國泰君安國際
GUOTAI JUNAN INTERNATIONAL

2020 年中期环球资产投资展望

2020 Mid-Year Global Asset Allocation Outlook and Investment Strategy

投资咨询部

2020 年中期环球资产投资展望

今年突如其来新冠疫情对全球经济供给侧形成约束，造成主要国家陷入深度衰退。随着各国5月复工复产，多个经济领先指标发出见底信号。内需市场较大的中国和美国复苏要好于外需依赖的经济体日本和德国。向前看，受到海外第二波疫情冲击，全球经济预计难以快速复苏，但是下半年大宗商品价格回升将推动全球温和通胀。IMF预计2020年全球经济萎缩4.9%，2021年有望大幅回升5.4%。

大类资产配置: 全球经济经历了断崖式衰退后，经济进入新一轮的修复周期，对股票、贵金属、大宗商品均是利好。下半年我们建议投资者关注四条主线，1)美元打开贬值周期，欧元和人民币企稳；2)资金加速回流新兴市场；3)黄金将成为超主权货币的锚；4)工业景气度回升，国际银价价值修复。

美国股市: 2020下半年，我们预期美股维持震荡态势，近期疫情二次爆发风险增加、十一月美国大选将至以及国际地缘政治等因素，美股将呈现机会与风险并存的局势。

香港股市: 下半年中概股回归以及恒生指数将纳入同股不同权企业，将带动港股估值和盈利全面提升。未来科技和消费股占指数权重将上升，港股有望逐渐摆脱“估值洼地”的标签，并打开“新纪元”。三季度将是中长期资金配置港股的黄金机会，建议投资者关注三条主线，八大行业。

欧洲股市：欧元区内经济缓慢复苏，加上美元走软，鼓励一些投资者进行多元化投资，利好欧洲股市。建议投资者关注成长性好和防守性强的板块，如科技和医疗等。

日本股市:日股是包括 GPIF 在内的多数机构投资者的必然选择，且相对美股已有显著折让，预计下半年资金将流入日股。我们预期日经指数将维持区间波动，通过基本面的恢复夯实估值。测算未来 12 月日经指数区间 22,690.8 点至 24,279.2 点。

新兴市场：降息后周期，新兴市场对比发达市场拥有较高息差以及资产弹性，吸引资金回流，下半年新兴市场潜力预计将优于发达市场。疫情冲击持续，新兴市场中更为看好中国市场表现。

债券市场: 市场当前利差高于新冠疫情之前，中国疫情控制良好，企业复工复产扎实推进，下半年中资美元债配置仍有广阔空间。

外汇: 上半年主要货币表现分化，避险需求推升美元及日圆分别录得涨幅1.0%和0.7%。下半年，降息后利差缩窄，美元可能由强转弱，欧盟就经济复苏计划达成历史性协议，欧元兑美元有望向上。

大宗商品:上半年贵金属黄金和白银录得大涨，符合我们年初预期。下半年预计工业生产以及消费逐步恢复，叠加避险需求，有望继续推升金价。

2020 下半年港股重点行业投资机会

生物制药行业:国产单抗行业是未来十年的黄金赛道，有望迎来爆发式增长，且将长期处于市场聚光灯下，是投资者应当配置的核心资产。考虑到行业高风险高回报的特性，建议在配置上做好分散。

银行行业: 银行行业具备低估值、高股息的情况下，我们认为下半年将随市而涨，进入估值修复期，建议关注银行资产质量指标变化。

房地产行业: 展望下半年，政策预计将维持稳定，区域将根据市场情况出现分化。虽后续货币政策边际放松空间有限，但在总体流动性宽松的大环境下，整体行业仍有支撑。后续建议关注三季度销售情况。目前行业12个月预计市盈率在历史均值以下水平，估值依旧偏低。优质个股仍具备长期配置价值。

物业管理行业：受益于老旧小区改造，市场集中度的提升以及非住宅物业的广阔市场空间，我们看好物业行业的长期发展，建议关注龙头物业股以及未来新上市的大型物业股。

水泥建材行业: 在政府投标加快、资金面改善、需求稳定的情况下，下半年基建投资增速回升的概率加大。

消费行业: 必需消费仍享有一定的确定性溢价，建议投资者关注啤酒板块，主要看好板块将受益于下半年国内餐饮行业复苏和产品高端化的进程。可选消费板块仍将受到一定的抑制，考虑到在新冠疫情下，提振国民身体素质和精神活力的重要性更加突出，建议投资者关注运动鞋服板块。

教育行业: 持续看好高教、职教和课后辅导板块，这些板块均具备较好的发展前景。K12教育板块则仍需等待民促法落地。

澳门博彩: 疫情依旧是最主要的风险之一，选择有限的情况下，签注放开后澳门可能受到内地游客青睐，但博企今年业绩大幅下滑已成定局。

高息股: 港股股息率拥有较高且稳定的特性。根据Bloomberg数据，市场预计2020年香港恒生指数股息率为3.25%，2021年为4.01%，在全球宽松的大环境下更具优势。在市场波动的行情下，高息股往往因为健康的财务状况与稳健的经营业务，防守能力较强，存在众多可中长线持有的低估值优质标的。

内容

2020 年中期环球经济展望 5
(一) 环球经济展望：深坑反弹，温和复苏 5
(二) 美国经济展望：寻风 10
(三) 中国经济展望：白露横江，冯虚御风 16
(四) 欧元区经济展望：经济缓慢复苏，通胀持续低迷 23
(五) 日本宏观经济展望: 经济缓修复，增长存压力 26
环球大类资产配置展望 33
债券 47
外汇 51
大宗商品 57
美股 64
欧股 73
日股 78
新兴市场 85
港股展望 大时代，新纪元 90
(一) 上半年港股走出“大时代” 90
(二) 港股具备中长期投资价值 93
(三) 港股展望 – 拐点已至，打开“新纪元” 99
(四) 行业配置展望 104
高息股 106
行业 113
生物制药行业 114
银行行业 123
房地产行业 129
物业管理行业 136
水泥建材行业 140
消费行业 148
教育行业 159
澳门博彩行业 163
个股精选 170
图表目录 235

2020年中期环球经济展望

黄博 Victor Bo Huang

(一)环球经济展望：深坑反弹，温和复苏

图表 1：全球宏观经济展望

宏观展望		总结		转差	温和	强劲
全球经济	全球经济	深坑反弹，温和复苏	1）全球经济陷入深度衰退，预计难以快速复苏。IMF预计2020年全球经济衰退-4.9%，2021年有望大幅回升至5.4%； 2）随着全球主要经济体相继复工，6月多个经济领先数据回暖； 3）各国经济复苏的节奏有所不同，疫情控制较好的国家复苏更快，内需市场较大的中国和美国复苏要好于外向型经济体日本和德国； 4）通胀方面，下半年我们认为通胀将温和回升。		✔	
发达市场	美国	寻风	1）今年美国经历大萧条以来最大经济萎缩后，下半年美国经济有望逐季改善。全年美国经济跌-5.5%，2021年反弹+3.9%。 2）目前经济质量指数仍处于历史较差水平，但随着各州复工复产，6月经济信心指数回升；但是受到第二波疫情冲击影响，经济高频指数停滞，表明经济后续上升动力不足； 3）下半年不能忽视企业部门尾部风险，以及美国大选的不确定性； 4）美联储的政策工具箱仍有政策大招未出		✔	
	欧元区	经济缓慢复苏 通胀持续低迷	1）宽松货币政策仍将持续，充沛的资金环境有助维系宏观景气度； 2）欧洲新冠疫情暂稳，解封进程较好； 3）由於需求的改善慢于生产和投资，未来几个月通胀将进一步下降，通胀持续低迷。		✔	
	日本	下半年经济缓修复 长期增长压力依旧	1）财政刺激缓解新冠疫情短期冲击，下半年经济大概率修复； 2）人口老龄化、企业结构僵化、政府债务高企仍是长期难题； 3）预计低通胀、低利率、低增长将长期保持。		✔	
新兴市场	新兴市场	分化之年	1）拉丁美洲受到疫情冲击较大，预计2020年经济将萎缩-6.5%。其中，墨西哥、巴西、阿根廷经济形势较为严峻。相反，中国、中国台湾、韩国等亚洲经济体相对疫情控制较好，经济复苏有望更快。 2）新冠疫情以来，新兴市场国家普遍采用宽松的货币政策，但未来政策空间较为有限。疫情冲击持续，而中国在疫情控制方面表现较好，为经济稳定提供基础，相对看好中国市场表现。		✔	
	中国	白露横江，冯虚御风	1）中国经济一季度见底，复苏领先于全球，预计全年将保持2%的增长。中国有望是全球少数2020年录得正增长的经济体。 2）展望下半年，我们认为有三条主线将拉动国内GDP继续改善，分别来自地产投资、基建投资、以及消费复苏。			✔

资料来源：国泰君安国际

1.1 2020年上半年：经济深度衰退

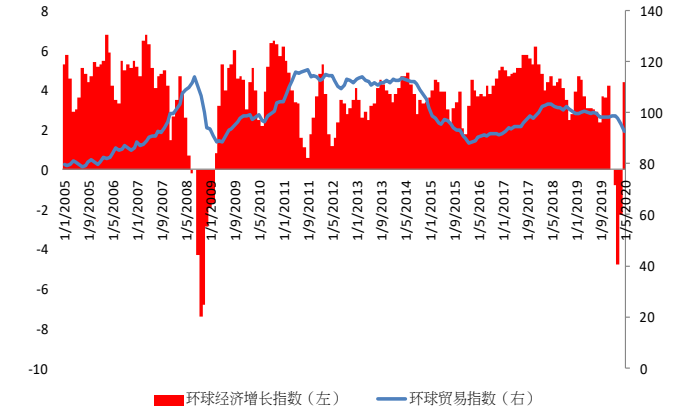
突如其来的新冠疫情造成全球经济陷入深度衰退。今年突如其来新冠疫情造成全球超过1700万人感染，多数国家经济行为停滞，主要经济体均陷入深度衰退。我们认为疫情对经济冲击的本质来自三个方面，*一是对供给侧的约束。*疫情中断了全球贸易和生产，导致供给侧的约束；*二是催生失业。*高杠杆企业债务违约率和破产率大幅攀升，导致失业加剧。*三是进一步抑制消费。*各国相继实施封城措施和失业率上升，导致经济行为中断，进一步抑制消费活动。整体上看，上半年全球经济的低点在二季度。IMF预计2020年全球经济衰退-4.9%，2021年有望大幅回升至5.4%。

黄博 Victor Bo Huang

吴效宇 Shawn Wu

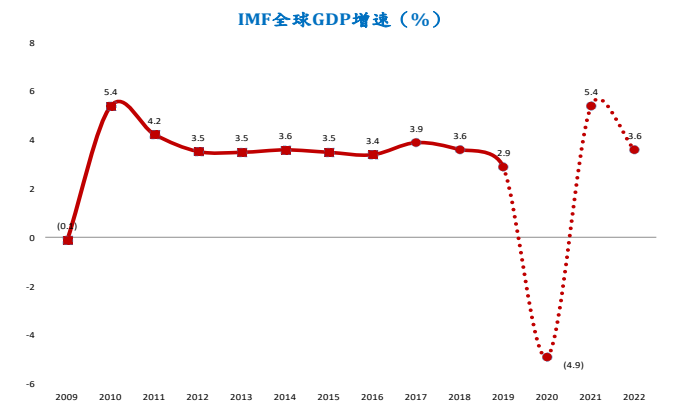
施亚莹 Sharon Shi

图表 2：全球经济增长指数和贸易指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

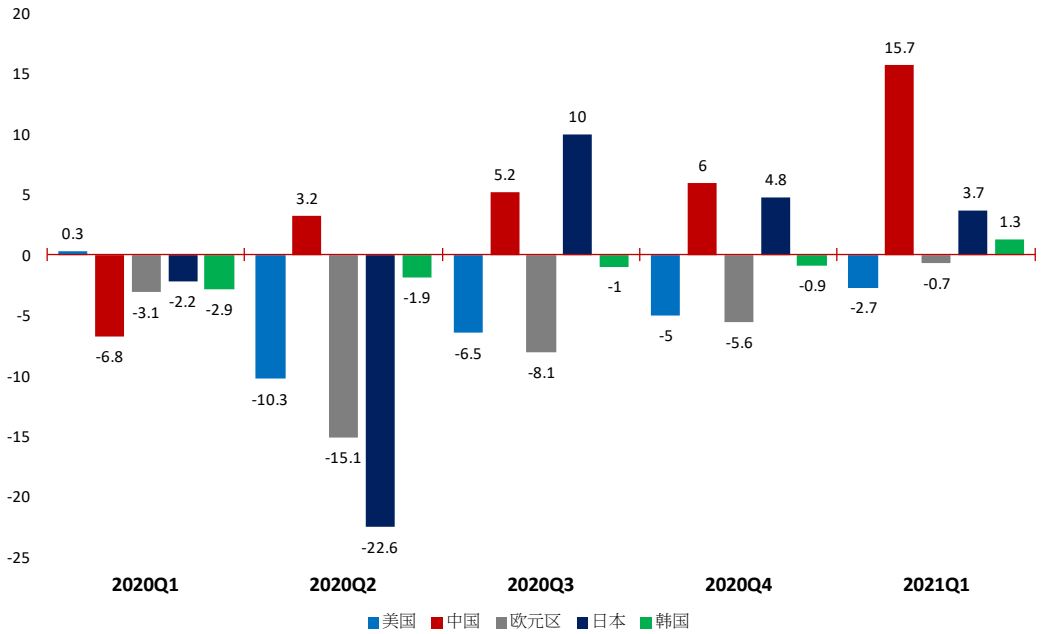
图表 3：IMF 全球经济增长预期



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

中美复苏节奏快于欧日。随着各国纷纷出台财政纾困和货币刺激政策，对经济形成托底。6月主要国家经济数据开始修复。我们观察发现，疫情对各个经济体的冲击时间点有所不同，中国主要集中在第一季度，欧美主要集中在第二季度。所以，各国经济复工复产的节奏也有所不同，疫情控制较好的中国3月开始复工， 5月全球其它主要国家开始重启经济。内需市场较大的中国和美国复苏明显好于外向型经济体日本和德国。彭博市场预计二季度中国经济转正，并逐季反弹。韩国经济跌幅一季度触底，二季度开始逐季收窄；而欧美日二季度经济触底，三季度将开始回升。

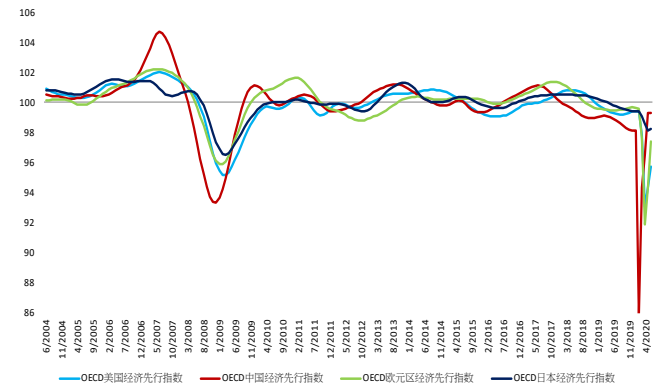
图表 4：环球主要经济体年化季经济增速



资料来源:Bloomberg, 国泰君安国际

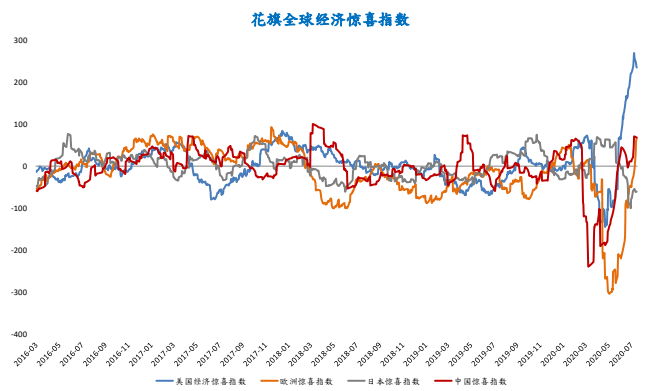
多个经济领先指标发出见底信号。随着全球主要经济体相继复工，6月全球多个经济领先数据回暖。其中，OECD综合经济领先指数4月见底后回升，这和摩根大通全球制造业PMI指数触底反弹信号一致，意味着上半年经济已经在4-5月见底，制造业信心在6月得到修复。而作为经济同步标的花旗经济惊喜指数显示，4月以来美国和中国经济数据明显超预期，欧洲经济7月开始超预期，日本经济复苏持续落后。

图表 5：OECD 经济综合领先指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 6：花旗经济惊喜指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 7：环球主要经济体制造业 PMI 指数

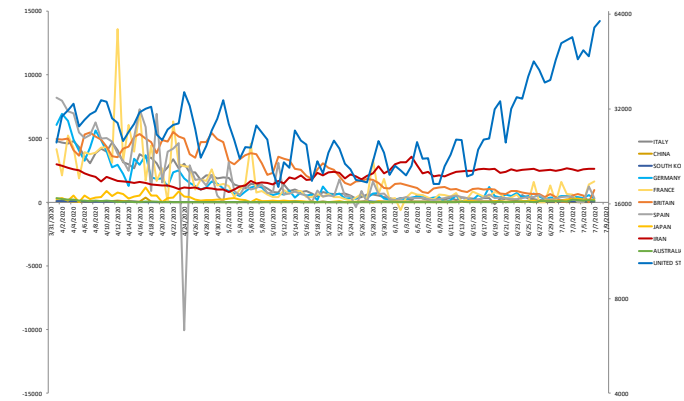
全球PMI指数	2019年													2020					
	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月
环球	51.5	50.7	50.6	50.5	50.4	49.8	49.4	49.3	49.5	49.7	49.8	50.3	50.1	50.3	47.1	47.3	39.6	42.4	47.8
发达市场	52.3	51.8	50.4	49.9	50.2	49.2	48.9	48.6	48.7	48.6	48.6	49.5	49.1	48.8	49.5	45.9	36.8	39.5	46.4
新兴市场	50.3	49.5	50.6	51.0	50.5	50.4	49.9	50.1	50.4	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	44.6	49.0	42.7	45.4	49.6
美国	54.3	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1	51.7	51.2	49.1	47.8	48.3	48.1	47.2	50.9	50.1	49.1	41.5	43.1	52.6
欧元区	51.4	50.5	49.3	47.5	47.9	47.7	47.6	46.5	47.0	45.7	45.9	46.9	46.3	47.9	49.2	44.5	33.4	39.4	47.4
德国	51.5	49.7	47.6	44.1	44.4	44.3	45.0	43.2	43.5	41.7	42.1	44.1	43.7	45.3	48.0	45.4	34.5	36.6	45.2
法国	49.7	51.2	51.5	49.7	50.0	50.6	51.9	49.7	51.1	50.1	50.7	51.7	50.4	51.1	49.8	43.2	31.5	40.6	52.3
西班牙	51.1	52.4	49.9	50.9	51.8	50.1	47.9	48.2	48.8	47.7	46.8	47.5	47.4	48.5	50.4	45.7	30.8	38.3	49.0
希腊	53.8	53.7	54.2	54.7	56.6	54.2	52.4	54.6	54.9	53.6	53.5	54.1	53.9	54.4	56.2	42.5	29.5	41.1	49.4
英国	54.2	52.8	52.1	55.1	53.1	49.4	48.0	48.0	47.4	48.3	49.6	48.9	47.5	50.0	51.7	47.8	32.6	40.7	50.1
日本	52.6	50.3	48.9	49.2	50.2	49.8	49.3	49.4	49.3	48.9	48.4	48.9	48.4	48.8	47.8	44.8	41.9	38.4	40.1
意大利	49.2	47.8	47.7	47.4	49.1	49.7	48.4	48.5	48.7	47.8	47.7	47.6	46.2	48.9	48.7	40.3	31.7	45.4	47.5
中国（国家统计局）	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9
印度尼西亚	51.2	49.9	50.1	51.2	50.4	51.6	50.6	49.6	49.0	49.1	47.7	48.2	49.5	49.3	51.9	45.3	27.5	28.6	39.1
印度	53.2	53.9	54.3	52.6	51.8	52.7	52.1	52.5	51.4	51.4	50.6	51.2	52.7	55.3	54.5	51.8	27.4	30.8	47.2
俄罗斯	51.7	50.9	50.1	52.8	51.8	49.8	48.6	49.3	49.1	46.3	47.2	45.6	47.5	47.9	48.2	47.5	31.3	36.2	49.4
巴西	52.6	52.7	53.4	52.8	51.5	50.2	51.0	49.9	52.5	53.4	52.2	52.9	50.2	51.0	52.3	48.4	36.0	38.3	51.6
墨西哥	49.7	50.9	52.6	49.8	50.1	50.0	49.2	49.8	49.0	49.1	50.4	48.0	47.1	49.0	50.0	47.9	35.0	38.3	38.6
越南	53.8	51.9	51.2	51.9	52.5	52.0	52.5	52.6	51.4	50.5	50	51	50.8	50.6	49.0	41.9	32.7	42.7	51.1

资料来源:Bloomberg, 国泰君安国际

1.2 下半年经济展望：深坑反弹，进入弱复苏状态

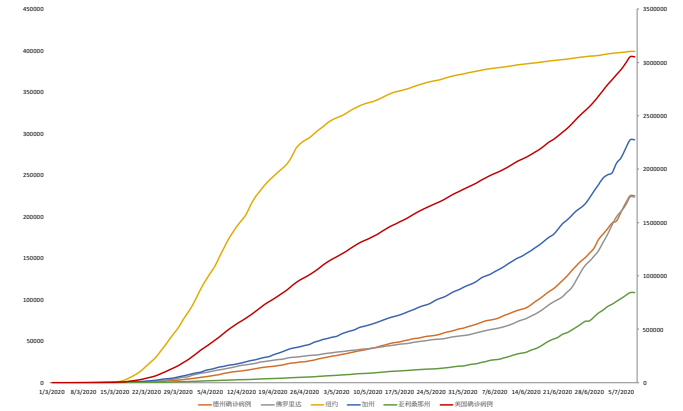
全球经济难以快速复苏。经济“V”型复苏需要具备三个条件，1）美国财政和货币政策迅速出击，对经济实现托底；2）美国快速重启经济，将经济拉回疫情之前状态；3）全球迅速通关，恢复疫情前的贸易状态。然而通过观察，我们认为全球经济“V”型复苏几乎不可能，全球正遭受着第二波新冠疫情冲击。疫苗研制出来前，全球贸易将难以重启，经济修复放缓。

图表 8：全球新冠肺炎新增确诊病例走势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 9：美国新冠疫情新增确诊病例走势



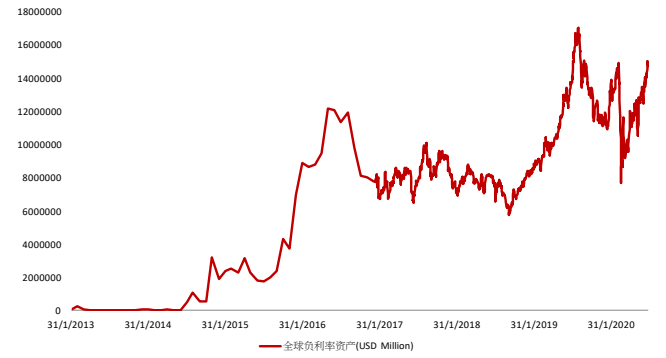
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

长期衰退的可能性较小。“L”型复苏代表长期衰退，曾出现在美国 1929 年衰退、上世纪 80 年代巴西债务危机、上世纪 90 年代日本衰退。我们认为可能发生“L”型衰退的原因是流动性再次受到冲击，同时美联储的工具箱里没有任何政策可用。但是我们认为发生类似于 1929 年大萧条的概率很小，因为当今美联储的工具箱里有充足的政策空间，货币运转效率也显著快于 1929 年。（相关报告：【国泰君安国际】近期投资看点：全球疫情下主要国家财政及货币政策对比 2020.05.25）

下半年经济大概率“U”型弱复苏。上半年经济极端冲击已经过去，下半年有望深坑反弹。但是受到全球疫情二次冲击，经济活动难以短期内修复至疫情前的水平。其次，今年全球利率水平一降再降，负利率资产和各国债务杠杆持续上升，货币投放并不能改善疫情对生产端的约束。全球经济需要有一个更为漫长的复苏周期。正如美国国会预算办公

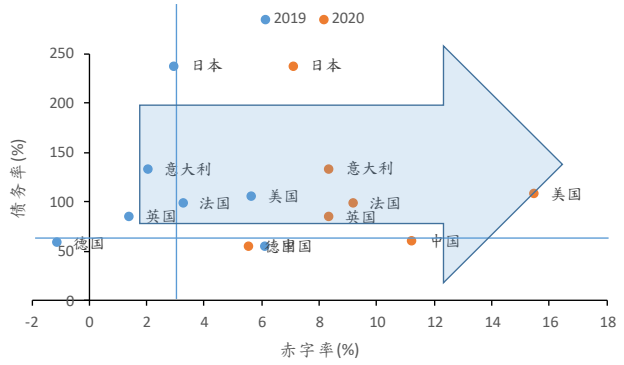
室(CBO)预计，美国经济到2022年后才能恢复到2019年水平。我们认为全球经济最可能出现类似于20世纪70年代的走势，“U”型或“W”型复苏。

图表 10：全球负利率资产



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 11：2019、2020 年国别赤字率、债务率分布

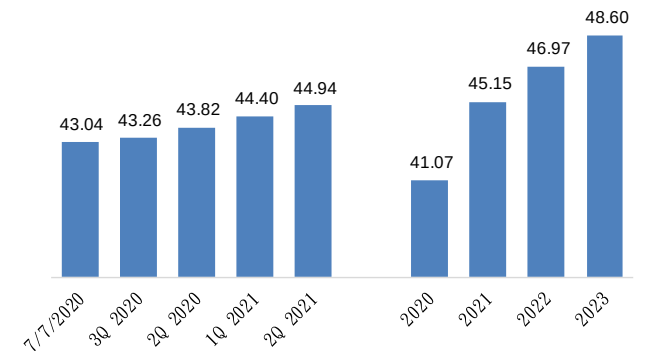


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

1.3 下半年温和通胀。

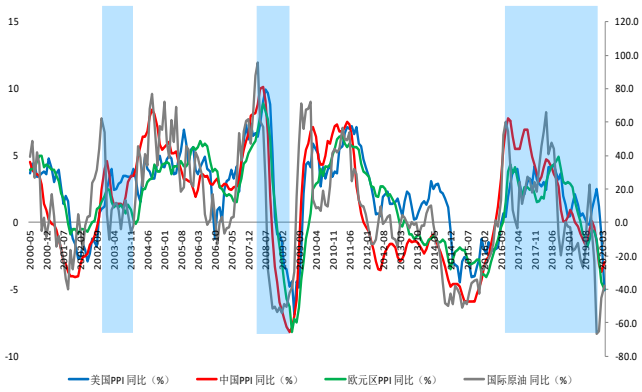
今年各国央行巨量货币投放，导致全球流动性泛滥，随之而来的是市场对通胀上升的预期。我们认为下半年市场不具备高通胀压力，主要基于两个原因：1）国际油价稳定；2）工业景气度温和回升。历史走势上看，国际油价是影响通胀的领先指标。受到需求复苏缓慢和供给过剩影响，彭博市场预计下半年国际原油价格中枢将停留在43-44美元/桶水平，国际油价趋于稳定。其次，产成品价格指数PPI虽然已经见底，但是下半年受到原油价格拖累，预计反弹空间有限。整体看，下半年全球通胀将受到能源价格和PPI拉动温和回升。

图表 12：彭博市场对油价预期



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 13：国际油价和 PPI 指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

(二) 美国经济展望：寻风

2.1 经济领先指标转好，但后续动力不足

经济质量指数仍处于历史较差水平。受到新冠疫情冲击，上半年美国经济陷入10年以来首次深度衰退。经济质量指数显示，直至6月，多组经济数据仍处于历史较差水平。其中，劳动力市场、企业盈利能力和美国国内投资显著低于历史同等衰退期间水平，Z-Score在历史-2倍标准差以上。相反，经济信心指数PMI和消费者信心指数明显改善。

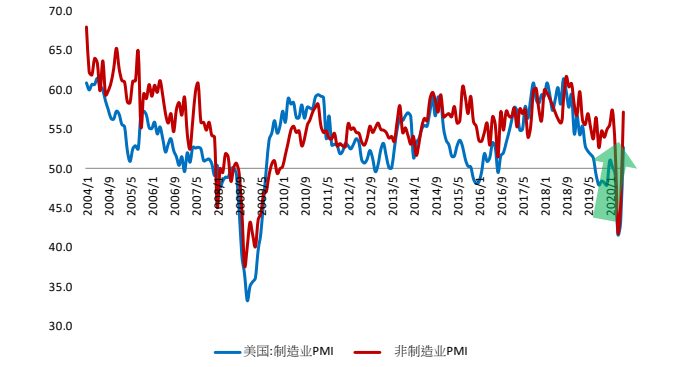
图表 14：美国综合经济质量指数

2020H1		Z Score					
		目前	2007年	2000年	1998年	1995年	1989年
经济增长	实际GDP年化季	-2.78	0.14	-0.15	0.43	-0.49	-0.15
	名义GDP同比	-1.28	-0.30	0.06	-0.02	-0.30	0.82
	ISM制造业PMI	0.10	0.34	-1.50	-0.59	-1.14	0.45
	ISM非制造业PMI	0.66	0.07	-0.17	0.12		
	产能利用率	-3.79	0.48	0.26	0.90	1.35	1.31
通胀	PCE通胀同比	-1.00	-0.41	-0.53	-1.04	-0.34	0.85
	PCE通胀环比	-0.69	-0.33	-0.92	-2.26	-0.79	1.47
	CPI同比	-1.54	-0.15	0.23	-0.69	0.01	0.49
	CPI环比	-1.22	-0.13	-0.13	-0.51	-0.13	0.24
就业	失业率	3.83	-1.01	-1.37	-1.07	-0.32	-0.30
	劳动参与率	-2.47	0.47	1.16	1.16	0.81	0.27
	平均时薪环比	-3.54	2.02				
	平均时薪同比	3.02	2.11				
消费	个人消费支出同比	-5.78	-0.15	0.84			
	零售销售环比	10.68	-1.11	-0.48	0.47	0.89	
	零售销售同比	-2.72	-0.41	-0.61	0.38	0.58	
投资	ISM制造业新订单指数	0.23	0.49	-1.83	-0.68	-1.63	0.42
	私人非住宅固定资产投资同比	-7.30	1.57	0.38	1.14	0.83	
盈利能力	EPS同比	-2.66	0.15	-0.50	-0.09	1.49	
	ROE	-6.13	1.24				
估值水平	12个月动态PE	2.47	-0.27	2.04	1.97	-0.93	
	12个月动态PB	1.99	0.67				
	Shiller PE	0.67	0.02	1.97	1.71	-0.72	

资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

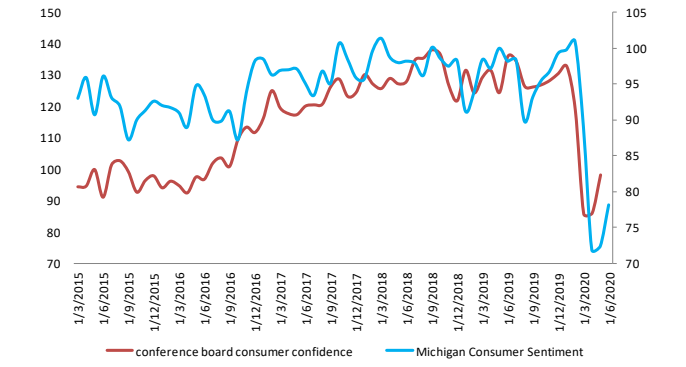
6月经济领先指标转好。5月以来，随着美国国内各州陆续复工复产，经济活动开始重启。6月美国多组经济领先指标明显反弹，其中代表产业信心的PMI指数回升至枯荣线上方。其次，消费者信心指数、国内零售、以及耐用品订单数据好转。第三、代表投资者信心的经济预期指数6月也录得强劲反弹。

图表 15：美国 ISM 制造业 PMI 指数和非制造业 PMI 指数



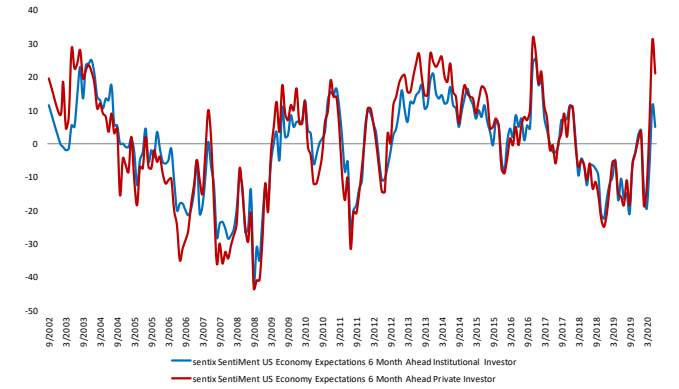
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 16：消费者信心指数



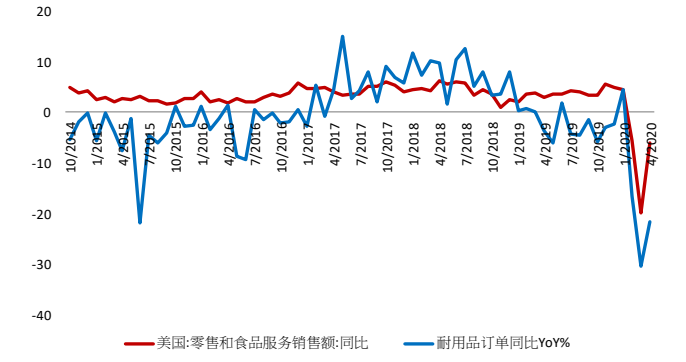
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 17：机构和私人投资者对美国经济预期



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

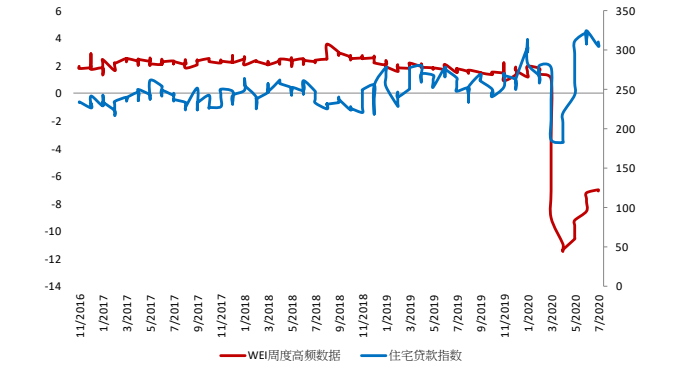
图表 18：零售销售和耐用品订单



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

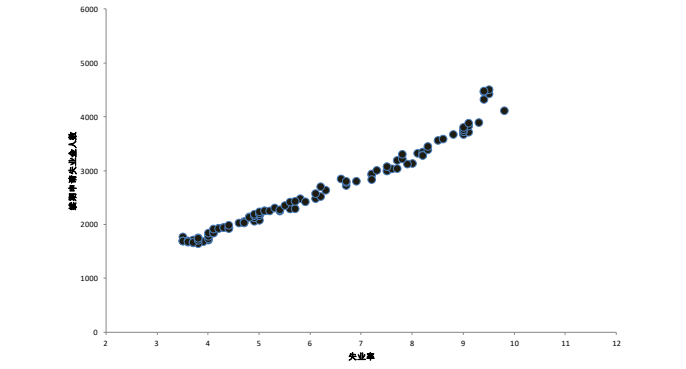
7月高频指数停滞，表明经济后续上升动力不足。从经济高频数据上看，6月美国WEI和住宅贷款指数触底回升，但是7月受到疫情二次冲击，高频数据出现滞涨现象。和美国失业率具备较高相关性的美国周度续请失业人数，7月开始停止回落。两组高频数据表明，当前美国第二波疫情对美国经济和就业市场形成冲击，可能导致后续上升动力不足。

图表 19：WEI 和住宅贷款指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 20：失业率和续期失业金人数

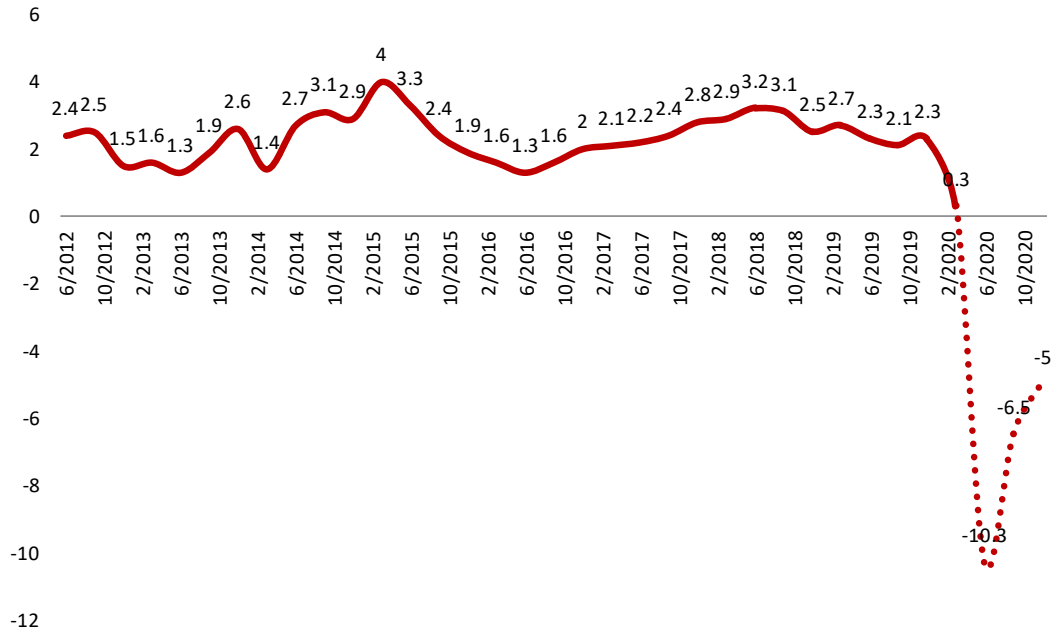


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

2.2 展望下半年：经济逐季复苏，但潜在风险不容忽视

下半年美国经济逐季改善。今年美国经历大萧条以来最大经济萎缩后，下半年美国经济有望逐季改善。市场共识预期今年二季度是美国经济的低点，GDP年化季将下跌-10.3%，三季度和四季度跌幅分别收窄至-6.5%和-3.5%。预期2020年全年美国经济跌-5.5%，2021年反弹+3.9%。

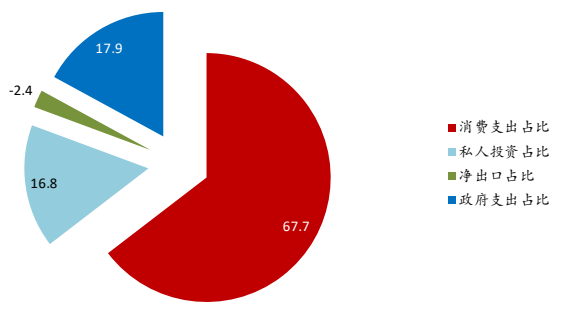
图表 21：美国年化季实际 GDP 增速预期(QoQ%)



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

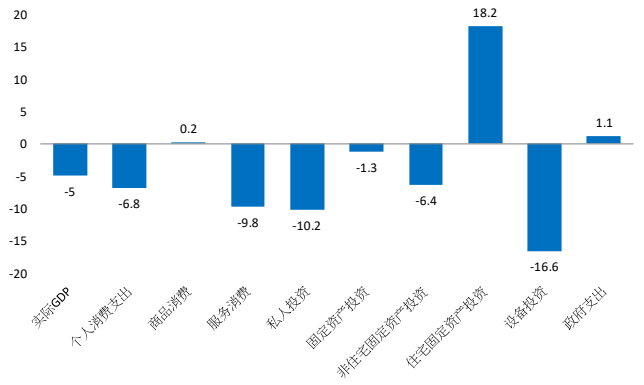
下半年最重要看消费和私人投资。私人消费和投资是美国GDP的重要组成部分，分别占GDP比重68%和17%。其中，私人投资的重要支撑来自地产投资。历史上，地产投资是美国经济的领先指标，通常领先三个季度。6月地产和消费出现一定复苏趋势。6月新屋销售创2007年5月以来新高，新屋开工和NAHB地产市场指数均强劲反弹。5月以来零售销售同比从-19.9%回升至-6.1%，环比从-97%反弹至-52%。代表地产投资和消费有望对下半年美国经济增长提供支撑。

图表 22：美国 GDP 分项占比



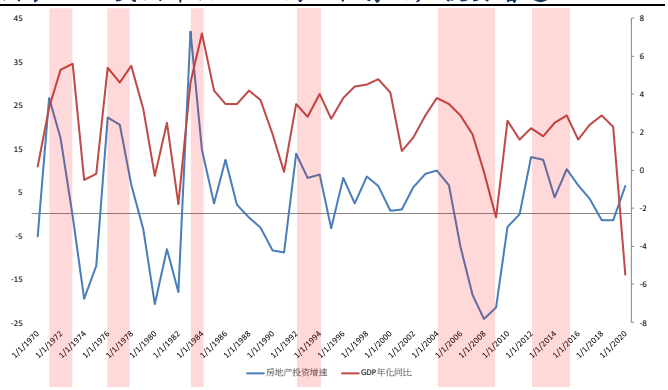
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 23：美国第一季度 GDP 分项增速



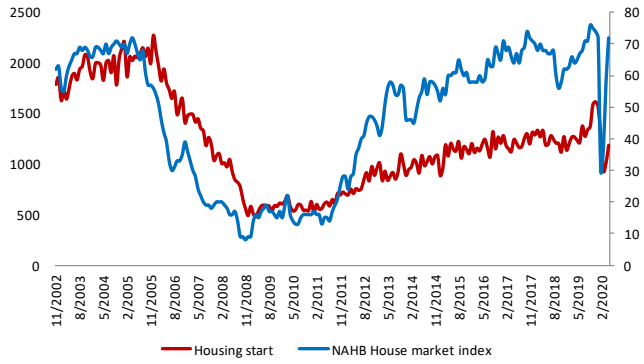
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 24：美国年化 GDP 同比和房地产投资增速



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

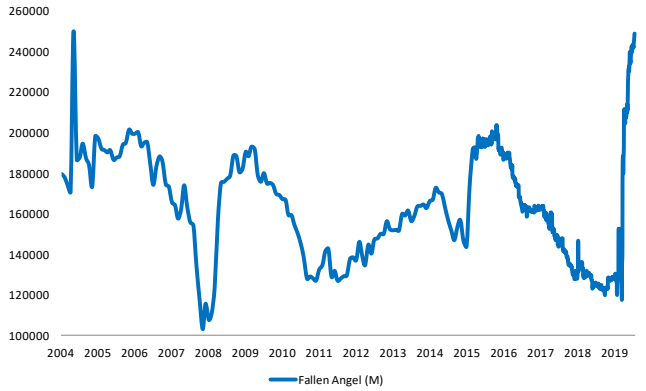
图表 25：美国新屋开工和 NAHB 地产市场指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

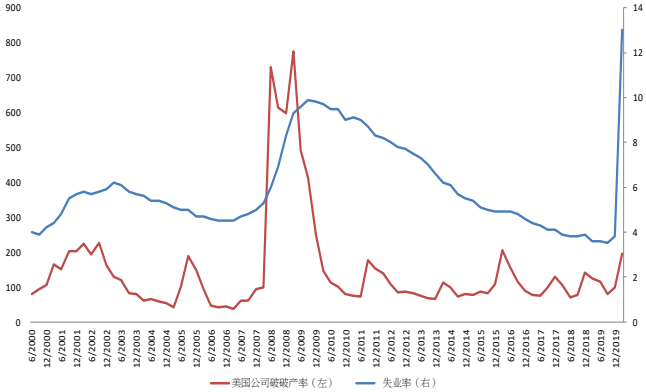
企业部门尾部风险不能忽视。今年在疫情冲击下二季度美国经济加速衰退。其中，被动下调评级的企业规模创2004年以来新高。埃贝公司数据显示，上半年美国已有超3600家企业在今年申请破产保护，同比增长26%。下半年企业部门尾部风险不能忽视，一旦美联储企业债购买计划于9月底结束后，美国企业破产率可能加速上升，造成经济尾部风险。历史上，美国企业破产率和失业率长期相关，对经济冲击显而易见。

图表 26：被动下调评级企业规模



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 27：美国企业破产率与失业率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

2.3 美国大选风险

美国大选和特朗普可能"剑走偏锋"。受到管控疫情不利和支持"武力镇压"美国国内爆发的"黑人命贵"事件，特朗普大选民调大幅回落于拜登，支持率一再下滑。最新Gallup 民调（6 月30 日）显示，特朗普工作支持率低至38%，美国历史上未连任的三位总统任期末工作支持率均低于50%。向前看，下半年特朗普继续打经济牌的成功概率大幅降低。所以，特朗普拉动支持率的底牌就是煽动美国国内民族情绪，将内部矛盾转为外部矛盾。特朗普将收紧对华政策作为拉选票的重要筹码。

倘若特朗普败选，政策可能产生巨大改变。我们认为拜登当选和特朗普当选对经济和市场未来发展将产生巨大差别。其中主要包括以下三个方面：**1）税务：**民主党所推崇的全民医保和免费教育，受到广大美国中下层民众欢迎。那么，民主党上台后将增加公共医疗和教育方面支出，预计实现全面医保将在未来10年花费美国政府33万亿美元。民主党倾向于加收企业税和富人税，拜登（Joe Biden）曾经讨论过将公司税提高到28%。**加税举措预计将拉低标普500指数3%-7%的盈利**，对市场影响显而易见。相反，特朗普的小政府理念，倾向于进一步减税，此前政府将公司所得税税率从35%调低至21%。**2）社会福利及财富分配：**民主党倾向公平社会，一旦当选将加大对富人征税，以及上调中产对社保基金和医疗保险的缴费来实现补贴穷人福利。因此，民主党候选人上台后可能导致美国个人所得税上调，社保医保缴费上升。相反，特朗普曾表示将实施个人减税政策永久化。**3）**拜登当选会更加重视新能源行业的投入，计划未来10难投入1.7万亿美元进入新能源技术开发。

2.4 美联储还有多少货币政策空间

上半年美联储已经出台了除货币市场投资者投融资工具（MMIFF）、定期证券借贷便利（TSLF）、薪资保护计划贷款便利（PPP）等七大政策工具，累计投放货币超过 3 万亿美元。展望下半年，当前美国新一期再次恶化，我们认为美联储仍将有超过 1 万亿规模的货币投放进入市场。其中，7500 亿来自债券购买。美联储工具箱还有部分工具未使用，包括：

1) **引入收益率曲线控制（YCC）:**考虑到新冠疫情在美国第二

波冲击，美联储未来可能引入收益率曲线控制（YCC）。从而控制上端利率上行空间和短短利率的下行空间，防止收益率倒挂，促进信贷市场。

2) **重新启动定期拍卖便利工具（TAF）：**这项措施美联储在上一轮金融危机曾经使用，通过拍卖方式为金融机构提供为期28天和84天的抵押贷款。抵押品和贴现窗口相同，但是银行会更愿意使用 TAF。主要是贴现窗口的使用会令市场担心银行财务状况转差，从而影响银行声誉。而 TAF 作为贴现窗口的补充，定期向银行拍卖资金，将解决贴现窗口的问题。

