%)
中国电信	00728	2.170	买入	8.3	8.0	7.3	0.4	5.4	5.4
中国联通	00762	4.190	买入	9.4	8.1	7.1	0.4	3.8	4.3
中国移动	00941	52.300	收集	9.3	8.9	8.9	0.8	9.3	6.0
市值加权平均			跑赢大市	9.2	8.7	8.5	0.7	8.3	5.8

资料来源：国泰君安国际。

5G 业务促进增长

分析员：余劲同 Gin Yu

中国电信(00728 HK)
评级：买入
股价：HK\$2.170
目标价：HK\$3.20

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	377,124	21,210	0.262	13.9	7.3	4.239	0.4	0.107	5.6	6.3
2019A	375,734	20,517	0.254	(3.1)	7.7	4.356	0.4	0.110	5.7	5.9
2020F	377,296	19,192	0.237	(6.7)	8.3	4.483	0.4	0.107	5.4	5.4
2021F	388,942	19,994	0.247	4.2	8.0	4.623	0.4	0.111	5.6	5.4
2022F	403,490	21,771	0.269	8.9	7.3	4.781	0.4	0.121	6.1	5.7
已发行股本 Shares in issue (m)				80,932.4	大股东 Major shareholder				中国电信集团 70.9%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				175,623.2	流通比例 Free float (%)				29.1	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				84,057.2	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				29.0	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				4.080 / 2.010	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				3.5	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									(6.8) / (7.9) / (44.2)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									(11.3) / (15.4) / (31.1)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国电信 2020 财年第一季度服务收入同比增长 0.7% 至人民币 921.37 亿元，由于市场饱和、激烈的市场竞争以及 4G 流量红利消退，2020 财年第一季度移动 ARPU 同比下跌，但移动 ARPU 的跌幅较 2019 年收窄。公司的股东净利同比下降 2.2%。根据公司的目标，移动用户及有线宽带用户的净增数将分别为 1,500 万及 500 万。由于市场饱和和 4G 流量红利消退，我们预计 4G ARPU 仍将同比下降，但由于市场竞争有所缓解，我们预计下降的幅度将远低于 2019 年的下降。随着基站建设的不断推进，5G 网络的覆盖范围将会快速扩大，这将推升 5G 用户的比例。预计 5G 用户比例的增长将推动移动 ARPU 的增长。鉴于公司的领先地位和广阔的市场空间，我们预计“云化”战略将为 DICT 业务带来增长动力。

公司的投资评级为“买入”，目标价为 3.20 港元，目标价相当于 12.3 倍、11.8 倍和 10.8 倍 2020-2022 财年市盈率。

正面因素分析

- 和中国联通共建共享 5G 网络。
- 稳固的政企客户基础。
- 智能应用生态圈的快速发展。
- 5G 用户占比的提升。

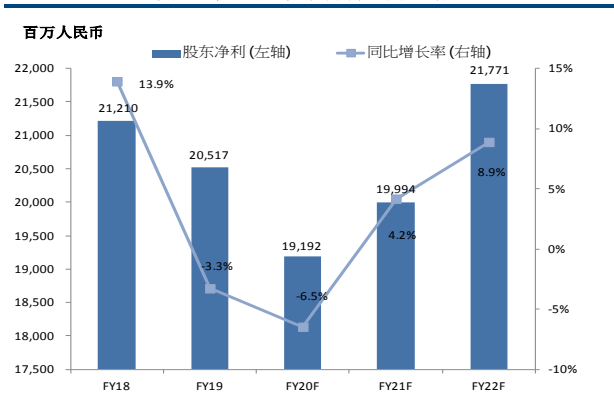
负面因素分析

- 4G 流量红利消退对移动 ARPU 的压力。
- 语音业务的不断下滑。
- 5G 网络建设更高的资本支出。

风险分析

- 行业竞争加剧。
- 5G 建设不及预期。
- 5G 对收入拉动不足。

中国电信的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	377,124	375,734	377,296	388,942	403,490
折旧及摊销	(75,493)	(88,145)	(90,052)	(92,123)	(94,369)
网络运营与维护费用	(116,062)	(109,799)	(115,085)	(119,676)	(124,369)
销售及管理费用	(59,422)	(57,361)	(54,708)	(56,786)	(58,910)
员工费用	(59,736)	(63,567)	(67,006)	(68,214)	(70,672)
其他营运支出	(37,697)	(27,792)	(23,825)	(24,934)	(25,900)
经营利润	28,714	29,070	26,620	27,209	29,270
应占联营公司收益	2,104	1,573	1,881	2,444	2,894
投资收益	38	30	32	45	46
净财务费用	(2,708)	(3,639)	(3,229)	(3,337)	(3,508)
税前利润	28,148	27,034	25,304	26,360	28,703
税项	(6,810)	(6,322)	(5,917)	(6,164)	(6,712)
少数股东权益	(128)	(195)	(194)	(202)	(220)
股东应占净利润	21,210	20,517	19,192	19,994	21,771
每股盈利 (人民币)	0.262	0.254	0.237	0.247	0.269

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EBITDA 率 (%)	29.7	32.8	32.3	32.1	32.2
经营利润率 (%)	7.6	7.7	7.1	7.0	7.3
净利率 (%)	5.6	5.5	5.1	5.1	5.4
股东资金回报率 (%)	6.3	5.9	5.4	5.4	5.7
资产回报率 (%)	3.2	3.0	2.7	2.7	2.9
净负债比率 (%)	23.6	28.9	29.0	29.9	29.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

5G 业务将逐渐成长

分析员：余劲同 Gin Yu

中国联通(00762 HK)
评级：买入
股价：HK\$4.190
目标价：HK\$6.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	290,877	10,197	0.333	350.0	11.0	10.271	0.4	0.134	3.6	3.3
2019A	290,515	11,330	0.370	11.1	10.1	10.483	0.4	0.148	4.0	3.6
2020F	296,453	12,455	0.407	10.0	9.4	10.742	0.4	0.163	4.3	3.8
2021F	308,395	14,336	0.469	15.2	8.1	11.048	0.3	0.188	4.9	4.3
2022F	323,322	16,369	0.535	14.1	7.1	11.396	0.3	0.215	5.6	4.8
已发行股本 Shares in issue (m)				30,598.1	大股东 Major shareholder				中国联通集团 80.7%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				128,206.2	流通比例 Free float (%)				19.3	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				51,636.0	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				3.6	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				8.760 / 3.840	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				8.0	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)					0.7 / (4.8) / (49.7)					
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)					(3.8) / (12.3) / (36.6)					

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国联通 2020 财年第一季度公司服务收入同比上升 2.3%至人民币 683.07 亿元。由于员工成本以及其他经营和管理费用的大幅上升，公司 EBITDA 同比减少 5.8%至人民币 235.61 亿元，股东净利同比下降 13.9%至人民币 31.66 亿元。由于政府对“新基建”的大力支持，我们预计 5G 将迅猛发展，我们预计中国联通和中国电信（00728 HK）在 2020 年将合建 30 万个 5G 基站。5G 网络覆盖范围的扩大和 5G 智能手机价格的下降预计将推动 5G 用户比例的上升，这将促进移动 ARPU 的恢复。2020 财年第一季度，虽然受到新冠肺炎疫情的影响，但产业互联网业务的收入仍同比显著增长 32.3%至人民币 114.48 亿元，占服务收入的比例同比增加 3.8 个百分点至 16.8%。在疫情期间，我们看到了信息科技在抗疫中的重要性，例如远程办公、线上教育、在线问诊以及机器人等。IDC、云、大数据、物联网的市场需求保持强劲，因此，我们预计产业互联网业务的收入在 2020 年将快速增长。