3) **直接购买股票 ETF:**美联储可以参考日本直接购买股票 ETF 来加大资产购买力度。因为美国居民资产中 37%的比例和股票挂钩，因此支撑股市对美国居民资产和消费信心有较大提振作用。

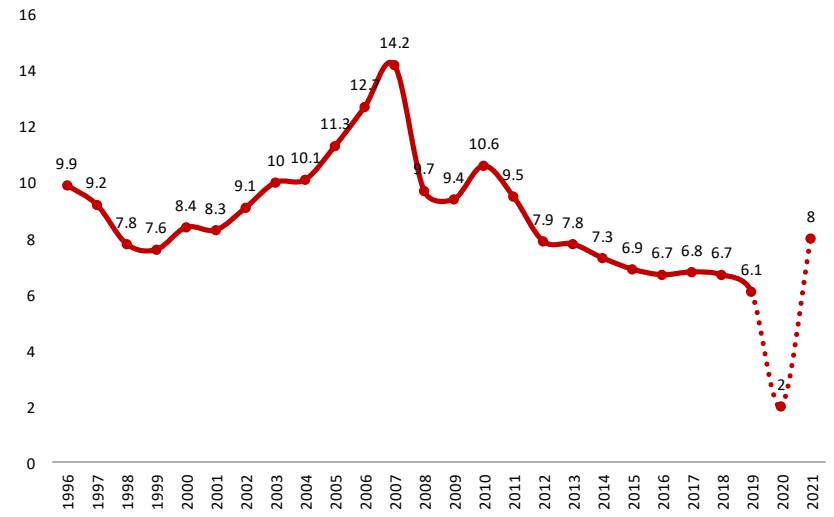
4) **负利率：**可以刺激银行通过贷款将资金推向实体经济，加大市场贷款供给，有利于经济复苏。但是负利率对美元汇率和国际美元的需求可能产生相对负面的影响。资金回流也会变相推升美国国内通胀。

(三) 中国经济展望：白露横江，冯虚御风

3.1 中国经济率先触底

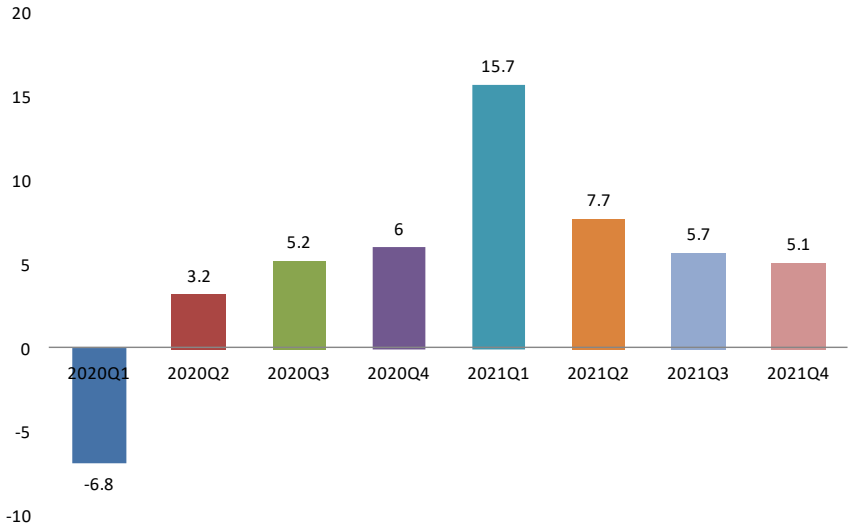
受疫情的影响，中国一季度经济增长大幅下滑，同比增长跌至-6.8%，创历史最低水平。随着国内对新冠疫情控制较好，中国经济较其它国家率先触底。彭博市场预期今年一季度是中国经济的底部，二季度经济开始转正，并且逐季回升。市场共识预计中国经济全年将保持2%的增长，2021年将回升至8%的经济增速。整体上看，中国有望是全球少数2020年录得正增长的经济体。

图表 28：中国 GDP 增速预期(YOY%)



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

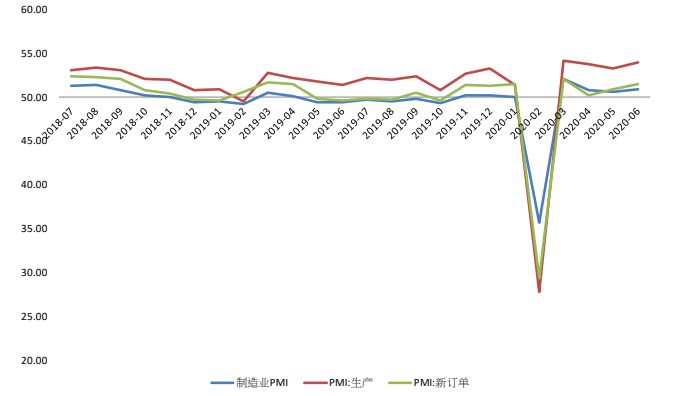
图表 29：季度中国 GDP 增速预期(YOY%)



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

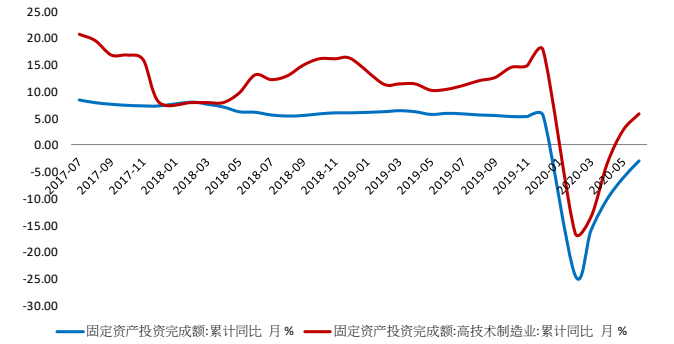
3月以来多个经济数据录得明显回升。3月以来多个经济数据开始反弹。其中，制造业PMI指数、新订单指数和生产指数均回到枯荣线之上，并录得扩张，表明生产和需求的回升。固定资产投资、社会消费品零售、以及工业增加值均录得明显反弹，表明需求、投入和产出的回升。

图表 30：制造业 PMI、新订单、生产指数



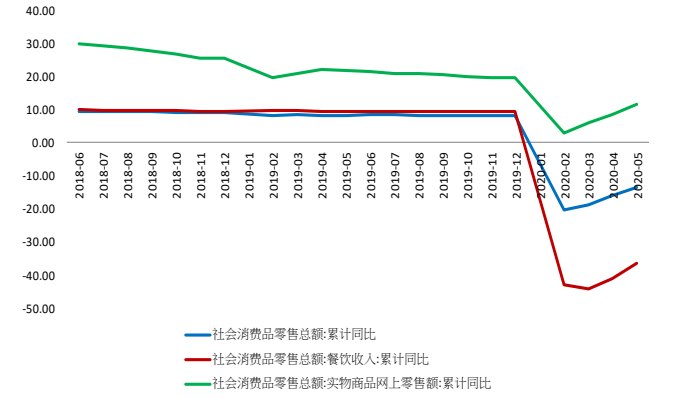
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 31：固定资产投资



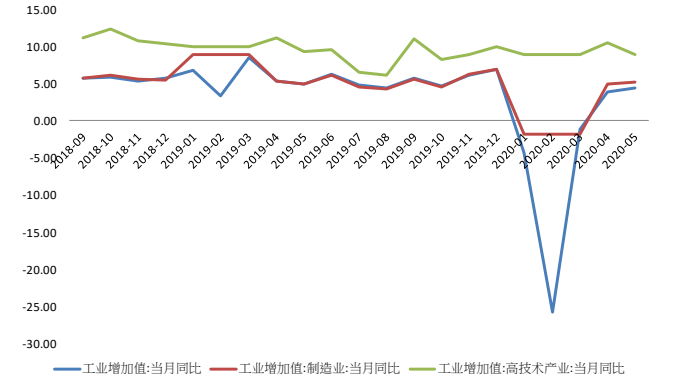
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 32：社销零售



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 33：工业增加值

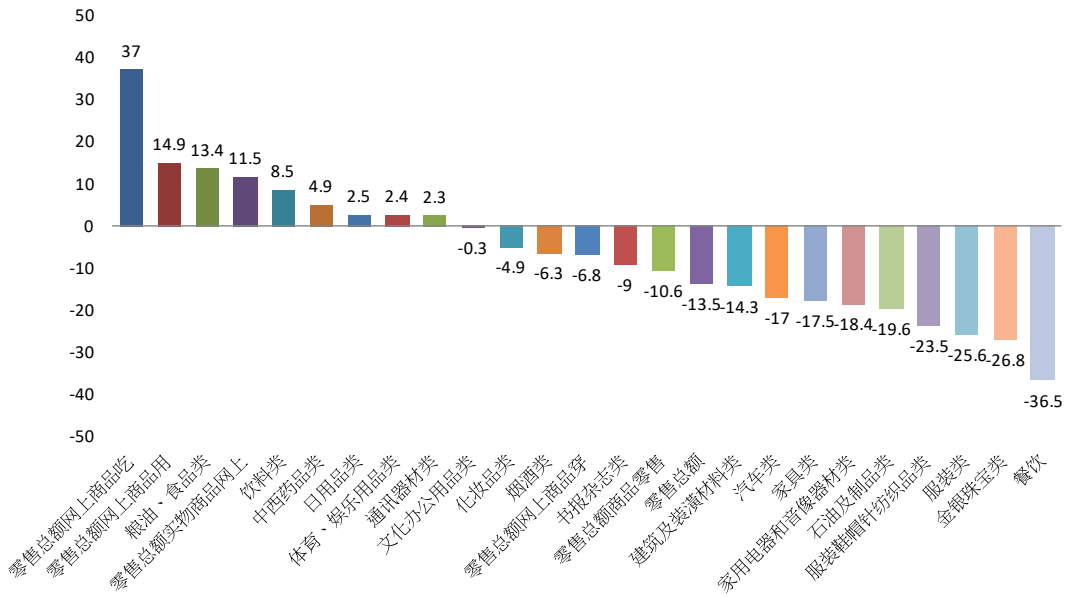


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

3.2 上半年经济线索

消费端，线上消费和必需消费品保持高景气。终端消费数据显示，今年以来线上消费和必需消费品保持高增速。部分受疫情冲击较小的行业，食品和医药行业恢复速度较快。3-5 月医药零售增速分别为 8.0%、8.6%、7.3%。3 月以来食品零售持续双位数增长。

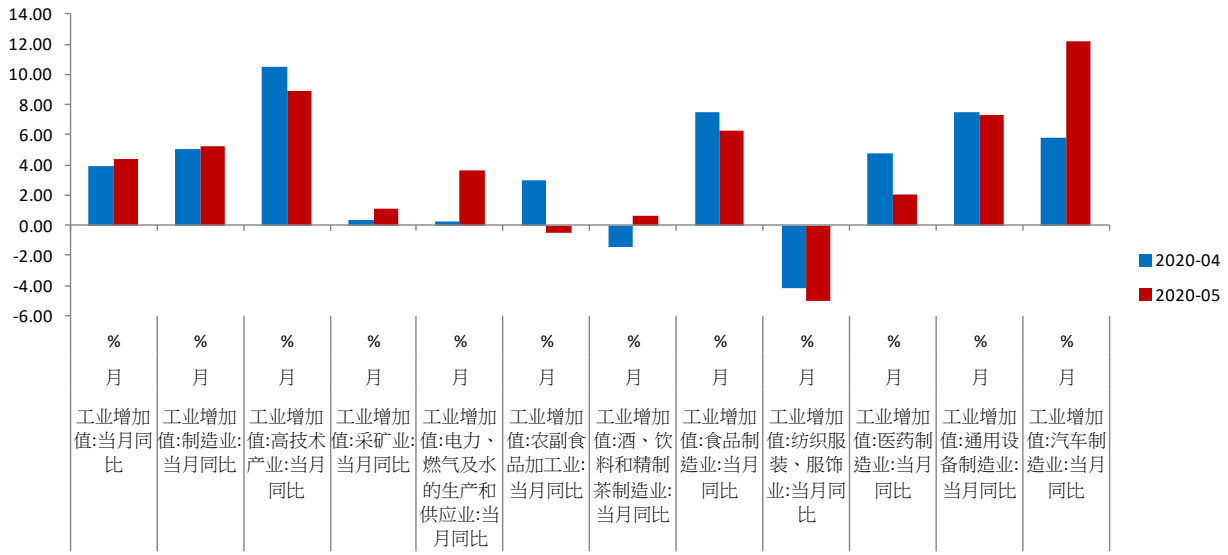
图表 34：社零消费行业分项



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

制造端，高技术、食品、医药制造业受疫情冲击最小。从工业增加值上看，高技术、医药和食品制造业受疫情冲击最小，今年以来持续保持快速增长。

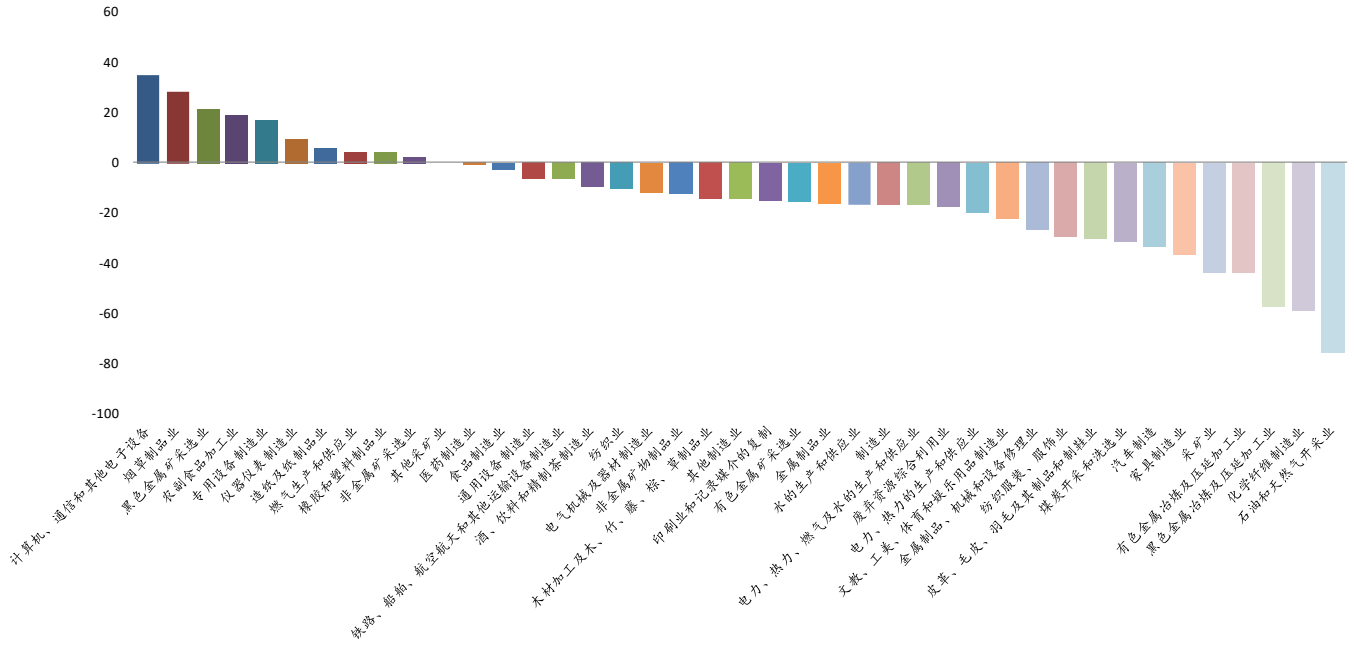
图表 35：工业增加值分项



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

利润端，偏下游消费品制造和高技术制造业利润较好。工业企业利润显示，今年偏下游消费品制造和高技术制造业利润较好。6 月工业企业利润增速实现由降转升，绝大多数行业利润增速回暖。其中，装备制造业、计算机通讯电子、高技术、消费品制造业利润表现较好。6 月地产和基建发力，带动上游制造业利润改善。

图表 36：工业企业利润



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

3.3 下半年三条主线拉动经济回升

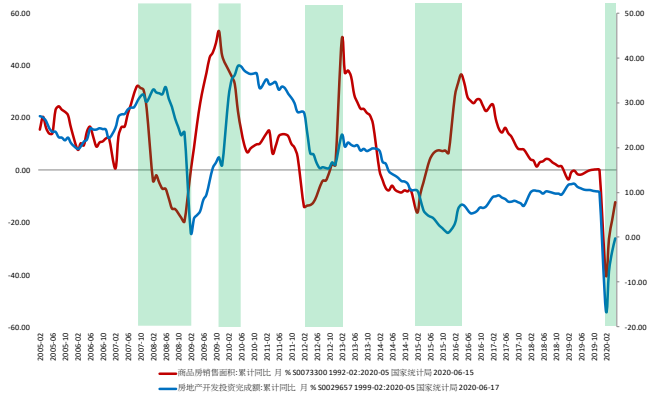
地产、基建、消费并肩骑趋推动下半年经济。展望下半年，我们认为有三条主线将拉动国内GDP继续改善，分别来自地产投资、基建投资、以及消费复苏。

主线一、地产韧性强，M2保持高位，下半年经济有继续回升动力。历史数据显示，中国M2和房地产销售以及工业增加值高度相关。而房地产销售是房地产投资的领先指标，通常较地产投资领先2-3个季度。房地产投资和GDP保持同步走势。3月以来国内M2连续4个月保持高双位数增长，房地产销售和工业增加值从4月开始也持续改善，房地产投资数据受到房地产销售转好推动上升。房地产投资回暖预计下半年对经济有所支撑。

图表 37：季度中国 GDP 增速预期(YOY%)

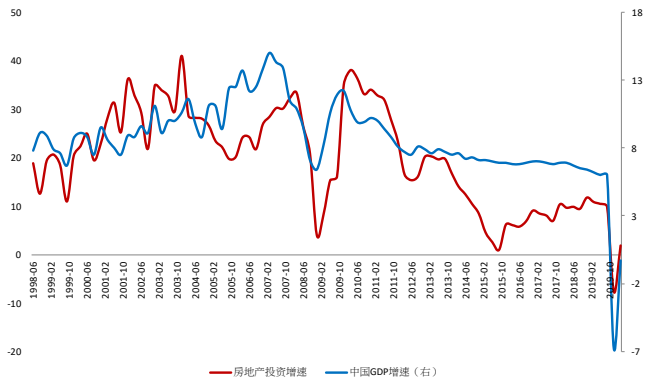
资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

图表 38：房地产销售和房地产投资



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

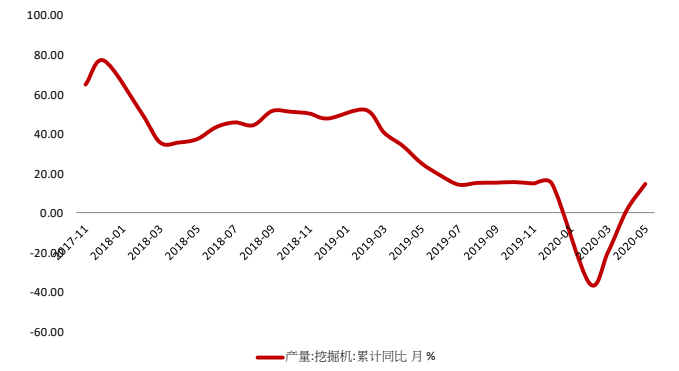
图表 39：房地产投资和 GDP 保持一致



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

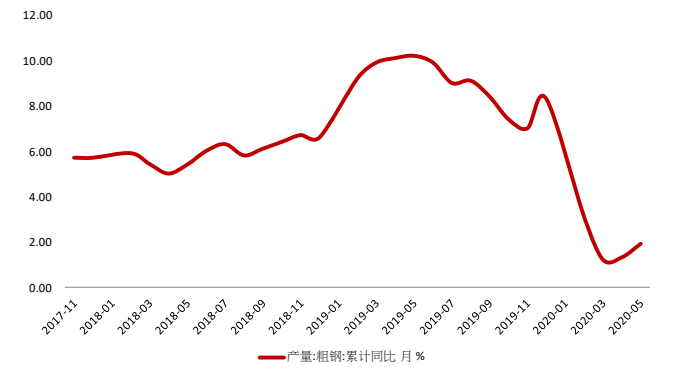
主线二、基建审批加速，政策支持力度强。3月以来国家发改委审批项目投资加速，从挖掘机销量强劲反弹看出基建正在加速落地。其次，今年专项扩容明显，5月地方专项债发行规模超过万亿，全年有望扩充至3.75万亿元人民币（2019年为2.15万亿）。此外，政策上，两会支持"两新一重"（新基建、新型城镇化、交通水利等重大项目建设）的政策导向明确。基建将是下半年经济支撑的重要看点。市场共识预期，第三季度和第四季度国内固定资产投资将回正至3.4%和6.0%，逐季加速。

图表 40：挖掘机销量



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

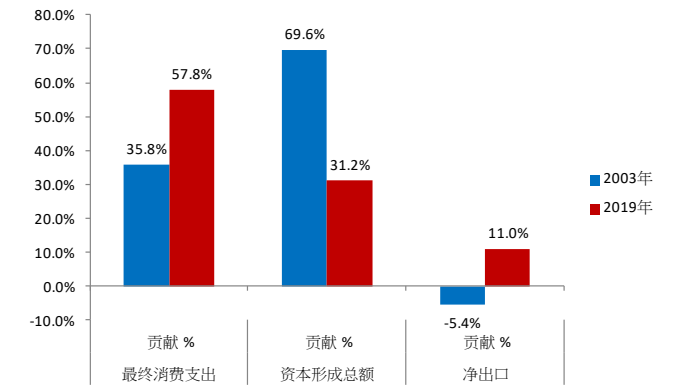
图表 41：粗钢产量



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

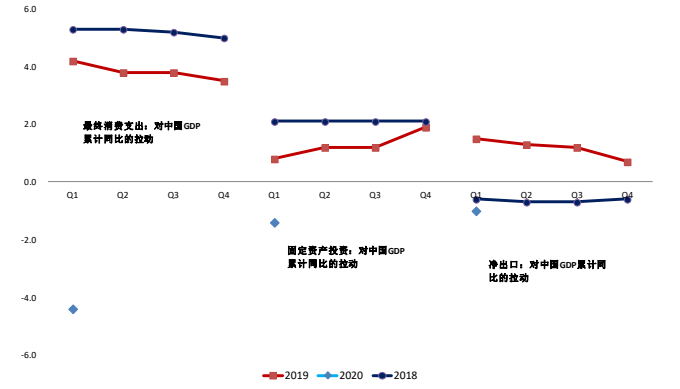
主线三、消费复苏。近年来国内内需消费市场不断扩大，2019年最终消费支出对经济的贡献以及由2003年的35.8%上升至57.8%。历史统计显示，人均可支配收入和社会消费品零售总额增速高度相关。今年一季度国内人均可支配收入出现明显下降，对国内实体消费活动产生拖累。二季度开始，国内经济数据反弹，地产销售数据回升，居民可支配收入跌幅收窄。下半年，受到地产周期性复苏带动，居民可支配收入有望继续上行，支持国内消费市场复苏。市场共识预期，第三季度和第四季度国内零售消费将回正至3.3%和5.2%增长。

图表 42：三大需求对经济的贡献 %



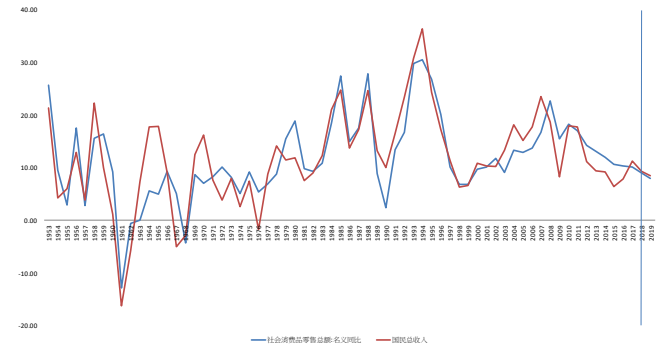
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 43：三大需求对经济的拉动 %



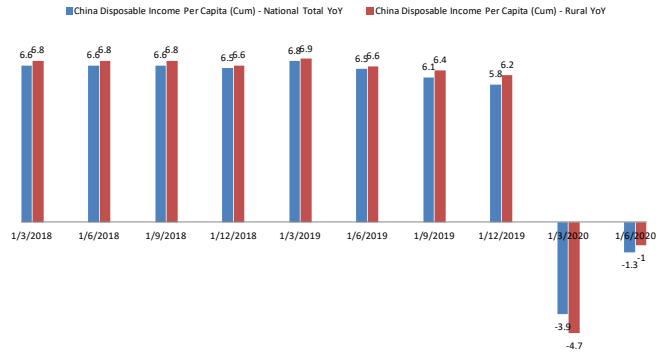
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 44：人均可支配收入和社会消费品零售总额增速 %



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 45：中国城市和农村人均可支配收入增速 （%）



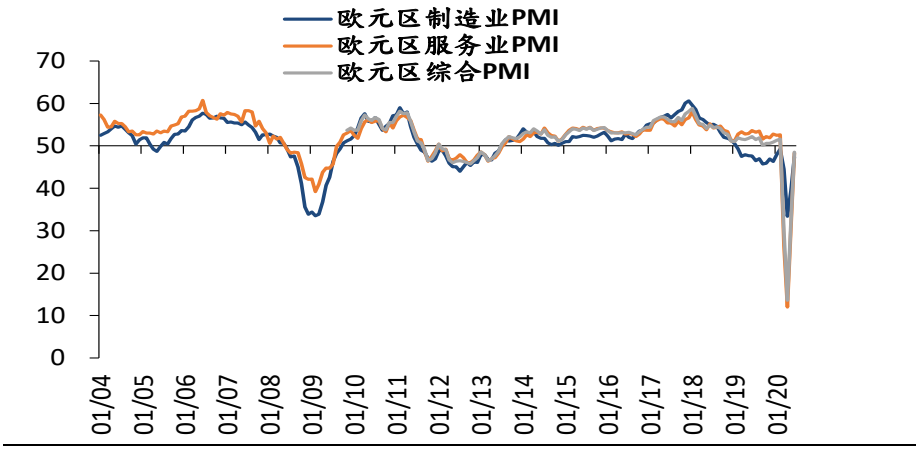
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

(四) 欧元区经济展望：经济缓慢复苏，通胀持续低迷

回顾 2020 年上半年：

欧洲经济受新冠疫情严重冲击：受新冠肺炎疫情影响，欧洲多个地区由 3 月份开始实施不同程度的封城措施，令欧洲经济活动几乎陷入停顿，欧元区第一季度季调后 GDP 季率实际公布负 3.8%，创有纪录而来最大跌幅。4 月欧元区综合采购经理指数下滑至 13.6，制造业和服务业 PMI 分别下滑至 12.0 和 33.4 ，均刷新历史低点。随着 5 月欧元区疫情逐渐好转，欧洲多国开始逐渐解除封锁措施，6 月欧元区制造业、服务业和综合采购经理人指数分别反弹至 47.4、48.3、48.5，但仍处于收缩水平。

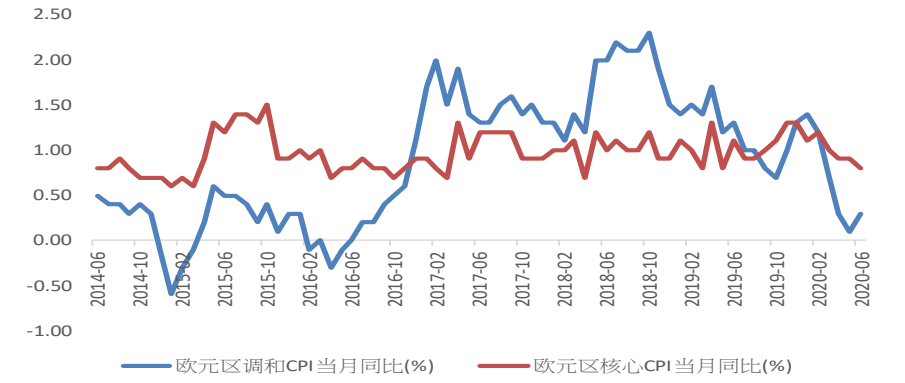
图表 46：欧元区 PMI



资料来源: Wind，国泰君安国际

通胀低迷：欧元区 6 月 CPI 月率终值录得 0.3%，与 5 月持平。6 月环比增长 0.3%。新冠疫情大幅降低了燃料需求并压低能源价格，导致 6 月欧元区通胀年率仍处于至近四年最低水平。

图表 47：欧元区调和 CPI 和核心 CPI



资料来源: Wind，国泰君安国际

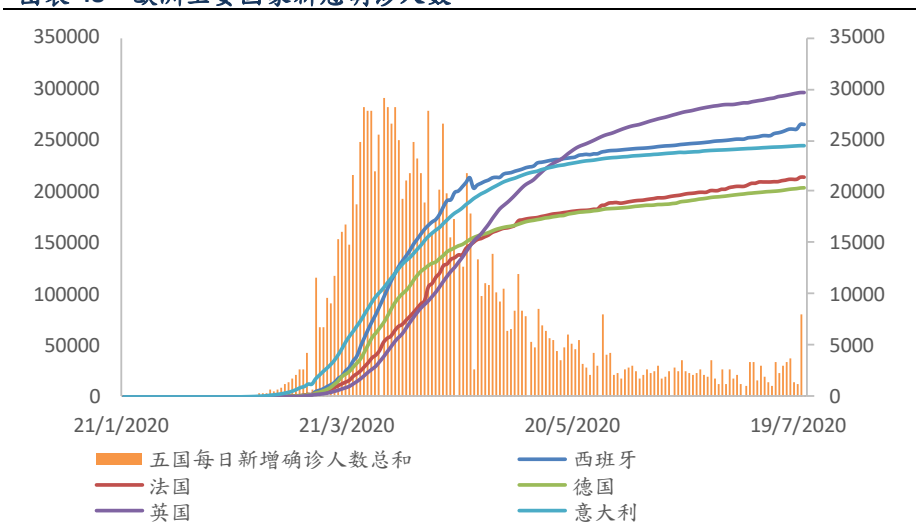
2020年下半年展望：

宽松货币政策仍将持续，充沛的资金环境有助维系景气及金融市场表现：为减缓新冠疫情对经济造成的冲击，欧洲央行于今年3月推出了纾困项目,包括使用PEPP（疫情紧急购买项目）等计划，为经济提供极其便宜的长期资金，从而有效的应对了流动性和债券收益率上升风险。7月欧央行会议结束，维持主要再融资利率0%纪录低位，以及隔夜存款利率和隔夜贷款利率分别维持负0.5%和0.25%不变，维持紧急抗疫买债计划(PEPP)规模于1.35万亿欧元不变，增量购买至少持续到 2021年6月，到期资产再购买至少持续到 2022 年底。另外，欧央行将继续维持常规买债规模每月200亿欧元，并将于年底前再额外进行1,200亿欧元临时资产购买。

自今年3月大幅放宽纾困贷款条件，欧元区银行总共申请了1.31兆欧元长期贷款，净取得金额仅5,480亿欧元，创下自欧洲央行于2014年6月会议提出TLTRO以来最高纪录。欧元区刺激计划的加码有助于进一步提振经济。

欧洲新冠疫情暂稳，解封进程较好:从欧洲在开始实施解封，新增病例已得到明显控制。解封近两个月后，目前欧洲疫情尚未出现明显反弹。法、德、意、西四国自6月中旬进入较全面解封的第三阶段，国家公交出行持续提升，更多的社会生产生活重启。欧盟6月30日决定对十余个国家开放外部边界，预计这些政策短期会支持经济的加速改善。

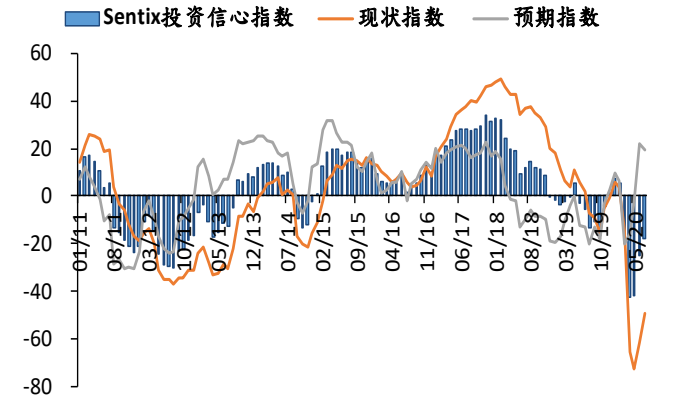
图表 48：欧洲主要国家新冠确诊人数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际,数据截至 2020 年 7 月 21 日

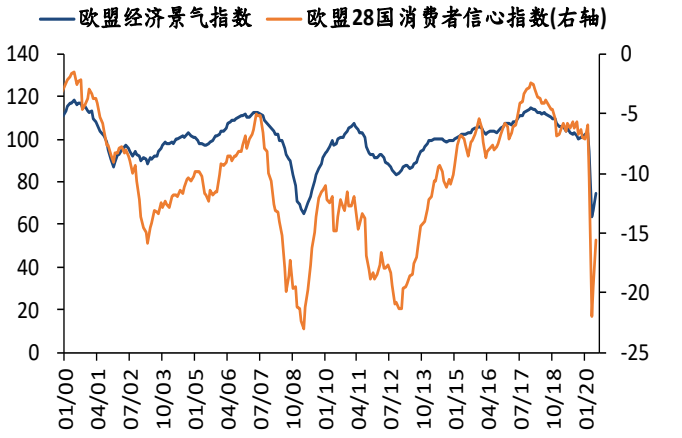
展望下半年，在新冠疫情有效控制的前提下，欧元区的经济复苏已整体步入正轨，投资信心指数和欧盟经济指数均表明欧洲经济状况将持续改善。通胀方面，我们预计尽管欧洲央行采取了宽松的货币政策，但需求的改善慢于生产和投资，未来几个月通胀将进一步下降。

图表 49：Sentix 投资信心指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 50：欧盟经济景气指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

(五) 日本宏观经济展望：经济缓修复，增长存压力

“无论金融危机有多严重，也不会是足够大规模的财政政策无法解决的”

—现代货币理论之父莫斯勒

疫情带来的冲击短期内将在日本大规模的财政刺激政策下得到缓解。虽然二季度经济数据料大幅下滑，但下半年的缓慢修复会是大概率事件。长期来看我们认为日本经济仍需解决人口减少、老龄化、企业结构僵化、政府债务高企等难题。GDP占比较大的消费距离转折点距离尚远，预计低增长、低通胀、低利率的三低环境将长期保持。

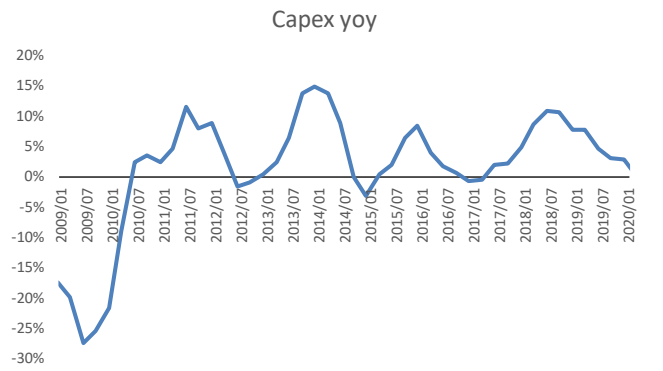
投资增速料进一步下跌

我们在年初的展望准确预判了日本2020年投资增速回落，尽管当时呈现出一些扩张趋势。短观指数显示企业家对2020年三季度的商业环境预测继续大幅下降，短观商业环境预测指数跌至-34。对国内、海外的供需情况预测同步恶化。回顾历史我们可以发现日本短观指数为正值的区间，日本投资活动也较为活跃。我们认为短观商业环境指数的转负意味着未来日本投资增速将从目前水平回落。根据彭博数据，市场共识预计2020-2021年私人投资增速将由2019年的2.0%下滑到-6.45%和+1.7%，在2022年恢复至2.75%。

图表 51：日本私人企业设备投资同比

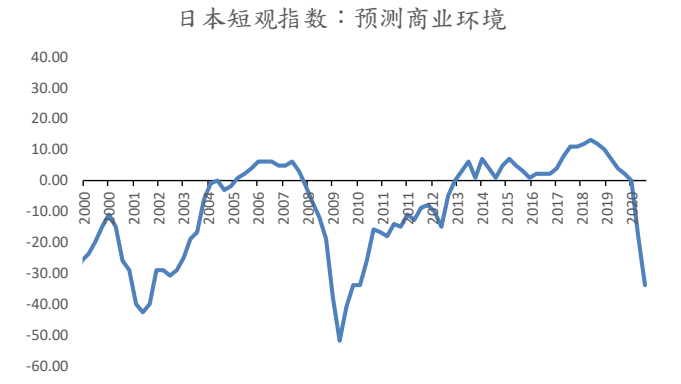
资料来源: WIND，国泰君安国际

图表 52：日经指数预计资本开支同比



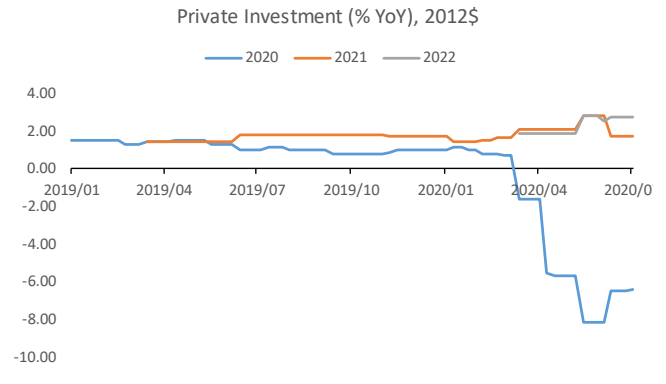
资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

图表 53：日本短观指数预测值



资料来源: Wind，国泰君安国际

图表 54：日本私人部门投资增速预测呈下滑趋势

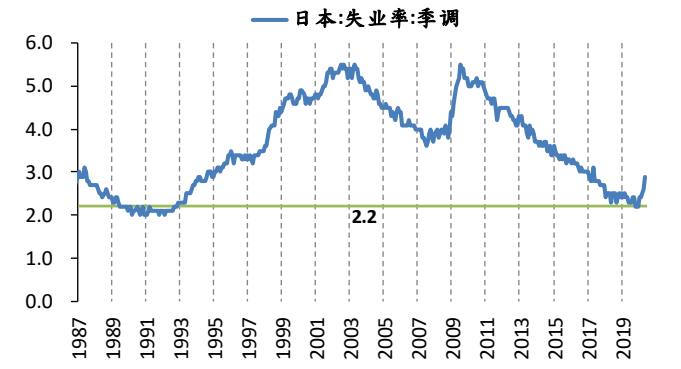


资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

失业率短期小幅上升后仍将回落

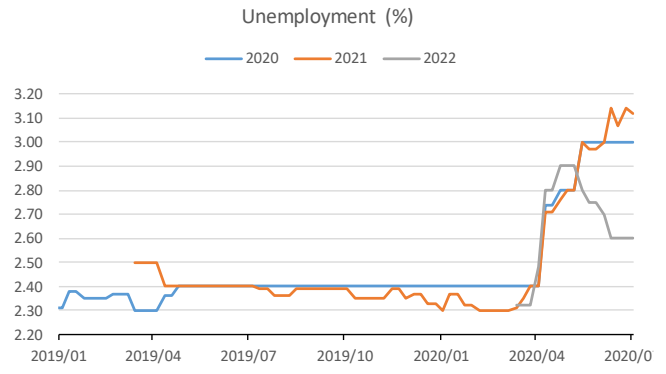
此前我们指出日本接近2.2%的失业率已无进一步下降空间。在新冠疫情的冲击下，部分企业破产，使得日本极低的失业率水平从底部反弹。但我们认为随着社会应对新冠疫情经验的增加，多个潜在疫苗、药物临床的推进，社会经济活动将从疫情的影响中逐步走出。而日本整体上依然面临人口老龄化带来的劳动力自然流失的问题，政府增加劳动力方面的努力，将在较长时间内带来益处。加上日本较为独特的用人制度，我们预计日本失业率在短期小幅上升后，仍会回落。根据彭博经济学家预测2020-2021年日本失业率分别为3.00%和3.12%，共识认为2022年失业率将重新下降。

图表 55：日本失业率接近底部。



资料来源: WIND，彭博，国泰君安国际

图表 56：日本失业率预计将在底部徘徊



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

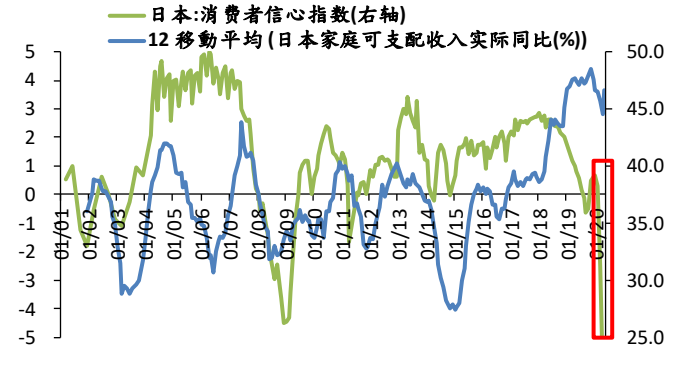
消费缓慢修复，但距离转折点距离甚远

日本消费信心指数的上升进程遭受疫情影响而中断，在3-4月大幅下滑。5月日本2人以上的家庭消费性支出实际同比大跌16.2%，自去年10月以来连续下跌8个月，创历史新低。而个人消费在日本经济中的占比超过一半，给GDP增速带来较大拖累。我们认为消费的大幅下跌部分源自于日本应对疫情的封锁措施。5月25日起日本全面解除新冠疫情导致的紧急状态，零售业重开，有望带来一些恢复性增长。但旅游业停滞导致来自海外游客的消费几乎归零仍难改观，我们预计加强网上销售的努力短期难以见效。

但另一方面，家庭实际可支配收入依然维持在正增长区间，仅4月出现-0.6%的小幅下跌，而5月迅速反弹至+13.4%，料跟日本政府的财政刺激政策有关。我们认为在家庭可支配收入未受影响的环境下，消费将从疫情的打击中缓慢修复。虽然彭博共识预测2020年实际消费将下滑5.45%，但已经出现了筑底迹象，且预计未来两年的实际消费增速将分别为2.6%和1.4%。

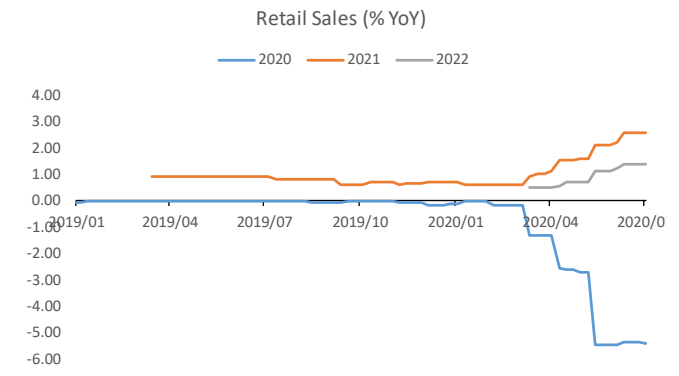
与此同时，我们重申*“距离日本经济的转折点仍需时间，消费情况不会随收入提升而提升”*。近几年来，随着日本实行超量化宽松的货币政策，家庭储蓄率逐步回升。并且根据世界银行预测，储蓄率的提升在未来几年仍将继续。我们预计，在储蓄率接近我们此前分析指出的8.0%的敏感线水平之前，我们仍难以看到出生率的提升。而我们认为出生率是决定日本消费是否可以结构性转好的最为关键的指标。

图表 57：日本消费信心指数在 2019 年反弹



资料来源: WIND，国泰君安国际

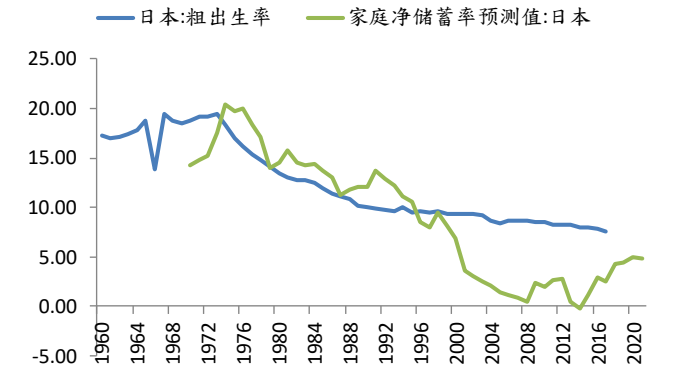
图表 58：日本零售增速预测变动情况



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

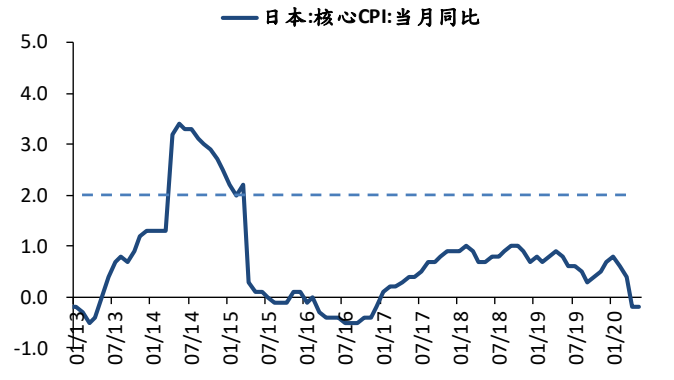
即使在新冠疫情以前，日本距离2%的通胀目标仍相当遥远，新冠的出现进一步使通胀远离目标水平。全年日本的通胀水平可能出于负区间。但未来两年考虑到日本的充分就业环境和家庭收入的继续提高，加上日本政府财政、货币政策的刺激，通胀料将重新恢复。彭博市场共识预计2020年核心通胀同比-0.1%，2021/2022年分别为0.2%/0.65%。

图表 59：日本出生率和储蓄率的关系



资料来源: WIND，世界银行，国泰君安国际

图表 60：日本核心 CPI 较 2%目标水平仍有较大距离

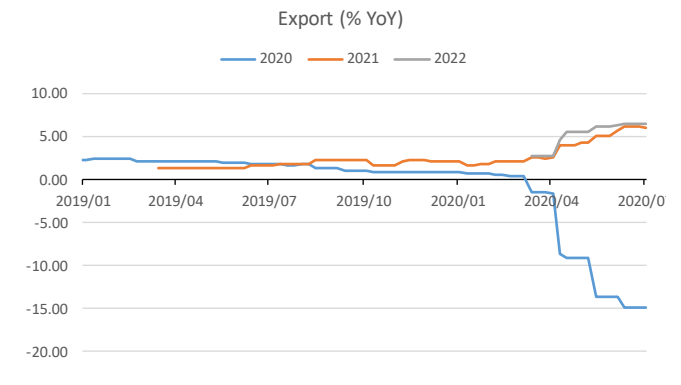


资料来源:WIND，日本内阁府，国泰君安国际

出口下行压力

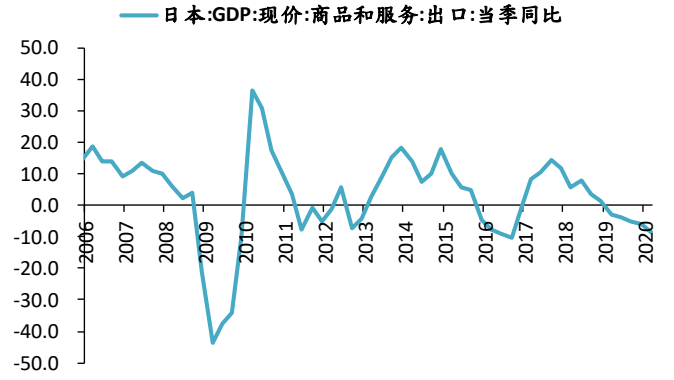
我们预计美日息差仍将在低位维持，而目前的汇率水平与之偏离较远，未来日元仍将面临升值压力，不利于出口。此外，新冠疫情蔓延，全球经济重启不确定性较高。加上在美国11月的大选之前，国际贸易前景仍然黯淡。虽然2019年下半年日本出口的基数不高，今年下半年的日本出口数据仍将有非常大的下行压力。彭博市场预计2020-2022年日本出口同比分别-14.8%/+6.0%和+6.5%。