公司的投资评级为“买入”，目标价为 6.00 港元，目标价相当于 13.4 倍、11.7 倍和 10.2 倍 2020 - 2022 财年市盈率。

正面因素分析

- 和中国电信共建共享 5G 网络。
- 5G 用户占比的提升。
- 产业互联网业务的快速发展。
- 5G 商用服务的开展。

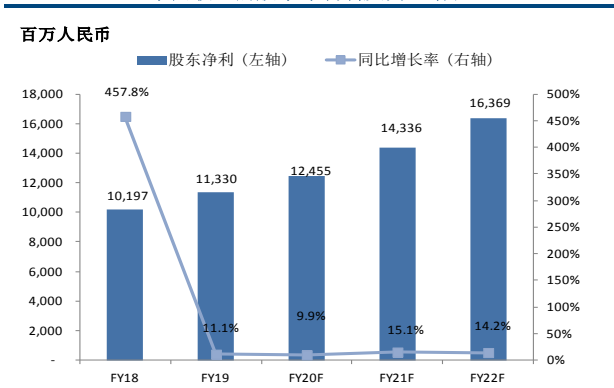
负面因素分析

- 4G 流量红利消退对移动 ARPU 的压力。
- 语音业务的不断下滑。
- 5G 网络建设更高的资本支出。

风险分析

- 行业竞争加剧。
- 5G 建设不及预期。
- 5G 对收入拉动不足。

中国联通的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	290,877	290,515	296,453	308,395	323,322
互联网费用	(12,579)	(11,513)	(9,122)	(9,071)	(8,884)
折旧及摊销	(75,777)	(83,080)	(81,917)	(83,146)	(84,809)
网络运营与维护费用	(55,077)	(43,236)	(43,787)	(43,844)	(44,728)
员工费用	(48,143)	(50,516)	(52,769)	(55,511)	(58,845)
销售产品成本	(27,604)	(26,412)	(25,835)	(27,612)	(30,373)
其他营运支出	(62,561)	(64,480)	(71,149)	(75,865)	(80,184)
经营利润	9,136	11,278	11,874	13,346	15,500
财务费用	(1,625)	(2,123)	(1,848)	(1,818)	(1,861)
利息收入	1,712	1,272	1,237	1,275	1,042
投资收益	3,075	2,005	2,489	3,210	3,777
其他收入	783	1,735	1,822	1,913	2,008
税前利润	13,081	14,167	15,574	17,926	20,468
税项	(2,824)	(2,795)	(3,072)	(3,537)	(4,038)
少数股东权益	(60)	(42)	(46)	(53)	(61)
股东应占净利润	10,197	11,330	12,455	14,336	16,369
每股盈利 (人民币)	0.333	0.370	0.407	0.469	0.535

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
经营利润率 (%)	3.1	3.9	4.0	4.3	4.8
净利率 (%)	3.5	3.9	4.2	4.6	5.1
资产回报率 (%)	1.8	2.1	2.2	2.5	2.8
股东资金回报率 (%)	3.3	3.6	3.8	4.3	4.8
净负债比率 (%)	0.9	4.9	3.6	6.0	0.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

市场竞争缓和

分析员：余劲同 Gin Yu

中国移动(00941 HK)
评级：收集
股价：HK\$52.300
目标价：HK\$68.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	736,819	117,781	5.752	3.1	8.0	51.398	0.9	2.824	6.1	11.6
2019A	745,917	106,641	5.208	(9.5)	9.0	53.907	0.9	2.921	6.2	9.9
2020F	753,782	104,594	5.108	(1.9)	9.3	56.150	0.8	2.865	6.0	9.3
2021F	781,000	109,117	5.329	4.3	8.9	58.491	0.8	2.989	6.3	9.3
2022F	817,963	109,860	5.365	0.7	8.9	60.847	0.0	3.009	6.3	9.0
已发行股本 Shares in issue (m)			20,475.5		大股东 Major shareholder		中移动集团 72.7%			
市值 Market cap. (HK\$ m)			1,070,867.6		流通比例 Free float (%)		27.3			
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)			25,499.6		2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)		净现金			
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)			71.800 / 45.200		2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)		70.0			
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)							(2.5) / (9.3) / (24.7)			
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)							(7.0) / (16.7) / (11.6)			

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国移动 2020 财年第一季度，通信服务收入稳步增长，同比上升 1.8% 至人民币 1,689 亿元。由于运营费用的上升，公司的股东净利则同比微降 0.8%。由于已经很高的基数，我们预计 2020 年的移动用户不会有明显的净增长。随着 5G 网络覆盖范围的不断扩大，我们预计 2020 年的 5G 用户占比将迅速提升。我们预计由于市场竞争的缓解，我们预计 2020 财年 4G ARPU 的下降幅度与 2019 财年相比将有所收窄。此外，我们预计 5G 用户比例的逐步提高将推升移动 ARPU。中国移动和中国广电达成 5G 网络共建共享合作框架协议。由于 700MHz 频段较远的传播距离和较强的穿透能力，我们预计公司和中国广电的合作将提高双方网络的竞争力，同时加速 700MHz 产业链的成熟。此外，通过向中国广电有偿提供网络与服务的方式，公司能够扩大其收入的来源以及多样性。作为 5G 商用最早的应用场景之一，高清视频拥有很大的市场空间，因此双方的合作可以促进 5G 更快的落地，从而促进公司 5G 业务的发展。

公司的投资评级为“收集”，目标价为 68.00 港元，目标价相当于 11.8 倍、11.3 倍和 11.2 倍 2020-2022 财年市盈率。

正面因素分析

- 在运营商中移动业务和固网宽带业务市占率均为最高。
- 和中国广电的 5G 网络共建共享。
- 5G 用户占比不断增加。
- 高现金比率。

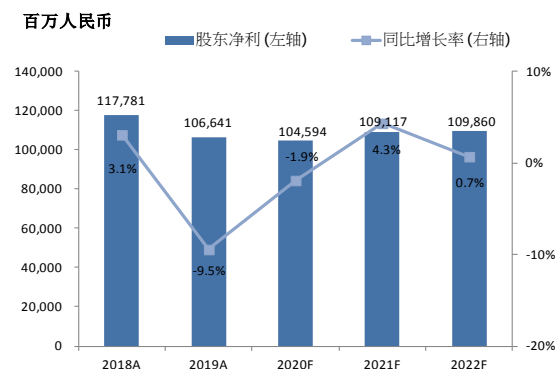
负面因素分析

- 4G 流量红利消退对移动 ARPU 的压力。
- 语音业务的不断下滑。
- 5G 网络建设更高的资本支出。

风险分析

- 行业竞争加剧。
- 5G 建设不及预期。
- 5G 对收入拉动不足。

中国移动的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	736,819	745,917	753,782	781,000	817,963
网络运营和支持费用	(200,007)	(175,810)	(179,720)	(185,429)	(190,933)
折旧及摊销	(154,154)	(182,818)	(184,927)	(189,727)	(196,598)
员工福利及相关费用	(93,939)	(102,518)	(109,298)	(109,340)	(114,515)
销售成本	(60,326)	(52,813)	(55,780)	(57,013)	(57,257)
产品销售成本	(66,231)	(72,565)	(64,373)	(74,028)	(88,834)
其他营业费用	(40,775)	(46,244)	(48,395)	(50,923)	(53,334)
经营利润	121,387	113,149	111,289	114,539	116,492
其他收益	2,906	4,029	4,221	4,530	4,908
利息和其他收入	15,885	15,560	13,668	14,989	12,633
财务费用	(144)	(3,246)	(3,023)	(3,175)	(3,333)
投资收益	13,861	12,641	13,250	14,550	15,724
税前利润	153,895	142,133	139,405	145,433	146,424
税项	(35,944)	(35,342)	(34,664)	(36,163)	(36,409)
少数股东权益	(170)	(150)	(147)	(153)	(155)
股东应占净利润	117,781	106,641	104,594	109,117	109,860
每股盈利 (人民币)	5.752	5.208	5.108	5.329	5.365

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EBITDA 率 (%)	37.4	39.7	39.3	39.0	38.3
经营利润率 (%)	16.5	15.2	14.8	14.7	14.2
净利率 (%)	16.0	14.3	13.9	14.0	13.4
股东资金回报率 (%)	11.6	9.9	9.3	9.3	9.0
资产回报率 (%)	7.7	6.7	6.2	6.3	6.0
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

其他行业

盈利预计将相对较快增长

分析员：曹 柱 Richard Cao

中关村科技租赁(01601 HK)