图表 61：日本出口同比增速预期



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 62：日本出口同比增速变动



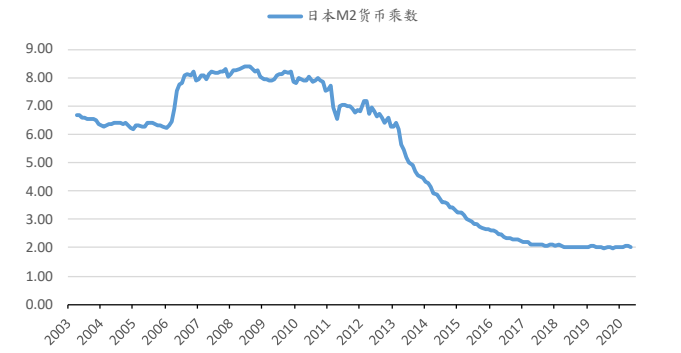
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

货币政策

回顾日本央行的宽松操作：4月27日，日本央行取消了此前每年80万亿日元的国债购买规模上限。6月19日，扩大特别贷款计划规模，从75万亿日元升至110万亿日元左右，增加企业债及商业票据的购买额度。两次均未进一步调整-0.1%的基准利率和0%的十年期国债目标利率。虽然日本央行行长黑田东彦表示如有必要将毫不犹豫地采取更多的宽松措施。但我们考虑到：1) 日本央行目前已经持有日本国债市场整体的40%-50%，比例已经相当高，继续购买国债的空间实际有限； 2)企业债在日本债券市场的占比很低，规模有限； 3) 利率短期来看似乎不会是日本央行的工具选项，我们认为日本央行的宽松措施其实十分有限。

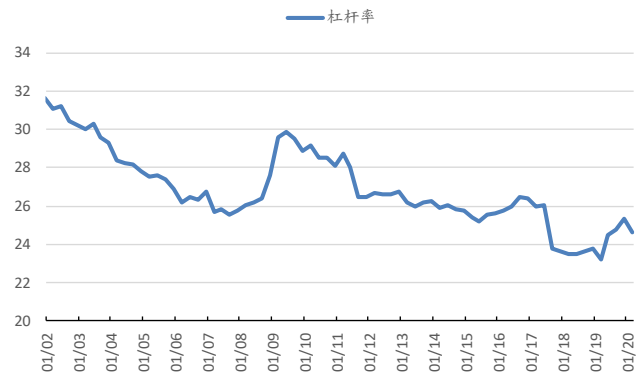
此外，目前日本货币乘数已经一路下跌至历史新低，截至2020年5月的数据显示日本M2货币乘数仅2.04，远低于美国、中国数据。实际上自2018年以来，日本M2货币乘数已经长期在略高于2.0的水平发展，我们认为目前的日本货币乘数已经处于极低水平。考虑到日本仅0.8%左右的存款准备金率，意味着新增货币投放大量滞留在金融机构，未能进入实体流通。经济增长前景不明，国际环境变幻，企业态度以“现金为王”为主，借贷意愿极低。进一步宽松将会存在金融系统性风险。

图表 63：日本 M2 货币乘数已难以进一步下降



资料来源：日本央行，国泰君安国际

图表 64：日经指数预期杠杆率



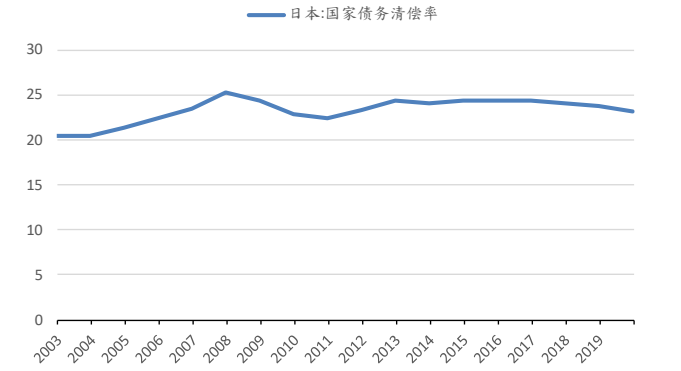
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

与此同时，日本又已经丧失了其通胀趋势，且在新冠冲击下预计将在一段时间内处于负区间，未来两年加息的概率几乎为零。利率仍将在超低水平长期持续。

财政刺激是主要的应对措施

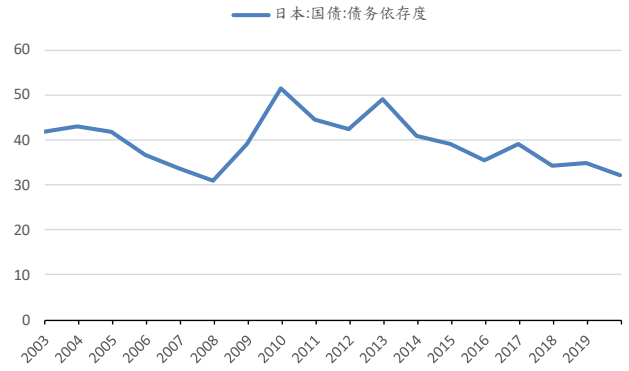
日本3月通过2020年102.66万亿日元的财政预算，随后4月7日通过历史最大规模的经济刺激计划，总额高达108万亿日元(后上调至117万亿日元)，其中财政支出39.5万亿日元，将主要用于补贴收入大幅下滑的中小企业和家庭生活援助。允许企业暂缓缴纳法人税和社保费等。随后，4月日本政府推出第一批25.69万亿日元财政补充预算。5月推出第二次补充预算31.9万亿日元，提振经济并支援受疫情影响的中小企业，财政预算总额增加至160万亿日元，约占日本GDP的30%。两次补充预算共57.6万亿日元，约占日本GDP的10%。财政政策将成为2020年日本经济的主要推动力，一季度日本政府消费和公共投资共拉动GDP增长0.8个百分点。考虑到财政措施实施生效的时间点，作用将部分在二季度体现，三季度则将更为明显。

图表 65：日本国家债务清偿率



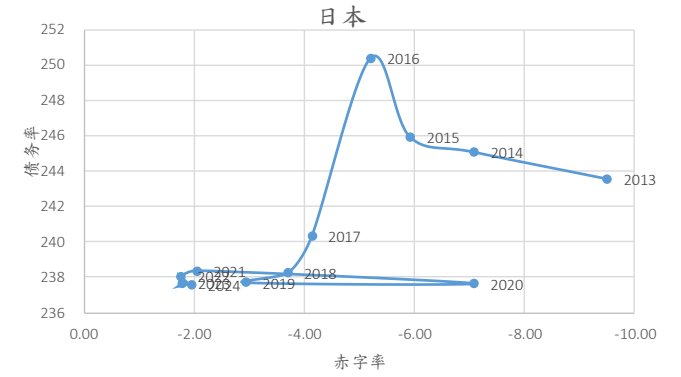
资料来源：日本财务省，国泰君安国际

图表 66：日本国债依存度



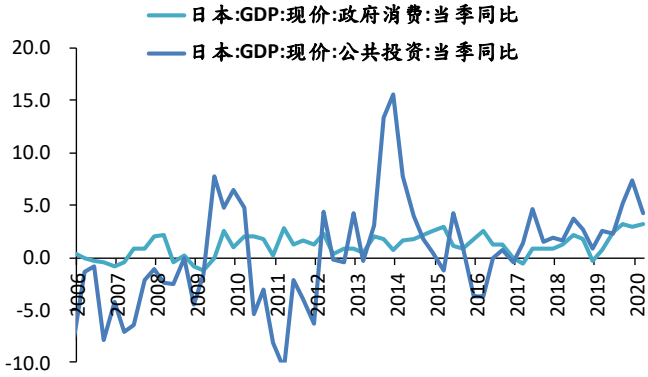
资料来源：财务省，国泰君安国际

图表 67：IMF 日本赤字率/债务率路径预测



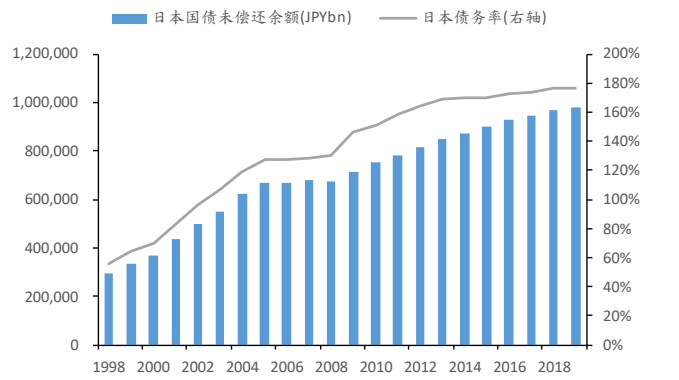
资料来源:IMF，国泰君安国际

图表 68：日本政府消费、公共投资同比增速



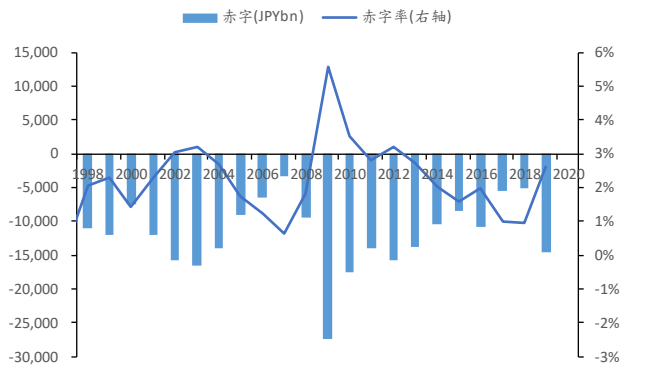
资料来源：日本内阁府，国泰君安国际

图表 69：日本政府债务与债务率



资料来源：日本财务省，日本内阁府，Wind，国泰君安国际

图表 70：日本政府赤字与赤字率



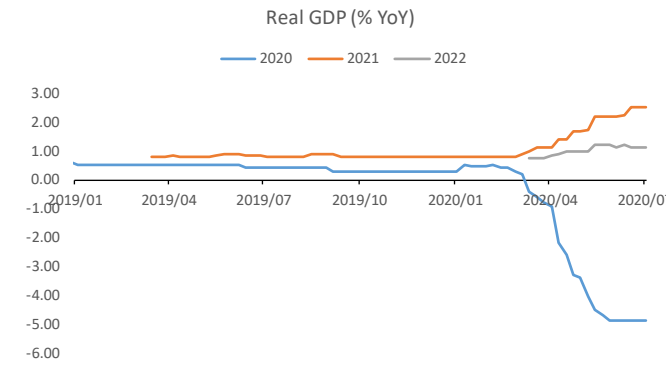
资料来源：日本财务省，Wind，国泰君安国际

总的来看，上半年日本经济遭新冠疫情打击严重，在紧急事态影响下二季度GDP预计将出现大幅下滑。虽然日本政府快速推出了大规模刺激计划，有助于部分抵消疫情影响，但长期受限于国际旅游停滞、社交活动下滑，复苏进程料将十分缓慢。日本经济研究中心中期经济预测日本实际GDP到2024财年才能恢复到新冠肺炎疫情暴发前的水平。

IMF 6月《世界经济展望报告》预计2020年日本经济将萎缩5.8%，2021年增长2.4%。日本央行预计经济将从下半年开始逐步复苏，企业、家庭支出会在中长期保持增长。但受新冠影响，复苏速度将较为缓慢。7月公布的《日本经济展望报告》提高了对下半年的经济增长预期。日本央行预计2020年的GDP增速-4.7%，2021/2022年+3.3%/+1.5%。目前彭博共识预测2020-2022年日本实际GDP增速分别为-4.9%/2.5%和1.1%。

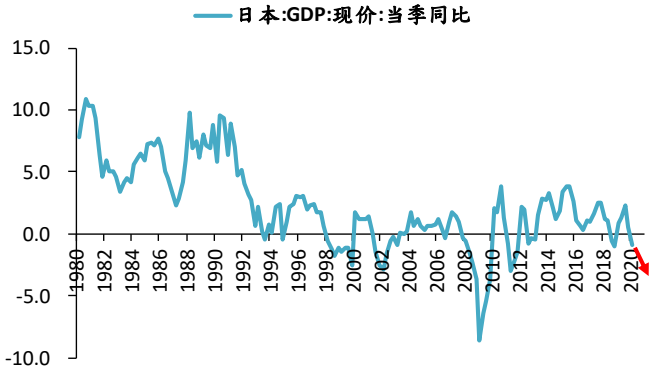
长期来看我们认为日本经济仍需解决人口减少、老龄化、企业结构僵化、政府债务高企等难题。在GDP占比较大的消费距离转折点距离尚远，预计低增长、低通胀、低利率的三低环境将长期保持。

图表 71：彭博日本实际 GDP 增速预测



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 72：日本名义 GDP 增速历史



资料来源：日本内阁府，国泰君安国际

环球大类资产配置展望

（一）2020年上半年环球市场回顾

黄博

Victor Bo Huang

上半年受突如其来的新冠疫情冲击，全球经济陷入衰退，主要经济体经济数据出现负增长。美国4月失业率上升至14.7%，二战之后最高水平。有全球贸易风向标的韩国二季度出口环比跌-16.6%，创1963年以来最差表现。

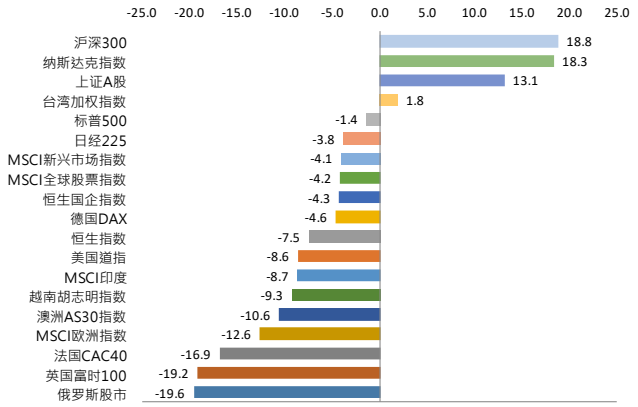
经济下行同时也打乱了全球资产表现规律。上半年大类资产表现极度分化，**债券>股市>大宗商品>房地产信托；具备避险资产黄金和美国国债领涨。**其中，流动性匮乏冲击导致3月全球权益类资产发生巨震。但随着美联储和其他重要央行大量的货币和财政政策刺激推出，市场流动性危机缓解，4月权益类资产开始显著反弹，股市>大宗商品>债券>房地产信托。6月，落后市场开始追赶，新兴市场>发达市场，中国内地股市和港股领涨；

图表 73：截止 7 月 3 日，2020 年上半年环球主要资产表现

类别	名称	过去两周	6月	5月	4月	3月	2月	1月	2020
股票	MSCI全球股票指数	2.63	2.51	4.63	10.80	-13.47	-8.59	-0.68	-4.19
	MSCI欧洲指数	1.73	2.88	2.57	5.85	-14.64	-8.70	-1.30	-12.59
	MSCI新兴市场指数	7.45	6.96	0.58	9.00	-15.61	-5.35	-4.69	-4.07
	上证A股	15.64	4.64	-0.27	3.99	-4.51	-3.23	-2.41	13.13
	沪深300	16.90	7.68	-1.16	6.14	-6.44	-1.59	-2.26	18.79
	标普500	2.73	1.84	4.53	12.68	-12.51	-8.41	-0.16	-1.42
	美国道指	1.02	1.69	4.26	11.08	-13.74	-10.07	-0.99	-8.63
	纳斯达克指数	5.55	5.99	6.75	15.45	-10.12	-6.38	1.99	18.33
	日经225	2.06	1.88	8.34	6.75	-10.53	-8.89	-1.91	-3.84
	恒生指数	6.76	6.38	-6.83	4.41	-9.67	-0.69	-6.66	-7.49
	恒生国企指数	9.53	2.07	-4.78	4.65	-6.87	0.60	-8.31	-4.30
	英国富时100	-1.20	1.53	2.97	4.04	-13.81	-9.68	-3.40	-19.19
	德国DAX	2.62	6.25	6.68	9.32	-16.44	-8.41	-2.02	-4.64
	法国CAC40	0.70	5.12	2.70	4.00	-17.21	-8.55	-2.87	-16.85
	澳洲AS30指数	1.34	2.20	4.90	9.53	-21.51	-8.56	4.69	-10.59
	俄罗斯股市	2.72	-0.58	8.42	10.90	-21.95	-14.33	-2.06	-19.58
	MSCI印度	4.57	6.59	-2.18	15.28	-21.82	-6.30	-0.84	-8.70
	越南胡志明指数	5.65	-4.55	12.40	16.09	-24.90	-5.81	-2.54	-9.29
	台湾加权指数	5.12	6.21	-0.45	13.23	-14.03	-1.77	-4.18	1.83
商品	大宗商品	3.45	5.09	16.37	-9.67	-29.43	-8.39	-10.83	-34.11
	彭博大宗商品指数	2.63	2.27	4.33	-1.55	-12.85	-5.15	-7.48	-17.56
	黄金	5.22	7.54	5.65	43.99	-16.14	-9.42	-2.79	27.10
	布兰特原油	4.37	16.47	39.81	11.13	-54.99	-13.14	-11.88	-34.92
	国际铜价	6.60	11.88	3.62	4.80	-12.14	1.22	-9.83	3.85
债券	美国国债	1.66	0.13	-1.99	2.02	6.24	6.87	6.99	23.64
	美国投资级别国债	0.54	0.63	0.47	1.78	-0.59	1.80	1.92	6.71
	美元政府债券	0.72	0.87	0.58	2.23	-1.11	2.09	2.38	7.98
	美国企业债	1.32	1.96	1.56	5.24	-7.09	1.34	2.35	6.41
	全球投资级别债	0.84	0.89	0.44	1.96	-2.24	0.67	1.28	3.85
	全球高息债	1.06	2.28	5.10	4.37	-13.55	-1.83	0.13	-3.65
	新兴市场美元债	0.78	2.49	4.61	2.60	-10.68	-0.20	1.54	0.35
外汇	美元指数	-1.02	-0.97	-0.68	-0.03	0.93	0.76	1.04	0.00
	欧元指数	0.89	1.20	1.33	-0.69	0.05	-0.60	-1.07	1.08
	日元指数	-0.95	0.09	0.61	-0.33	-0.32	-0.42	-0.24	-1.57
	新兴市场货币指数	1.67	-0.88	3.40	-0.76	-8.37	-2.59	-2.62	-10.11
	澳元	1.12	3.54	2.38	6.21	-5.89	-2.64	-4.69	-0.57
REITs	全球REITs	-0.38	1.90	0.71	7.55	-23.65	-8.44	0.67	-22.63
	美国REITs	-0.51	1.77	1.67	8.61	-19.72	-7.11	1.09	-15.73
	REITs	0.12	9.01	-16.39	5.16	-8.66	-8.18	-4.37	-23.04
		当前YTM	6月底YTM	5月底YTM	4月底YTM	3月底YTM	2月底YTM	1月底YTM	2019年底YTM
利率	美国10年期国债收益率	0.63	0.66	0.65	0.64	0.67	1.15	1.51	1.92
	中国10年期国债收益率	3.07	2.85	2.69	2.52	2.59	2.73	3.00	3.14

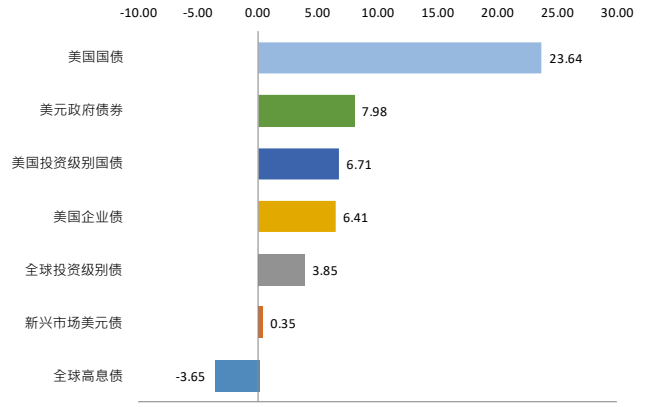
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 74：主要股票市场表现



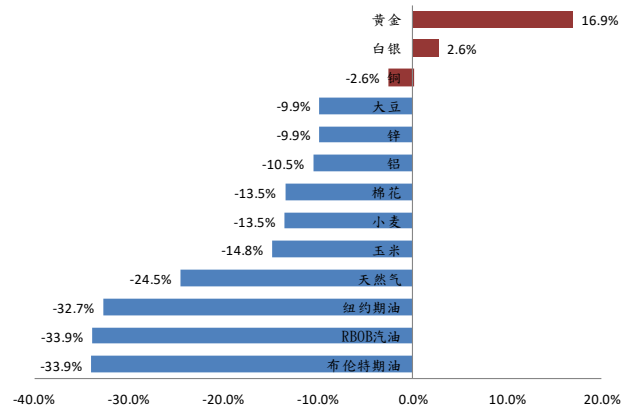
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 75：主要债券市场表现



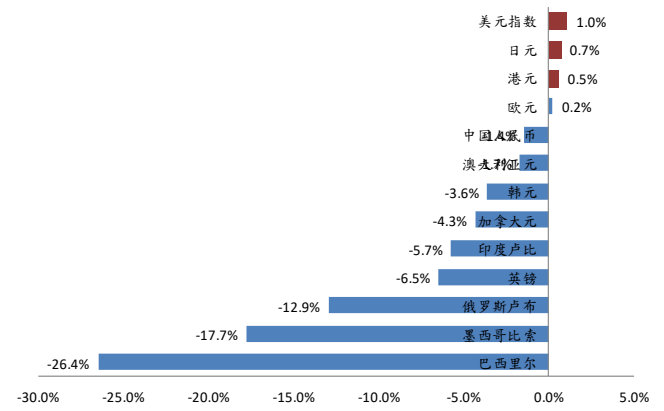
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 76：大宗商品表现



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 77：主要外汇市场表现



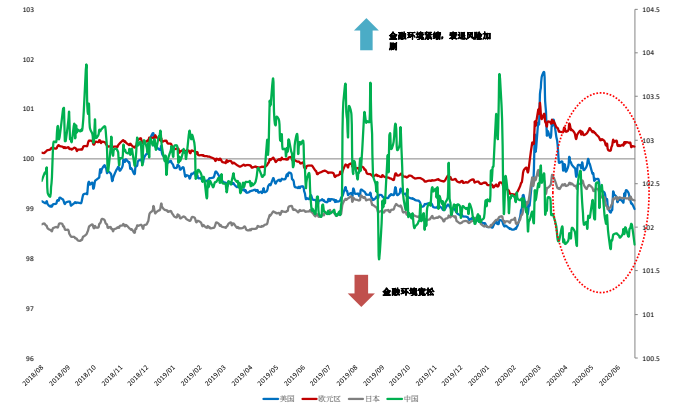
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

（二）全球流动性和资产估值

2.1 流动性修复

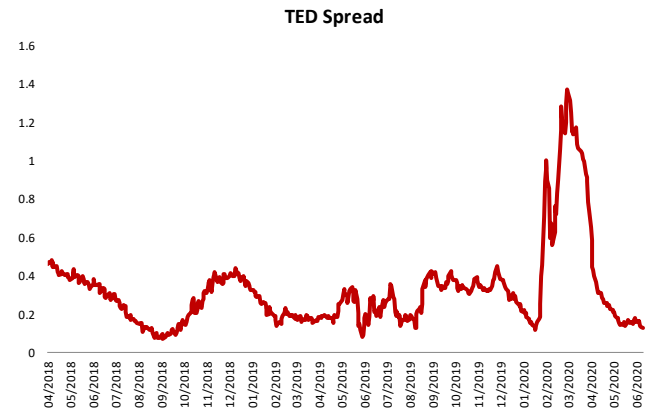
上半年各国央行积极救市对全球流动性产生重要和积极作用。从各主要流动性指标上看，全球金融流动性修复，泰德利差回落，表明金融体系系统性风险概率显著降低。

图表 78：金融流动性指标



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 79：泰德利差

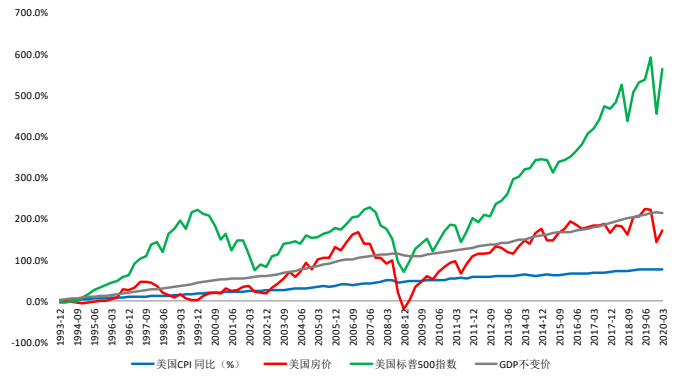


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

2.2 资产价格和基本面全面脱钩

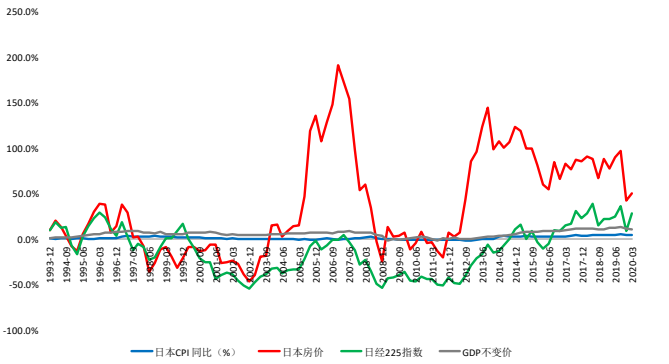
根据历史数据显示，2008年全球央行向市场投放巨量量化宽松后，美国/日本/中国的股市和房价，与实体经济明显脱节。美国股市明显跑赢经济（GDP不变价和CPI），日本和中国的房价明显跑赢实体经济。

图表 80：美国股市/房价/实体经济加速背离



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

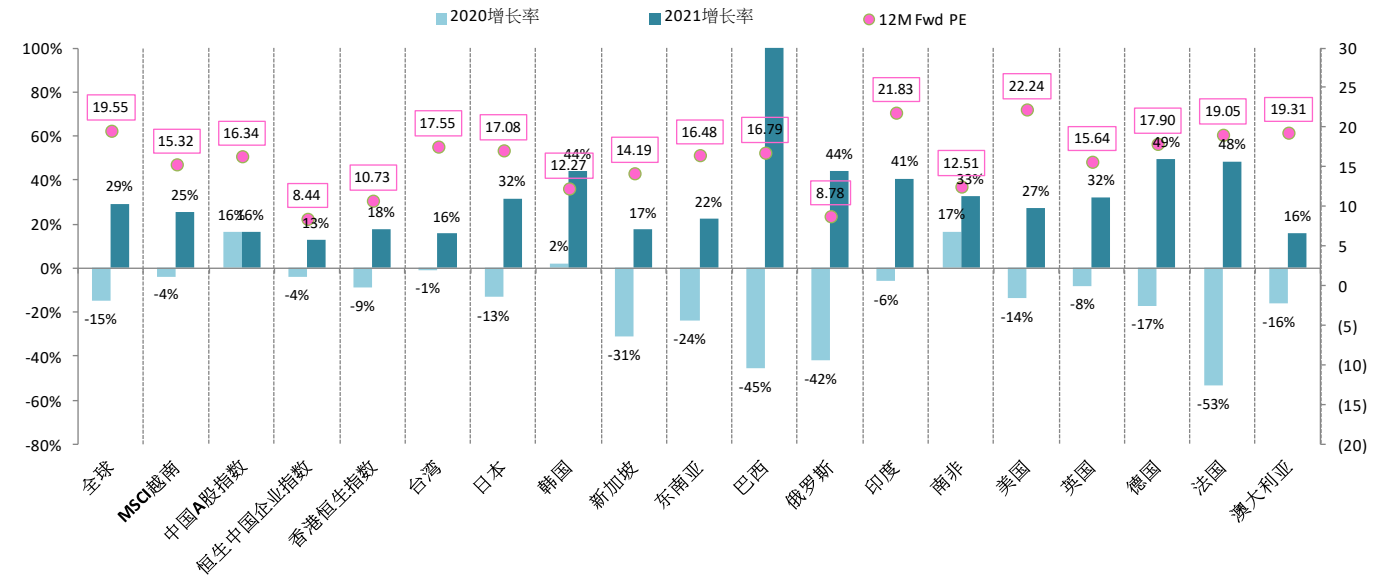
图表 81：日本楼价/股市/实体经济背离



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

今年上半年疫情拖累下，全球多数股市盈利预期录得下跌，股市普遍估值上升，但盈利下降。今年主要央行货币超发和积极救市，对股市形成托底。但是也同时造成了流动性过剩，股价与基本面脱钩。

图表 82：2020 年环球主要股市动态市盈率和盈利增速预期



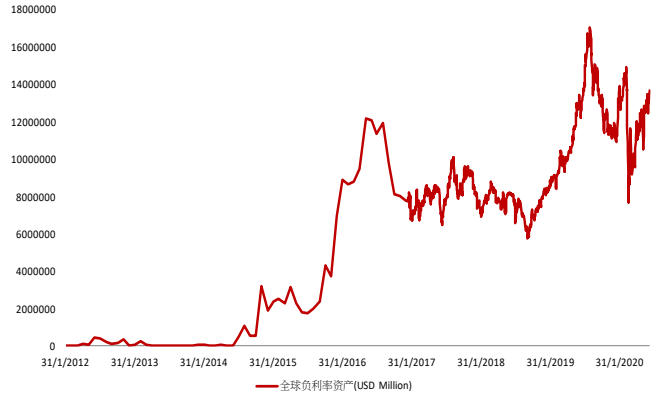
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

2.3 资金持续流入股市的原因

当前全球主要股市和基本面显著背离的情况下，资金仍在流入股市，我们认为主要受三点原因推动：*1）流动性过剩；2）负利率资产大幅增加；3）债券估值过高，导致股市配置价值回升。*

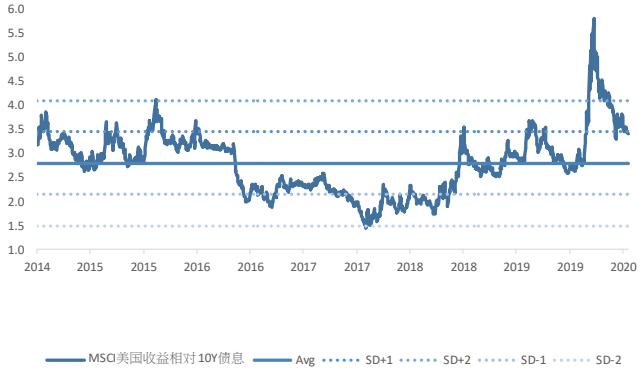
今年流动性过剩和政策利率下调，导致全球负利率债规模已由年初上升2.4万亿至13.7万亿美元。其次，美联储将政策利率降至零，也导致债券估值大幅上升。*虽然今年美股大涨，但是美股收益率/美债收益率仍处于5年期历史均值以上1倍标准差水平，代表美股仍具备吸引力。*

图表 83：全球负利率资产



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 84：MSCI 美股收益率和 10 年期美债收益率比



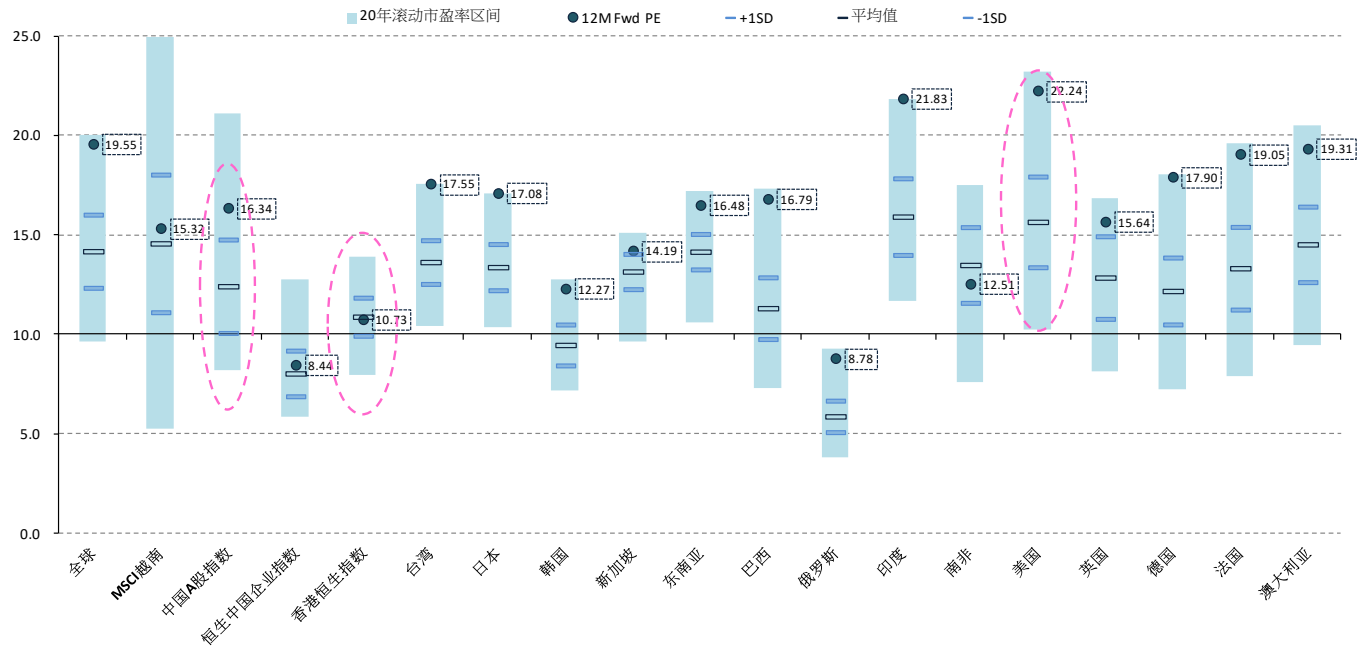
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

2.4 股市估值和盈利匹配

从全球股市估值角度看，目前多数股市估值均在历史均值上方，

唯有*香港恒生指数*估值处于历史均值水平。

图表 85：2020 年环球股市动态市盈率区间



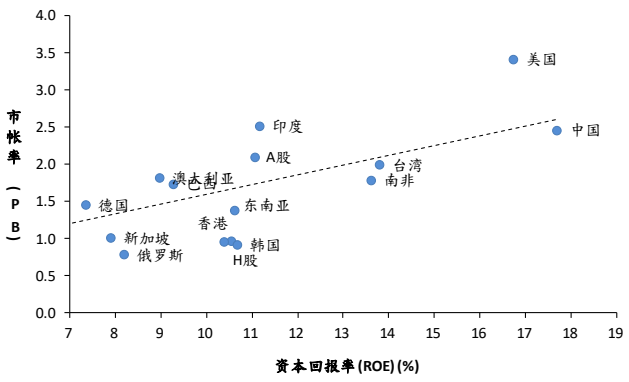
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

从市净率和资本回报率（PB/ROE）匹配上看，台湾股市估值匹配较好。*香港和香港 H 股、韩国股市*可能被低估；美股和印度可能被高估。

从市盈率和未来 3 年盈利增速（PE/EPS Growth）匹配上看，巴西和中国股市估值匹配较好。韩国、南非、和港股可能被低估；美股、印度、澳洲股市可能被高估。

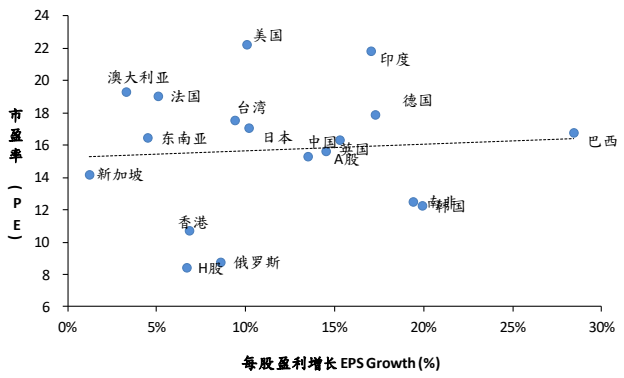
综合两个横向比较结果结果显示：*香港和香港 H 股、韩国股市可能被低估；相反，美国和印度股市估值和基本面显著背离，预计难以持续。*

图表 86：主要股市 PB/ROE 估值和资本回报率匹配



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 87：主要股市 PE/EPS 估值和资本回报率匹配



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

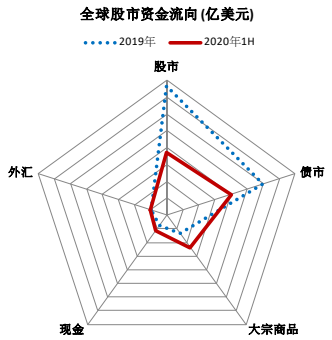
（三）资金流向：被动资金交投活跃

上半年资金主要流入贵金属和股市。资金流向，今年上半年资金主要流入**债券>股票>大宗商品>现金>外汇。** 其中，资金同比流入最多的是大宗商品，按年增加16倍，主要流入贵金属。其次，流入增加较多的是股市，按年增加13%。相反，现金和外汇资产录得最大资金净流出。

确定性较强的股市受到青睐。今年上半年资金净流入**美股>日股>发达市场>欧股>新兴市场**。资金依旧最青睐美股和日股，均录得资金净流入，分别按年增加62%和111%。相反，发达市场、新兴市场、欧元区录得资金净流出。

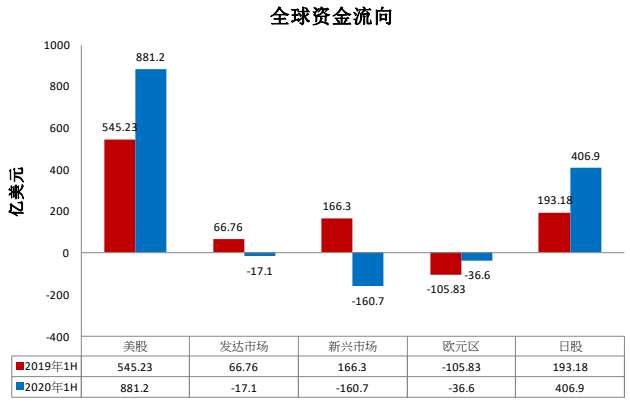
主动资金净流出，被动资金净流入。资金类别上，今年上半年美国Mutual fund主动资金均录得净流出，ETF被动资金录得较大净流入。其中，主动资金主要流出股市和美股，被动资金主要流入债市和美股。

图表 88：环球资金流向



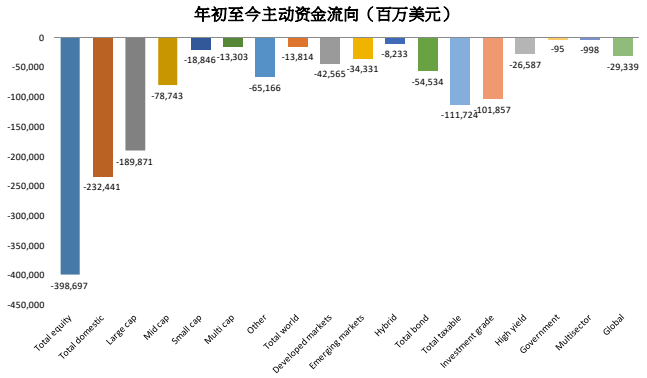
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 89：资金净流入各个股市



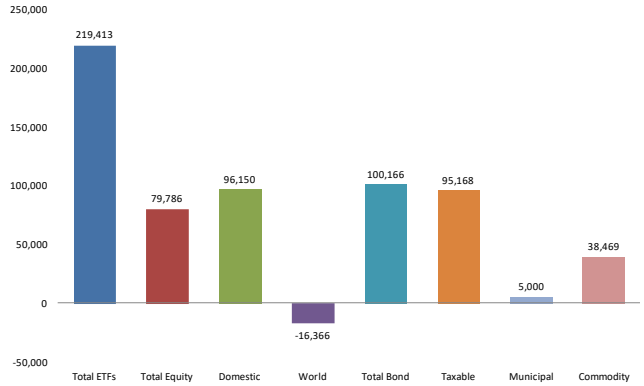
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 90：上半年主动资金流向（百万美元）



资料来源: ICI，国泰君安国际

图表 91：上半年被动资金流向（百万美元）



资料来源: ICI，国泰君安国际

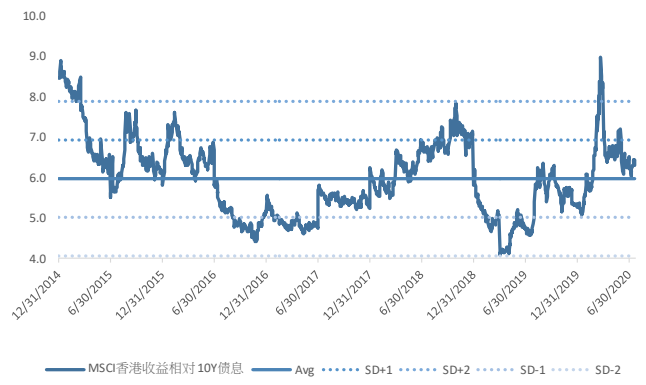
（四）2020年2H大类资产配置展望

我们前期观点《2019年年度环球资产展望：一波三折，否极泰来》、《2019下半年环球资产展望：逆境逢生，水至鱼行》。今年我们年初的观点，《2020年年度环球资产展望：见微知著，伏久必飞》。**向前看**，我们对2020年下半年观点是《2020年下半年环球资产展望：大时代，新纪元》。我们认为**新冠疫情、美元、美国大选博弈下的溢出风险、美国国内信用违约高峰**是影响下半年全球资产配置的核心变量。

下半年大类资产配置的排序是**股票>贵金属>大宗商品>信用债>原油>利率债>现金**。全球经济上半年经历了断崖式衰退后，经济进入新一轮的修复周期，对股票、贵金属、大宗商品均是利好。第二、货币宽松将推升资产价格，压低实际利率，现金资产将受到机会成本挑战。第三、下半年环球央行对量化宽松的边际收紧，限制了债券收益率上行和下行空间，利率债难以再次陡斜式下降。而信用债在利差收窄的过程中有望一定程度对冲风险。

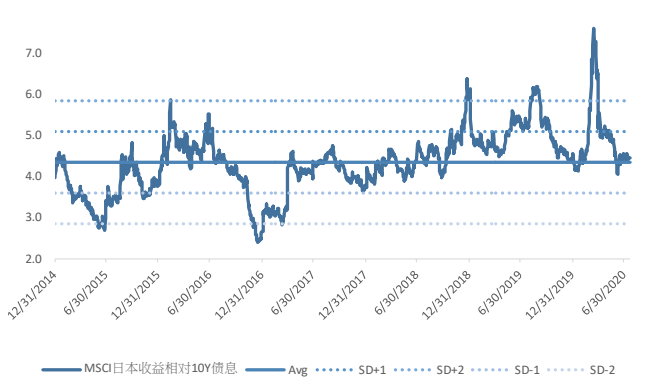
权益市场，我们更青睐：**新兴>欧洲>美国>日本**。首先，美股当前估值处于历史较高水平，资金溢出流向性价比更高市场将会是趋势，美元贬值周期新兴市场是最为受益。第二、欧元区复工复产开始加速，欧元区政策进一步强化，欧洲股市性价比上升。第三、MSCI香港股市和和10年期美债收益率比率分别回落至五年均值以上，表明香港股市也具备吸引力。第四、日本政府财政压力较大，刺激力度有限，市场估值性价比较低。当前MSCI日本股市收益率历史均值水平，表明日股对资金吸引力相对下降。我们测算未来12月日经指数区间22,690.8点至24,279.2点。评级中性。

图表 92：MSCI 中国收益率和 10 年期美债收益率比



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 93：MSCI 日本收益率和 10 年期美债收益率比



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

债券市场，我们更青睐：**信用债>利率债。投资级>高息债。**全球进入低利率时代。下半年货币政策回归常态，宽信用步伐将放缓，银行业让利企业，预计国债收益率下行空间有限利率债估值显著偏高，潜在回报不及信用债。其次，下半年美国企业违约率有上升风险，投资级信用债较高收益债更安全。

配置上，投资者可以关注以下四条主线：

主线一、*美元高点已过，欧元和人民币有望企稳回升*

主线二、*美国国内资产荒加剧和美元贬值将加速资金外溢，回流性价比更高的新兴市场*

主线三、美元下行周期，*黄金成为超主权货币的锚*

主线四、*全球PPI触底反映工业景气度周期见底，金银比处于历史高位，国际银价具备修复空间*

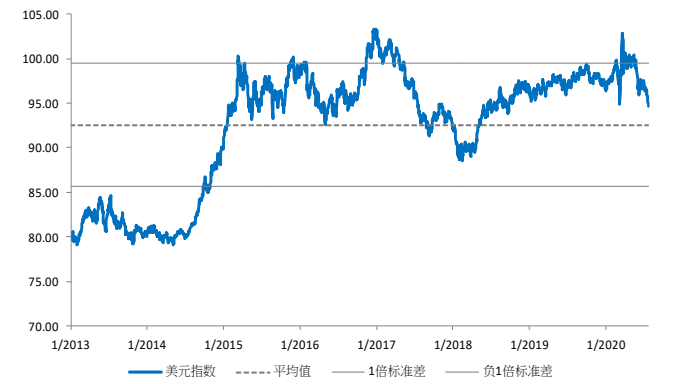
主线一、美元高点已过，欧元有望回升

美联储继续放水，美元资产估值过高。经历了6年上升周期的美元终于要结束走强时代。今年美联储连续的救市政策和大量放水，导致美元流动性过剩。更重要的是，随着全球流动性改善，美元资产的性价比和吸引力显著降低。鉴于当前美元的高位，多元化投资资金将考虑对冲美元风险敞口。

欧元区经济企稳可能成为美元走弱的重要推手。7月欧洲制造业和服务业PMI首次回升至50的枯荣线以上，表明欧洲经济有望重启扩张。同时，欧盟各国达成7500亿欧元的复苏基金协议，对欧洲经济和欧元形成支撑,欧元占美元指数比重超过五成,欧元走强意味美元将走弱。

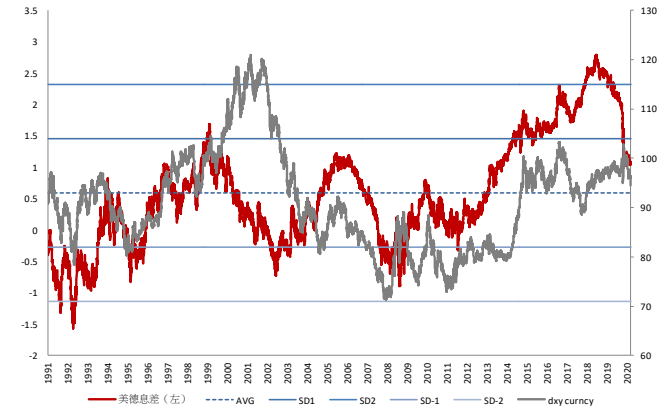
德美利差收窄，欧元对比美元具备更高性价比。另一方面，美德利差今年陡斜式下行，该指标历史上走势和美元高度相关，同时也较美元领先。事实证明，目前欧元较美元性价比更高，而且未来几年美国的财政预算赤字将远超过欧元区。

图表 94：美元指数走势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 95：美德息差和美元走势



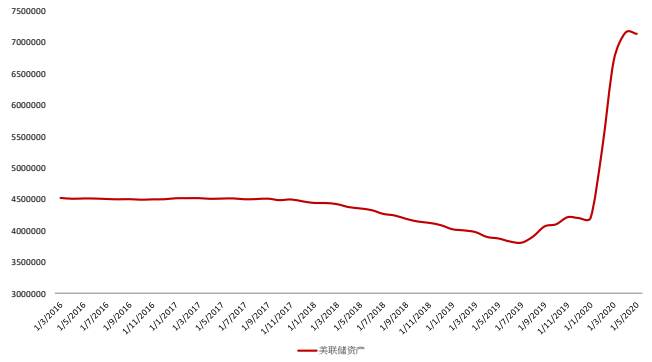
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

主线二、美国流动性加速外溢，回流性价比更高的新兴市场；

资产荒将加速资金溢出。今年以来美联储资产负债表加速扩张，3月-6月底扩张超过3万亿，等于2008年2019年底的总和。随着美联储展开公司债购买计划，3季度美联储扩表可能达到1万亿美元，这还并不包括1万亿美元的财政刺激计划。当前美国国内股市和债市的估值显著偏高，资产荒加剧资金向其他性价比更高的是从溢出。

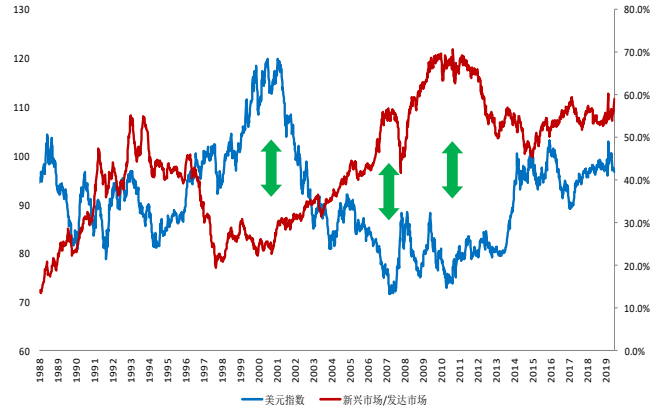
美元贬值利好新兴市场。1970年代以来美元经历了7次弱周期，美元走势与新兴市场资金流具备负相关性。美元走强资金流出新兴市场，美元走弱资金流入新兴市场。下半年美元一旦开启下行周期，将利好新兴市场。

图表 96：美联储资产负债表



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 97：美元指数、新兴市场相对发达市场估值

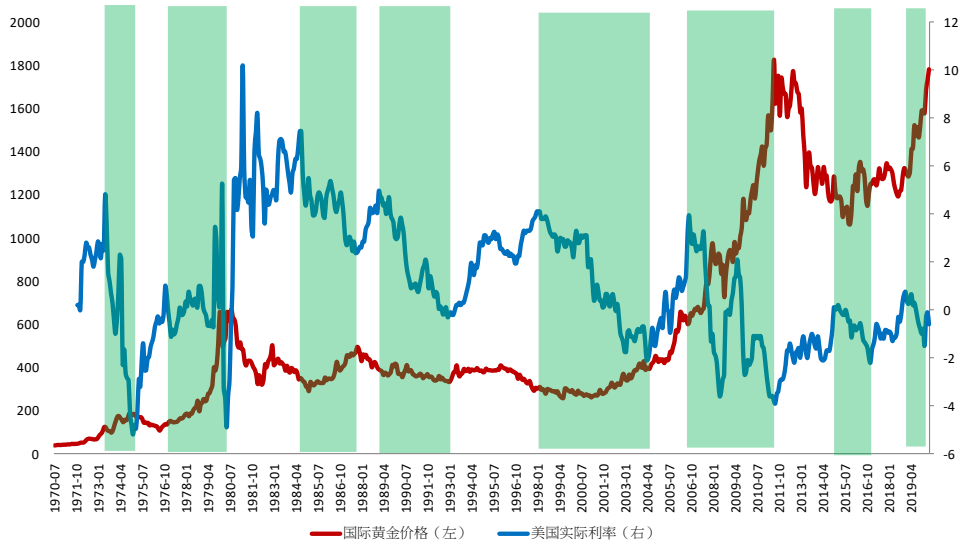


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

主线三、当世界不再相信美元，黄金成为超主权货币的锚

实际利率下行利好黄金价格。历史数据显示，国际黄金价格和美国实际利率具备负相关性。在全球新冠疫情二次爆发的背景下，美国计划再次推出新一轮万亿美元经济刺激计划，美国利率环境预计维持低位。黄金受益于美国实际利率下行推动，通常会有较好回报。

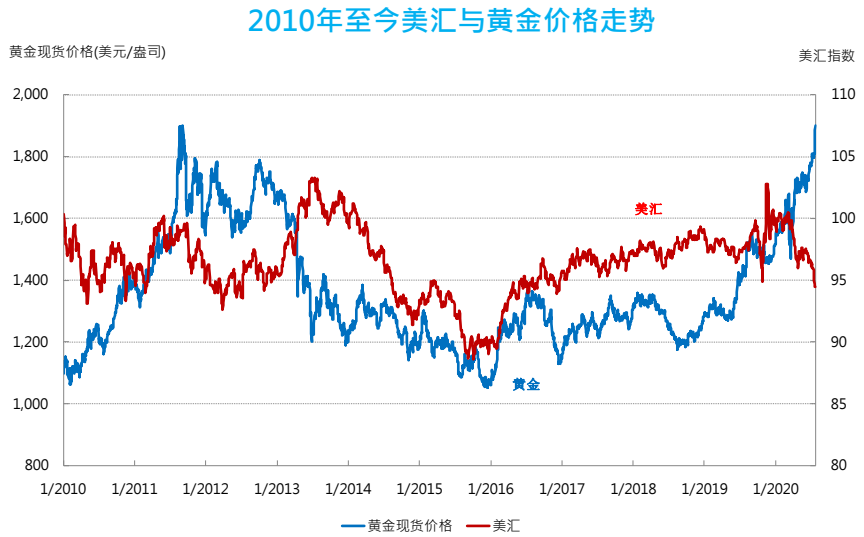
图表 98：美国实际利率和国际黄金价格



资料来源： Bloomberg，国泰君安国际

国际政治风险叠加美元走弱有利黄金。历史上，黄金价格走势和美元走势相关性较其它商品更弱，但是和下半年美汇走弱叠加美国大选等政治风险上升，对黄金产生正面影响。黄金作为分散风险的工具，具备较高配置价值。

图表 99：2010 年以来美元汇率和黄金价格走势



资料来源： Bloomberg，国泰君安国际

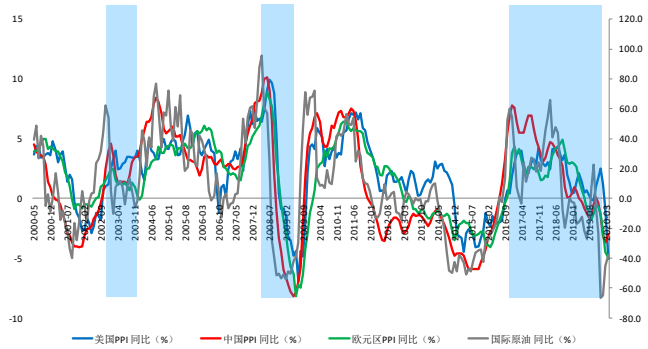
主线四、国际银价具备修复空间

国际银价反映全球工业需求，产成品价格指数（PPI）反映了工业景气度。所以，PPI和国际银价有一定传导关系，是银价走势的参考指标。

国际原油是PPI的先行指标，PPI可能已经触底。当前全球主要国家的PPI指数已经跌至2107年2月以来下行周期的底部，持续13个季度。我们认为下半年PPI将有所改善，原因是全球主要经济体扩大财政支出和基建投资，对PPI形成支持。其次，国际原油价格和PPI历史相关性系数达到0.71。国际油价5月已经形成中期底部，市场预计下半年原油价格中枢将企稳反弹，2021年油价中枢将上升10%。国际原油价格是PPI的先行指标，意味着全球PPI可能已经筑底。

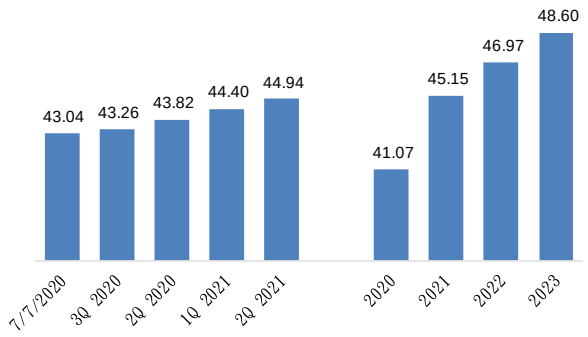
金银比处于历史高位，国际银价仍有修复空间。金银比处于2000年以来历史均值以上1倍标准差水平。随着全球复工复产，工业需求和光伏领域需求回升，国际银价有进一步修复空间。

图表 100：原油价格和 PPI 走势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 101：国际原油价格预期走势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 102：金银比

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 103：全球大类资产配置展望

大类资产		配置变化	低配	中性标配	增配	
	股票	▲			✔	经济进入新一轮的修复周期，投资者风险偏好上升，利好权益市场。主要市场的盈利预期有见底并改善迹象，但是还未形成趋势
	利率债	▼	✔			未来货币政策回归常态，宽信用步伐将放缓，银行业让利企业，预计国债收益率下行空间有限，潜在回报下行。
	信用债	▲			✔	下半年企业违约率有上升风险，投资级信用债较高收益债更安全。中国企业复工复产良好推进，债券发行量攀升，企业偿债能力上升，建议择时配置
	大宗商品	▲			✔	下半年预计工业生产以及消费逐步恢复，有望推升大宗商品价格和金价。金银比修复下也可关注白银投资机会。油价预计将在目前价格中枢附近小幅波动。需求或随全球疫情逐渐缓和而缓慢复苏，供给亦将随之宽松以维护市场供需平衡。
	房地产			✔		疫情影响下，全球房地产整体成交预计将下跌，但全球宽松的大环境下，房地产仍具有一定的保值性。7月香港中原城市领先指数已较3月低点回弹4%，低息环境下，预计下半年楼市将企稳，但成交量或将有所回落。写字楼租金在疫情以及经济的影响下，预计将录得双位数的同比跌幅。下半年，中国政策预计将维持稳定，区域将根据市场情况出现分化。虽后续货币政策边际放松空间有限，但在总体流动性宽松的大环境下，整体行业仍有支撑。
	现金	▼	✔			货币宽松将推升资产价格，压低实际利率，现金资产将受到机会成本挑战。
细分板块		**配置变化**	**低配**	**中性标配**	**增配**	
股票						
	美股	▼		✔		我们预期美股维持震荡态势，近期疫情二次爆发风险增加、十一月美国大选将至以及国际地缘政治等因素，美股依旧呈现机会与风险并存的局势。
	欧股（除英国）	▲		✔		预计下半年在政府采取强有力的政策下，欧洲经济缓慢复苏，加上美元走软，可能鼓励一些投资者进行多元化投资，利好欧洲股市，建议投资者关注成长性好和防守型强的板块，包括科技和医疗科技等
	英国股市	▼	✔			富时100指数中金融和能源板块占比分别为17%和10%，而科技板块占比仅1%，能源板块及银行板块可能遭受削减股息而拖累英国股市，加上英国脱欧谈判的风险也为股市带来一定压力
	日本			✔		我们认为目前日经指数约22,700的点位是个十分理想的位置，预期将在两个相互抵消的市场风险嗜好因素影响下维持区间波动，通过基本面的恢复，夯实估值。我们认为日本股市是包括GPIF在内的许多机构投资者的必然选择，且相对美股已有显著折让，预计下半年资金将流入日股。我们测算未来12月日经指数区间22,690.8点至24,279.2点。评级中性。
	香港	▲		✔		下半年美元下行周期，利好港股。我们认为随着中概股回归以及恒生指数将纳入同股不同权企业的到来。港股预期EPS已经触底，存在估值和盈利双升的“戴维斯双击”。港股下半年将打开“新纪元”，是中长期配置的黄金机会。
	新兴市场	▲			✔	降息后周期，新兴市场对比发达市场拥有较高息差以及资产弹性，吸引资金回流，下半年新兴市场潜力预计将优于发达市场。疫情冲击持续，新兴市场中更为看好中国市场表现。
房地产						
	房屋价格			✔		疫情影响下，全球房地产整体成交预计将下跌，但全球宽松的大环境下，房地产仍具有一定的保值性，核心城市供不应求的状态短期难以改变，刚需产品房价剧烈波动可能性较小，房价仍有支撑。
	房地产信托	▼	✔			经济下行，全球商业物业租金和出租率均会有所下调，对房地产信托收入形成拖累。
债券						
	美国国债	▼	✔			美国疫情反复，市场关注美国新一轮刺激计划，无风险利率近期下滑明显，十年期美债跌破0.6%以下，预计未来有走低可能。
	美元信用债			✔		美国企业因疫情影响和中美关系紧张，复工复产艰难推进，企业偿债能力下滑，违约率攀升
	美元高息债	▲		✔		在注重票息和确保企业偿付能力的情况下，美元高息债仍可进行配置
	欧洲利率债	▼	✔			欧洲经济低迷，部分国家国债出现负利率，欧洲经济回暖缓慢，欧洲当前利率债风险较高
	欧洲信用债	▼	✔			欧元区消费者信心指数下滑，令经济复苏希望减弱，企业信用回落明显，部分行业面临经营压力。
	新兴市场债券	▲			✔	新兴市场国家疫情控制良好，复工复产扎实推进，资金流入新兴市场势头明显，建议配置
外汇						
	美元	▼	✔			美元高点已过，下半年将进入贬值周期。
	欧元	▲			✔	欧盟就经济复苏计划达成历史性协议，助力欧盟从疫情冲击中恢复。同时欧盟各国也就2021-2027年1.074万亿欧元的财政预算达成一致。欧盟解体和欧债危机的风险缓解，欧元兑美元有望转强。其次，美德息差显著收窄，意味欧元性价比高于美元。
	英镑	▲		✔		我们预计英镑在美元转弱时有阶段性机会。无协议脱欧这把达摩克利斯之剑将继续制约英镑上升空间。
	日元			✔		我们推测日圆兑美元有望继续向上，而下半年美国大选可能成为日圆兑美元升值的助力。
	人民币			✔		美国大选来临前中美摩擦可能进一步加剧，这可能加大短期内人民币兑美元的波动幅度。我们通过利率超调模型预测，下半年人民币兑美元可能较上半年变动不大。

资料来源：国泰君安国际

债券

宏观分析及预测：

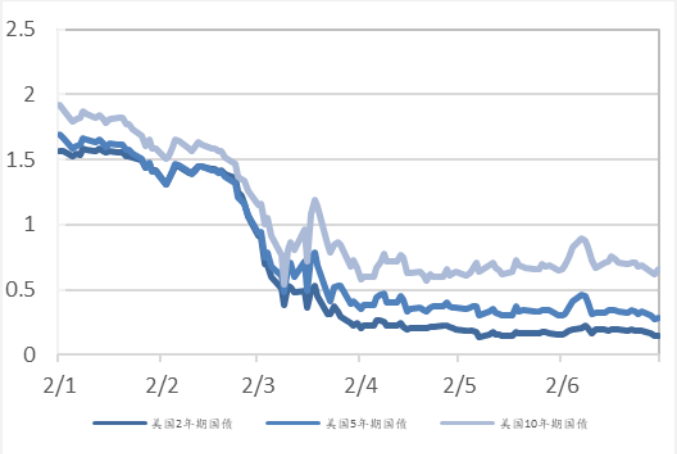
王玟晓

Mary Wang

回顾2019年上半年，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，美债遭到抛售。美国就业市场恶化显示新冠肺炎疫情已经影响实体经济。3月15再次降息100个基点至0.00%-0.25%，同时美联储无限量QE及美国政府2万亿美元经济刺激计划利好经济及金融市场。

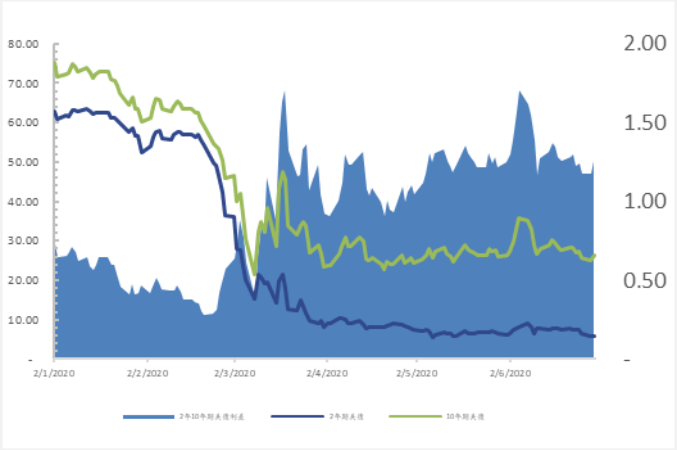
截至6月30日，2年期美债收益率收于0.15%，年初至今下跌142bps；5年期美债收益率收于0.29%，年初至今下跌140bps；10年期美债收益率收于0.66%，年初至今下跌126bps；2年期与10年期美债收益率息差为50bps，息差走扩明显，年初至今扩大了46%。 6月中一度在经济复苏预期与财政部增加长期债券供应量的的情况下上行陡峭，后因疫情二次反复等情况回调。由于美国经济低靡，全球疫情不确定情况下，**预计美债收益率保持目前低位区间，美联储下半年维持利率在0%-0.25%区间的概率均为100%，加息25个基点的概率均为0%。**

图表 104：美国不同期限国债收益率（%）



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 105：2-10 年美国国债利差



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

二级市场利率控制曾在上半年成为热议的话题。5年、10年期美债收益率在6月初上行趋陡，美联储在疫情期间频出工具支持美国经济，若美国经济向好且反弹力度大，无风险收益率调整上行空间较大。此前美联储购买债券的主要标的是短端债券，以缓解疫情冲击下的流动性危机，但若10年期美债收益率节节攀升而短期美债收益率并未反弹，美联储年底实施收益率曲线控制可能性较大。

此后，6月中一度在经济复苏预期与财政部增加长期债券供应量的

的情况下上行陡峭，后因疫情二次反复等情况回调。若美联储下半年启动收益率曲线控制，长端利率债将面临收益率上限控制，预计10年期美债收益率下半年陡峭上行的可能行不大。**美联储在下半年利率控制(YCC)存在不确定性。**

中资美元债配置观点及展望

中资美元债收益率

全球投资级债券及高收益债券利差从3月开始债券价格持续下跌开始持续走阔，于3月底美元债利差高达顶峰，债券价格呈“V字型”走势。目前已逐步回调。截至6月30日，中资高收益美元债收益率为8.85%，较年初上涨14%；中资投资及美元债收益率为2.52%，较年初下跌-16%。**市场当前利差高于疫情之前，中国国内疫情控制良好，企业复工复产扎实推进，中资美元债配置仍有广阔空间。**

图表 106：中资高收益美元债收益率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 107：中资投资级美元债收益率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

金融债：建议关注发行人资产质量。

2020央行在结构性政策方面持续发力，未来货币政策发力仍有空间，将进一步调降政策利率，降低银行资金成本，引导金融机构向实体经济让利。合理补充中小银行资本金。政策利率下调，金融机构在今年一、二季度利润下降，资金需求上升，债券发行量较去年大幅攀升。籍此，央行发布《标准化债权类资产认定规则》，将标债资产定义为“依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券”。重新定义债券记账方式。在选择金融债时，应注意发行人的资产质量变化。

图表 108：Markit iBoxx 中资美元债地产板块指数

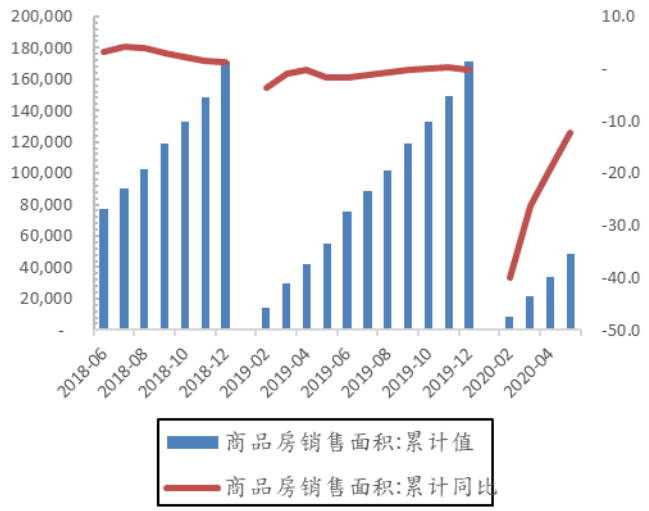
资料来源: Wind，国泰君安国际

地产债：高杠杆、规模小的房企违约率攀升、建议关注龙头房企债券。

疫情影响下上半年房企销售额下降，资质下沉。若下半年疫情缓和，复工复产推进，房地产行业将迎来销售复苏回暖。在上半年流动性紧张及融资环境宽松的背景下，高杠杆、小型房企抗风险力较弱，房企美元债出现违约、评级频繁下调现象；资质优秀及大型房企相对稳定，建议关注龙头房企债券。

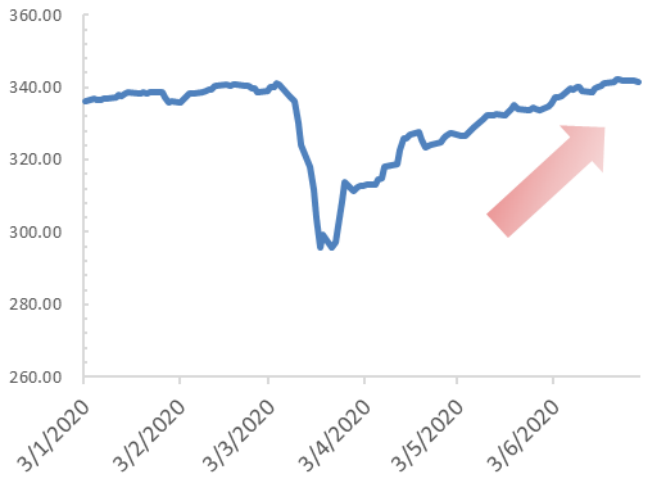
中资美元债市场的压力未来还会持续高于境内市场，尤其今年上半年评级下调或无评级的企业、再融资困难的企业发行的美元债更需警惕。

图表 109：中国房地产商品房销售



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 110： Markit iBoxx 中资美元地产债指数



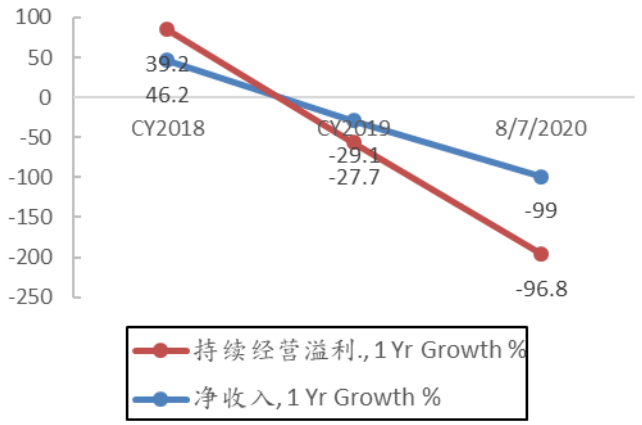
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

产业债：疫情影响企业复工，部分行业偿债能力遭到质疑。

疫情影响冲击企业经营状况，投资人需警惕贸易、工业、能源等行业的信用风险。新冠疫情和国际形势的不确定性导致这几个行业的财务状况面临巨大的下行压力，企业经营举步维艰，提及行业对于营运资金较高、需垫资运营、依赖进出口贸易往来、业务性质不透明，在全球局势不明朗的情况下导致融资的难度加大，建议持续关注中美局势及新冠疫情反复情况。

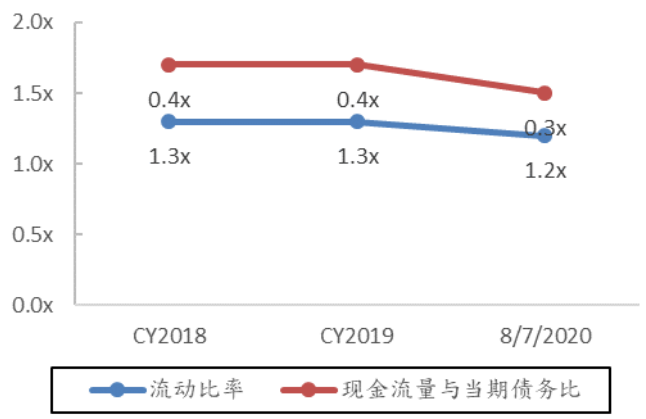
如，香港上市石油勘探公司MI能源约2.9亿美元债券5月发生付息违约，油田设备和服务提供商海隆控股也未能在6月偿还约1.65亿美元票据。

图表 111：全球能源行业盈利能力



资料来源: Capitaliq，国泰君安国际

图表 112：全球能源行业短期偿债能力



资料来源: Capitaliq ，国泰君安国际

总结

中资企业运营状况良好，中国方面疫情控制相较其他国家表现突出，国内企业复工复产扎实推进。基于当前中资美元债收益率吸引，作为稳定收益的投资标的，尤其是大部分的债券均为一年二次派息，波动相交股票市场较小，是对投资人不错的选择。同时，我们建议在下半年选择债券时，以防守型的债券发行人为主，参考债券票息及久期，把握风险，择优配置。

外汇

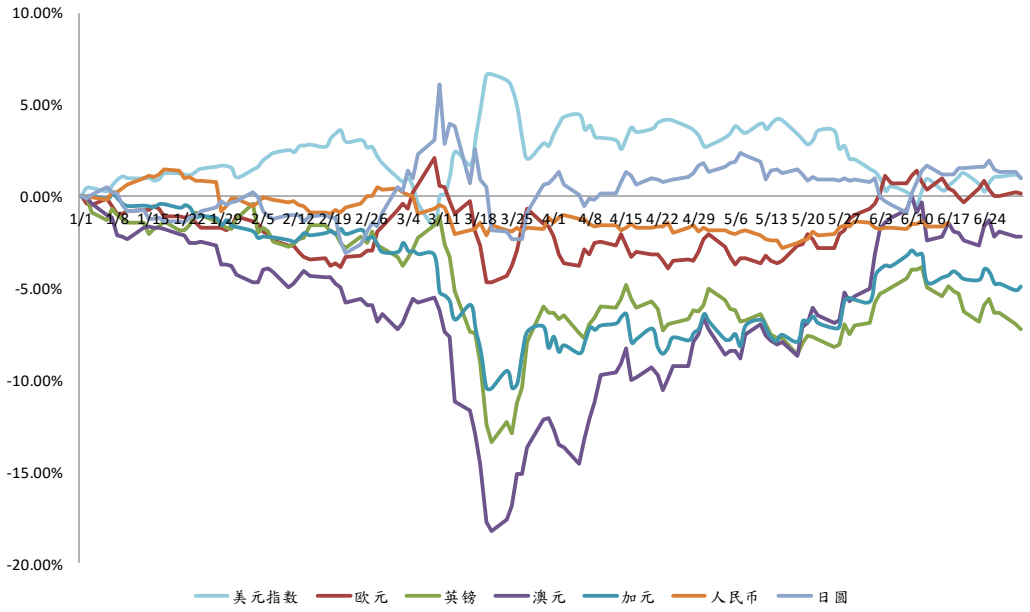
赵欣玥

Sherry Zhao

2020年上半年疫情冲击下，全球经济萎缩，主要货币表现分化，避险需求推升美元及日圆分别录得涨幅1.0%和0.7%。其中跌幅最高的是巴西里尔和墨西哥比索，分别达到26.4%和17.7%。

展望2020年下半年，IMF6月对4月《世界经济展望》报告进行更新修正，由于新冠病毒危机，世界经济今年萎缩程度超出预期。面对全球经济今年预期进行进一步下调，预期今年世界经济将萎缩4.9%，美国经济将萎缩8.0%，英国10.2%，欧盟13%，而中国可能有1%的弱增长。

图表 113：今年年初至今美元指数和主要货币兑美元变化



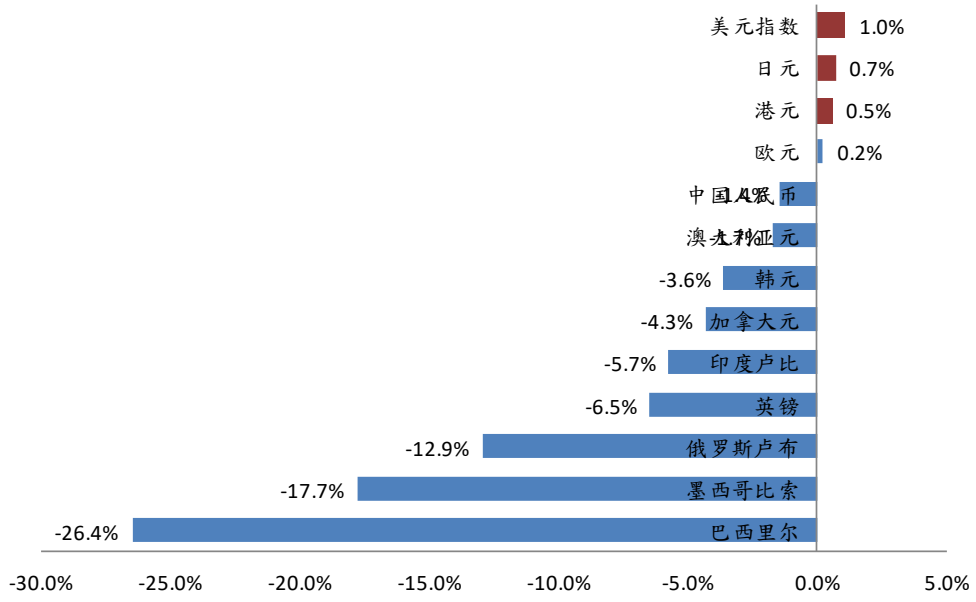
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 114：部分央行当前利率

	当前利率	上次议息	下次公布	最新决定	市场预测	备注
美联储	0.0-0.25	6.11	7.30	维持利率不变	0.0-0.25	3月降息2次，150bps
欧洲央行	0.0	7.16	8.13	维持利率不变	0	今年不变
日本央行	-0.10	7.15	9.17	维持利率不变	-0.1	今年不变
英国央行	0.10	6.18	8.06	维持利率不变	0.1	3月降息2次，75bps
新西兰联储	0.25	6.24	8.12	维持利率不变	0.25	3月降息1次，75bps
澳洲联储	0.25	7.17	8.04	维持利率不变	0.25	3月降息2次，50bps
加拿大央行	0.25	7.15	9.09	维持利率不变	0.25	3月降息2次，100bps

资料来源:国泰君安国际

图表 115：上半年美元指数和主要货币兑美元变化



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

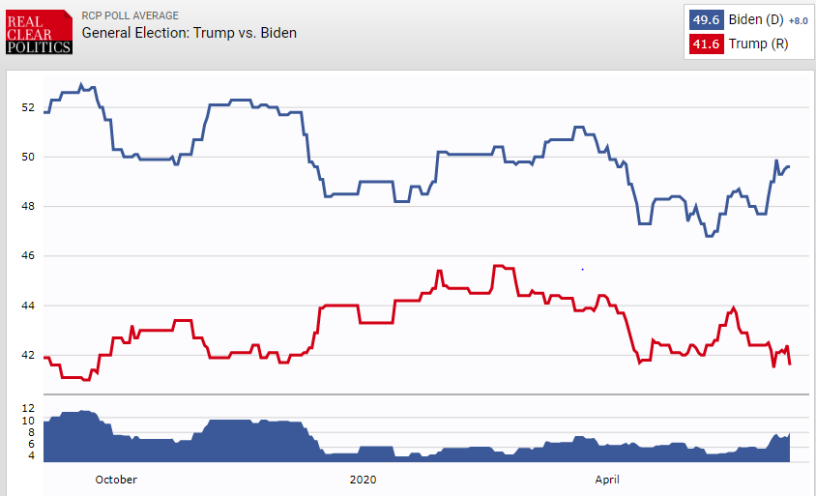
美元方面，2020年上半年美联储于3月3日和3月15日两次分别下调联邦基金利率50个基点和100个基点，大幅超过市场预期。尽管美联储降息不利美汇，但地缘政治风险升温时避险需求对美汇有一定提振，最终美元指数累计上升1.0%。

美联储6月维持联邦基金利率目标0-0.25%区间不变，但鲍威尔暗示美联储将会长期维持低利率以及货币政策进一步宽松的可能性。在降息周期以及美国大选的压力下，美汇下半年可能会转弱。

除了疫情之外，未来具体走势还需要看以下几个方面：1）经过美联储几次降息之后，和欧元区、日本等国的利差缩窄，美元利差优势减弱，虽然6月ISM制造业PMI超预期重新扩张，但全年经济可能依旧相对疲弱。2）将于11月3日举行的美国大选也是下半年的主要风险之一。最新民调显示特朗普在亚利桑那、佛罗里达和密歇根三个关键摇摆州的支持率均落后拜登4pp。据统计，全国范围内拜登的相对支持率暂时比特朗普高9.1pp。

根据美国国会预算办公室（CBO）估算，美国6月预算缺口总计8630亿美元，接近2019财年全部赤字，预计今年前九个月联邦预算赤字将突破2.7万亿美元。双赤字（经常帐赤字和财政赤字）与储蓄不足的矛盾突显，下半年市场预期美联储可能出台收益率曲线控制，或增加美元的抛售压力。

图表 116：特朗普与拜登的相对支持率（%）



资料来源: RealClearPolitics，国泰君安国际

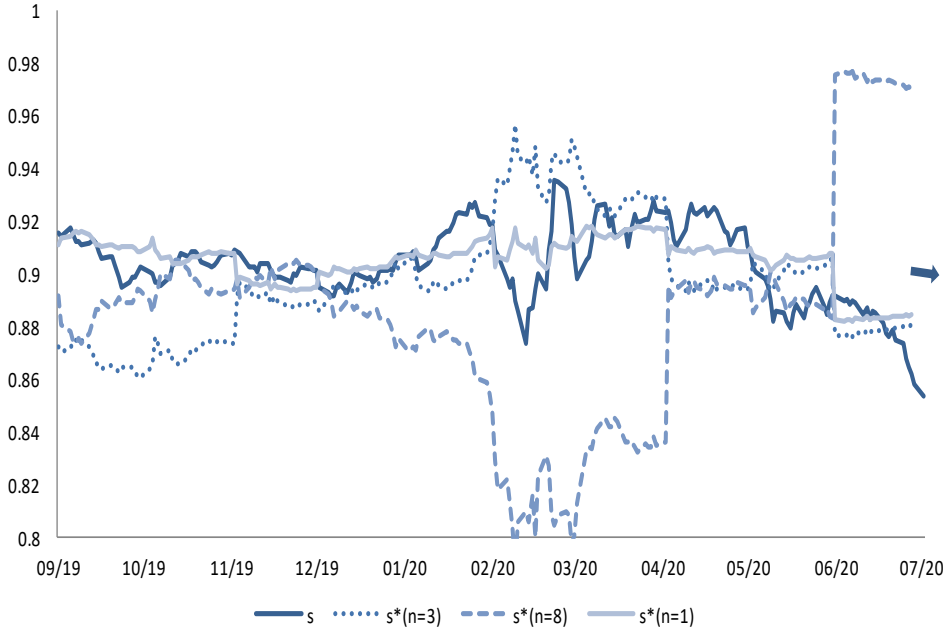
欧元方面，4月28日惠誉将意大利主权评级至BBB-，但其他两大评级机构并未下调意大利主权评级，意大利的债务前景仍然是“稳定”，随着美元走弱，欧元兑美元自5月中开始回升，最终上半年欧元兑美元累计微升0.2%，最高曾在3月到过1.145。

欧盟委员会再度下调欧元区20/21年GDP增速至-8.7%/6.1%，而之前的预测是20/21年GDP增速为-7.75%/6.3%，其中德国/法国/意大利/西班牙预计今年经济萎缩6.3%/10.6%/11.2%/10.9%，只有德国的GDP预期小幅上调，主要因为疫情控制相对较好。

欧洲在反垄断、关税方面的决策可能会与美国、中国等国发生摩擦，但更值得警惕的是欧元区部分国家债务水平高企。欧央行发布的半年度金融稳定评估报告预测今年欧元区各国政府预算赤字/GDP平均将升至8%，高于2008年金融危机后的水平。各国推出财政刺激措施，政府债务总额/GDP从86%升至100%以上，希腊和意大利公共债务占比更是超过150%，接近主权债务危机边缘。

但是，欧盟就经济复苏计划达成历史性协议，欧盟峰会7月通过欧盟“共同债券”议案，通过借贷组成高达7500亿欧元的经济复苏基金，助力欧盟从疫情冲击中恢复。同时欧盟各国也就2021-2027年1.074万亿欧元的财政预算达成一致。欧盟解体和欧债危机的风险缓解，欧元兑美元有望转强。

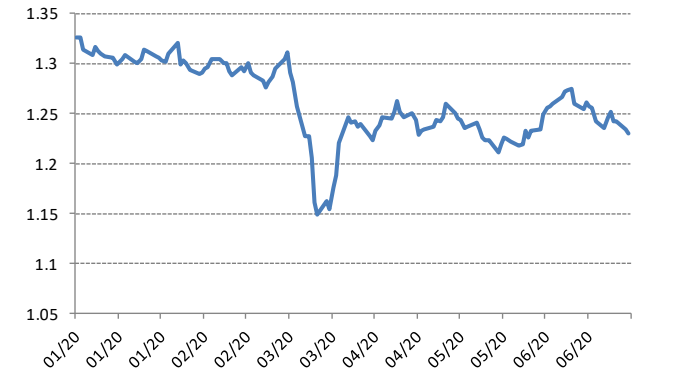
图表 117：2020 年下半年欧元兑美元有望向上（以过去一年、三年、八年数据所得系数模拟的美元对欧元汇率走势 s*（n=1,2,3）以及美元对欧元实际走势 s）



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

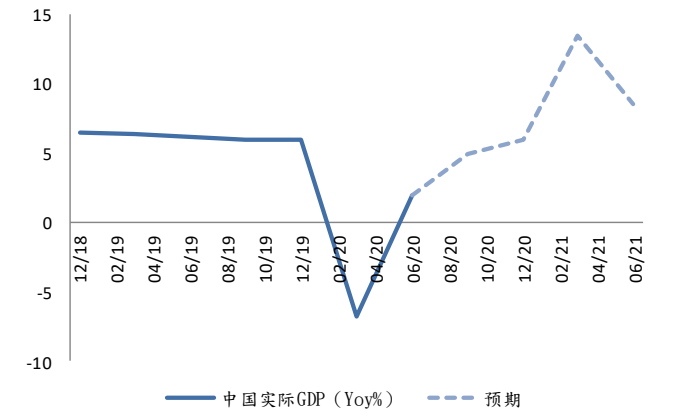
英镑: 4月英央行紧急降息50个基点刺激经济，英镑兑美元累计下跌6.5%，最低曾跌至1.1485，较年初跌幅超过13%。6月英国统计局数据显示英国经济正在遭遇1979年以来最严重的衰退，一季度经常账户赤字超出预期。英央行增加1000亿英镑规模的债券购买计划，首相鲍里斯宣布50亿英镑的一系列基建投资项目，但是措施难以抵消疫情的冲击，英国今年经济预计将萎缩10.2%，并且疫后恢复较为缓慢。我们预计英镑在美元转弱时有阶段性机会。无协议脱欧这把达摩克利斯之剑将继续制约英镑上升空间，若截止日期前无法达成协议，欧盟英国都将蒙受损失，欧盟方面认为最迟必须在10月前达成协议，若有进展将会推升英镑汇价。

图表 118：上半年英镑兑美元最低跌至 1.1485



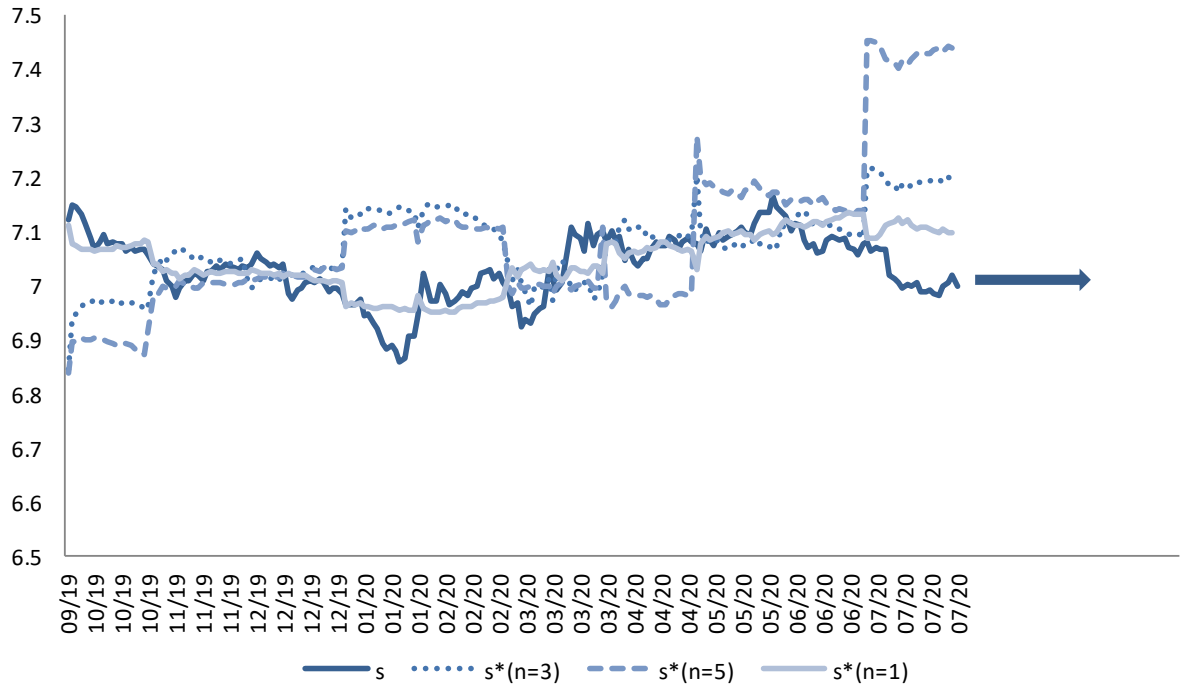
资料来源: Bloomberg ，国泰君安国际

图表 119：彭博市场预期今年中国 GDP 增速在 2.0%左右



资料来源: Bloomberg ，国泰君安国际

图表 120：2020 年下半年美元对人民币维持稳定



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

人民币:下半年避险需求令美元升值，国内疫情管控较好，但美元兑人民币汇率从3月中“破7”后一直保持在7上方,上半年人民币累计下跌1.4%，差于预期。随着下半年美元面临下跌压力，中美之间的利差以及中国稳定增长的经济或吸引资金流入，对人民币汇率有一定支撑。但人民币汇率最大不确定性来自美国，近期美国突然要求中国关闭休斯顿总领馆，而美国大选来临前中美摩擦可能进一步加剧，这可能加大短期内人民币兑美元的波动幅度。我

们通过利率超调模型预测，下半年人民币兑美元可能较上半年变动不大。

日圆:上半年疫情冲击全球经济，地缘政治风险不断升温，避险需求推升日圆汇价，日圆兑美元累计升幅约为0.7%，符合我们年初“小幅向上”的预测。

7月初日本累计确诊病例超过2万例，日本6月出口同比下降26.2%，经济复苏较慢。日央行维持利率不变，并预测今年实际GDP增长为-5.7%至-4.5%。东京奥运会推迟至2021年7月举办，对今年经济和汇率影响有限，美国疫情二次爆发，全球两大经济体之间的外交冲突将在近期支持日圆。我们推测日圆兑美元有望继续向上，而下半年美国大选可能成为日圆兑美元升值的助力。

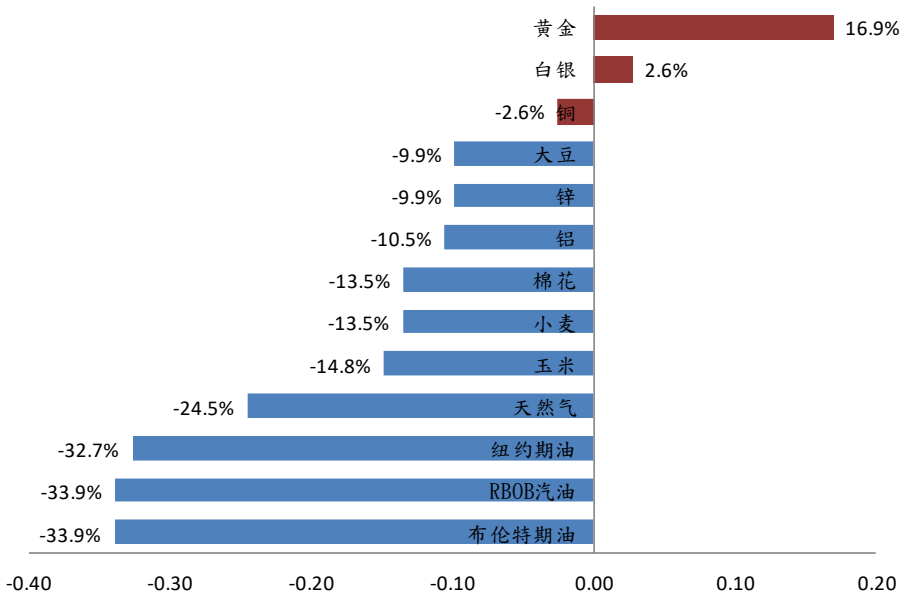
大宗商品

王旻楠
Miranda Wang
赵欣玥
Sherry Zhao

2020年上半年，贵金属黄金、白银分别录得涨幅16.9%和2.6%，符合我们年初继续上涨的预期，而其他商品齐齐下跌，布伦特期油和纽约期油大幅下跌33.9%和32.7%，跌幅超过天然气和部分农作物。