评级：买入

股价：HK\$0.880

目标价：HK\$1.32

End 12/31	Turnover (RMB 000)	Net Profit (RMB 000)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	429,114	118,996	0.089	22.1	8.7	1.288	0.6	0.035	4.5	9.6
2019A	534,099	138,256	0.104	16.2	7.6	1.392	0.6	0.038	4.8	10.3
2020F	646,360	179,036	0.134	29.5	6.0	1.443	0.6	0.049	6.1	10.8
2021F	820,212	230,390	0.173	28.7	4.6	1.567	0.5	0.062	7.8	11.5
2022F	1,017,761	286,114	0.215	24.2	3.7	1.719	0.5	0.078	9.7	13.1
已发行股本 Shares in issue (m)				1,333.3	大股东 Major shareholder				中关村集团 48.0%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				1,173.3	流通比例 Free float (%)				25.0	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				232.2	2020 年资产/权益 2020 Assets/equity (%)				466.4	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				1.540/0.680	2020 年净息差 2020 NIM (%)				3.3	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									14.3 / 6.0 / n.a.	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									7.9 / 2.5 / n.a.	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2019 年公司股东净利润同比增长 16.2%至人民币 138.3 百万元。2019 年，公司的利息收入为人民币 420.7 百万元，同比增加 23.5%，主要原因是随着公司业务的扩大，融资租赁应收账款的平均金额有所增加。净息差为 3.4%，同比跌 0.2 个百分点。这主要是由于利息开支成本率的上升以及生息资产平均余额的增长慢于计息负债平均余额的增长所致。借款利息开支成本率上升的主要原因之一是 2019 年利息支出的绝大部分来自年初存量借款的利息支出。公司实现非利息收入人民币 113.4 百万元，同比上升 28.1%。其中，2019 年咨询费收入增加了 31.1%至人民币 94.6 百万元，主要原因是随着公司的业务扩展，其客户数量相应增加。2019 年，成本收入比同比上升 2.4 个百分点至 65.3%，主要由利息开支和运营开支的增加所带动。截至 2019 年底，不良资产率为 1.3%，与 2018 年底持平。不良资产拨备覆盖率较 2018 年底上升 6.8 个百分点至 158.0%。

预计公司 FY20-22 年的 EPS 分别为 0.134 港元、0.173 港元、0.215 港元，分别同比增加 29.5%、28.7%、24.2%。我们预计公司的业务 2020 年将继续稳步增长。我们给予公司“买入”评级，目标价为 1.32 港元。

正面因素分析

- 预期融资租赁行业的发展趋势整体良好。
- 预计中国科技和新经济融资租赁行业将相对快速增长。
- 控股股东的优势。
- 在香港首次公开发行所带来的资本基础、融资能力和品牌认可度的增强。
- 计划从京津冀一体化区域向粤港澳大湾区、长三角等其他区域扩张。

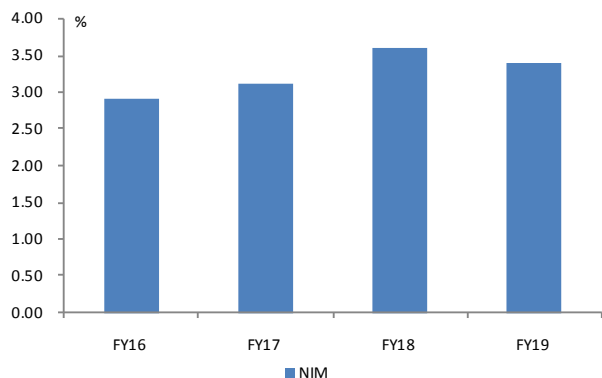
负面因素分析

- 市场利率下行，预计将对公司的融资租赁资产收益率造成负面影响。
- 经济下滑压力加大，对客户的偿付能力造成负面影响。

风险分析

- 中国科技和新经济行业及融资租赁行业监管环境的变化。
- 新冠疫情对中国经济的负面影响仍存在不确定性。

中关村科技租赁净息差



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(千元人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
利息收入	340,571	420,698	496,245	632,296	790,479
咨询费收入	72,212	94,642	126,347	159,829	194,352
收益	412,783	515,340	622,592	792,125	984,831
其他净收入	16,331	18,759	23,768	28,087	32,930
营业总收入	429,114	534,099	646,360	820,212	1,017,761
利息开支	(168,012)	(220,978)	(255,378)	(328,267)	(414,578)
运营开支	(74,854)	(100,190)	(120,869)	(152,559)	(189,304)
减值损失计提	(27,364)	(27,768)	(35,150)	(36,148)	(36,414)
营业利润	158,884	185,163	234,963	303,237	377,466
分占联营企业收益	0	(265)	4,456	4,857	5,146
汇兑净损益	0	(12)	0	0	0
税前利润	158,884	184,886	239,420	308,094	382,612
税收	(39,888)	(46,630)	(60,384)	(77,704)	(96,498)
税后利润	118,996	138,256	179,036	230,390	286,114
股东应占利润	118,996	138,256	179,036	230,390	286,114
每股盈利 (人民币元)	0.089	0.104	0.134	0.173	0.215

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
不良资产率 (%)	1.3	1.3	1.4	1.3	1.2
不良资产准备覆盖率 (%)	151.2	158.0	147.2	156.2	165.9
减值损失准备比率 (%)	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
资产负债比率 (%)	78.4	80.1	78.6	80.5	81.9
流动资金比率 (%)	112.2	117.7	120.8	117.2	114.7
ROE (%)	9.6	10.3	10.8	11.5	13.1
ROA (%)	2.2	2.1	2.2	2.3	2.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