与上半年相比，尽管工业生产以及消费正在逐步恢复，但疫情如利剑悬于上方，地缘风险也逐渐升温，避险需求可能在下半年继续推升金价。

图表 121：上半年部分商品价格变化

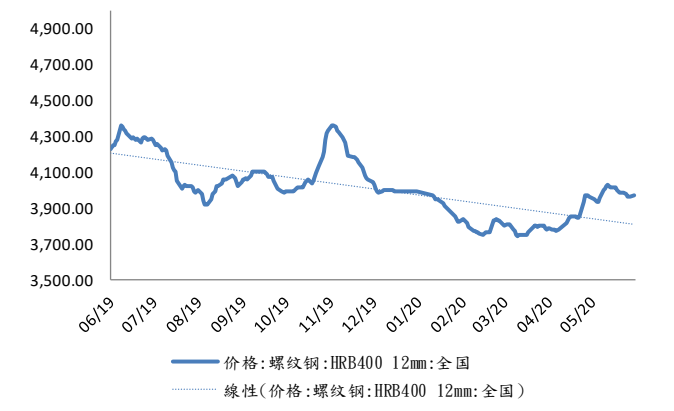


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

钢材

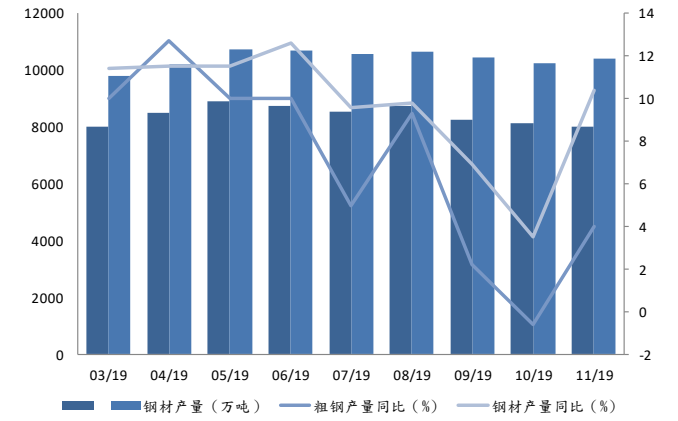
今年上半年钢铁产量增长，1-5月国内粗钢产量同比增长1.9%至41175万吨，钢材累计产量同比增1.2%，累计粗钢产量超过1000万吨的省区数量较1-4月翻倍（河北、江苏。山东、辽宁、山西五省产量超2000万吨）。尽管国内基建对需求端有一定支撑,但疫情导致钢材出口受阻,市场依旧呈现供过于求的格局,钢企库存逐渐累积，螺纹钢价格在3700-400区间内震荡，但价格中枢较去年下半年进一步下移。

图表 122：过去一年螺纹钢（12mm）价格中枢下移



资料来源： Wind ，国泰君安国际

图表 123：2019 年 3 月-2019 年 11 月我国粗钢与钢材产量(万吨)

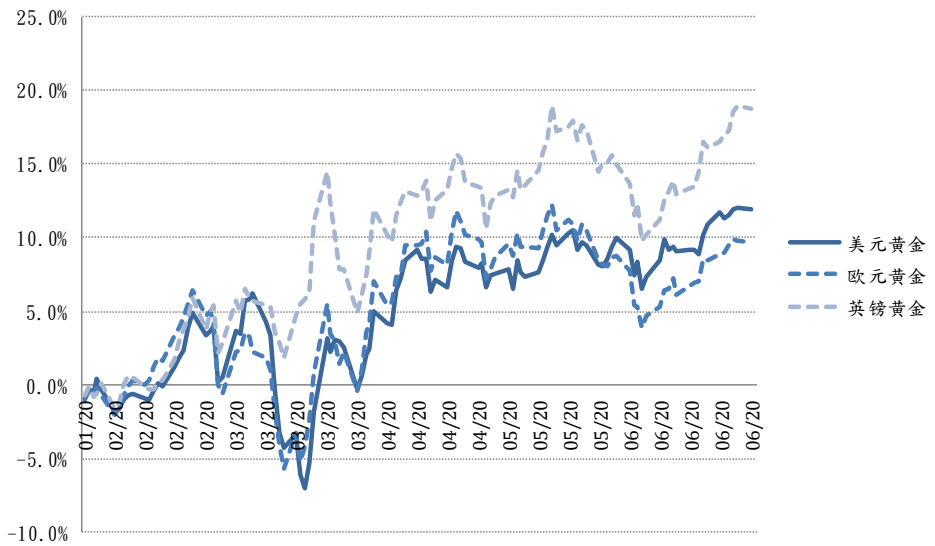


资料来源： Wind ，国泰君安国际

世界钢铁协会6月初预测2020/2021年钢铁需求量将萎缩6.4%/上升3.8%，并表示中国的恢复速度将领先其他国家，预计中国今年全年需求量将增长1.0%，而新基建项目的支持将延续至2021年。

短期内高温多雨天气会导致钢材需求下滑，不利库存去化。下半年整体来看，地产方面需求稳定，钢材需求在逆周期调节政策刺激下有望持续复苏。需求端的主要不确定性来自全球疫情扩散，不过部分国家已经解封，可能令下半年钢材出口量环比改善，进而缓解国内供应过剩的状况。供给端产能置换项目集中于年底投产，但下半年粗钢产量或难有下降，钢价可能整体偏弱。

图表 124：年初至今黄金现货价格走势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

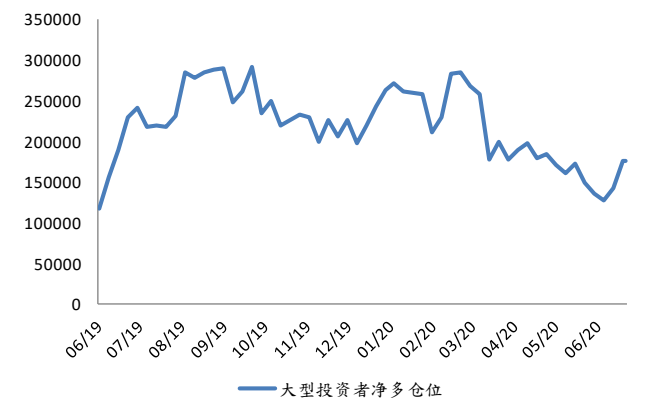
黄金

美联储推出QE后未能缓解市场恐慌情绪，美股熔断以及原油剧烈下跌令黄金投资者套现压力升温，纽约期金3月曾大幅下跌，白银跌幅更深。全球范围内疫情扩散势头未得到遏制、中美矛盾加深、以及市场对全球经济的悲观预期令金价从1470美元/盎司左右攀升至1700美元/盎司之上。5月20日金价达到1748美元/盎司再次刷新七年新高。目前金价虽然稍有回落，但依旧在1700美元左右，符合我们预期。

由于国际局势以及宏观环境的变化，我们对模型部分变量预测数据（实际利率、风险水平以及汇率等）进行更新，上调美股标普500指数预测，进一步下调美元兑日圆汇率预期，基本维持美国十年期国债收益率等预测。

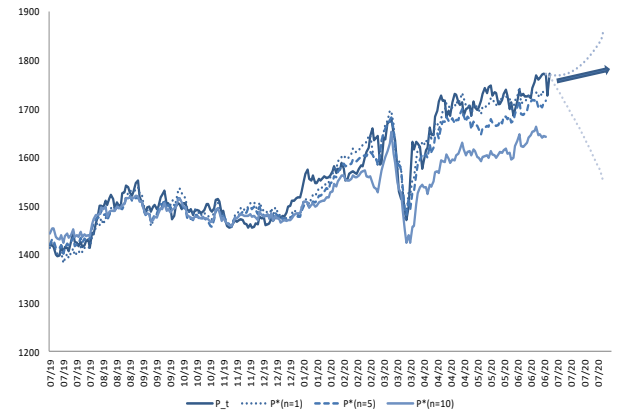
我们对三四季度的金价预期依旧较乐观：若未来半年美国十年期国债收益率在0.8-0.9%，美元兑日圆汇率保持在107上下，黄金价格中枢可能在1720-1740美元左右；非常乐观的情况下，美元兑日圆下跌至100，同时美国十年期国债收益率跌至0.45%，则金价有机会上试1840-1870美元；最差假设下金价可能下探1520美元。

图表 125：大型投资者黄金期货净多仓位回升



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 126：过去一年金价实际和模拟走势

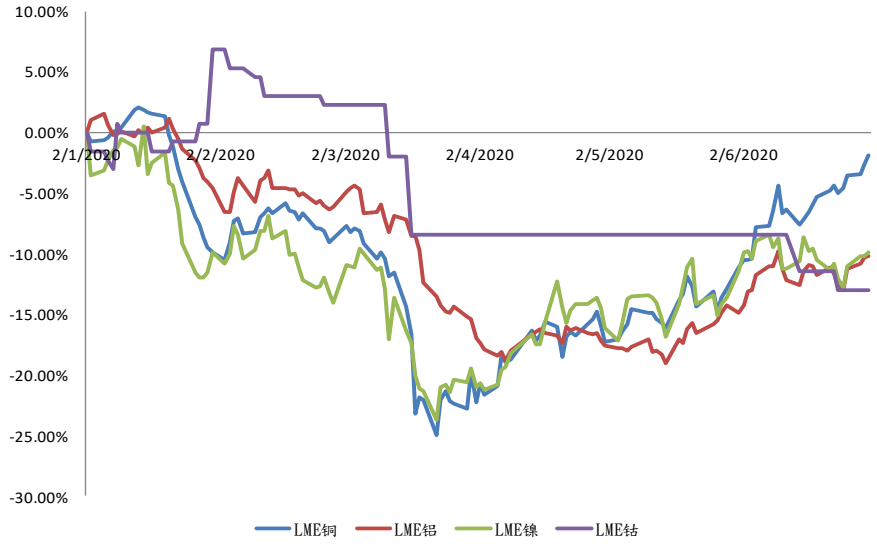


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

目前黄金最主要的上涨动力还是来自全球低利率环境的支持，今年3月多家央行降息，美联储降息2次，分别下调利率50和100bps，超出市场预期，英央行、新西兰联储、澳洲联储和加拿大央行降息幅度在50-100bps，而已经面对零利率和负利率的欧央行和日央行今年不曾降息。根据最新一次议息结果，几家央行均维持利率不变，且市场预期下次议息也不会有调整。美联储可能在明年三月仍保持0-0.25%的低利率。

此轮降息过后，除了日央行外的几大主要央行当前利率处于0-0.25%之间，低利率环境降低投资者持有黄金的机会成本。同时美联储短期内难以重回加息周期，以及推出的新贷款计划扩增资产负债表，压缩美元上涨动能，进而利好与美元走势负相关的黄金。此外，欧元区部分国家接近债务危机,中东地区冲突升级(美国对伊朗海洋和运输关键企业的制裁令生效；土俄双方再次发生严重的军事冲突升级；驻阿富汗美军对塔利班发动两轮空袭等事件)可能也会突显黄金的避险价值。

图表 127：年初至今 LME 铜、镍、铝、钴价格变动



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

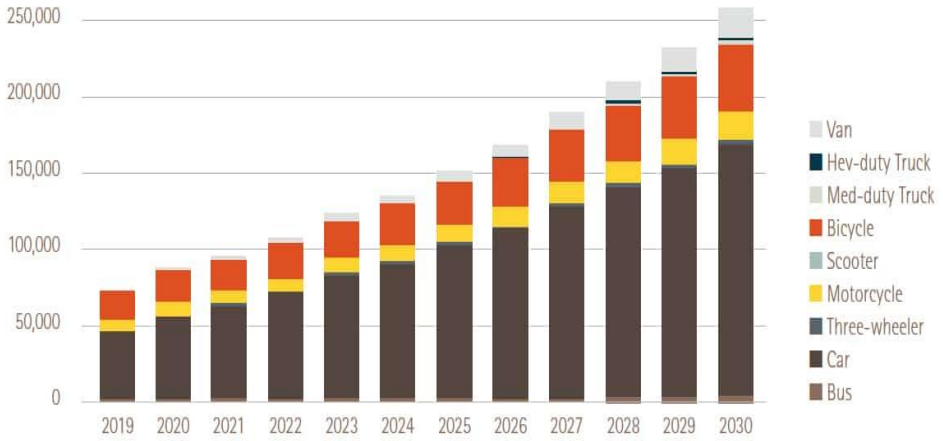
铜

上半年疫情导致停工，LME铜铝钴镍均走低，但随着需求端回暖，铜价的恢复快于铝钴镍。上半年LME铜累计下跌2.6%，LME镍累计下跌10.2%，最高跌幅曾超过23%。

供应方面，国际铜业研究组织（ICSG）统计今年一季度全球铜矿产量同比增长0.5%，铜精矿产量比较平稳，全球铜市供应过剩13-22万吨（若考虑到中国保税区铜库存），而去年一季度是短缺1.2万吨。3月秘鲁铜产量同比下滑25%，而智利、刚果和印尼铜产量录得升幅。疫情对供需两端均形成冲击，智利国家铜业公司（Codelco）6月下旬表示暂停智利北部的建设项目，若疫情扩散势头难以遏制，下半年铜矿产量可能继续下滑。英国商品研究所（CRU）数据显示澳大利亚、智利、秘鲁的矿上已经开发到中后期阶段，矿山原矿平均品位逐年下降，加上铜矿资本开支减少，这将压制铜矿产量并推高成本。就国内而言，海外铜精矿进口可能会受到影响。

需求端，铜作为重要的工业原材料，需求取决于全球经济形势。ICA（国际铜业协会）预计2025年道路电动汽车牵引电机绕组将会带动铜消费量15万吨，汽车将是铜消费增量的主要来源。从疫情防控局面和经济增速预期来看，下半年铜需求可能国内好于国外。全国1-5月固定资产投资中水电热燃气方面的投资同比上升3.6%，电网工程完成投资1134亿元，同比下降2.0%。全年电网基建投资有望回升，拉动铜需求，铜价有望企稳回升。

图表 128： ICA 预计 2025 年道路电动汽车牵引电机绕组将会带动铜消费量 15 万吨



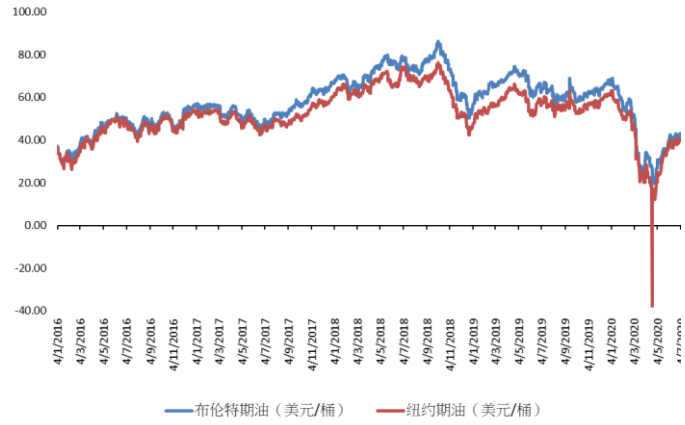
资料来源: ICA，国泰君安国际

原油

2020上半年全球油市跌宕起伏。前四个月受全球疫情爆发及沙特与俄罗斯价格战的影响，油价大跌。布伦特期油自年初的66美元大跌至4月底的25美元，跌幅达62%。纽约期油亦下跌69%。五月起随油组达成历史性减产协议，且全球疫情趋于缓和，油价稳步回升，至6月底布伦特期油回调至41美元，纽约期油回调至39美元。上半年布伦特期油和纽约期油价格中枢分别为41美元和37美元。

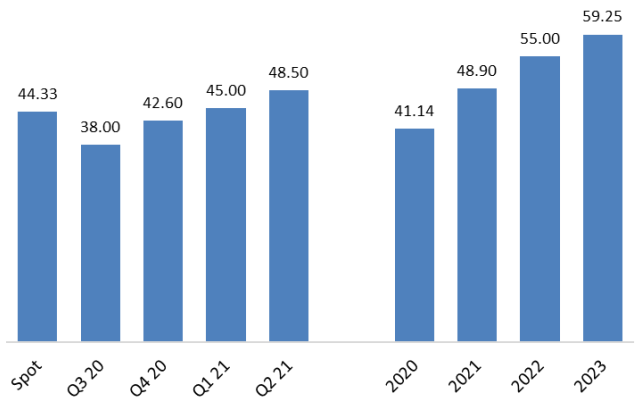
下半年预计油市大概率将维持震荡，布伦特期油和纽约期油价格中枢分别在40美元和37美元。供给方面，油组随油价稳定且经济逐渐复苏预计将逐步放松减产，美国页岩油生产商预计也将在破产潮后急于复产，为油价带来下行压力。需求方面，经济预计会随疫情缓和逐步复苏，带来原油需求逐步回暖。虽第二波疫情仍存不确定性，但由于各国均迫切需要恢复经济，在同等情况下采取的管控措施可能与第一波疫情相比较为缓和，从而对原油需求的负面影响亦较小。此外中国或趁低油价加速建立石油储备，从而为需求带来一定支撑。整体上下半年原油市场将由需求主导，而供给会快速响应，使得供需相对平衡，油价在中枢附近震荡。

图表 129：布伦特和纽约期油价格



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 130：彭博一致市场布伦特期油价格预期（美元/桶）

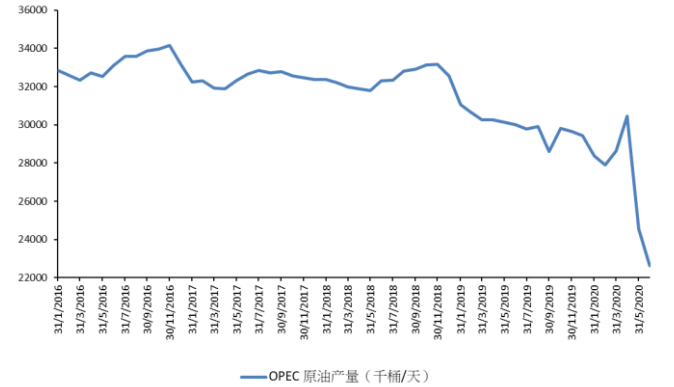


资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 131：美国原油产量（千桶/天）

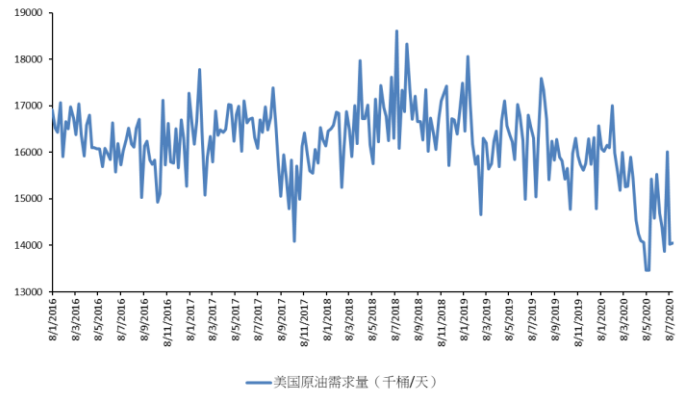
资料来源： Bloomberg ，国泰君安国际

图表 132：OPEC 原油产量（千桶/天）



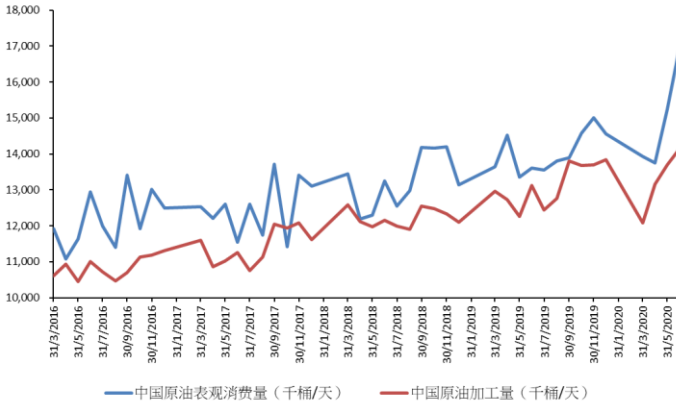
资料来源： Bloomberg ，国泰君安国际

图表 133：美国原油需求量（千桶/天）



资料来源： Bloomberg ，国泰君安国际

图表 134：中国原油表观消费量及加工量（千桶/天）



资料来源： Bloomberg ，国泰君安国际

美股

李恒钊

Tony Li

展望2020下半年，我们预期美股维持震荡态势，近期疫情二次爆发风险增加以及十一月美国大选将至等因素，美股依旧呈现机会与风险并存的局势，标普500指数目标区间为2,900-3,400。2020下半年，我们预期盈利增速将在三季度略有改善，经济和就业数据逐渐回暖，但目前美股估值相对较高，VIX恐慌指数再次爬上2月以来高位。风险市场进一步上涨的空间相对有限。

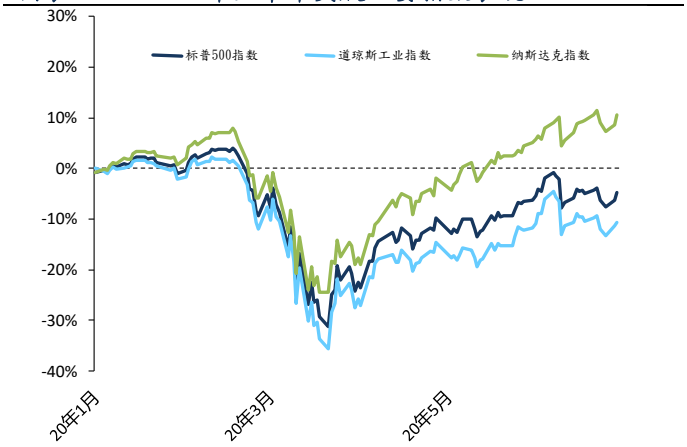
2020年至今美股经历过山车

2020年上半年，三大股指多次创造历史，美股遭受多次熔断，跌入技术性熊市区间，随后便坐上云霄飞车，纳指更是在收复失地之后数次刷新历史收盘记录。股市在全球范围新冠肺炎病毒疫情扩散期间中震荡向上。

截至6月底，道琼斯工业指数累计跌幅为-9.6%，标普500指数累计跌幅为-4%，纳斯达克指数则上涨了12.1%。

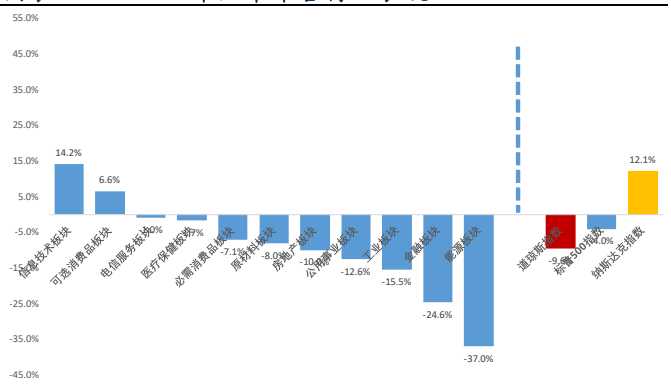
从板块表现来看，标普500指数成分公司11个板块表现不一,仅有两个板块录得上涨。受到油价暴跌所带来的石油产业链企业面临资产负债表的大幅减值风险影响，能源板块剧烈下挫，以-37%的跌幅领跌所有板块；而享受到“宅家模式”、“远程办公”等居家隔离政策红利的信息科技板块则遥遥领先于其他板块，科技行业龙头更是在短暂调整过后逆流之上，不断刷新历史收盘纪录；可选消费板块后来居上，以6.6%的涨幅紧随其后。

图表 135：2020 年上半年美股主要指数表现



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 136：2020 年上半年各行业表现



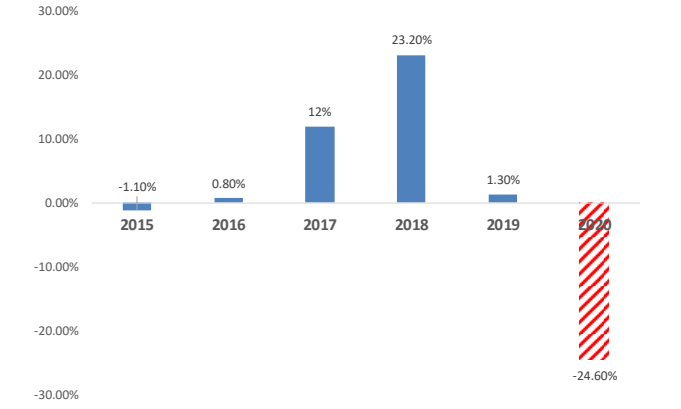
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

2020年美股盈利预期大幅下滑

2019年，标普500指数全年盈利及营收增速预期分别为0.3%及3.8%，均位于历史低位。但由于年初至今受到国际范围新冠肺炎疫情的拖累，截至目前，营收及盈利预期均出现大幅跳水。2020年标普500成分公司盈利及营收预期分别从年初的9.7%和5.4%下滑至-24.6%及-5.1%。

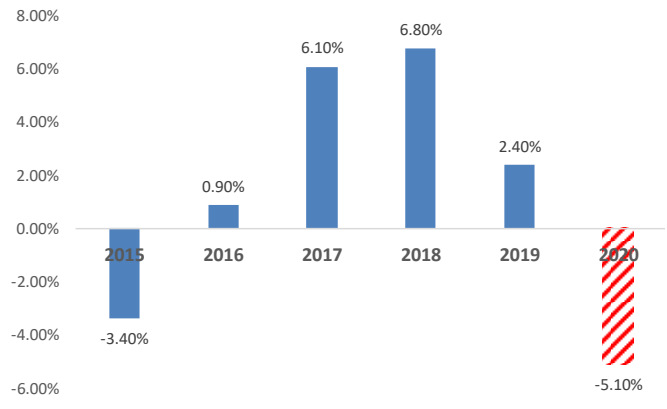
值得注意的是，受到国际范围内疫情爆发的影响，企业停产停工，制造业与服务业受到拖累相对最大，目前市场对标普500成分企业年内营收及盈利预期依旧保持相对悲观态度，而拥有众多科技龙头的纳斯达克指数则有望在今年四季度每股盈利恢复增长。但由于疫情反复，经济复苏前景仍存在较大不确定性，疫情对企业业绩带来的负面影响还远未消散。我们预计美企业绩或将在2021年一季度开始逐渐恢复增长。

图表 137：过去五年预期标普 500 盈利增速



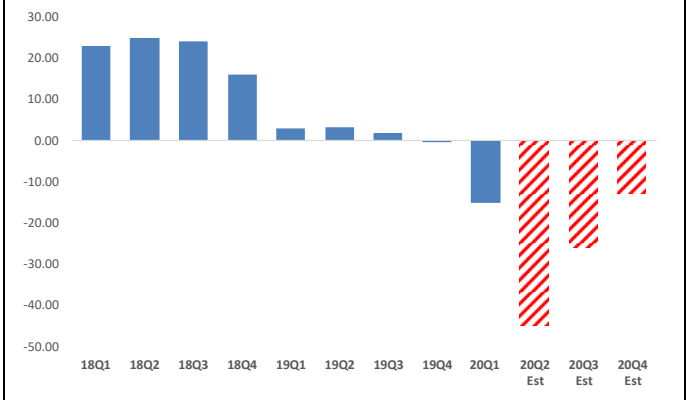
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 138：过去五年预期标普 500 营收增速



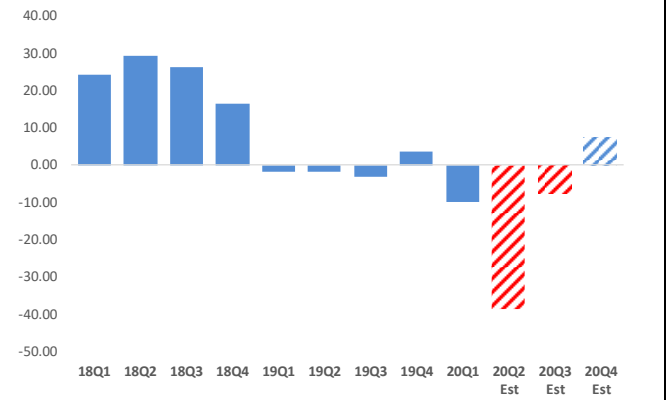
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 139：标普 500 指数每股盈利增速（同比%）



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 140：纳斯达克指数每股盈利增速（同比%）



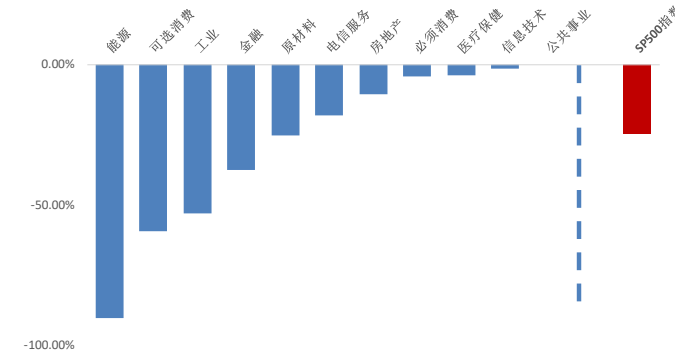
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

疫情拖累美企业绩

从标普500指数各行业营收和盈利增长来看，各个行业盈利预期增速均出现了大幅跳水；截至目前，所有板块的盈利增速预期均录得负增长，能源板块因原油价格波动，油气公司接连宣布破产等因素录得-90%的下滑。与我们之前预期的一样，公共事业、信息技术、医疗以及必选消费板块录得下滑幅度相对最少。值得注意的是，虽然此次疫情对公共事业板块的盈利及营收影响较小，但该行业截至目前股市表现平平，录得-12%下跌，跑输大市。

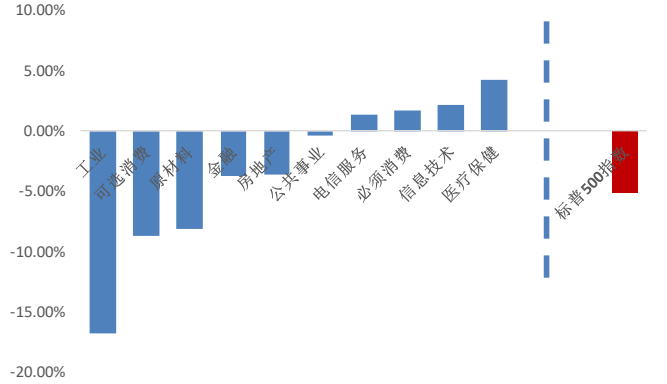
从营收增速预期来看，医疗保健、信息技术以及必选消费领跑所有板块，录得正增长。而工业、可选消费等受疫情影响，停产停工较为严重的板块业绩受到拖累最为严重。预计明年一季度有望恢复增长。

图表 141：2020 年预期标普 500 指数行业盈利增速(%)



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 142：2020 年预期标普 500 指数行业营收增速(%)



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

美企二季度财报披露不容乐观

进入七月，美企二季度财报披露拉开帷幕，但截止6月底，已有超过180家的标普500指数成分公司宣布撤销2020财年业绩指引，绝大多数企业都将撤销决定归于疫情导致的公司业绩前景不确定性。

但因市场已充分预计二季度的惨淡业绩，我们认为此次财报披露不会成为股市大幅波动的主要原因。而疫情二次爆发风险增大，美国重启经济脚步放缓，美企今年依旧面临大范围违约及破产风险。我们预计疫情对美企业绩造成的负面影响还未完全消散，明年一季度有望开始恢复增长。

科技板块为上半年投资主旋律

美股市场收疫情影响，年初遭受数次熔断后触底，随后科技股吹响了这一轮股市反攻的号角，带领纳斯达克收复失地之余多次刷新了历史收盘记录。

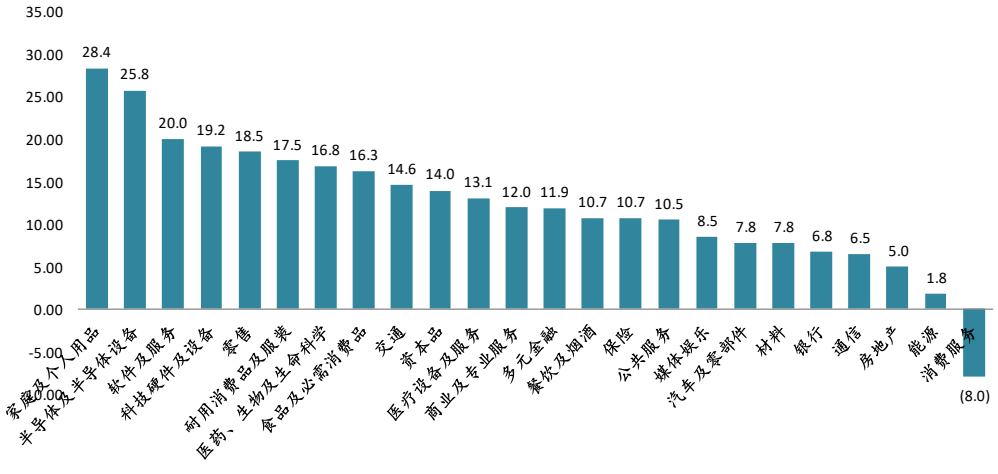
数据显示，2020年市场预计标普500指数成分公司的营收增速为-5.1%，而对于大型科技股FAAMG（脸书，苹果，亚马逊，微软和谷歌）而言，市场预期营收增速高达10.7%，逆市突围。剔除FAAMG之后，市场预期其余公司营收增速则为-6.3%。

我们认为此次科网巨头们的崛起并非偶然，受疫情影响，众多地区实施的居家隔离以及远程办公模式促使互联网巨头公司的用户数量及使用时长得到增长，因其自身数字化体系的优势，宅家模式对互联网巨头们造成的负面影响相对较小，业绩较为稳定，甚至由于需求激增而出现大幅增长。

此次全球范围疫情爆发也给众多传统行业敲响了警钟，数字化转型已是大势所趋，即便疫情结束，互联网科技巨头们依旧占据优势，根据市场研究报告，82%的上市公司CEO们认为其管理的公司需要进行数字化转型，并且将会成为除了主营业务之外的核心竞争力。

回顾上半年，美股科技股一骑绝尘，FAAMG更是屡次刷新历史收盘记录，我们预计短期科技股会迎来短暂回调，但中长期维持向上趋势。投资者可谨慎判断风险，适时寻找投资机会。

图表 143：子行业投资回报率（%）



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

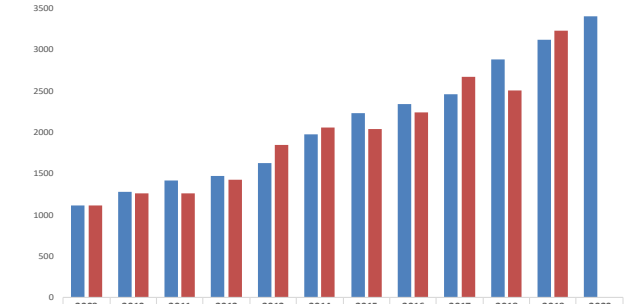
2020年标普500指数目标区间

此前汇总业内众多分析师的观点，标普500指数2020年有望达到3407.46点。在过去的15年中，行业分析师的平均目标价估值与最终收盘价仅有9%的平均差值，剔除2008年金融危机的话，分析师平均目标价与收盘价的平均差仅有3.1%。

换句话说，如果按照3.1%的平均差计算，2020年标普500指数的收盘价将会在3,300-3,500点之间。

我们认为由于下半年美国总统大选年存在一定风险，美股市场波动或将加剧；疫情还未出现明显拐点，在疫苗问世之前，二次爆发或将再次拖累经济活动，美联储预计经济复苏前景仍存在较大不确定性；疫情对美企业绩中造成的负面影响还未完全消散，盈利预期有进一步下调的可能。因此我们根据标普500指数的预计市盈率及估值进行了敏感度测试，给出的点位区间为2,900-3,400点。

图表 144：2020 年分析师预期标普 500 点位



	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
目标点数	1118.63	1275.1	1414.72	1475.43	1631.88	1973.78	2236.26	2342.51	2461.74	2882.7	3118.15	3407.46
实际点数	1115.1	1257.64	1257.6	1426.19	1848.36	2058.9	2043.94	2238.83	2673.61	2506.85	3230.78	

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 145：敏感度测试标普 500 点位区间

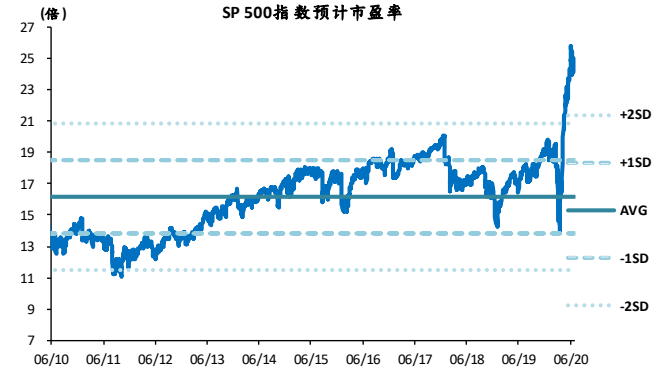
		PE				
	3227.1	20.8	22.0	23.2	24.3	25.5
	118.4	2468.7	2605.9	2743.0	2880.2	3017.4
EPS	125.4	2614.0	2759.2	2904.4	3049.6	3194.8
	132.4	2759.2	2912.5	3065.8	3219.0	3372.3
	139.3	2904.4	3065.8	3227.1	3388.5	3549.8
	146.3	3049.6	3219.0	3388.5	3557.9	3727.3

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

美股估值位于历史高位

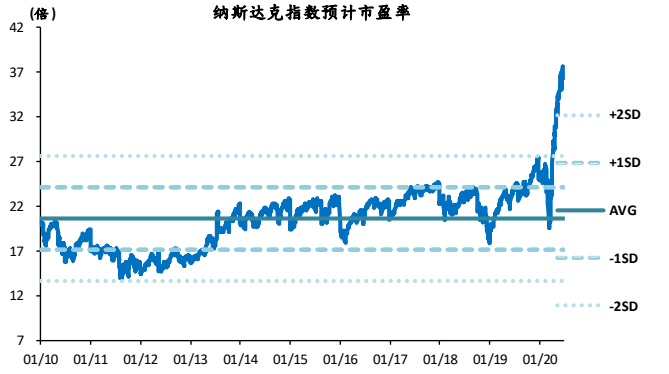
从估值来看，经历了年初美股触底以及一波股价修复，叠加美股盈利回吐因素，美股估值再次站上历史高位，截至6月底，纳斯达克指数12个月动态市盈率为37.46倍，标普500指数12个月动态市盈率达到24.88倍，道琼斯工业指数12个月动态市盈率达到23.65倍，标普500指数、道琼斯工业指数和纳斯达克指数均超出过去10年历史2倍标准差水平，美股估值居高不下，投资者需警惕下半年美股估值回调的风险。

图表 146：过去 10 年标普 500 指数预期市盈率(倍)



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 147：过去 10 年纳斯达克指数预期市盈率(倍)



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 148：过去 10 年道琼斯工业指数预期市盈率(倍)

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

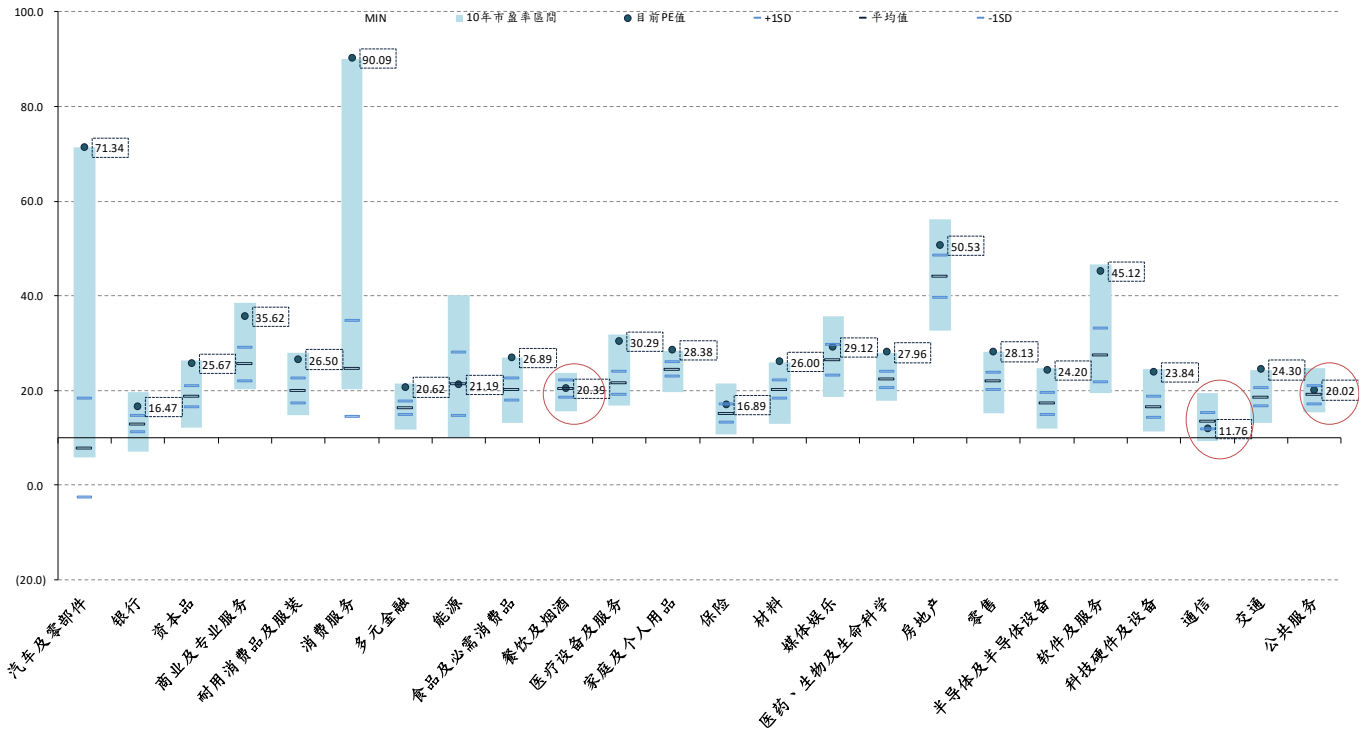
板块估值方面

从板块估值上看，自年初美股触底以来，各板块股价皆有所反弹，叠加受疫情影响造成的盈利回吐因素，目前美股各板块估值均位于过去十年的高位。

其中，估值较低的板块是通信、餐饮烟酒、银行和公共服务板块(预测12个月市盈率为11.76x / 20.36x / 16.47x / 20.02x)，估值较高的板块是消费服务、汽车与零部件、房地产板块 (预测12个月市盈率分别为90.09x / 71.34x / 50.53x)。值得注意的是，部分板块的龙头股由于2020年至今累计修复幅度较多，2020年下半年可能面临一定的回调压力。

2020年下半年，我们将持续看好经济复苏背景下的消费板块，5G大背景下的科技板块以及估值相对较低的金融板块。此外，投资偏好或将转向成长股>价值股的趋势。

图表 149：标普 500 指数各行业估值



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

风险

1. 2020年下半年，贸易战打打停停成为常态，由科技，贸易升级至金融等领域，投资者要时刻警惕中美摩擦，国际地缘政治因素对风险市场的影响。
2. 下半年的总统大选进入白热化阶段，大选结果难以预测，大选不确定性或影响美股波动。
3. 疫情对美国经济带来的影响还未消散，美企业绩受到拖累，预计明年一季度恢复增长；疫情二次爆发的风险或将影响美国经济复苏。
4. 经济方面，数据及美联储公布的经济褐皮书显示，各行各业的活动有所增加。但总体而言，商业状况仍然疲软，美国经济前景仍然十分不明朗。失业率依旧处于高位，但下半年企业债务违约以及破产等风险或将促使新一波裁员潮，市场需警惕劳动力市场的稳定性。
5. 2万亿财政刺激计划即将耗尽，新一轮经济刺激政策拨款还未落地，美企和家庭面临一定破产风险，或对风险市场造成一定拖累。美联储目前没有加息或者负利率的方案，但旨在使用一切工具帮助美国经济实现复苏。我们认为疫情走势将成为下半年经济走向的关键点，市场密切关注疫情二次爆发风险及疫苗研发进展。

投资建议

1. 展望2020年下半年，我们预计美股维持波动态势，由于风险点仍然较多，建议投资者可以在下半年短线做多VIX波动指数来对冲市场波动的风险，以及采取多元化资产配置来分散风险。

2. 板块方面，我们将持续看好零售，金融及享受宅家模式红利的科技板块。众所周知，消费是美国经济支柱之一，随着美国经济复苏，消费行业有望跑出，我们将持续美企龙头零售股及电商中概股。

3. 因估值过高，我们预计短期科技股会迎来短暂回调，但中长期维持向上趋势。疫情短期内仍将影响美国经济互动，远程办公模式仍将延续，依旧利好互联网科技巨头。

4. 此外，目前金融板块估值偏低，随着十月一日美国监管机构放松沃尔克规则规定生效，金融板块下半年或将迎来机会。

5. 若投资者想寻找结构性机会，可关注防御性较好、业绩增长确定性较强的医疗保健板块。市场密切关注疫苗研发进展，市场预计疫苗或将有望于下半年面世。

2020年下半年我们维持机遇与风险并存的判断，投资者需时刻留意风险，适时寻找投资机会。

欧股

施亚莹

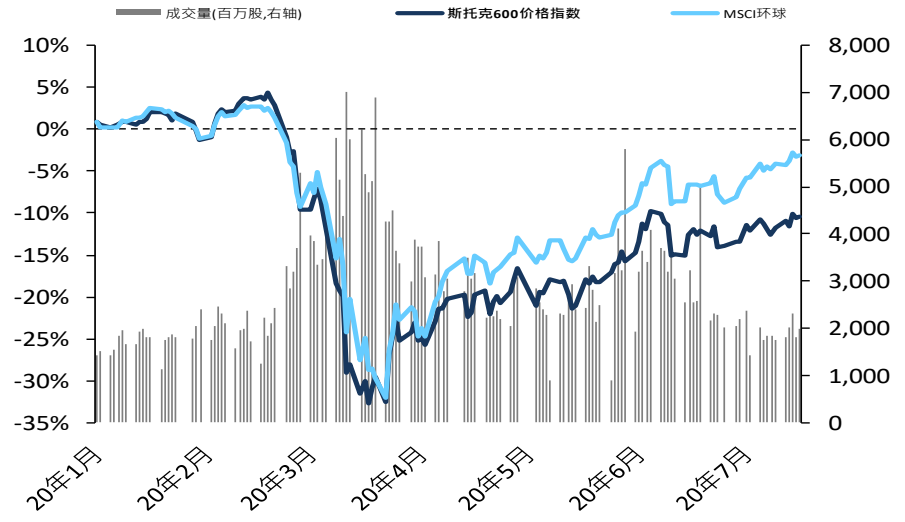
Sharon Shi

我们对欧洲市场的看法由上半年的低配上调至中性，主要看好欧洲对新冠疫情有效的防控措施加上欧洲央行的宽松货币政策以及欧盟就7500亿欧元经济复苏基金达成协议等政策利好，区内经济缓慢复苏，加上美元走软，可能鼓励一些投资者进行多元化投资，利好欧洲股市。但我们也需注意到由于盈利被大幅下调，当前欧洲股市估值水平较过去5年均值高约3个标准差以上。建议投资者关注成长性好和防守性强的板块，如科技和医疗等。

泛欧STOXX600年初至今回顾

截至2020年7月17日,泛欧STOXX600指数累计下跌10.37%，跑输MSCI环球指数3.04%的跌幅。

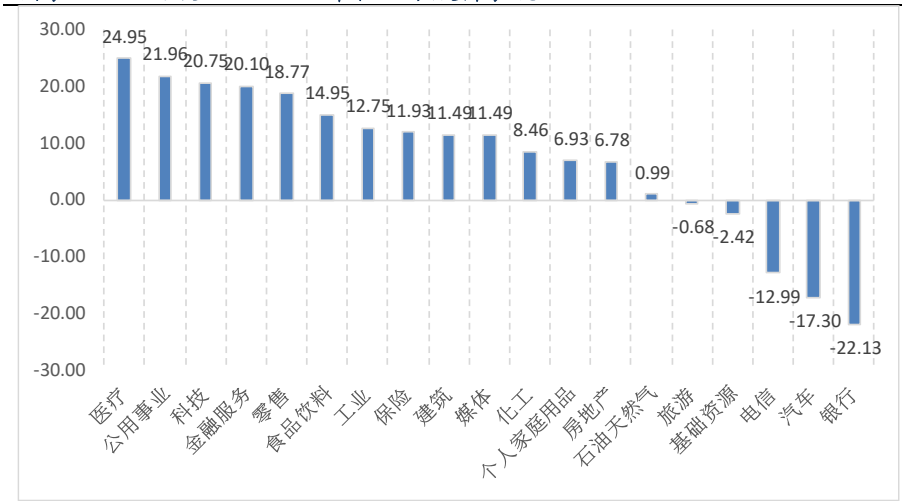
图表 150：泛欧 STOXX600 年初至今股价表现



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际，数据截至 2020 年 7 月 17 日

分行业来看，板块表现分化明显，医疗、公用事业和科技板块领涨，涨幅分别达24.95%，21.96%和20.75%。而受疫情冲击较大的银行和汽车板块领跌，跌幅达22.13%和17.30%。

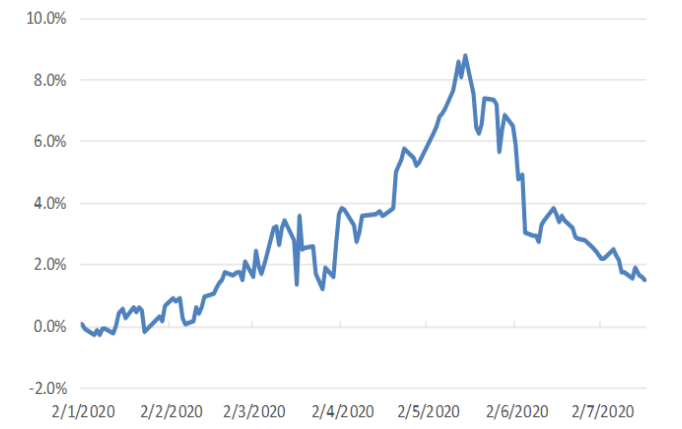
图表 151：泛欧 STOXX600 年初至今股价表现



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际，数据截至 2020 年 7 月 17 日

投资风格上看，小盘股和大盘股表现差距较小，成长型股票表现明显优于价值型股票。

图表 152：小盘股和到大盘股表现差，基于斯托克小盘股指数和斯托克大盘股指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际，数据截至 2020 年 7 月 17 日

图表 153：成长型和价值性表现差距，基于 MSCI 欧洲成长性指数和 MSCI 欧洲价值性指数

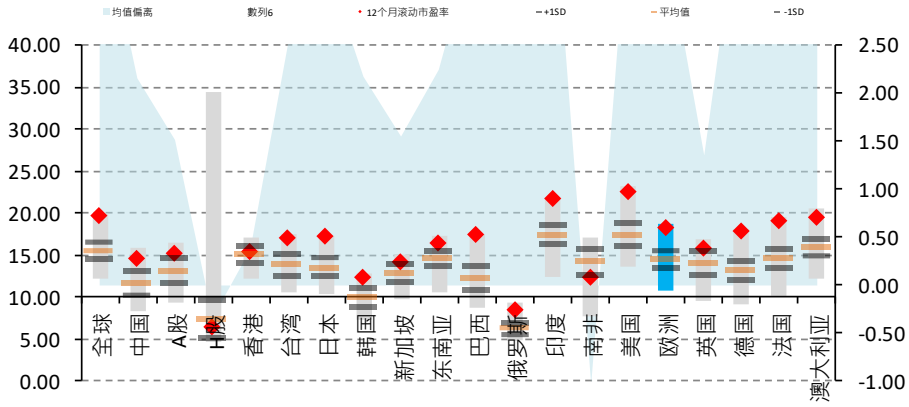
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际，,数据截至 2020 年 7 月 17 日

2020年下半年展望

估值

当前欧洲股市估值水平较过去 5 年均值高约 3 个标准差以上，由于盈利被大幅下调，使估值高于历史平均水平，横向比较看与 MSCI 全球相当，略高于日股，远低于美股。

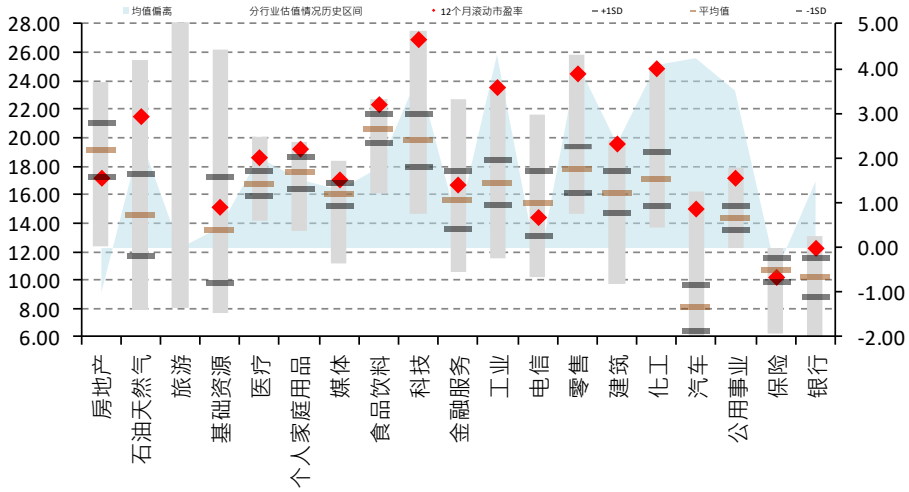
图表 154：环球股市估值情况



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际，数据截至 2020 年 7 月 17 日

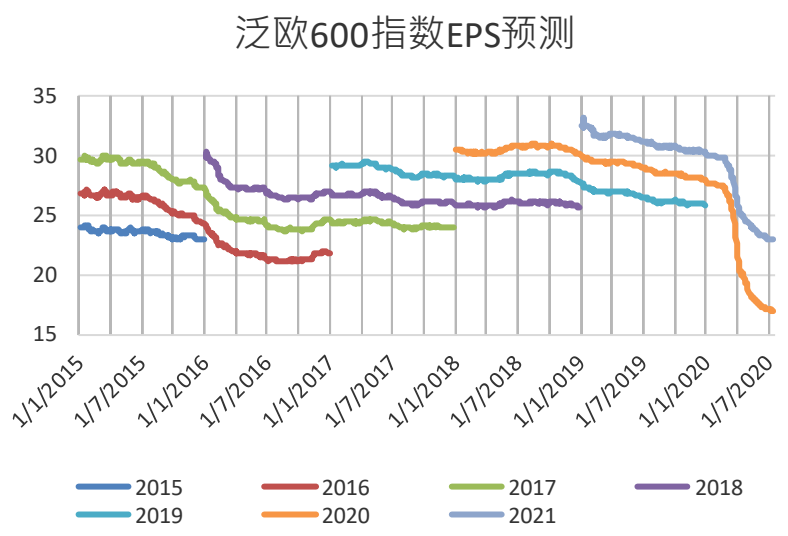
基于泛欧 600 的行业分类来看，行业估值分化。其中科技板块估值较高，零售和化工板块紧随其后，银行和保险板块估值较低。

图表 155：欧洲股市分行业估值情况，基于泛欧 600 行业指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际，数据截至 2020 年 7 月 17 日

图表 156：市场共识预测泛欧 600 指数每股盈利走势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际,数据截至 2020 年 7 月 17 日

市场自年初大幅下调泛欧 600 指数每股盈利，现公司 2020 /2021 年每股盈利分别为 17 欧元/23 欧元。

综上，我们对欧洲股票的看法由上半年的低配上调至中性。看淡能源板块及银行板块，预计板块下半年前景仍较暗淡，并可能出现削减股息的风险。建议投资者关注成长性好和防守性强的板块，如科技和医疗等。

图表 157：泛欧 600 指数 12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 158：泛欧 600 指数 12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 159：泛欧 600 指数各行业估值

	指数代码	市值 (EURm)	收市价 (LC)	52周股价区间（示意图）	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	年初至今股价走势 (%)	市盈率 21F (倍)	市盈率 22F (倍)	市净率 21F (倍)	市净率 22F (倍)	股息率 21F (%)	股息率 22F (%)	ROE 21F (%)	ROE 22F (%)	贝塔值	1年股价变动 (%)	年初至今股价变动 (%)	1个月股价变动 (%)	一年盈利预测变动 (Pct)	一年滚动市盈率变动 (Pct)	年初至今盈利预测变 (Pct)	年初至今滚动市盈率变 (Pct)
房地产	SX86P	202,969	150.97		168.8	11.8	(21.8)	17.7	17.8	0.9	0.9	3.9	3.9	5.1	5.1	1.0	-11%	-22%	-5%	-11.54	0.67	-10.02	-13.08
石油及天然气	SXEP	436,256	216.59		254.9	17.7	(32.0)	41.8	41.9	1.0	1.1	6.0	6.0	0.1	0.1	1.2	-32%	-32%	-3%	-64.51	90.84	-62.87	83.07
旅游与休闲	SXTP	125,227	173.29		187.1	8.0	(34.7)	NA	NA	2.2	2.2	1.0	1.0	-23.9	-23.9	1.3	-26%	-35%	-1%	-101.01	141,862.03	-100.97	130,735.56
基础资源	SXPP	268,993	411.79		414.2	0.6	(10.8)	17.7	17.7	1.3	1.3	4.2	4.2	5.1	5.1	1.1	-8%	-11%	4%	-39.88	53.42	-28.97	25.58
医疗保健	SXDP	1,551,331	944.51		1,003.7	6.3	3.9	19.8	19.8	3.8	3.8	2.5	2.5	25.2	25.2	0.8	17%	4%	2%	5.19	10.88	-0.67	4.56
个人与家庭用品	SXQP	1,049,336	848.79		878.7	3.5	(5.8)	20.8	20.8	1.9	1.9	2.8	2.8	16.4	16.4	0.9	-4%	-6%	1%	-13.05	10.98	-15.62	11.64
媒体	SXMP	136,767	241.39		263.3	9.1	(21.3)	19.2	19.2	2.7	2.7	2.5	2.5	15.4	15.4	1.0	-18%	-21%	-3%	-23.06	6.90	-25.92	6.30
食品及饮料	SX3P	747,871	687.96		723.4	5.2	(11.1)	24.3	24.4	3.2	3.2	2.3	2.3	15.7	15.7	0.8	-11%	-11%	0%	-15.33	5.39	-17.64	7.96
科技	SX8P	788,144	582.10		591.0	1.5	9.8	31.4	31.4	3.9	3.9	1.0	1.0	11.0	11.0	1.1	20%	10%	8%	-8.68	31.41	-12.80	25.93
金融服务	SXFP	342,089	550.57		568.9	3.3	(5.6)	17.7	17.7	1.3	1.3	3.1	3.1	6.8	6.8	1.1	8%	-6%	5%	9.00	-0.96	3.26	-8.60
工业产品及服务	SXNP	1,143,509	535.47		538.2	0.5	(11.0)	29.4	29.4	3.0	3.0	2.1	2.1	9.9	9.9	1.1	0%	-11%	4%	-30.45	43.08	-31.61	30.17
电信	SXKP	321,962	216.97		257.3	18.6	(11.5)	15.1	15.1	1.4	1.4	5.2	5.2	5.5	5.5	0.9	-8%	-11%	0%	-14.76	7.75	-16.40	5.91
零售	SXRP	382,134	335.25		353.7	5.5	(7.4)	28.2	28.3	2.6	2.6	2.2	2.2	8.9	8.9	0.9	6%	-7%	1%	-24.16	39.88	-26.36	25.77
建筑及材料	SXOP	292,101	460.28		476.9	3.6	(10.2)	23.6	23.7	1.9	1.9	2.6	2.6	7.5	7.5	1.1	0%	-10%	3%	-23.93	32.02	-26.61	22.34
化工	SX4P	422,305	1,043.73		1,010.0	(3.2)	1.4	27.9	28.0	2.4	2.4	2.5	2.5	6.5	6.5	1.0	11%	1%	9%	-15.45	31.69	-16.46	21.33
汽车及配件	SXAP	226,894	409.29		438.2	7.1	(19.5)	58.7	58.7	0.7	0.7	1.7	1.7	0.2	0.2	1.3	-14%	-19%	4%	-60.40	116.29	-58.28	92.94
公用事业	SX6P	533,732	362.99		364.4	0.4	1.9	18.2	18.2	1.8	1.8	4.3	4.3	11.0	11.0	0.9	11%	2%	5%	-4.61	16.82	-9.33	12.44
保险	SX1P	490,019	256.64		286.7	11.7	(20.5)	11.8	11.8	1.0	1.0	5.9	5.9	9.2	9.2	1.2	-16%	-20%	1%	-10.81	-6.12	-14.66	-6.83
银行	SX7P	641,971	98.87		108.5	9.7	(31.0)	16.3	16.2	0.5	0.5	3.1	3.1	2.1	2.1	1.2	-27%	-31%	2%	-48.49	41.68	-46.99	30.16
斯托克600价格指数	SXXP	10,103,609	372.71		392.4	5.3	(10.4)	22.0	22.0	1.7	1.7	3.0	2.9	3.8	3.8	1.0	-4%	-10%	3%	-27.39	32.71	-27.73	24.01

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际，数据截至 2020 年 7 月 26 日

日股

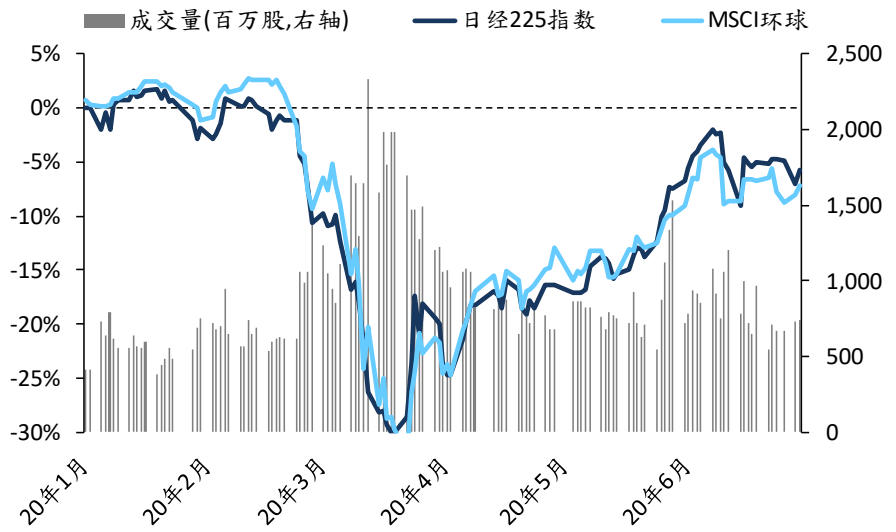
吴效宇, CFA

Shawn Wu

我们认为目前日经指数约22,700的点位是个十分理想的位置，预期将在两个相互抵消的市场风险嗜好因素影响下维持区间波动，通过基本面的恢复，夯实估值。我们认为日本股市是包括GPIF在内的许多机构投资者的必然选择，且相对美股已有显著折让，预计下半年资金将流入日股。我们测算未来12月日经指数区间22,690.8点至24,279.2点。

2020年上半年回顾 2020上半年日经指数累计下跌5.8%，略好于MSCI环球指数-7.1%的跌幅。符合我们2020年全年展望中预判的“日股将呈现下跌趋势”，和指出的21,491至22,979区间观点。

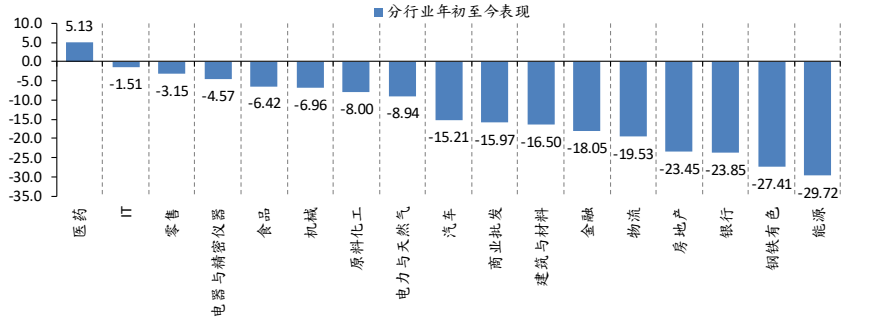
图表 160：日经指数与 MSCI 环球指数一年走势图。



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

分行业来看，除医药板块上涨5.13%以外，所有行业录得下跌，以能源、钢铁有色、银行跌幅最深，分别下跌-29.7%/-27.4%和-23.9%。

图表 161：东证 17 指数上半年分行业表现。



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

2020年下半年展望

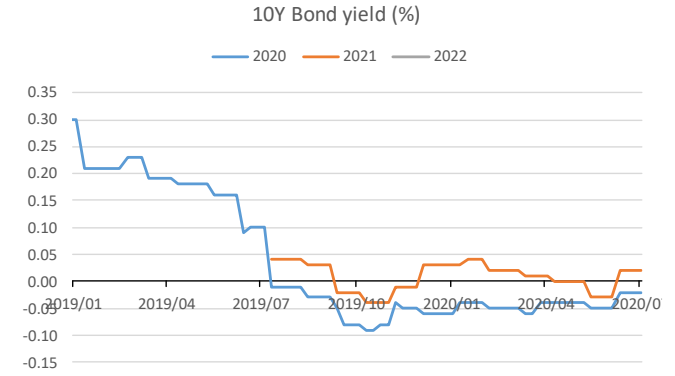
日本十年期国债将保持在零利率水平 日本央行6月会议决议维持基准利率-0.1%、十年期国债利率0%目标不变，对日本国债购买规模不设上限。黑田东彦表示日本在2021、2022财年距离加息距离很远，日本央行不会在美联储加息之前启动加息。上半年，5月开始随着市场风险嗜好的提升和避险需求的下滑，日本十年期国债收益率从负区间抬升。截至2020年6月27日，日本十年期国债已达0.04%，略高于0%水平，基本符合日本央行的目标。截至目前，我们尚未看到未来有任何因素会导致十年期国债利率显著变动，仍将在0%目标利率水平小幅波动。

图表 162：日本十年期国债收益率(%)

资料来源: Wind，国泰君安国际

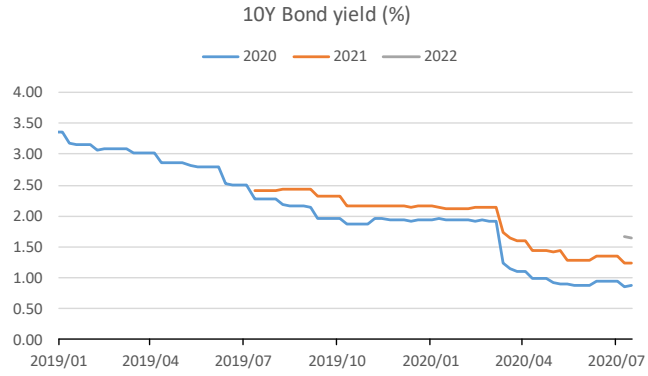
息差将保持低位 彭博市场共识认为日本十年期国债利率将由2020的-0.02%小幅上升至2021年的+0.02%，市场共识的预测长期在0%的目标利率水平浮动。而同期美国十年期国债收益率的预测曲线出现了大幅的下滑，2020/2021年美国十年期国债收益率分别由年初的1.93%/2.15%下滑到目前的0.94%/1.34%，符合我们之前"日本利率不变而美国降息收窄息差"的观点。向前看，美国尚未从疫情的泥淖中走出，且11月面临总统大选，加上全球贸易形式的风云诡变，我们认为美国利率短期内难以上升。

图表 163：日本十年期国债收益率预测变动



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

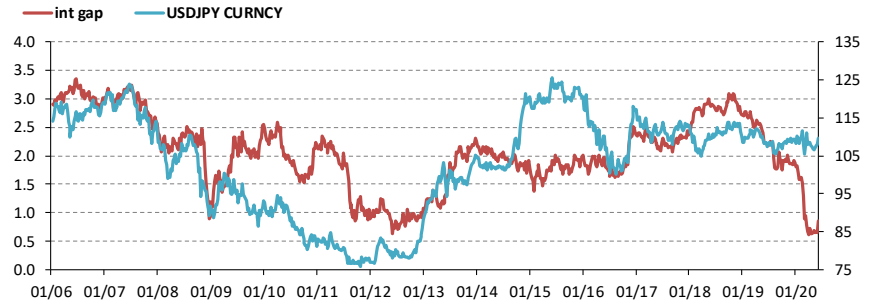
图表 164：美国十年期国债收益率预测变动



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

日元仍有升值压力 日元兑美元汇率与美日息差走势呈现显著的正相关性。而年内的汇率走势尚未反应息差的影响，我们预计日元升值压力将在2020年保持。彭博市场共识预计2020年、2021年日元兑美元汇率分别为107和105，较2019年升值0.9%和2.9%。

图表 165：日元兑美元汇率与美日息差的历史走势对比



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

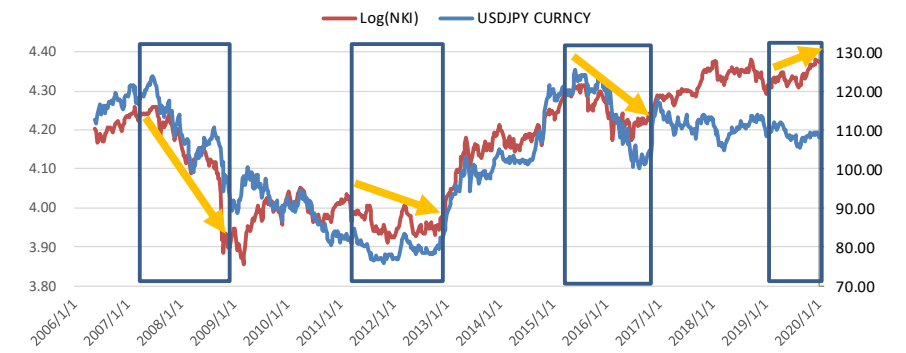
整体市场风险嗜好将呈现下行趋势 我们认为实际日元兑美元汇率和线性拟合的汇率之间的背离程度体现的是整体市场风险嗜好，这与我们观察到的市场估值情况也相吻合。而背离度里市场在正负20之间波动。而目前的水平已经远远高于20%的上限，预计未来将下行，也即市场**整体的风险嗜好将呈现下行趋势**。

图表 166：日元兑美元汇率与息差拟合汇率的背离度

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

历史上看，日经指数的走势与日元兑美元汇率高度相关，历史走势几乎重合。日本企业较高的海外盈利占比，使得日元计价每股盈利与日元汇率水平直接相关。而日经指数点位又可分拆为每股盈利和市盈率的乘积。这种直接的强相关性并不能带来更多信息。

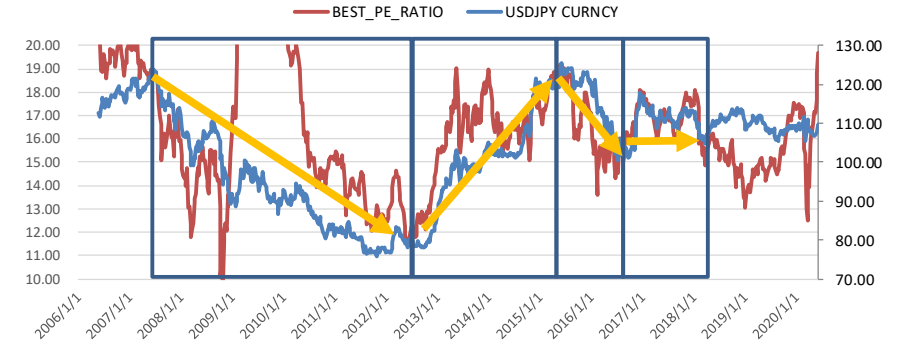
图表 167：日经指数对数与日元兑美元汇率历史走势对比



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

日经指数估值和汇率走势背离 我们剔除日本企业较高的海外盈利带来的汇率直接影响，发现日经指数动态市盈率依然与日元汇率呈现强正相关性。在2018年以前，日元升值通常伴随估值下跌，而日元贬值通常伴随估值上升。我们知道日元作为避险货币，其汇率波动可以很好的体现市场风险嗜好的波动。但自2018年起，这种密切相关性被打破。估值波动幅度大幅超过汇率波动，且估值可以无视汇率的下行，大幅上涨。我们认为这体现出日本股市中有超越整体风险嗜好的外生因素推动风险嗜好提升，这个因素我们认为大概率是日本央行的ETF购买举措。

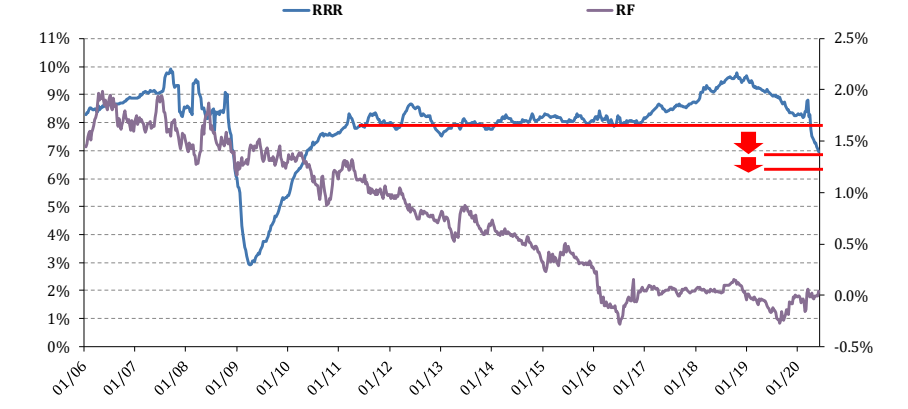
图表 168：日经指数动态市盈率与日元兑美元汇率历史走势对比。



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

日本央行ETF购买支撑市场风险嗜好 我们在6月的日股策略更新报告中定量分析了日本央行的ETF购买行为对日本股市的影响，解释了隐含的市场要求回报率快速下行的原因。央行的ETF购买行为将从两个方面影响市场，即1). 提升预期回报率，和2). 降低要求回报率。投资者的回报分布图的下部风险部分移除，整体预期回报率均线向右平移至11.9%。而根据CAPM模型测算的市场要求回报率由历史均值的8.0%下降至6.5%。但托底的效果将随着市场指数远离日本央行的行动水平而逐步消退。我们的模型测算，在日经指数24,000点水平时的市场要求回报率将重新上升至7.3%。

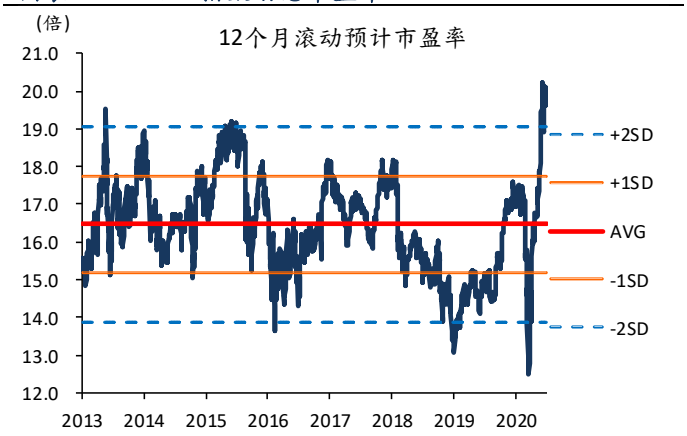
图表 169：日经指数定价隐含的市场回报率与日本无风险利率历史走势对比



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

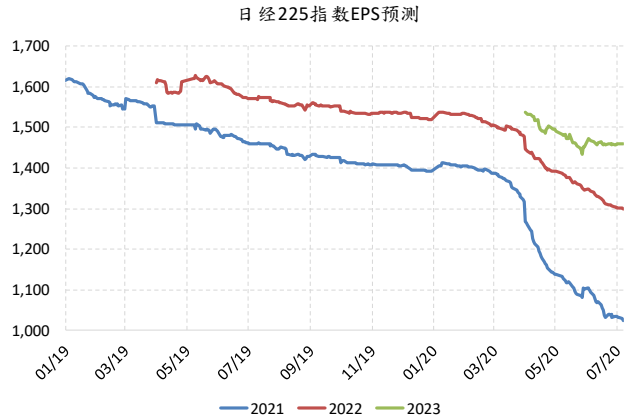
日股横向区间发展，EPS修复夯实估值 以上我们分析了市场风险嗜好的长期下行趋势和近期日本央行ETF购买行为带来支撑。两者的综合作用下，我们认为日本股市将呈现横向区间发展的态势，通过基本面的恢复，夯实估值。我们基于日经指数2019年均值21,697.23点，11.9%的预期回报率和7.0%(6.5%基于ETF购买行为分析+0.5%基于风险嗜好长期下滑趋势)的要求回报率，测算日经指数现值中枢水平应在22,690.8点，未来12月应在24,279.2点。这两个目标点位分别相当于21.9倍/18.6倍的2021/2022财年的市场共识每股盈利预测。分别较6月底日经指数收市22,288.07点高1.8%和8.9%。

图表 170：日经指数动态市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

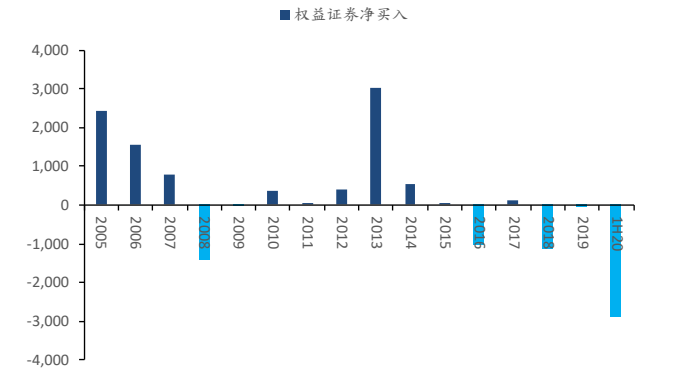
图表 171：日经指数共识 EPS 预测变动趋势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

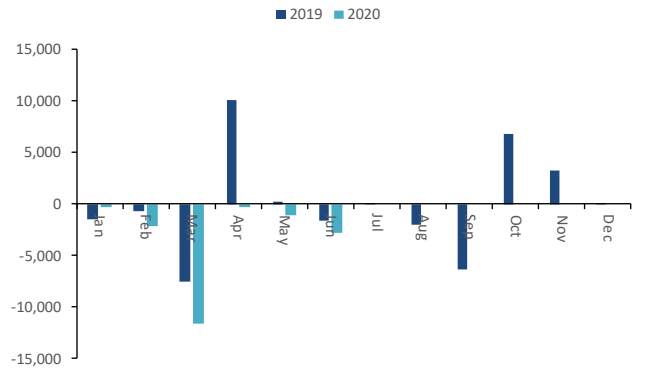
2H20海外资金料将流入 我们统计2005年以来十多年内日本国外投资者的周均权益净买入额，即使在2008年金融危机期间的周均流出额也仅1415亿日元，而今年上半年的周均流出额高达2,901亿日元，远超历史流出记录。上半年所有月份均录得资金流出，也是有统计数据以来的首次。因而我们预计下半年的海外投资者资金大概率将流入日股。

图表 172：国外投资者周均权益证券净买入(亿日元)



资料来源：日本财务省，Wind，国泰君安国际

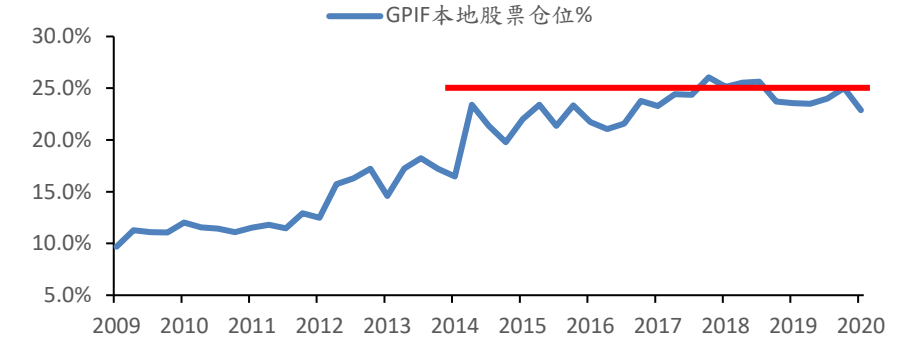
图表 173：国外投资者周均权益证券净买入-按月(亿日元)



资料来源：日本财务省，Wind，国泰君安国际

GPIF有加仓空间 全球最大的养老基金日本政府养老投资基金(GPIF)2020年3月底管理规模高达1,555,168亿日元(1.45万亿美元)。资产配置包括日本债券、股票、短期资产、海外债券、股票。投资组合历来偏向保守，持有较多的日本政府债券。但在日本低利率环境下，重仓日本政府债券对GPIF的投资回报带来较大的压力，因而日本政府一直致力于推动GPIF配置更多的风险资产，以提升回报率，兑现对日本公共养老金福利的承诺。自2014年起GPIF开始了大幅上调国内股票的配置占比，目标占比由12%左右提升至25%±9%，2020年3月底为22.87%。距离GPIF 25%的目标占比有2.13%的加仓空间，这意味着有308亿美元的资金可能流入日股。而多数机构投资者非常关注GPIF的仓位变动，可能会带动大笔资金流入。而GPIF通常注重企业的ESG，因而我们在下半年的选股策略中增加ESG指标。

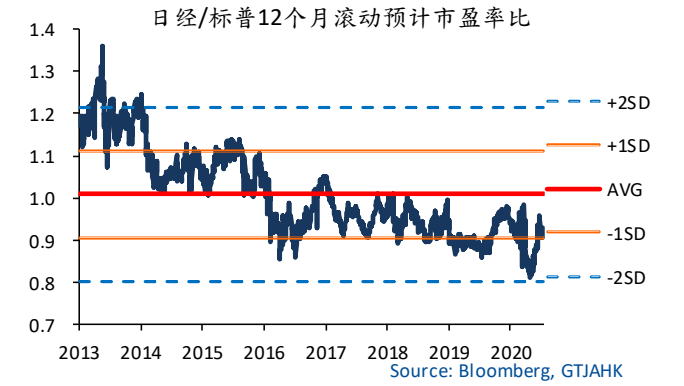
图表 174：GPIF 本地股票仓位占比



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

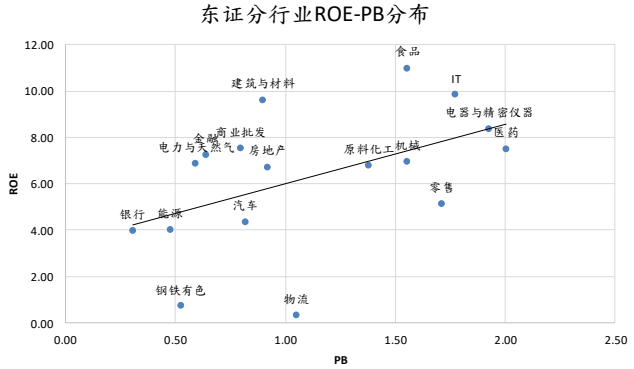
相对来看，日本股市较美国股市的估值水平处于历史均值以下1倍标准差位置，有显著的折让。从东证17行业指数的ROE-PB分布图来看，建筑材料、食品等板块相对低估。

图表 175：日经相对标普动态市盈率比



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 176：东证 17 行业指数 ROE-PB 分布



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

日股投资策略上，我们认为下半年投资者应关注的股票应当包含几个要素: 1) 稳健增长；2) 合理股息率；3) 较好的ROE；4) 优良的ESG。

推荐关注半导体、消费、医疗器械、娱乐设备、基建原材料、通信、化工产品、电力设备行业，股票名单：

半导体：SUMCO(3436.JP)、网屏(7735.JP)

医疗器械：Sysmex(6869.JP)

消费：朝日(2502.JP)、资生堂(4911.JP)

娱乐设备：任天堂(7974.JP)

通信：KDDI (9433.JP)

基建原材料：大和房屋(1925.JP)

电力设备：日立(6501.JP)

化工产品：昭和电工(4004.JP)

图表 177：日本股市推荐关注名单。

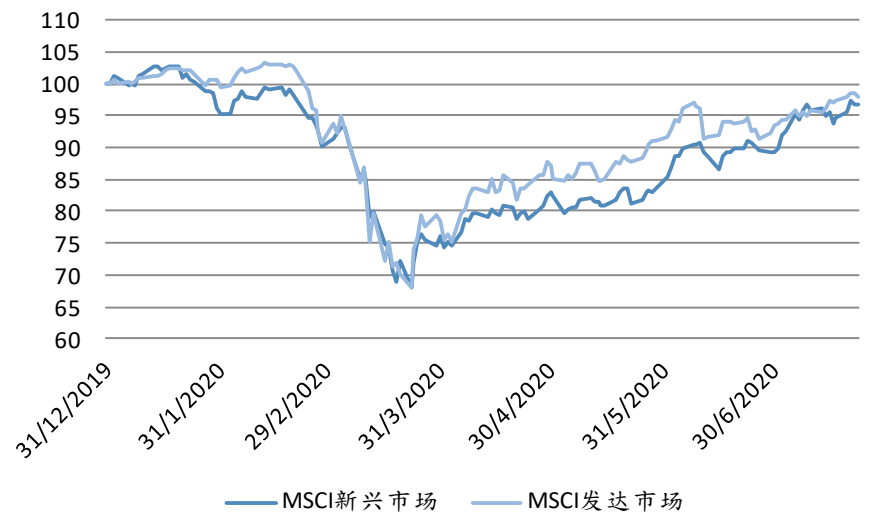
	股票代码	市值 (JPYm)	收市价 (LC)	52周股价区间（示意图）	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	年初至今股价走势 (%)	3个月日均换手率 (%)	每股盈利增长 21F (%)	每股盈利增长 22F (%)	收入增长预测 21F (%)	收入增长预测 22F (%)	市盈率 21F (倍)	市盈率 22F (倍)	市净率 21F (倍)	市净率 22F (倍)	股息率 21F (%)	股息率 22F (%)	ROE 21F (%)	ROE 22F (%)	贝塔值
株式会社SUMCO	3436 JT	493,843	1,696.00		1,953.5	15.2	(6.1)	2.2	15.0	23.2	5.1	6.3	14.2	11.6	1.4	1.3	2.2	2.7	10.0	11.5	1.4
网屏控股株式会社	7735 JT	265,657	5,230.00		5,887.8	12.6	(29.7)	2.1	100.0	30.1	5.7	1.9	14.1	10.8	1.2	1.1	0.6	2.3	9.3	11.0	1.3
KDDI有限公司	9433 JT	7,732,827	3,356.00		3,786.2	12.8	5.1	0.2	4.8	5.7	2.6	2.1	11.6	10.9	1.6	1.5	4.0	4.6	14.0	13.5	0.7
大和房屋工业	1925 JT	1,571,656	2,359.00		3,160.9	34.0	(28.9)	0.4	38.7	14.3	1.5	5.3	7.3	6.4	0.8	0.8	4.6	5.0	11.7	12.6	1.0
朝日集团控股株式会社	2502 JT	1,722,533	3,562.00		5,046.2	41.7	(27.5)	0.3	30.8	9.8	8.4	2.2	11.3	10.3	1.1	1.1	3.3	3.5	10.5	10.6	0.8
日立	6501 JT	3,059,485	3,161.00		4,557.8	44.2	(30.6)	0.4	36.1	26.2	8.9	5.9	8.8	7.0	0.8	0.8	3.0	3.0	11.2	11.5	1.2
昭和电工有限公司	4004 JT	343,887	2,297.00		3,550.0	54.5	(20.8)	1.0	1,646.8	60.5	25.3	-1.8	9.4	5.9	0.7	0.6	3.9	5.1	9.6	12.3	1.2
资生堂有限公司	4911 JT	2,377,600	5,944.00		6,910.0	16.3	(23.6)	0.5	115.8	20.8	19.6	6.8	33.7	27.9	4.4	4.0	1.1	1.2	13.2	15.1	0.8
任天堂	7974 JT	6,227,944	47,300.00		53,625.0	13.4	9.8	0.8	-14.3	-1.6	105.7	2.7	22.1	22.4	3.1	2.9	2.6	2.6	16.7	15.1	0.7
希森美康株式会社	6869 JT	1,750,254	8,362.00		8,092.7	(3.2)	12.8	0.2	29.8	13.1	7.3	11.5	41.8	36.9	5.4	4.9	0.9	1.0	13.6	14.4	0.7

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际 截止 2020 年 7 月 29 日日股收市

新兴市场

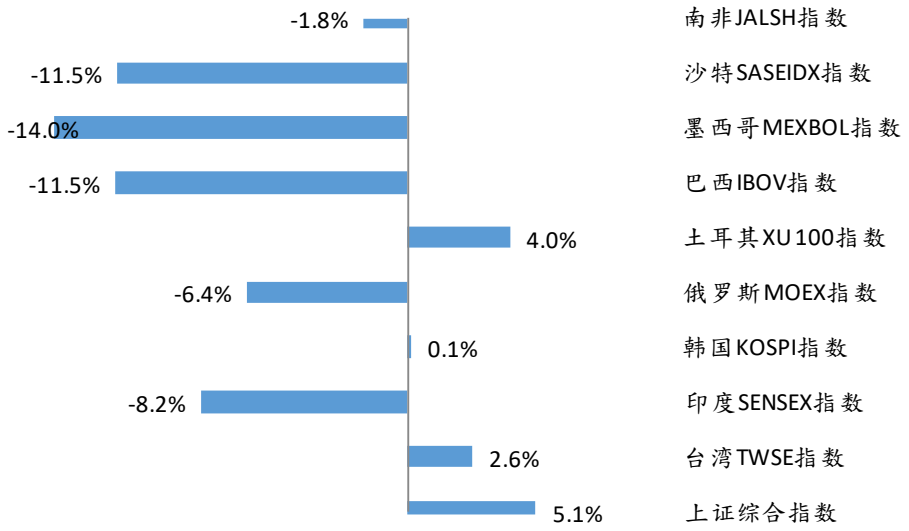
2020年上半年，根据MSCI新兴市场指数，受新冠疫情影响，新兴市场呈现V字走势，上半年新兴市场累计跌幅达11%，略高于发达市场7%的跌幅。具体市场来看，年初至7月24日，上证综指/印度SENSEX指数/台湾TWSE指数/韩国KOSPI指数/俄罗斯MOEX指数/土耳其XU 100指数/巴西IBOV指数/墨西哥MEXBOL指数/沙特SASEIDX指数/南非JALSH指数累计变幅分别达5.1%/-8.2%/2.6%/0.1%/-6.4%/4.0%/-11.5%/-14.0%/-11.5%/-1.8%，其中中国市场表现最好，墨西哥市场相对表现最差。

图表 178：MSCI 新兴市场与发达市场表现（年初至 7 月 24 日）



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 179：部分新兴市场指数变幅（年初至 7 月 24 日）



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

此外，新兴市场与发达市场息差扩大往往引导资金持续流入新兴市场。观察过去由互联网泡沫破裂以及次贷危机导致的2001-2003年以及2007-2008年两个主要的降息周期，根据MSCI新兴市场与发达市场指数，新兴市场表现会在降息周期后优于发达市场。在2015年开始美联储长达三年的加息通道后，2019年迎来十年来的首次降息，并由于新冠疫情，在2020年3月紧急降息，预计低息环境将在一定时间段内维持。因此，在未来降息后周期，新兴市场有望跑赢发达市场。

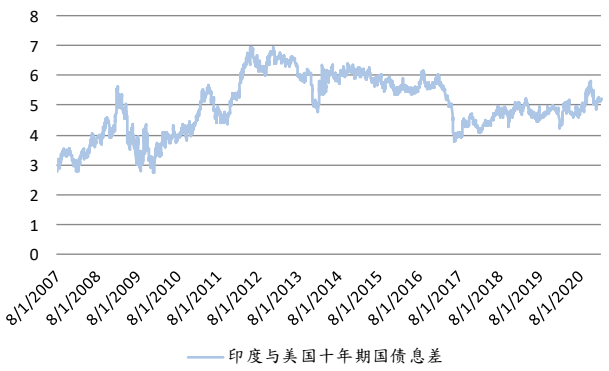
图表 180：MSCI 发达市场与新兴市场走势

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 181：中国与美国十年期国债息差(%)

资料来源: Wind、国泰君安国际

图表 182：印度与美国十年期国债息差(%)



资料来源: 中国指数研究院、国泰君安国际

图表 183：俄罗斯与美国十年期国债息差(%)

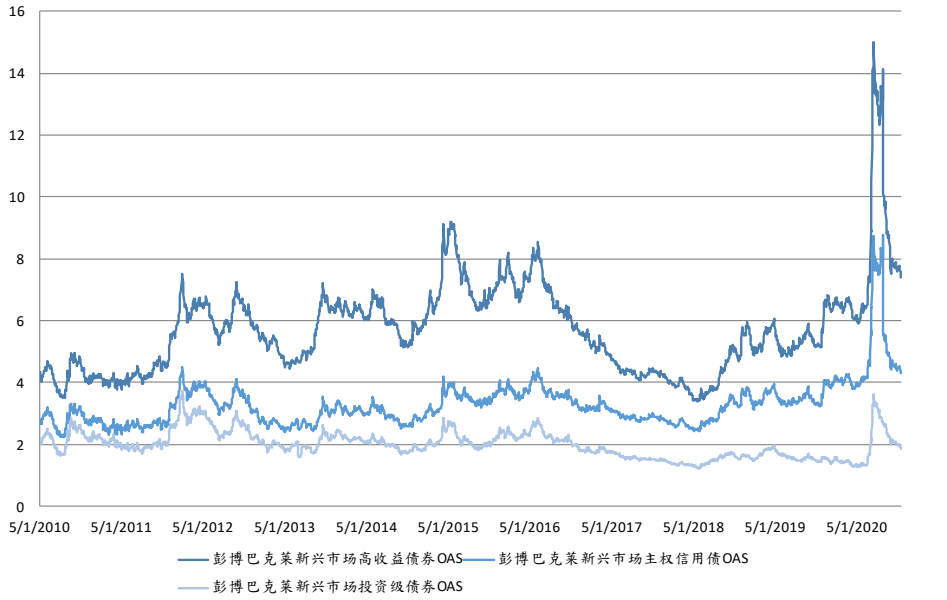
资料来源: Wind、国泰君安国际

图表 184：巴西与美国十年期国债息差(%)

资料来源: 中国指数研究院、国泰君安国际

目前来看，在中国、印度、俄罗斯以及巴西这四个新兴市场主要国家中，中国与美国十年期国债的息差位于近10年来的高位，印度与美国十年期国债的息差也位于近十年来相对较高的位置，而俄罗斯以及巴西与美国十年期国债息差则处于历史相对低位。而彭博巴克莱新兴市场主权信用债、投资级债券以及高收益债券OAS在3月底飙升后逐步回落，利差逐步缩小，恢复至此前水平。