2020 年投资银行业务预计继续较快增长

分析员：曹 柱 Richard Cao

中金公司(03908 HK)
评级：收集
股价：HK\$15.220
目标价：HK\$16.56

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2018A	18,540	3,492	0.830	9.2	16.1	9.823	1.4	0.160	1.2	8.9
2019A	22,783	4,239	0.990	19.4	13.7	10.826	1.3	0.000	0.0	9.4
2020F	26,261	5,227	1.184	19.5	11.7	12.152	1.1	0.231	1.7	10.2
2021F	29,814	6,218	1.410	19.2	9.8	13.476	1.0	0.275	2.0	10.9
2022F	33,763	7,372	1.675	18.7	8.3	15.024	0.9	0.327	2.4	11.7
已发行股本 Shares in issue (m)				4,368.7	大股东 Major shareholder				中央汇金 44.4%	
市值 Market cap. (HK\$ m)				66,491.1	流通比例 Free float (%)				55.6	
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)				14,531.7	2020 年净负债/股东资金 2020 Net gearing (%)				268.2	
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK\$)				16.440/10.720	2020 年每股估值 2020 NAV (HK\$)				17.2	
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)									21.4 / 21.4 / (3.4)	
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)									15.0 / 17.9 / 11.0	

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年第一季度，公司的经营收入和股东净利分别同比增长 47.2% 和 40.5%。2020 年第一季度，公司实现经营收入达人民币 4,770.6 百万元，同比增长 47.2%。经纪业务、投行业务及资管业务的净利分别同比增长 39.5%、200.2% 和 23.5% 至人民币 1,086.6 百万元、人民币 874.2 百万元和人民币 165.1 百万元。2020 年第一季度，公司录得人民币 1,064.0 百万元的投资收入，同比下滑 69.6%。公司的公允价值变动录得人民币 1,062.4 百万元的净收益，同比攀升人民币 2,524.1 百万元。2020 年第一季度，公司的经营费用达到人民币 3,064.3 百万元，同比上升 47.0%。公司的成本收入比同比下降 0.1 个百分点至 64.2%，股东净利达到人民币 1,276.9 百万元，同比增长 40.5%。公司的每股盈利为人民币 0.289 元，比同比增长 35.7%。2020 年第一季度的平均净资产回报率和净利率分别达 2.6% 和 26.8%，同比增长 0.5 个百分点和 -1.2 个百分点。

我们对 2020 年下半年 A 股市场前景持审慎态度。我们预计公司 FY20-22 年的每股盈利为 1.184 元人民币、1.410 元人民币、1.675 元人民币，分别同比上升 19.5%、19.2%、18.7%。我们给予公司“收集”评级，目标价为 16.56 港元。

正面因素分析

- 预计公司长远将受益于其股东（腾讯、阿里巴巴集团和海尔）。
- 完成中金财富管理品牌统一和业务管理的深入整合。
- 计划 A 股首次公开募股及上市，预计将增强公司的竞争优势。
- 公司的投行业务预计将受益于中国资本市场的改革和发展，2020 年继续较快增长。

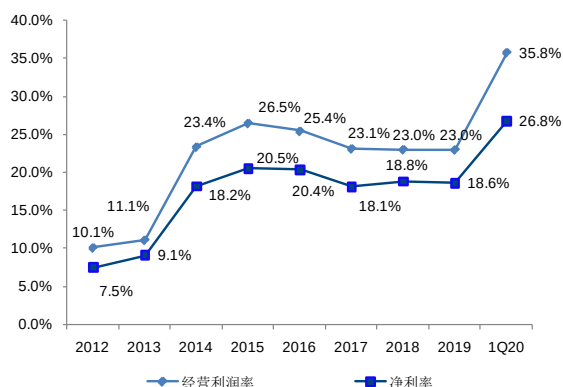
负面因素分析

- 中国及全球经济下滑压力加大、全球贸易摩擦仍存在不确定性、地缘政治冲突进一步加剧等因素，负面影响全球金融市场。
- 行业佣金率仍面临下行压力。
- 证券业进一步对外开放，将会加剧行业竞争。