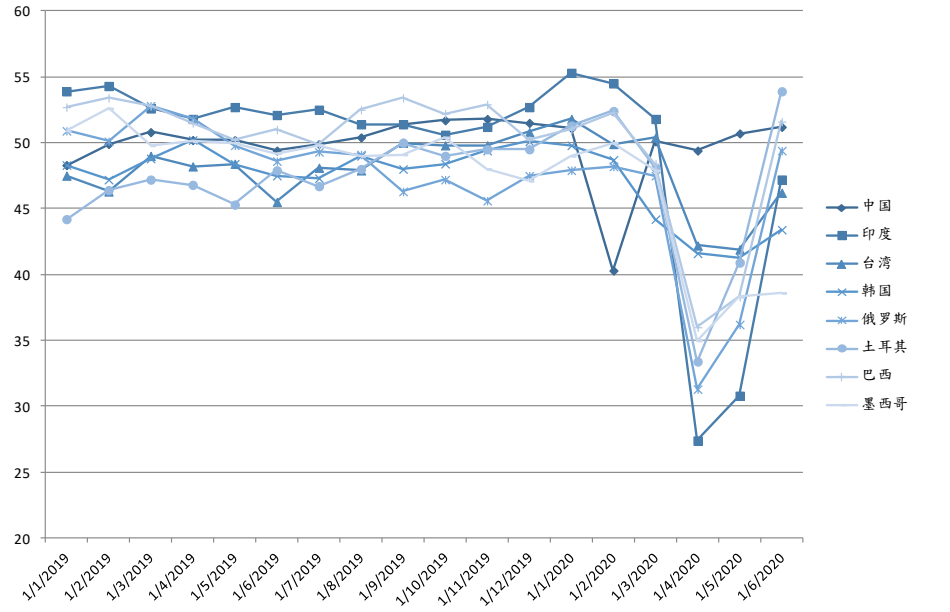
图表 185：彭博巴克莱新兴市场债券 OAS



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

从新兴市场主要国家或地区PMI来看，二季度以来随着疫情的控制，复工复产的推进，新兴市场重点国家或地区PMI也在一季度下跌后逐步恢复，中国、土耳其以及巴西PMI在六月均恢复到50以上，而韩国和墨西哥表现相对较差。

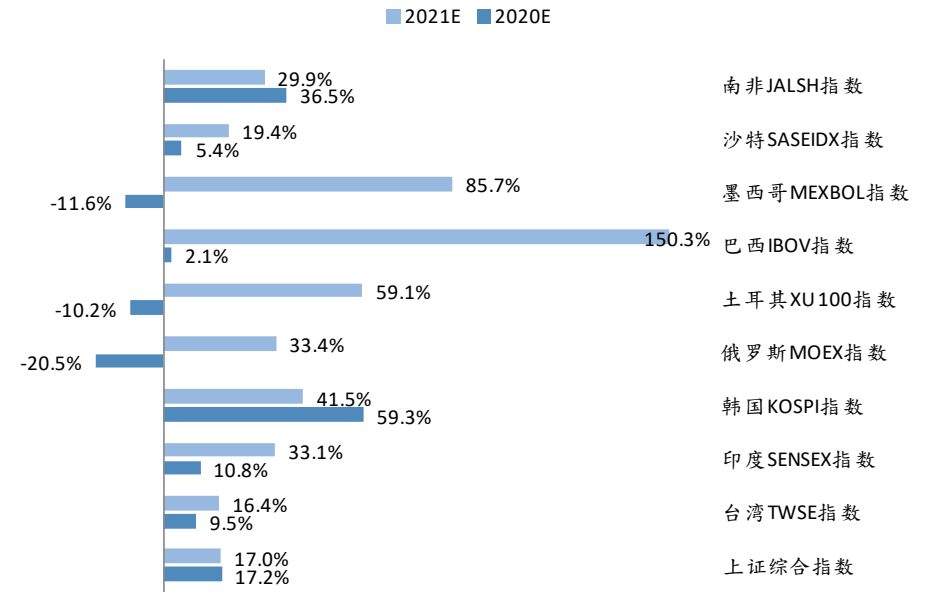
图表 186：新兴市场主要国家或地区 PMI



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

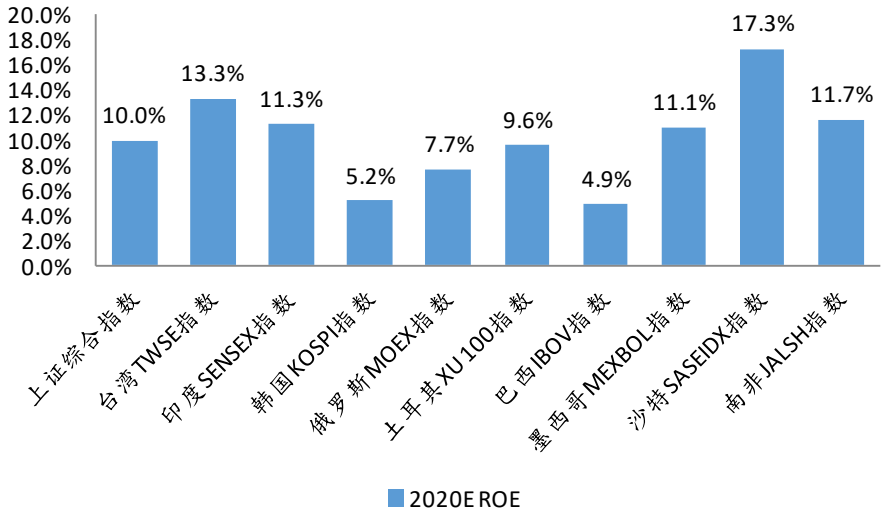
盈利预测方面，根据彭博市场的预测，除了俄罗斯、墨西哥以及土耳其以外，其他市场2020年盈利增速均为正增长，其中韩国KOSPI指数/南非JALSH指数以及上证综合指数2020年预计增速位列前三，分别达59.3%、36.5%以及17.2%。

图表 187：主要新兴市场 2020-2021 年 EPS 增速预测



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 188：主要新兴市场 2020 年 ROE 预测



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

上半年新兴市场表现略逊于发达市场，在降息后周期，新兴市场对比发达市场拥有较高息差以及资产弹性，吸引资金回流，下半年新兴市场潜力预计将优于发达市场。新冠疫情以来，新兴市场国家普遍采用宽松的货币政策，但降息后，如为维持实际利率为正，后续政策空间较为有限。后续建议密切关注新冠疫情的反复与发展对新兴市场国家经济影响的风险。疫情冲击持续，而中国在疫情控制方面表现较好，为经济稳定提供基础，叠加前期宽松政策的相对克制，有望在下半年新兴市场中保持不错的表现。

港股展望 大时代，新纪元

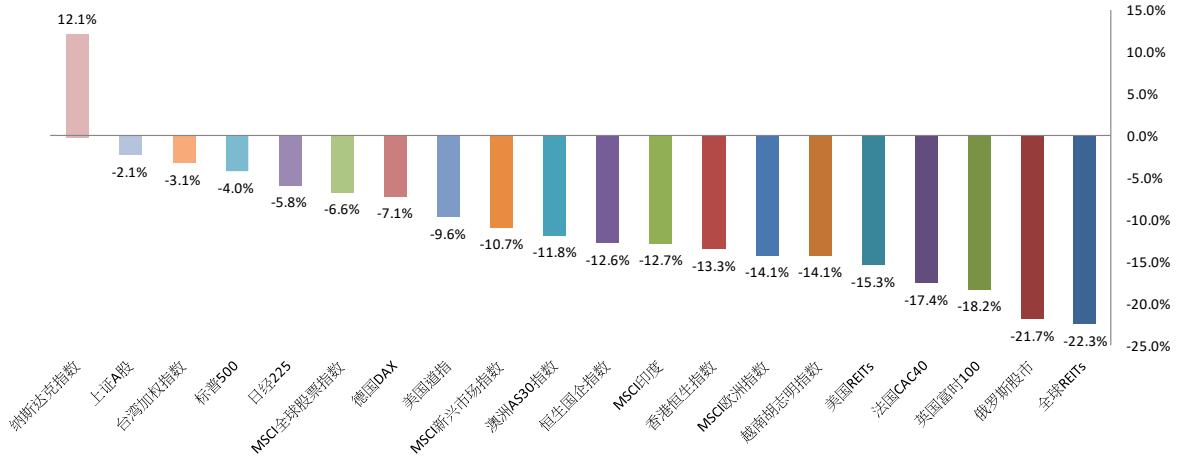
(一) 上半年港股走出“大时代”

黄博

Victor Bo Huang

回顾2020年上半年，港股市场走势较为崎岖和分化,走出“指数熊,板块牛”的行情。1-3月受到新冠疫情，港股显著回调。随着全球主要政府出台财政和货币刺激，港股4月以来持续转好。截止6月30日，上半年恒生指数累计跌-13.3%，恒生国企指数累计跌-12.6%。相比全球其他股市，上半年港股表现居中，好于欧股。

图表 189：2020 年上半年环球指数表现

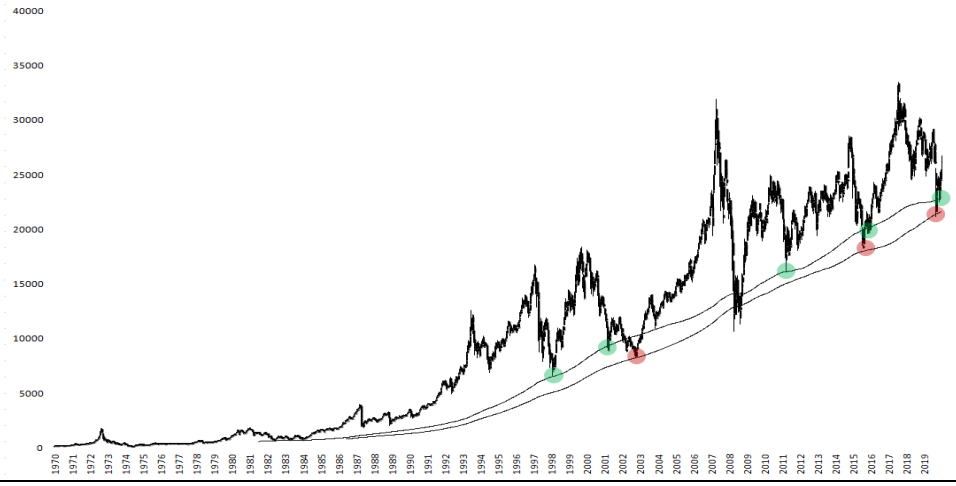


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

1.1 上半年港股见长周期的关键支撑

历史数据显示，900天移动平均线水平是恒生指数长周期底部，港股分别在2003年、2008年、2015年触及支撑后迎来强劲反弹。而恒生指数中周期底部是600天均线，分别出现在1998、2001、2011、2015和2020年4月触及支撑后反弹。而今年3月港股已经触及历史长周期支撑21,000点，5月触及中周期重要支撑23,000点。

图表 190：港股触及长周期及中周期底部

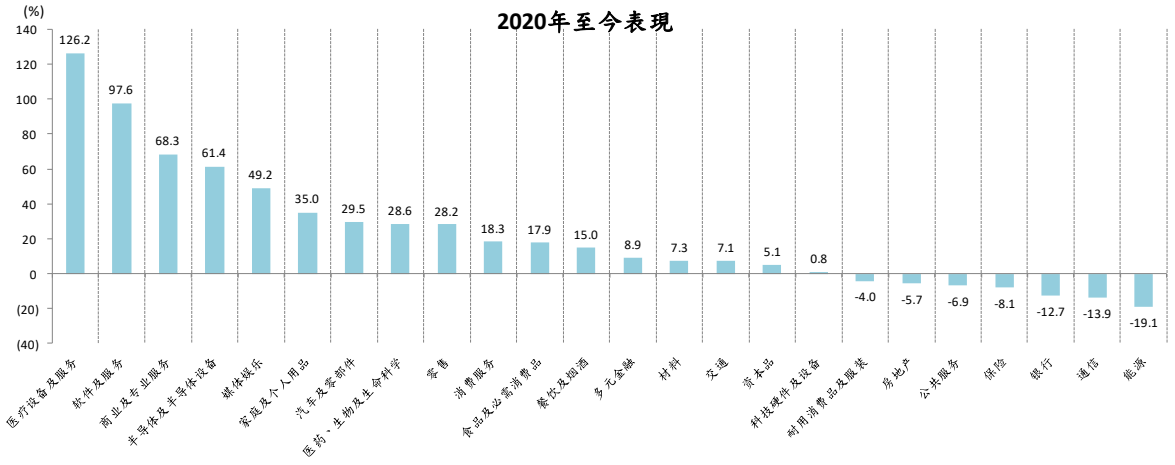


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

1.2 成长股跑赢价值股。

上半年市场投资风格偏成长，资金主要流入增长确定性强的行业。其中，*成长股>价值和周期股*。细分行业看，受疫情影响较小的行业，*医疗器材、软件服务、商业及专业服务（物业管理）、半导体、教育*等获得确定性溢价。相反，能源、通信、金融等周期行业表现落后。

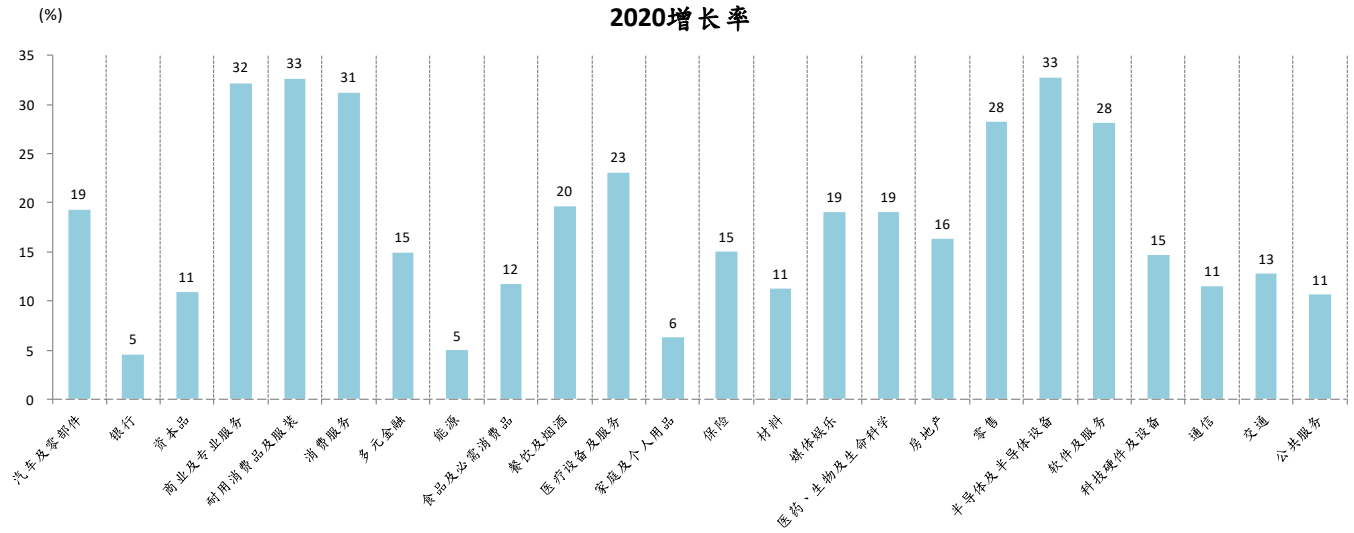
图表 191：港股细分行业表现



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

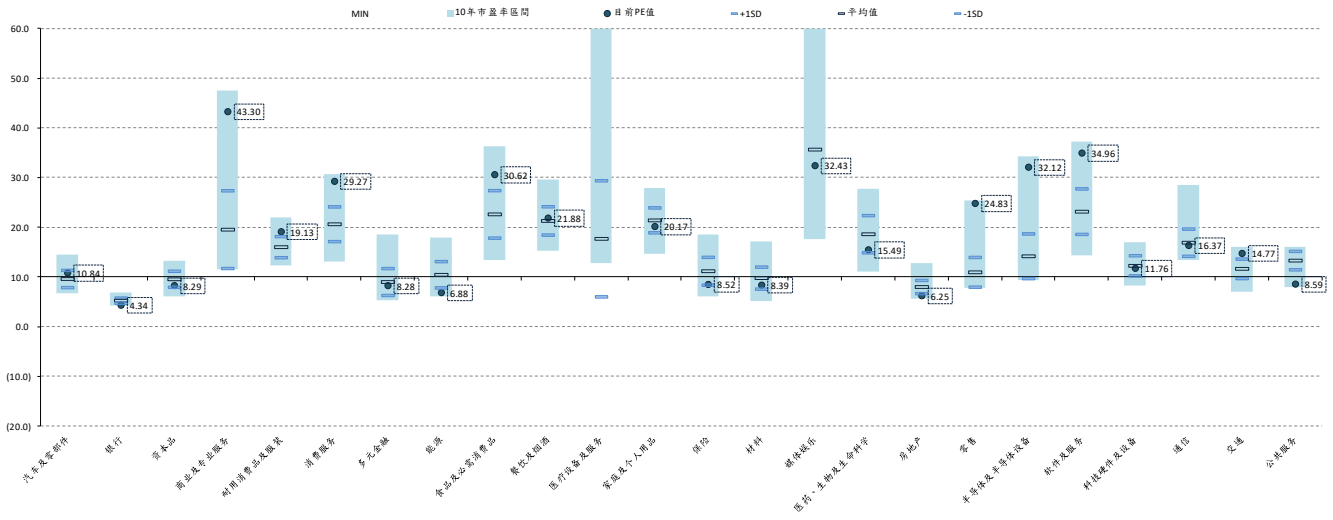
从盈利和估值角度看，受经济衰退冲击，上半年周期行业估值和盈利多数经历了"戴维斯双杀"。其中，*银行、保险、能源、房地产、医药、资本品、公共事业*等周期行业估值降至10年均值以下水平。相反，*物业管理、服装、消费服务、医疗设备、软件服务、医药*预期盈利保持高增长，享受高估值溢价。

图表 192：2020 年预期港股行业 EPS 增速



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 193：港股行业动态市盈率区间



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

(二) 港股具备中长期投资价值

向前看，我们曾经在5月策略报告中提出（*参考：环球市场策略周报：港股正处于中长期战略性投资机遇 2020.5.15*）港股具备中长期配置价值。我们认为原因主要来自四个方面：

1) **盈利触底反弹：**随着中国国内疫情改善和全球重启经济，6月开始港股盈利预期增速有明显企稳迹象。

2) **估值回归钟摆效应：**当前恒生指数正处于历史极低位置。恒生指数动态市净率历史第三次破净值。历史上，港股一直都有钟摆效应，当估值去到一个极端，资金自然会回流香港市场。

3) **流动性充裕，投资者情绪改善：**随着美联储加速扩表和各国的财政刺激政策落地，港股市场流动性风险急剧下降。港股投资者情绪转为中性偏乐观，意味着市场最悲观时期已经过去。

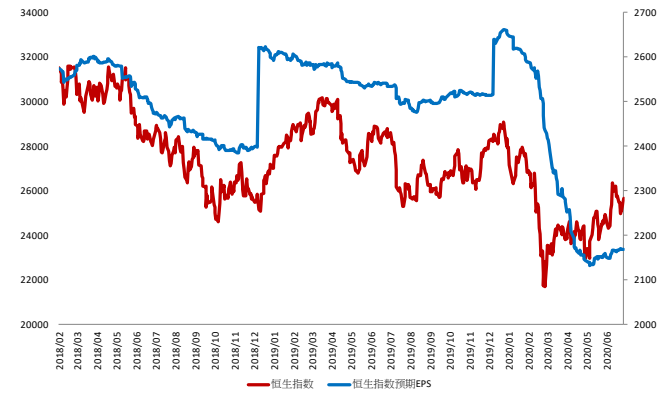
4) **美元弱周期打开，资金回流香港：**历史数据显示，7次弱美元周期下，港股均录得正回报。今年上半年美国无风险利率的下降，促使套利交易资金回流香港。我们预计下半年美元进入弱周期，促使国际资金继续回流港股。（*参阅：外汇展望章节*）

2.1 盈利企稳反弹

历史走势上，港股盈利和港股表现有较高相关性。今年港股盈利预期增速经历了一轮明显下调后，6月恒生指数和恒生国企指数预期EPS有明显企稳迹象。

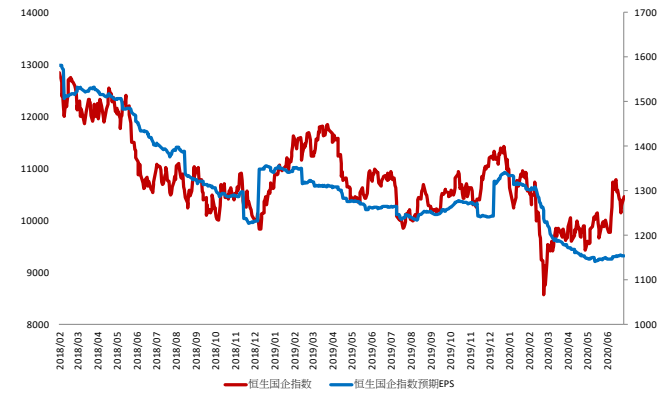
截止7月20日，彭博市场预计2020年恒生指数盈利按年跌-13.7%(前值为-15.5%)，恒生国企指数盈利按年跌-7.1%(前值为-8.0%)。同时，彭博市场预计2021年恒生指数和国企指数每股EPS将分别按年增长+17.9%和+12.6%。

图表 194：恒生指数预期 EPS 和走势



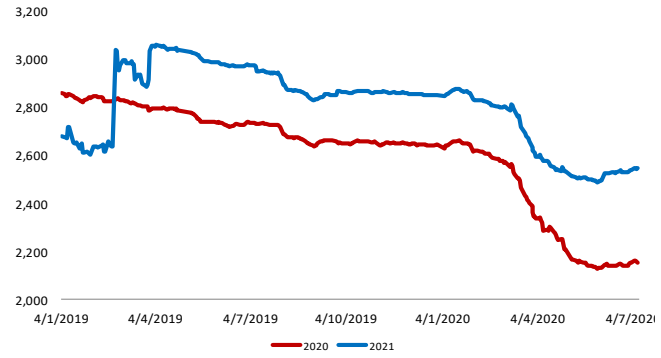
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 195：国企指数预期 EPS 和走势



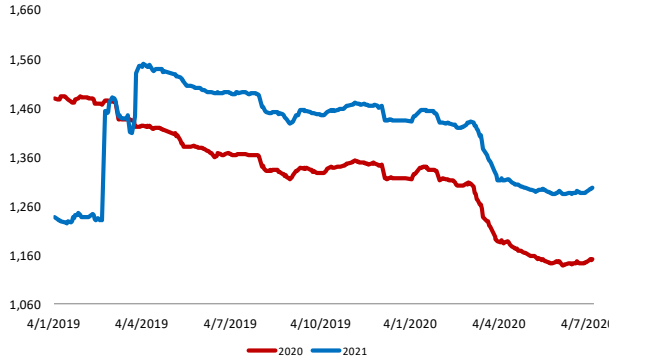
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 196：2020-2021 年恒生指数预期 EPS



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 197：2020-2021 年国企指数预期 EPS



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

2.2 估值低至历史极端水平，钟摆效应有望重演

当前恒生指数正处于历史极低位置。恒生指数动态市净率历史第三次破净值，并接近1998年水平，恒生国企指数市净率也在1倍水平。据统计显示，当前港股市净率水平仅在历史4%的时间发生过，表明当前港股估值具备较大修复空间，未来估值回归的钟摆效应有望重演。

图表 198：恒生指数动态市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 199：恒生国企指数动态市净率

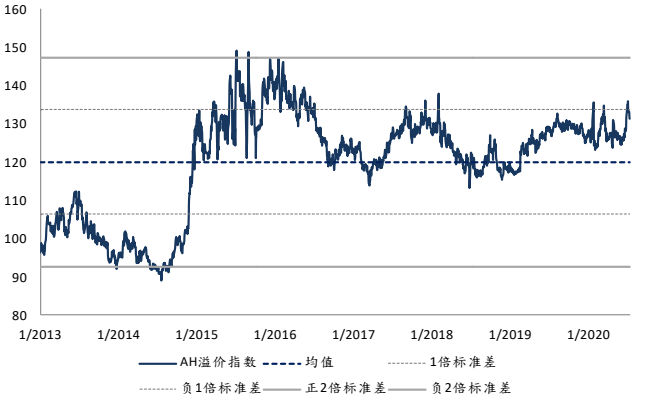
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

风险溢价和A/H价差反映港股性价比仍高。恒生指数风险溢价ERP3月超过10%。3月以后明显修复，表明投资者信心恢复。但是，当前恒指ERP在历史均值以上1倍标准差水平，反映恒生指数投资性价比仍高。其次，A/H溢价指数在历史均值以上1倍标准差水平，表明港股较A股性价比仍高。

图表 200：恒生指数风险溢价

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

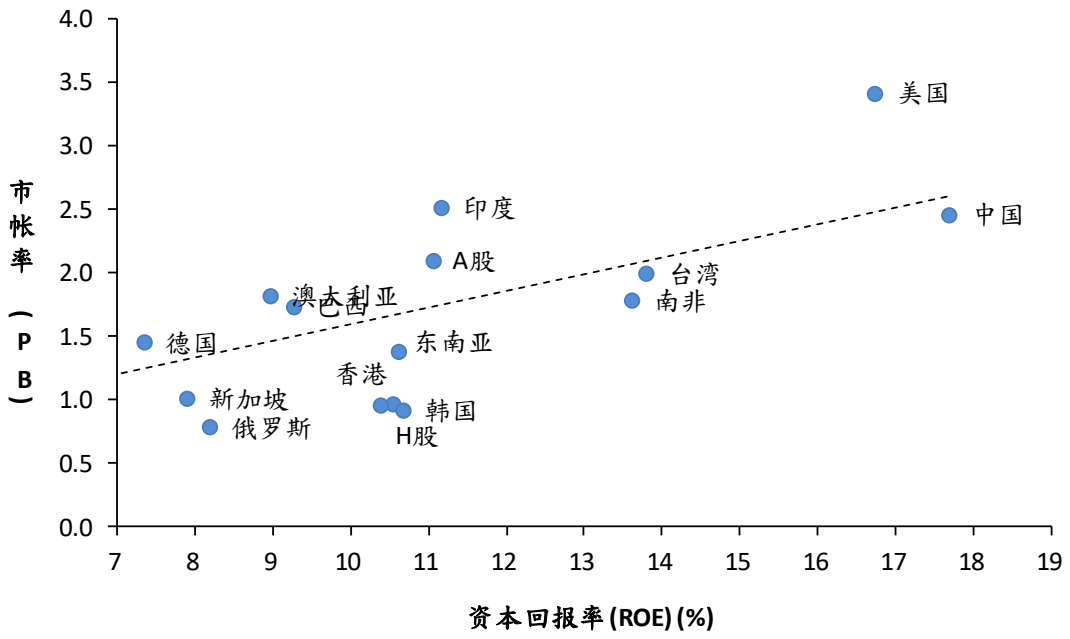
图表 201：A/H 溢价指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

港股和全球主要市场横向比较，当前香港股市PB/ROE比率处于全球较低水平，表明港股和H股大概率被低估。

图表 202：香港股市和环球股市性价比比较

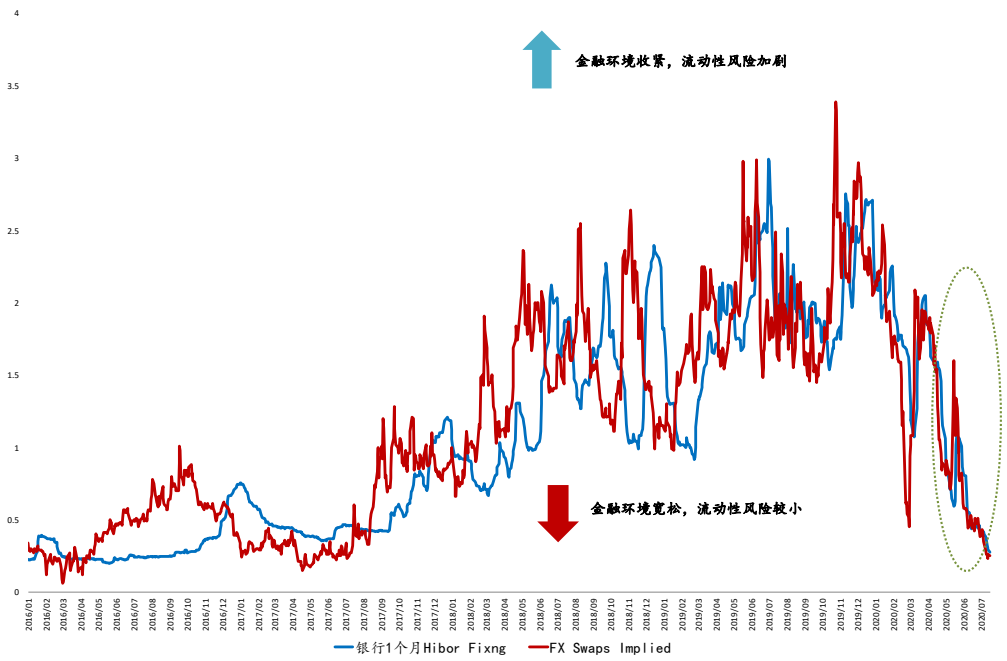


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

2.3 香港流动性改善，投资者信心增强

流动性是匮乏是导致今年3月全球股市大跌的重要因素。随着美联储加速扩表和各国的财政刺激政策落地，全球流动性恢复充裕。香港流动性风险指标显示，港股市场流动性大幅宽松，预计恒生指数再次回到3月的估值低位可能性较小。

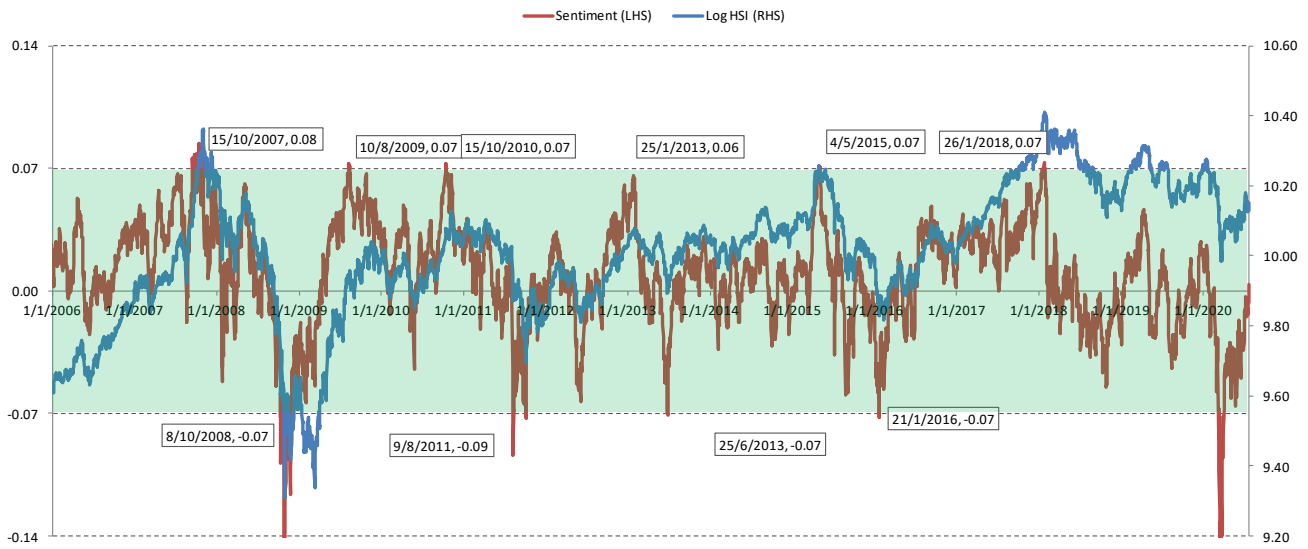
图表 203：香港流动性风险指标



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

【国泰君安国际投资者情绪指标】显示，港股投资者情绪较3月明显修复，当前情绪中性偏乐观。该情绪指标代表中周期信心，意味着市场最悲观时期已经过去。

图表 204：国泰君安国际投资者情绪指数



资料来源:国泰君安国际

2.4 资金抄底港股

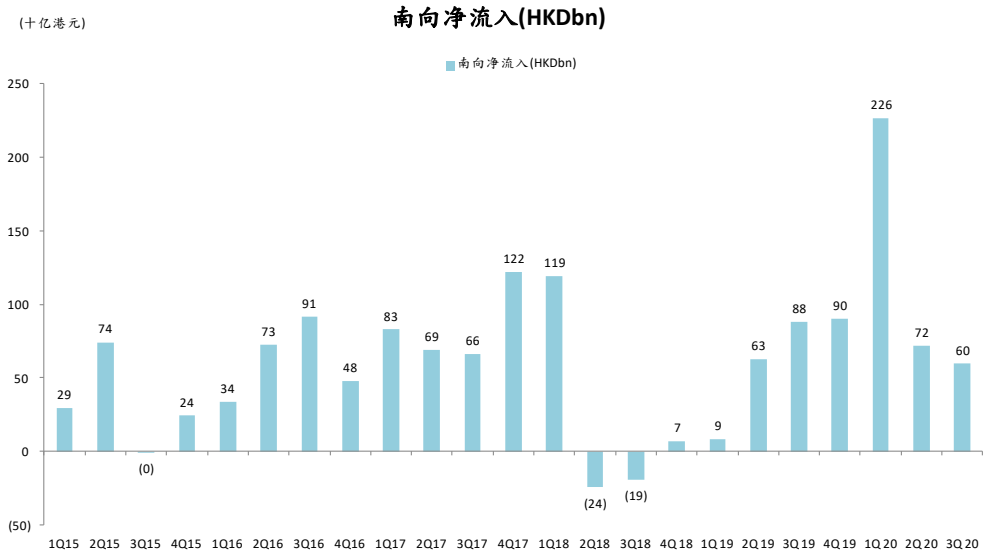
今年上半年美国无风险利率的下降， Libor-Hibor息差触底反弹，促使套利交易资金回流香港。4月以来，资金不断进入香港，导致港元对美元反复触及强方兑换保证。据统计，截止7月10日，今年香港金管局累计释放1063亿港元。我们预计下半年全球“资产荒”和美元进入弱周期，将推动资金加速流入性价比更高的港股。

图表 205：3 个月 Libor-Hibor 和美元对港元汇率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

南下资金抄底港股。今年多只美股上市的中概股（包括阿里巴巴、京东、网易等）回归香港二次上市。香港IPO融资反弹带动资金加速流入香港。其中，南下资金今年一季度净流入228亿美元，创多年新高，并连续6个季度净流入港股，资金抄底港股趋势明显。

图表 206：南下资金净流入香港



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

(三) 港股展望 – 拐点已至，打开“新纪元”

展望2020年下半年，下半年，中概股回归以及恒生指数将纳入同股不同权企业，将带动港股估值和盈利全面提升。未来科技和消费股占指数权重将上升,港股会不断美股化,有望逐渐摆脱“估值洼地”的标签，并打开“新纪元”。三季度将是中长期资金配置港股的黄金机会。根据恒生指数科技龙头占比提升后的敏感性测算，**下半年恒生指数波动区间在22,700-29,800点之间。**

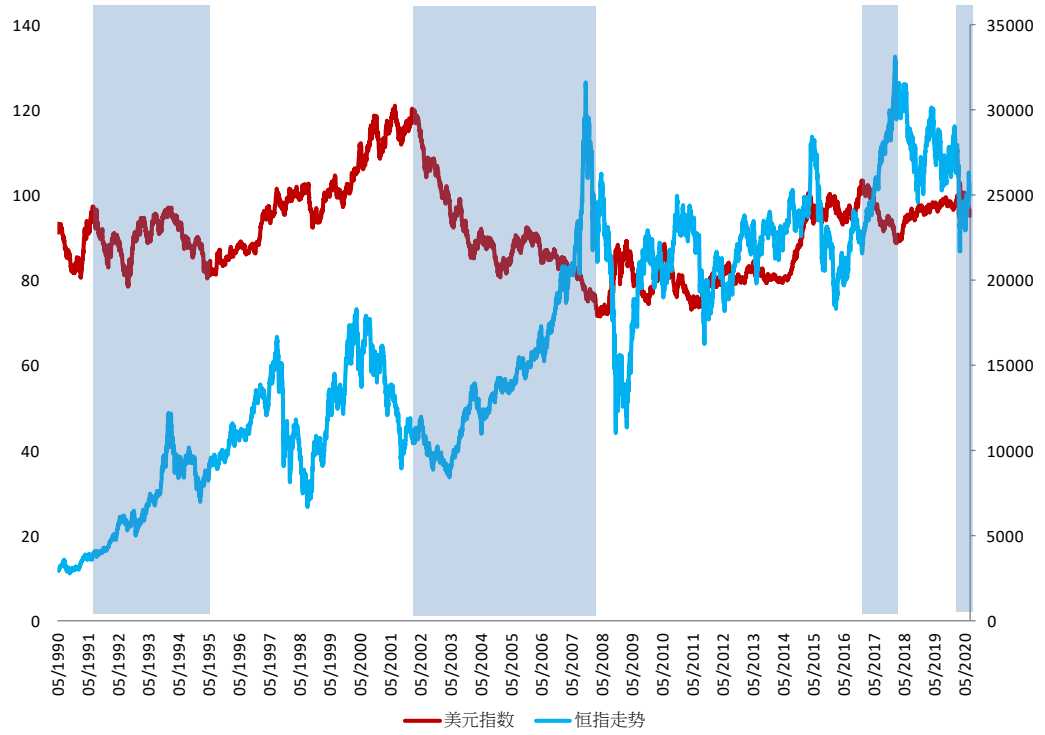
向前看，我们建议投资者下半年关注以下三条主线：

1） 美元下行周期打开，资金加速回流港股，利好科技和消费行业
2） 中概股回归港股上市和新经济纳入恒生指数和国企指数，优化指数结构
3） “钟摆效应”推动周期股和价值股估值修复

3.1 美元下行周期，利好港股，尤其是科技和消费行业

美元下行周期，新兴市场表现好于发达市场。前文中我们已经阐述，下半年由于欧元走强和美国货币投放加码，将导致下半年美元走弱。（*参考：大类资产配置章节*）历史数据显示，弱美元周期下，新兴市场>发达市场，港股有较好表现。

图表 207：美元周期和港股表现



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

科技和消费股受益于美元下行。历史上七次美元下行周期，美股录得6次正回报，港股录7次均得正回报。其中，表现最好的是信息技术和消费股；相反，工业股表现落后。

图表 208：美元弱周期和港股表现

美元弱周期（%）	恒生指数	恒生国企指数	恒生综合指数	消费品	房地产	信息技术	原材料	能源	金融	工业	公共事业	综合企业	消费服务	电信
Oct 1978 - Oct 1980	130.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dec 1987 - Jan 1988	12.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Jul 1990 - Mar 1991	8.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov 1991 - Feb 1992	12.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aug 1994 - Dec 1996	37.1	-25.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dec 2003 - Sep 2005	24.9	21.2	25.6	16.9	42.1	6.6	7.2	65.9	6.9	-19.9	29.9	44.5	25.1	40.6
Apr 2006 - Jun 2014	36.3	58.6	39.8	47.1	15.7	199.4	-37.3	22.6	32.5	-31.1	85.5	34.1	35.9	70.9

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

3.2 中概股回归港股上市和新经济纳入恒生指数和国企指数，港股打开“新纪元”

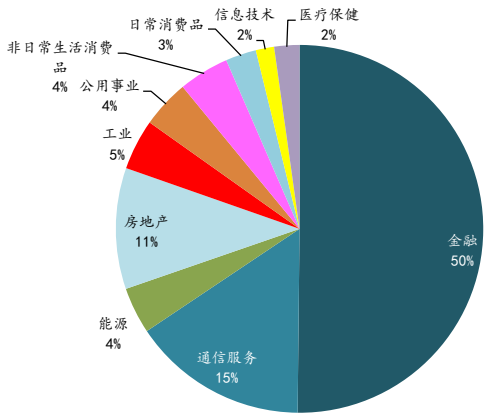
香港对中概股伸出“橄榄枝”。去年以来，美国政府对中概股赴美上市的审查力度日渐趋严。美国国会参议院通过《外国公司问责法案“HFCA”》，特朗普政府计划很快取消美国和中国审计当局2013年定的支持中国企业赴美上市审计协议，进一步增加中国企业赴美上市难度。在面临赴美上市监管的重重阻拦和退市风险，中概股开始选择二次上市。作为接受股权结构复杂和双重上市规则的香港市场对中概股伸出“橄榄枝”。

港股改革吸引新经济回港上市。2019年以来香港推动同股不同权以及暂未盈利的创新性企业在港上市改革。今年5月,恒生指数公司决定纳入来自大中华地区的同股不同权公司和第二上市公司进入恒生指数以及恒生国企指数,但是对流通股数量以及比重做出了一定限制：每家公司指数权重上限为5%。6月12日，恒生公司宣布取消此前“针对同股不同权公司占整体比重不得超过10%”的规定上限。香港股市的创新改革吸引了大批新经济企业，2019年以来总计超过89家新经济企业来港上市，其中33%是科技、28%消费、13%医疗健康。

港股有望摆脱“估值洼地”的标签。我们认为近年来恒生指数估值和表现持续落后于全球主要股市，一直被投资者看做“估值洼地”。其重要原因是低估值行业占港股权重过高。目前恒生指数中，金融行业占50%的权重，加上低估值的房地产行业，比重超过六成（图209）。低估值的周期股直接拖累了今年港股表现和长期估值的提升。相比之下，美股标普500指数中，科技股比例占超过27%，过去5年FAANG贡献标普500指数涨幅的47.5%，纳斯达克指数涨幅的59.9%。而中概股中，截止7月1日，消费股市值占53%（69只），

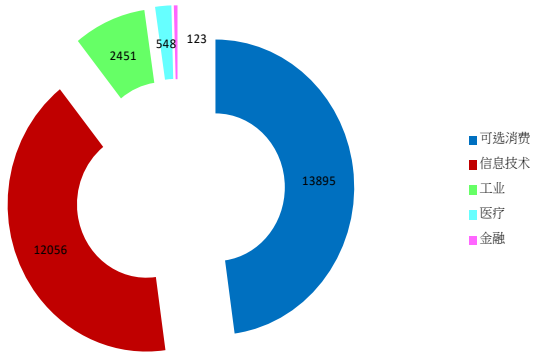
科技占13%（72只）（图210）。符合香港上市的中概股达到26家，基本均是行业龙头企业。消费股和科技股具备传统的估值较高优势，未来此类企业回归港股上市，将明显优化港股结构，带动盈利和估值的双提升。

图表 209：恒生指数行业权重占比



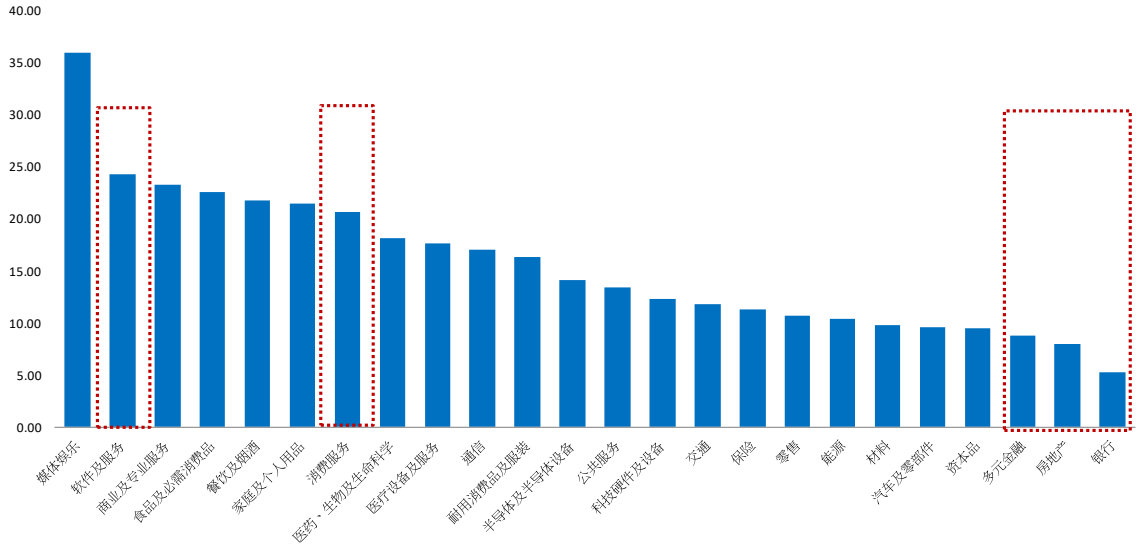
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 210：中概股行业市值比较



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 211：恒生指数行业市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

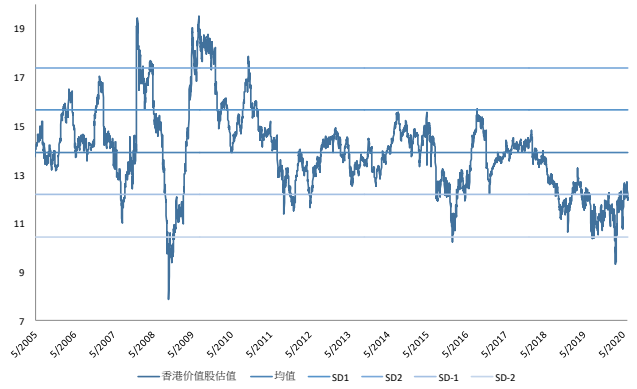
3.2 港股周期股和价值股有望触底反弹

港股价值股性价比显著高于成长股。当前港股价值股相对成长股的估值已经跌至2007年以来最低水平。向前看，随着中国内地经济企稳，6月中国产成品价格指数（PPI）8个月来首次录得正增长。原材料、制造业、金融地产等产业链都与PPI周期均有较高相关性。本轮PPI同比底部基本确认，代表周期性资产估值底部显现。其次，中国社消零售随经济逐步复苏，可选消费的投资价值显现。*向前看，我们认为当前港股价值股较成长股有较高安全边际，下半年估值较低的周期和可选消费等价值股有望触底反弹。*

图表 212：香港价值股/成长股估值比

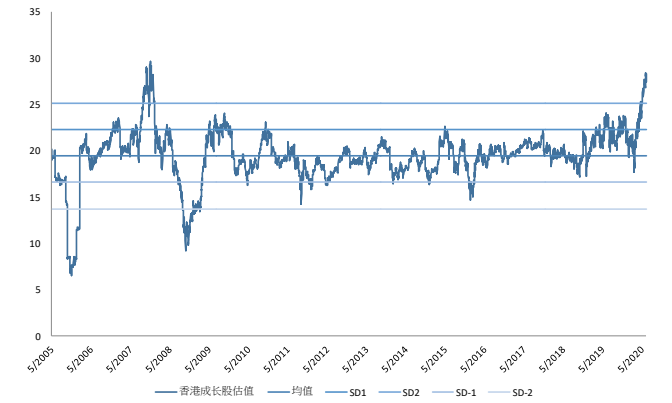
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 213：港股价值股估值区间



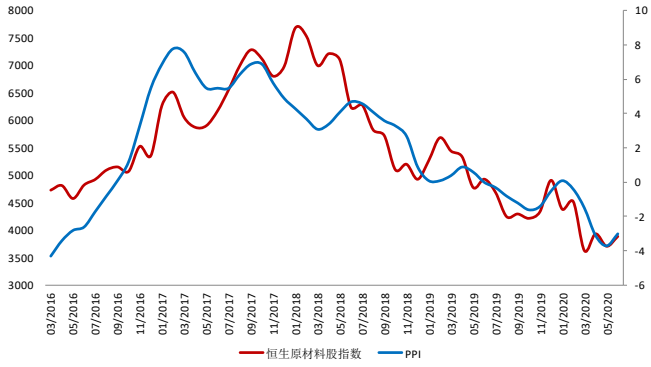
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 214：港股成长股估值区间