风险分析

- 中国、香港及海外金融市场的波动可能超出我们预期。
- 若未能满足金融监管要求，将面临监管风险。
- 新冠疫情对中国经济的影响仍存在不确定性。

中金经营利润率与净利率



资料来源：国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
营业额	17,948	22,492	25,941	29,459	33,365
其他收益	591	291	320	355	397
收入及其他收益	18,540	22,783	26,261	29,814	33,763
手续费及佣金支出	(869)	(1,186)	(1,352)	(1,576)	(1,717)
利息开支	(4,871)	(5,896)	(6,471)	(7,144)	(7,992)
员工成本	(5,738)	(7,203)	(8,272)	(9,391)	(10,635)
折旧及摊销	(302)	(913)	(976)	(993)	(1,010)
减值损失	(74)	(160)	(325)	(350)	(321)
其他开支	(2,417)	(2,184)	(2,393)	(2,657)	(2,949)
占联营及合营公司损益	119	60	66	73	81
税前收益	4,387	5,302	6,538	7,777	9,219
税项	(853)	(1,054)	(1,300)	(1,546)	(1,832)
股东应占利润	3,492	4,239	5,227	6,218	7,372
基本每股盈利 (人民币)	0.830	0.990	1.184	1.410	1.675

重要财务比率

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
经营利润率 (%)	23.0	23.0	24.6	25.8	27.1
净利率 (%)	18.8	18.6	19.9	20.9	21.8
成本收入比 (%)	77.0	77.0	75.4	74.2	72.9
资产权益比 (%)	552.4	611.2	619.1	625.0	642.5
资产回报率 (%)	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
股东资金回报率 (%)	8.9	9.4	10.2	10.9	11.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 除深圳国际(00152 HK)外, 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、晋商银行(02558 HK)、中梁控股(02772 HK)、滨海投资有限公司(02886 HK)及西安海天(08227 HK)国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究所评论的青岛啤酒股份- H 股 (00168 HK)、星美控股 (00198 HK)、中国石油化工股份- H 股 (00386 HK)、国美零售 (00493 HK)、中国海外发展 (00688 HK)、同程艺龙 (00780 HK)、东江环保- H 股 (00895 HK)、联想集团 (00992 HK)、当代置业 (01107 HK)、现代牧业 (01117 HK)、宝龙地产 (01238 HK)、中国光大绿色环保 (01257 HK)、中国忠旺 (01333 HK)、中关村科技租赁 (01601 HK)、华南城 (01668 HK)、彩生活 (01778 HK)、小米集团-W (01810 HK)、中广核新能源(01811 HK)、中国旭阳集团(01907 HK)、北京汽车- H 股 (01958 HK)、锦江资本- H 股 (02006 HK)、中国黄金国际 (02099 HK)、蒙牛乳业 (02319 HK)、融信中国 (03301 HK)、奥园健康 (03662 HK)、美团点评-W (03690 HK)、徽商银行- H 股 (03698 HK)、中国奥园 (03883 HK)、绿城中国 (03900 HK)、友谊时光 (06820 HK)、京东集团-SW (09618 HK)存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的中国移动 (00941 HK)、香港交易所 (00388 HK)、银河娱乐 (00027 HK)、友邦保险 (01299 HK)、金沙中国有限公司 (01928 HK)、瑞声科技 (02018 HK)、舜宇光学科技 (02382 HK)、美团点评-W (03690 HK)、吉利汽车 (00175 HK)、建设银行- H 股 (00939 HK)、工商银行- H 股 (01398 HK)、中银香港 (02388 HK)、中国银行- H 股 (03988 HK)、汇丰控股 (00005 HK)、中国平安- H 股 (02318 HK)、中国人寿- H 股 (02628 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、中国铁塔- H 股 (00788 HK)、小米集团-W (01810 HK)、阿里巴巴-SW (09988 HK)、网易-S (09999 HK)进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规

© 2020 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com

国泰君安国际 — 国泰君安的国际旗舰 中国焦点 环球视野

快速、高效的执行能力 — 证券、期货及外汇交易

证券交易

国泰君安国际透过附属公司国泰君安证券(香港),为全球客户提供证券经纪服务。我们的证券产品包括港股、中国B股、债券、基金、衍生投资产品及美国、加拿大、日本、台湾、澳洲、马来西亚、韩国、伦敦及星加坡等其他市场的证券。这些服务可通过多种渠道进行:网上交易系统、电话语音系统、电话及FIX渠道等。过去数年,超过80%的证券交易是通过我们稳健可靠的网上平台完成。

期货交易

国泰君安期货(香港),国泰君安国际的全资附属公司,为有兴趣参与期货期权买卖的客户,提供覆盖全球超过20个交易所多类型期货期权产品;包括外汇、金属、农产品、能源、利率、股指及股票期货等。

外汇交易

我们的全资附属公司国泰君安外汇,可为客户提供杠杆式外汇买卖服务。

最佳合作伙伴 — 企业融资及资本市场服务

企业融资咨询

我们的企业融资公司国泰君安融资为国际性的客户提供通过股份发售筹集资金的服务,包括为主板及创业板上市担任保荐人、收购合并顾问服务、企业重组、财务及合规顾问服务以及其他筹集资金的解决方案服务等。

资本市场

我们的资本市场业务通过国泰君安证券(香港)经营,为客户提供一系列全面的服务,包括在一级及二级市场协助我们的客户进行股权融资活动。我们提供的承销股权融资产品主要包括首次公开发售的股票、上市公司公开增发的股票、可转换公司债券、上市公司供股和私人配售等。

屡获殊荣的证券研究团队

国泰君安国际研究部是国泰君安研究所的海外研究部分,拥有一支实力雄厚、屡获殊荣的证券研究团队,以一贯独立、客观的方法进行研究,以其独到的视野为客户提供及时的企业证券分析、行业研究及投资策略建议。我们的海外证券研究覆盖32个行业的160多只股票,范围主要包括国有企业、红筹股、优质民企、大型香港蓝筹股份,以及美国上市的中国概念股等。这支屡获殊荣、备受国际认可的团队使我们的证券研究服务在众多竞争者中脱颖而出。事实上,我们的分析师们在不同行业各具所长,挑选股票独具慧眼,盈利预测精准,成就获业界公认。

资产管理

国泰君安资产管理(亚洲)有限公司为企业、机构和个人投资者提供全方位的资产管理服务,包括公募基金、私募基金、投资顾问服务和基金综合管理服务等,涵盖权益、固定收益和另类投资。我们配合客户的风险承受能力和回报需求,致力为客户在最低投资风险上取得最高投资回报。

审慎的风险管理

「居安思危」是我们业务发展的核心理念,为了能够尽可能规避风险,国泰君安国际已经制定了一套全面风险管理制度及内部控制系统管理,确保我们提供的服务不仅可以成功达到预期效果,而且更完整配套。在我们积极努力下,过去五年,无论市场好坏,我们都取得了稳健的增长。即使面对亚洲金融海啸及全球信贷危机,我们的资产净值于过去数年仍然连年录得增长,成就辉煌。

一站式的财富管理平台,为客户提供多元化及全方位的金融服务

国泰君安国际财富管理以专业、可靠的方式助客户管理财富。不论客户希望灵活配置资产、投资增值、或是将财富传承,我们将专诚订造财富规划方案,助客户实现人生中不同阶段的理财目标。我们特别为专业投资者设计的卓越服务,让客户在瞬息万变的市场上,仍能长久尽享先机,稳健纵横。

固定收益

我们的固定收益部致力于为客户提供境外债券投融资一条龙服务。我们拥有债券发行承销、销售交易及结构性产品团队,通过全球庞大的机构客户网络,为客户提供最贴近市场的债券发行方案和销售支持,助客户在快速发展的债市中把握商机。

股权产品部 — 创新、灵活及定制化的产品方案

股权产品部积极应对市场与政策变化,在产品设计上不断创新与优化。根据客户不同的风险承受水平,我们团队为金融机构、企业和高净值客户量身定制多样化、个性化的金融产品,满足客户在不同市场环境下的投资需求,并提供全方位的客户服务。所定制的产品深入研究市场趋向和了解项目背景,符合法律法规及控制风险的目标,其服务及专业的能力深获客户及业界肯定。

展望前景辉煌 — 您的成功 我的承诺

www.gtjai.com

电话 : (852) 2509 9118

声明:

上述内容仅供参考之用,不得视为买卖任何投资产品的邀约或恳请。投资涉及风险。投资的价值及来自投资的收益(如有)可能有波动性及会在短时间内大幅波动。投资者可能无法取回所投资的款项。本文件由国泰君安国际控股有限公司发出,并未经证券及期货事务监察委员会审阅。