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 215：PPI vs 恒生原材料股指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

3.3 港股目标点位

我们对下半年恒生指数纳入部分科技和消费龙头后可能带来的估值提升进行敏感性测算，预计科技股占比有望从目前12%提升至25%左右水平。**恒指指数整体估值中枢将提升，指数波动区间将上移至22,700-29,800点水平。**

图表 216：科技和消费股占比对应恒生指数估值

恒生指数估值预测		科技和消费股占比(%)				
		20%	25%	30%	35%	40%
科技和消费股估值(倍)	20x	9.9	10.6	11.2	11.8	12.5
	25x	10.9	11.8	12.7	13.6	14.5
	30x	11.9	13.1	14.2	15.3	16.5
	35x	12.9	14.3	15.7	17.1	18.5
	40x	13.9	15.6	17.2	18.8	20.5

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 217：科技和消费股占比对应恒生指数点位

恒生指数点位预测		科技和消费股占比(%)				
		20%	25%	30%	35%	40%
科技和消费股估值(倍)	20x	21408	22762	24117	25471	26826
	25x	23562	25455	27348	29241	31134
	30x	25716	28147	30579	33010	35442
	35x	27870	30840	33810	36780	39750
	40x	30024	33532	37041	40549	44058

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

(四) 行业配置展望

趋势上，我们建议抓住"核心资产，强者恒强"。由于全球经济结构的改变和科技股纳入恒指，港股将更加美股化。未来科技行业占指数权重将上升，资金也将加大科技股的配置。其次，经历了过去几年国内行业整合之后，龙头企业的竞争优势越发明显，已经形成强者恒强的格局。

配置：下半年我们建议投资者关注三条主线，八大行业

主线一： 美元下行周期打开，利好科技和消费股

主线二："疫情黄金坑"后，经济重启带来的价值股修复行情，龙头企业赢家通吃。

主线三："螺旋式滚动配置"依旧是当前港股配置的主要逻辑，资金将在"成长-周期-消费"轮动。*周期股和可选消费股受估值修复带动，股价具备较大上行空间。*

关注八大行业：

1. **券商：**受未来中概股将加速回归港股上市，上半年港股交易量保持高位。关注：*港交所（00388.HK）*

2. **消费：**国内经济重启，下半年在线消费旺季即将到来，餐饮业有复苏迹象。今年在线消费保持高景气，可选消费有修复空间。**关注电商、啤酒、方便面：***阿里巴巴（09988.HK）*、*华润啤酒（00291.HK）*、*康师傅（00332.HK）*

3. **手机零部件：**全球5G虽然延后但需求并未缺席，手机换机潮仍会到来。终端市场需求有望下半年复苏，龙头优势将继续扩大。关注：*舜宇光学（02382.HK）*

4. **基建：**受产业政策推动的行业：两会之后，国家财政政策投资重点针对"两新一重"：新基础设施、新型城镇化，重大基建工程。**关注水泥、重卡。***海螺水泥（00914.HK）*

5. 房地产：房地产数据回暖，估值足够低（行业PE为5.6倍），**关注龙头房企：***融创中国（01918.HK）*

6. **养殖：**非洲猪瘟疫情影响逐渐减弱，猪肉价格平稳，前期受猪瘟影响较大的猪肉养殖股有望迎来估值修复行情。**关注龙头猪肉养殖股。***温氏股份（300498.sz）*

7. **保险：**今年上半年保险公司预计利润总额同比增长4.05%；实现保费收入同比增长6.46%，保持增长势头。其次，负债端压力和利率下行影响释放，PEV处于历史均值以下水平，保险业股价反映了较多利空。第三、银保监会允许投资权益类资产的比例上限由原来的30%提高到35%，最高可到上季末总资产的45%，意味着将有数千亿的保险资金可进入股市。关注：*中国平安（02318.HK）*

8. **医药：**医疗保健开支高增长确定，创新赛道前景光明。**关注创新药企业。***信达生物（01801.HK）*

高息股

王旻楠

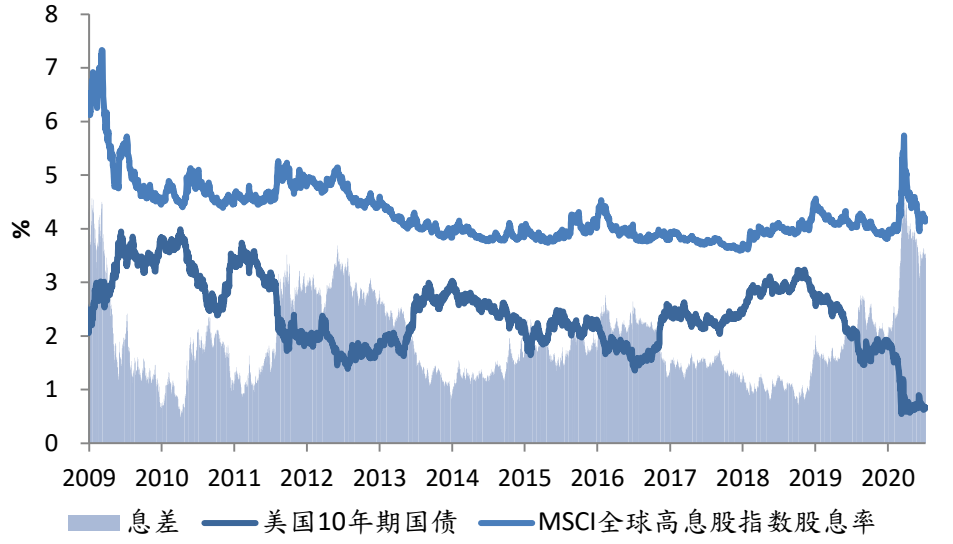
Miranda Wang

股息率是衡量企业是否具有投资价值的重要指标之一。派息稳定且股息率较高的公司往往具有稳定的业务结构，较强的盈利能力和健康的现金流，同时常常具有低估值的特点，是适合中长线持有的优质标的。

高息股的投资价值

优质的高息股通常具有稳定、总回报高、防御性强的特点。其中稳健型的高息股通常股价表现稳定，估值会在除净日后迅速恢复，收益结构与债券类似。从历史数据来看，高息股的回报通常优于投资级债券。例如2008年至今，MSCI全球高息股指数股息率与美国10年期国债利率的息差基本保持在100个基点以上的水平。在全球低利率的环境下，高息股的息差优势有望进一步加大。

图表 218：MSCI 全球高息股股息率与美国十年期国债利率比较(%)



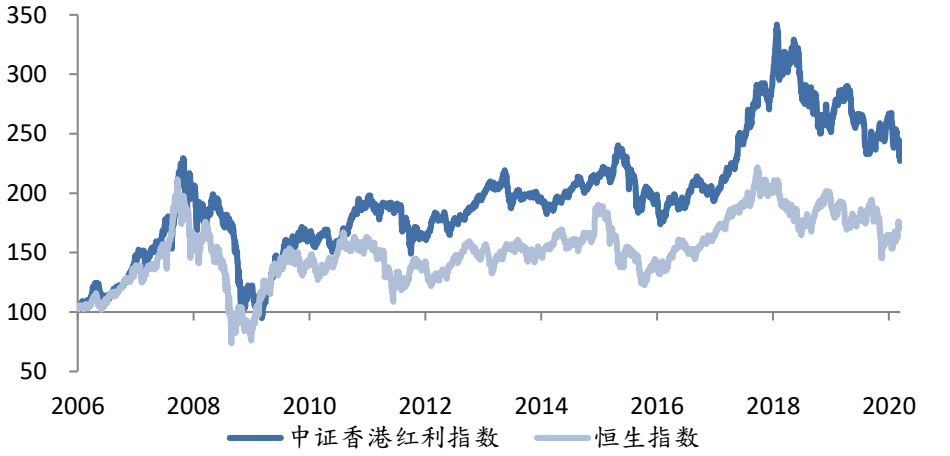
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

另一方面，成长型高息股除提供相对稳定的股息收入，还会有一定的盈利增长。此类高息股虽股息率通常不如稳健型高息股，但其股价会随业务发展得到资本市场认可而上扬，从而增加投资者回报。得益于高息股普遍稳健的基本面，其长期股价表现也往往优于大盘。例如，自2000年以来，MSCI全球高息股指数在大多数时间都跑赢MSCI全球指数，港股中证香港红利指数也在2002年以来的多数时间跑赢恒指。

图表 219：MSCI 全球指数及 MSCI 全球高息股指数

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

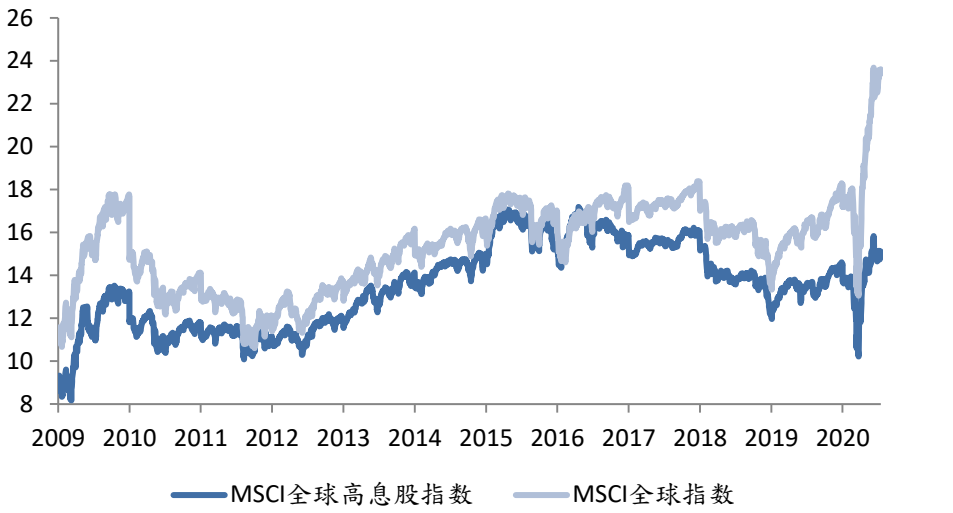
图表 220：香港恒生指数及中证香港红利指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

最后，由于高息股的股息率和派息比例较高，导致其市盈率往往偏低。这更使得高息股具有良好的防守性。历史上，MSCI全球高息股指数的市盈率在大多数时间都低于MSCI全球指数，港股中证香港红利指数的市盈率也多低于恒指。

图表 221：MSCI 全球指数及 MSCI 全球高息股指数市盈率（x）



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 222：香港恒生指数及中证香港红利指数市盈率（x）

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 223：恒指与中证香港红利指数对比

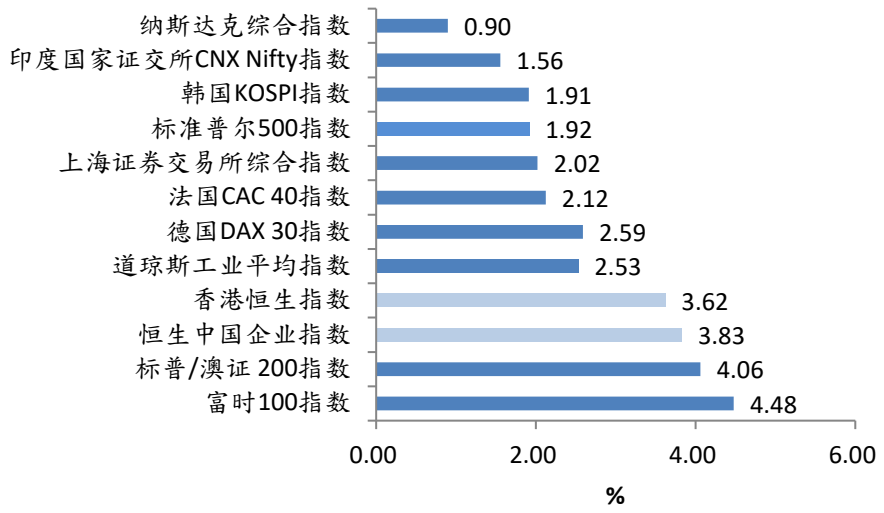
	2020 上半年走势 (%)	每股盈利 19A (港元)	每股盈利 20F (港元)	每股盈利 21F (港元)	每股盈利增长 20F (%)	每股盈利增长 21F (%)	每股盈利 19-21年 CAGR (%)	市盈率 20F (倍)	市盈率 21F (倍)	市净率 19F (倍)	市净率 20F (倍)	股息率 20F (%)	股息率 21F (%)	ROE 20F (%)
香港恒生指数	(6.6)	2275.18	2171.13	2547.55	(4.6)	17.3	5.8	11.9	10.1	1.0	0.9	3.3	4.1	10.4
中证香港红利指数	(12.4)	376.25	365.40	416.73	(2.9)	14.0	5.2	6.5	5.7	0.6	0.6	6.0	7.0	10.5

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

港股股息率高且稳定

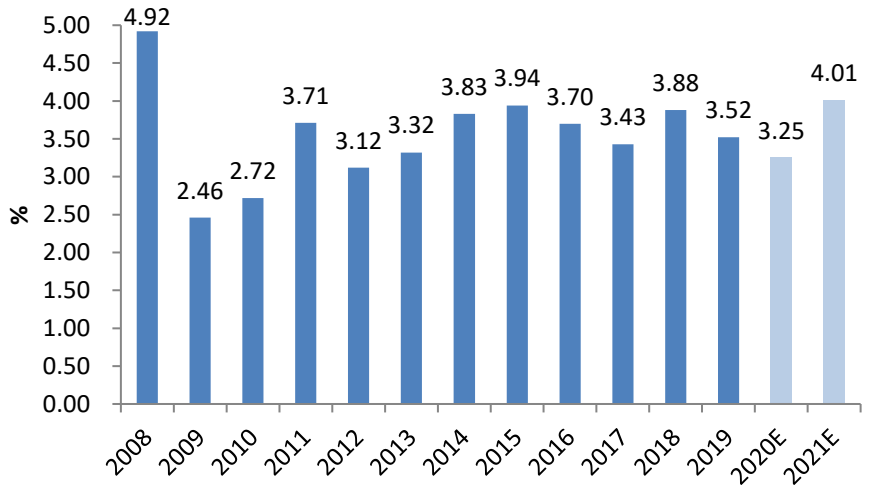
香港市场估值相对其它成熟金融市场而言较为保守，股息率则相对偏高。恒指股息率历来处于全球各主要市场中的领先位置，且相对稳定。据Bloomberg，2019年恒指和恒指中国股息率分别为3.62%和3.83%，在全球12个主要股指中位列第三和第四。此外，恒指股息率在过去九年中均高于3%，市场预计未来两年其股息率会保持在3.25%、4.01%。

图表 224：全球主要国家及地区 2019 股息率比较(%)



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 225：港股股息率(%)



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

高息股组合的选股逻辑

我们在44个行业共577支个股中根据以下逻辑挑选适合投资的高息股标的：

- 历史派息慷慨且相对稳定
  - 过去5年均有派息；
  - 2019年实际股息率高于4%；
  - 2019年实际年派息比例高于30%；
  - 派息比例及每股股息的变异系数较小（变异系数=2015-19年派息比例(每股股息)标准偏差/平均派息比例(每股股息)）。

- 派息前景乐观
  - 业务基本面稳定向好，盈利预测在未来两年均保持增长，资本性支出无大幅增长，业务结构无重大变化；
  - 现金流稳定充裕，2019年自由现金流为正（地产/银行除外），股息费用占总现金比例较低（有派息政策规定除外）。

个股推荐

世茂集团(00813.HK)：2019年销售额为2,600亿元，同比大幅上升47.6%，位列行业第九。2020年预计可实现销售超3,250亿元，增速可达25%。土储方面，截至2019年底，世茂权益前土地储备约为7,679 万平方米，总货值约达1.3万亿元(不含战略合作)，权益约65%，其中一二线城市占比达72%，另存在4,000亿元集中于大湾区的潜在旧改货值。优质土储为未来高速发展打下基础。此外，公司预计未来两年保持30%左右的高毛利率水平，股东核心净利润增速在20%以上。世茂将继续维持40%的派息率水平，2020-2021年预计会有业务分拆特别股息。彭博市场预计20/21年股息率为4.60%/5.57%。

龙光集团(03380.HK)：2019年权益合约销售额为人民币915.24亿元，同比增长31%。2020年权益合约销售目标为1,100亿元，同比增长超20%。公司计划未来三年保持权益销售年均复合增长不低于20%，销售增速依旧保持规模房企中的较高水平。于2019年底，龙光拥有总土地储备共计3,667万平方米，货值达4,314亿元，满足未来三年的销售需求，其中71%位于粤港澳大湾区。另有2,134万平米，货值约4,006亿元的潜在并购及城市更新土储。2019年龙光净负债率达77.1%(永续债视作负债)，财务较为稳健。公司预计未来仍保持40%核心净利的派息比例，彭博市场预计20/21年股息率为6.60%/7.95%。

中国银行(3988.HK)：截至2020年3月31日，中国银行资产总额达港币31,237亿元，较2019年末上升3.2%。客户存款总额为港币20,538.77亿元，较2019年末上升2.2%，即期及往来存款、储蓄存款，以及定期、短期及通知存款均录增长，支储存款占比为55.7%，较2019年末提升0.6个百分点。2020年一季度净息差受市场利率走低影响而按年收窄6个基点至1.61%，其中平均生息资产按年有所提升。应对疫情下宏观前景不确定性，减值准备净拨备为港币5.83亿元，按年上升港币3.26亿元，拨备大幅增加。资产端配置压力较大，资产质量总体稳定，虽然不良率小幅上行，但不良生成率维持低位水平，风险抵补能力稳定。流动性覆盖比率、稳定资金净额比率和资本比率均处于稳健水平。

香港电讯-SS（06823.HK）：公司是香港电信运营商的龙头，在电讯服务和流动通讯业务市场均占据领先地位。作为全港最大的宽频服务供应商，其光纤入屋（FTTH）网络覆盖了88%的家庭，移动市场方面也采取了针对高中低端用户的多品牌战略以提高市占率，两项业务预计均将持续带来稳定现金流。此外由于公司移动数据业务占比较低，而在家工作可能增加网络升级需求，故疫情预计对公司业务的负面影响有限。公司有良好的派息记录，预期大概率可维持其经调整现金流100%派息的政策。

恒安国际（01044.HK）：作为中国个人护理用品的龙头企业，业务涵盖纸巾、卫生巾和纸尿裤等。我们认为个人护理板块在新冠疫情常态化下具有较强的消费韧性，加上预计今年木浆价格将处于低位，也意味公司的纸巾业务可以享受成本节约。叠加公司继续积极优化产品组合，聚焦高毛利产品以提升市场竞争力的策略，预计公司毛利率将有望持续改善。彭博市场近12个月平均目标价为74.55港元。市场建议买入/持平/卖出的分析员人数为20/6/0。

华润水泥（1313.HK）：华南地区的水泥、熟料及混凝土生产商，截至2019年年底，公司共有及运营96条水泥粉磨线及45条熟料生产线，水泥及熟料的总年产能分别为8,430万吨及6,130万吨；拥有61座混凝土搅拌站，总年产能为3,690万立方米。近期雨水较多，中南地区水泥价格下滑，但后续天气转好价格有望回升。若广西暂停水泥行业产能置换落实，省内供给侧压力有望缓解。公司预计全年销量和去年持平。估值方面，华润水泥7月27日收市价为10.14港元，市场平均目标价为12.14港元，潜在上升空间为19.7%。20/21年市场预期市盈率7.88/7.63倍,2020年市场预计股息率为6.2%。

图表 226：精选高息股相关信息

公司	股票代码	行业	每股股息							股息率		每股股息15-19年CAGR
			15A (HKD)	16A (HKD)	17A (HKD)	18A (HKD)	19A (HKD)	20F (HKD)	21F (HKD)	20F (%)	21F (%)	(%)
世茂房地产	813 hk equity	中资地产	0.71	0.73	0.98	1.23	1.64	1.64	1.98	4.6	5.6	18.45
龙光地产	3380 hk equity	中资地产	0.15	0.23	0.34	0.62	0.94	0.96	1.15	6.6	7.9	44.77
中国银行	3988 hk equity	中资银行	0.22	0.20	0.20	0.22	0.22	0.21	0.22	7.4	7.6	0.07
华润水泥	1313 hk equity	水泥建材	0.08	0.09	0.27	0.43	0.53	0.62	0.63	6.2	6.3	46.13
恒安国际	1044 hk equity	造纸包装	2.15	2.28	2.42	2.61	2.55	2.70	2.86	4.3	4.6	3.52
香港电讯-SS	6823 hk equity	电信运营商	0.54	0.62	0.65	0.68	0.70	0.72	0.74	6.2	6.4	5.41

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 227：精选高息股个股估值

公司	股票代码	行业	市场目标价	每股盈利增长		市盈率		市净率		股息率	
			港元	20F (%)	21F (%)	20F (倍)	21F (倍)	20F (倍)	21F (倍)	20F (%)	21F (%)
世茂房地产	813 hk equity	中资地产	37.56	39.13	22.21	7.9	6.5	1.28	1.11	4.60	5.57
龙光地产	3380 hk equity	中资地产	16.29	29.85	20.58	5.6	4.7	1.66	1.33	6.60	7.95
中国银行	3988 hk equity	中资银行	3.62	1.04	3.53	4.0	3.9	0.41	0.38	7.40	7.64
华润水泥	1313 hk equity	水泥建材	11.78	4.90	3.17	7.5	7.3	1.45	1.31	6.16	6.28
恒安国际	1044 hk equity	造纸包装	72.14	7.34	6.71	15.4	14.5	3.49	3.24	4.33	4.58
香港电讯-SS	6823 hk equity	电信运营商	13.81	1.84	4.99	16.1	15.4	2.28	2.26	6.23	6.45

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 228：股息率稳定前 20 个股

公司	股票代码	行业	每股股息							股息率		每股股息 15-19年
			15A (HKD)	16A (HKD)	17A (HKD)	18A (HKD)	19A (HKD)	20F (HKD)	21F (HKD)	20F (%)	21F (%)	CAGR (%)
信和置业	83 hk equity	香港地产	0.50	0.51	0.53	0.53	0.55	0.56	0.61	5.3	5.8	1.92
宁沪高速	177 hk equity	公路铁路	0.49	0.49	0.51	0.55	0.52	0.50	0.53	5.4	5.7	1.12
农业银行	1288 hk equity	中资银行	0.21	0.20	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	6.6	6.9	0.05
香港中华煤气	3 hk equity	香港公用	0.23	0.25	0.28	0.30	0.33	0.35	0.36	2.9	3.0	7.92
港铁公司	66 hk equity	综合企业	1.06	1.07	1.12	1.20	1.23	1.24	1.29	2.9	3.1	3.02
中电控股	2 hk equity	香港公用	2.70	2.80	2.91	3.02	3.08	3.14	3.23	4.1	4.2	2.67
中国银行	3988 hk equity	中资银行	0.22	0.20	0.20	0.22	0.22	0.21	0.22	7.4	7.6	0.07
香港电讯-SS	6823 hk equity	电信运营商	0.54	0.62	0.65	0.68	0.70	0.72	0.74	6.2	6.4	5.41
越秀交通基建	1052 hk equity	公路铁路	0.28	0.34	0.35	0.40	0.40	0.15	0.43	2.8	8.1	6.95
申洲国际	2313 hk equity	服装鞋帽纺织	0.85	0.88	1.38	1.86	1.93	1.83	2.27	1.9	2.4	17.96
建设银行	939 hk equity	中资银行	0.34	0.32	0.34	0.36	0.36	0.36	0.38	5.6	5.9	1.44
恒隆地产	101 hk equity	香港地产	0.75	0.75	0.75	0.75	0.76	0.77	0.80	3.9	4.0	0.27
电讯盈科	8 hk equity	电信运营商	0.25	0.28	0.30	0.31	0.32	0.33	0.34	7.3	7.5	5.18
嘉华国际	173 hk equity	香港地产	0.17	0.18	0.18	0.20	0.20	0.21	0.21	5.7	5.8	3.30
中国民航信息网络	696 hk equity	互联网及软件	0.20	0.26	0.29	0.32	0.33	0.17	0.31	0.8	2.0	9.86
中信证券	6030 hk equity	金融机构	0.62	0.41	0.46	0.42	0.57	0.56	0.65	2.8	3.3	-1.66
汇贤产业信託	87001 hk equity	地产信托基金	0.33	0.32	0.31	0.31	0.25	0.20	0.20	8.3	8.3	-5.81
交通银行	3328 hk equity	中资银行	0.33	0.32	0.31	0.36	0.34	0.35	0.35	7.1	7.4	0.43
青岛啤酒	168 hk equity	食品餐饮	0.48	0.41	0.48	0.57	0.62	0.59	0.76	1.0	1.2	5.33
互太纺织	1382 hk equity	服装鞋帽纺织	0.80	0.80	0.60	0.45	0.57	0.41	0.47	10.3	11.9	-6.55

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 229：2020 年预计股息率前 20 个股

公司	股票代码	行业	每股股息							股息率		每股股息 15-19年
			15A (HKD)	16A (HKD)	17A (HKD)	18A (HKD)	19A (HKD)	20F (HKD)	21F (HKD)	20F (%)	21F (%)	CAGR (%)
金邦达宝嘉	3315 hk equity	电子科技制造	0.14	0.08	0.12	0.14	0.14	0.21	0.21	14.8	14.8	1.15
富力地产	2777 hk equity	中资地产	1.48	1.17	1.27	1.46	1.45	1.36	1.54	12.6	14.4	-0.39
中国飞机租赁	1848 hk equity	航空机场及租赁	0.22	0.53	0.60	0.66	0.71	0.80	0.91	12.2	13.9	26.41
互太纺织	1382 hk equity	服装鞋帽纺织	0.80	0.80	0.60	0.45	0.57	0.41	0.47	10.3	11.9	-6.55
雅居乐集团	3383 hk equity	中资地产	0.15	0.21	0.84	1.03	1.04	1.02	1.12	10.3	11.2	47.34
纷美包装	468 hk equity	造纸包装	0.22	0.24	0.24	0.28	0.31	0.28	0.26	10.0	9.2	7.30
中国利郎	1234 hk equity	服装鞋帽纺织	0.31	0.30	0.30	0.44	0.40	0.45	0.57	9.9	12.7	5.13
正通汽车	1728 hk equity	汽车经销商及后市场	0.10	0.10	0.13	0.25	0.10	0.14	0.13	9.9	9.2	-0.19
361度国际	1361 hk equity	服装鞋帽纺织	0.13	0.07	0.11	0.09	0.09	0.10	0.12	9.7	11.8	-6.05
亚洲水泥中国	743 hk equity	水泥建材	0.06	0.04	0.18	0.74	0.57	0.77	0.84	9.6	10.4	55.85
威胜集团	3393 hk equity	工业制造	0.25	0.24	0.22	0.20	0.21	0.23	0.25	9.2	9.9	-3.49
中石化炼化工程	2386 hk equity	化工及材料	0.37	0.18	0.23	0.27	0.36	0.32	0.34	9.1	9.5	-0.19
首钢资源	639 hk equity	煤炭	0.06	0.06	0.10	0.17	0.17	0.14	0.15	8.9	9.5	23.45
建业地产	832 hk equity	中资地产	0.12	0.00	0.11	0.21	0.53	0.34	0.41	8.8	10.6	34.20
德永佳集团	321 hk equity	服装鞋帽纺织	0.56	0.44	0.62	0.35	0.30	0.10	0.15	8.8	13.2	-11.74
海隆控股	1623 hk equity	石油设备服务	0.07	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	8.6	8.6	-20.02
铁建装备	1786 hk equity	基建/铁路/设备	0.05	0.19	0.01	0.06	0.05	0.10	0.14	8.5	11.9	-1.66
大唐发电	991 hk equity	电力	0.21	0.00	0.14	0.12	0.07	0.07	0.08	8.4	10.0	-18.87
中信国际电讯	1883 hk equity	电信运营商	0.13	0.14	0.16	0.18	0.20	0.21	0.23	8.3	9.0	9.86
汇贤产业信託	87001 hk equity	地产信托基金	0.33	0.32	0.31	0.31	0.25	0.20	0.20	8.3	8.3	-5.81

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

行业

行业 113
生物制药行业 114
银行行业 123
房地产行业 129
物业管理行业 136
水泥建材行业 140
消费行业 148
教育行业 159
澳门博彩行业 163
个股精选 170
图表目录 235

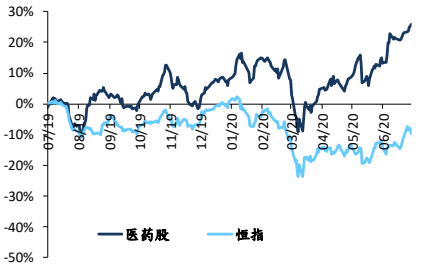
生物制药行业

吴效宇, CFA

Shawn Wu

单抗行业在满足尚未满足的医疗需求上，凭借其靶向性、低副作用、高疗效，展现出强大的优势。随着生物科技的发展，抗体表达的提升，新靶点的发现，新适应症的拓展，和联合疗法的推进，单抗行业将是未来医药行业中增速领先的板块。一方面，我国人口老龄化趋势，癌症、自免等尚未有理想药物的疾病发病率增加，医保扩容和国产化推动的价格下降，医疗负担能力提升，以及诊断能力的提升都将促进国内对单抗药物需求的迅速提升。另一方面，国内单抗行业近期融资环境大幅改善，海外归来和本土培养的人才济济，国内CRO的快速发展也给行业发展创造了良好的土壤，我们认为国产单抗行业是未来十年的黄金赛道，有望迎来爆发式增长，是投资者应当配置的核心资产。

港股医药股价一年走势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

我们预计未来生物制药行业仍将不断有新的企业寻求上市，年内新冠疫情的反复也将继续提醒投资者关注生物制药板块。加上A股科创板的推动，单抗行业有望长期处于市场聚光灯下。在产业基本面趋势确定性的基础上，虽然上半年行业飙升，但我们预计在短期的狂欢之后，并不会酒阑人散，值得长期配置。生物制药行业具备高科技、高门槛、长周期、高投入、高风险属性，以及药物上市后的专利保护，使得行业进入门槛极高，不会成为红海行业。但同时也导致投资者将面临较高的风险。因而我们建议投资者关注管线相对丰富，已经或即将有药品商业化的企业，并在组合中做好分散。

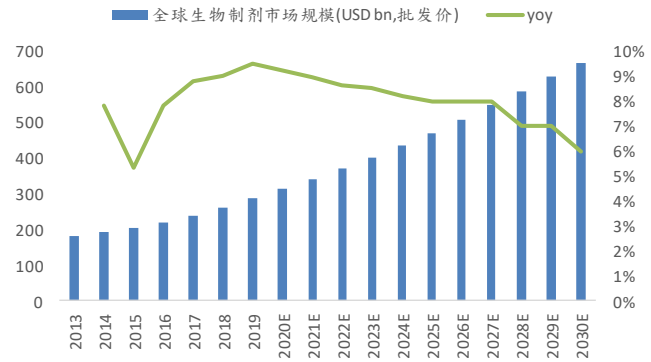
考虑到行业未来主要的发展机会将在联合疗法+双抗+ADC领域，因而我们亲睐 1) 丰富管线、2) 双抗或ADC布局领先、3) 有良好的大药企合作关系 4) 具备国际认可的研发能力的企业。建议投资者配置信达生物(1801.HK)、君实生物(1877.HK)、康方生物(9926.HK)以及复宏汉霖(2696.HK)。首推信达生物(1801.HK)。

风险方面提醒投资者留意1) 管线研发失败， 2) 商业化能力不足，3) 市场竞争加剧，以及4) 更好的药物/替代疗法上市。

随着传统化学药物的成熟，传统的化学药物新药发现难度日益增加，研制开发成本不断上升，成功率越来越低，小分子药物的发展已经到达平台/瓶颈期。目前新化合物中仅有万分之一的可能用来进行药物研发，而即使研发成功，也仅有30%的概率可以收回成本。目前化药研发精力已经从物质发现，向组方、剂型改良、副作用改良等方向转移。

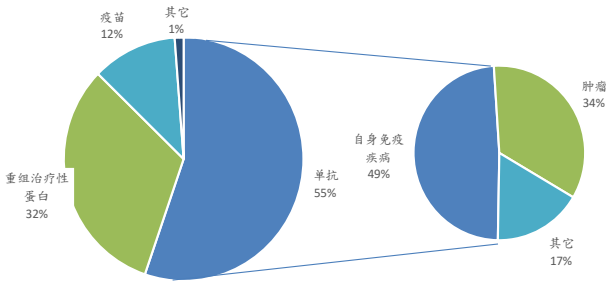
生物制剂行业飞增，单抗为主 生物制剂包括单抗、重组治疗性蛋白、疫苗、血液制品、细胞疗法、基因疗法等。近几年，生物制剂市场增速超过化学药市场。在满足市场空白需求的新药推动下，全球生物制剂市场未来将保持较高的增速。EvaluatePharma预计2022年生物制剂将占整个医药市场30%的份额。单抗是生物制药行业中占比最大的子行业，2018年占全球生物制剂市场的55.3%。其中自身免疫类疾病和肿瘤是单抗子行业中最主要的适应症。随着新靶点的不断发现，单抗药物的研发推进，以及现有药物适应症、联合疗法的拓展，单抗有望成为未来增速最快的细分板块。

图表 230：全球生物制剂市场规模



资料来源: F&S，国泰君安国际

图表 231：2018 年全球生物制剂市场构成



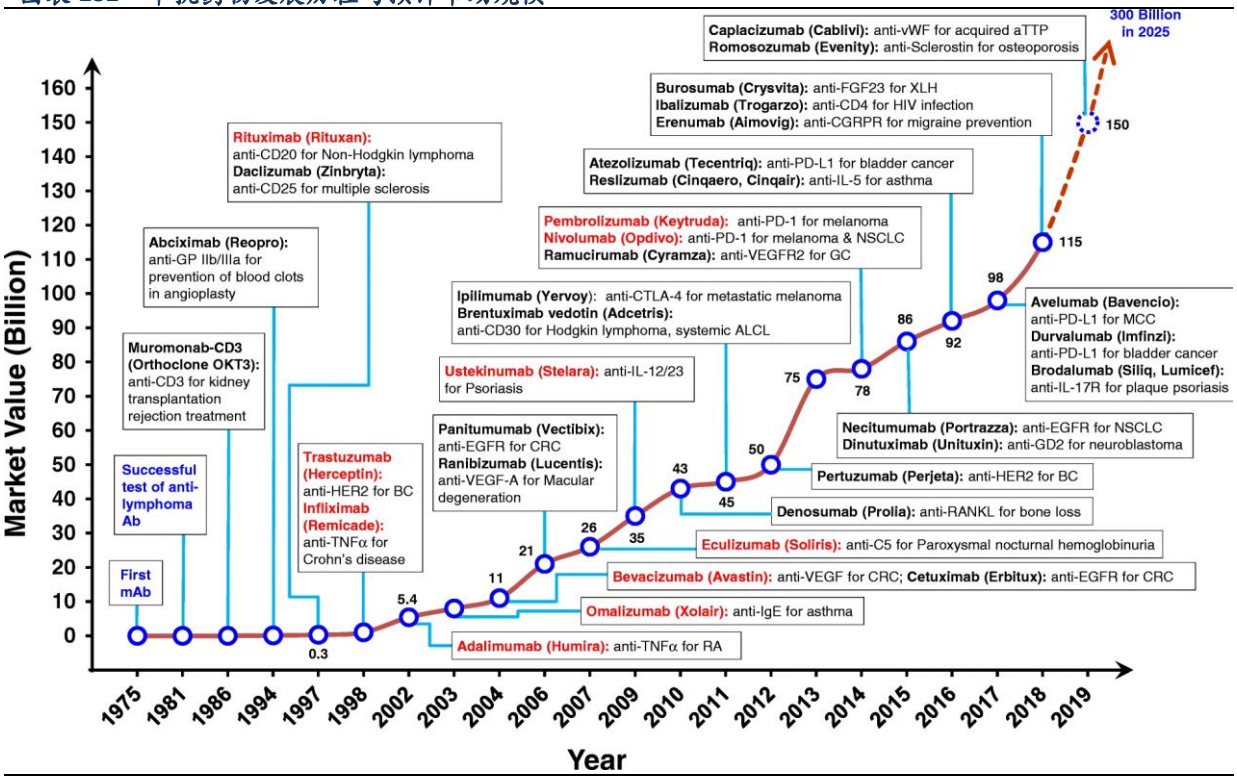
资料来源: F&S，国泰君安国际

单抗的优势 单抗是由单一B细胞克隆产生的高度均一、仅针对某一特定抗原表位的抗体，具有高靶向性、高特异性、低副作用等优势。可实现靶向治疗，减少健康细胞受损，降低副作用，并提升疗效，使得单抗在治疗现代医学难题--癌症、自身免疫性疾病上具备的独特优势，帮助提高患者的生活质量，显著延长生存时间。

单抗行业的发展 我们将全球单抗的发展历程分为四个阶段：

1. *奠基阶段(19世纪-1985年) 抗体的理论发展阶段；*
2. *起步阶段(1986年-1999年) 规模化生产，鼠源产品商业化；*
3. *发展阶段(2000年-2013年) 人源化、全人源产品商业化；*
4. *加速阶段(2014年-至今) 获批数量增加。*

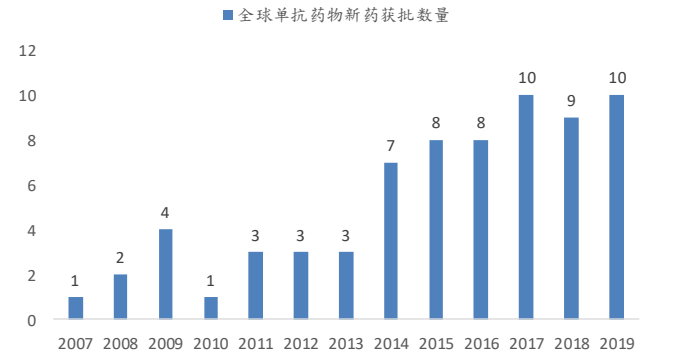
图表 232：单抗药物发展历程与预计市场规模



资料来源: Journal of Biomedical Science 27, Article number: 1 (2020)

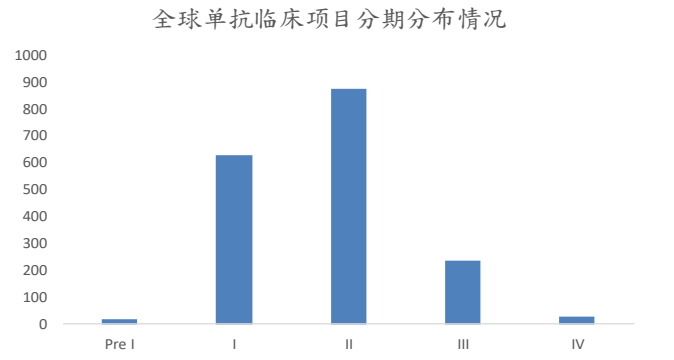
截止2019年全球已上市91个单抗药物(不包括Fc融合蛋白药物，包括5个撤市药物)。2019年全球10个单抗药物新药获批。目前根据Clinical Trails登记的单抗药物临床研究数据中有237个项目处于临床III期，875个项目处于临床II期。II、III期的临床项目中有接近900个为癌症相关项目。考虑到单抗6-10年的研发周期，预计未来10年仍将是单抗新药上市的密集期。

图表 233：全球单抗药物新药获批数量



资料来源: FDA，国泰君安国际

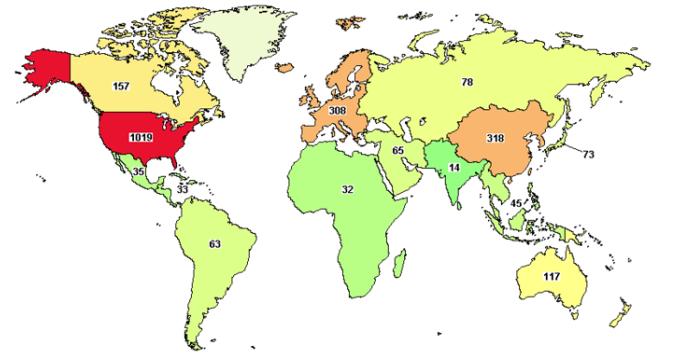
图表 234：全球单抗临床项目分期分布情况



资料来源: Clinical Trails，国泰君安国际

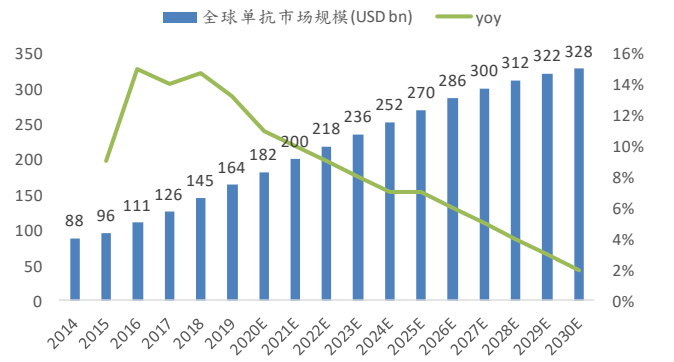
单抗市场逾3千亿美元 随着新靶点的不断发现，单抗药物的研发推进，以及现有药物适应症、联合疗法的拓展，单抗有望成为未来增速最快的细分板块。根据F&S数据，2018年单抗全球市场规模达到1448亿美元，预计2023年将达到2356亿美元,2030年达到3280亿美元。2018-2023、2023-2030年均复合增速分别为10.2%，4.8%。

图表 235：全球单抗临床项目 I-III 期地理分布情况



资料来源: Clinical Trails，国泰君安国际

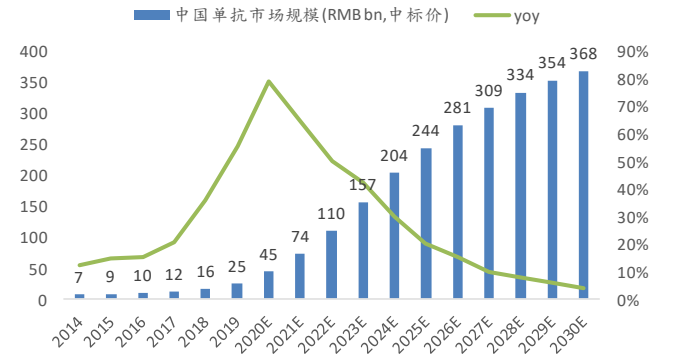
图表 236：全球单抗产品市场规模



资料来源: F&S，国泰君安国际

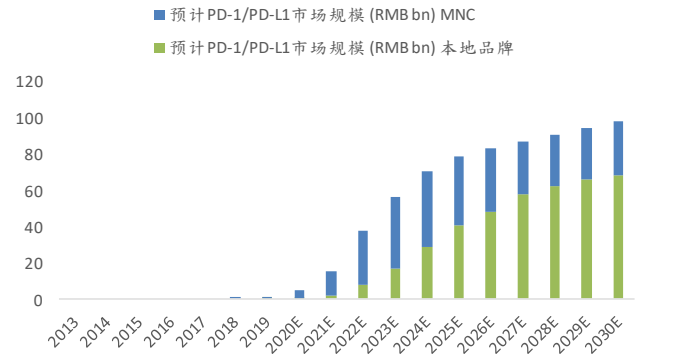
国内单抗行业即将起飞 在过去很长一段时间内，国内的单抗药物市场由进口药物垄断。2008年，我国首个用于治疗恶性肿瘤的靶向EGFR的单抗药物百泰生物的尼妥珠单抗-泰欣生获批上市。随后十年内，国产单抗行业再次进入漫长的等待。直到2018年12月，君实(1877.HK)、信达(1801.HK)的PD-1拓益、达伯舒先后获批。行业开始爆发，PD-1恒瑞的艾瑞卡、百济神州(6160.HK)的百泽安，三生国健的HER2伊尼妥单抗赛普汀，3种5款生物类似药利妥昔单抗(复宏汉霖(2696.HK)的汉利康)、贝伐珠单抗(信达生物的达攸同、齐鲁制药的安可达)、阿达木单抗(海正生物的安健宁、百奥泰的格乐立)先后获批。目前国内已有9种11款国产单抗药物上市，包括6种创新药和3种5款生物类似药。F&S数据2019年中国单抗市场规模人民币249亿元，2023年将达1565亿元，而2030年将达3680亿元，2018-2023和2023-2030年的年均复合增速分别高达57.8%和13.0%。

图表 237：中国单抗市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文，国泰君安国际

图表 238：国产单抗替代趋势(以 PD-1 为例)

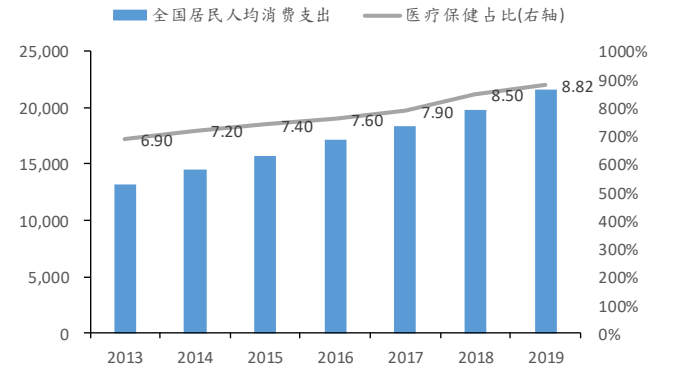


资料来源: F&S，国泰君安国际

政策助力 单抗是国家重点关注方向，十二五规划开始政府便开始重视单抗行业发展，陆续出台多项指导性文件。医保也开始纳入单抗药物。2017年5个单抗药物纳入国家医保，2018年纳入西妥昔单抗，2019年再次纳入9种单抗。纳入医保后通常将报销60%-70%，有助于大幅提升患者的承受能力，推动单抗行业的发展。

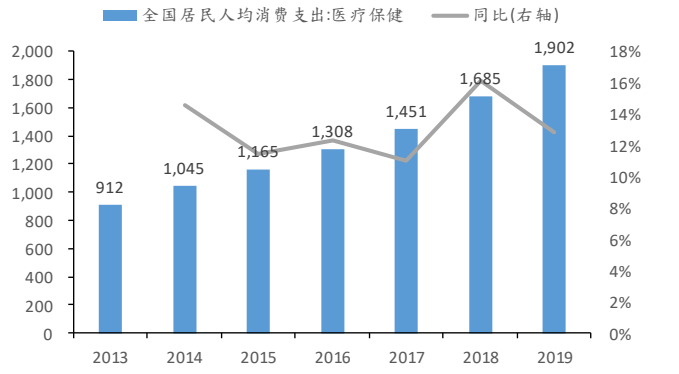
人均医疗保健开支保持高增速 中国人均可支配收入的稳步提升。在健康意识的提升下，人均医疗开支在消费支出中的占比逐年提升，推动人均医疗开支高速增长。2019年中国人均医疗开支人民币1,902元，同比增加12.9%。我们预计未来仍将保持高速增长。

图表 239：医疗保健在人均消费开支中的占比逐年提升



资料来源：中国国家统计局，国泰君安国际

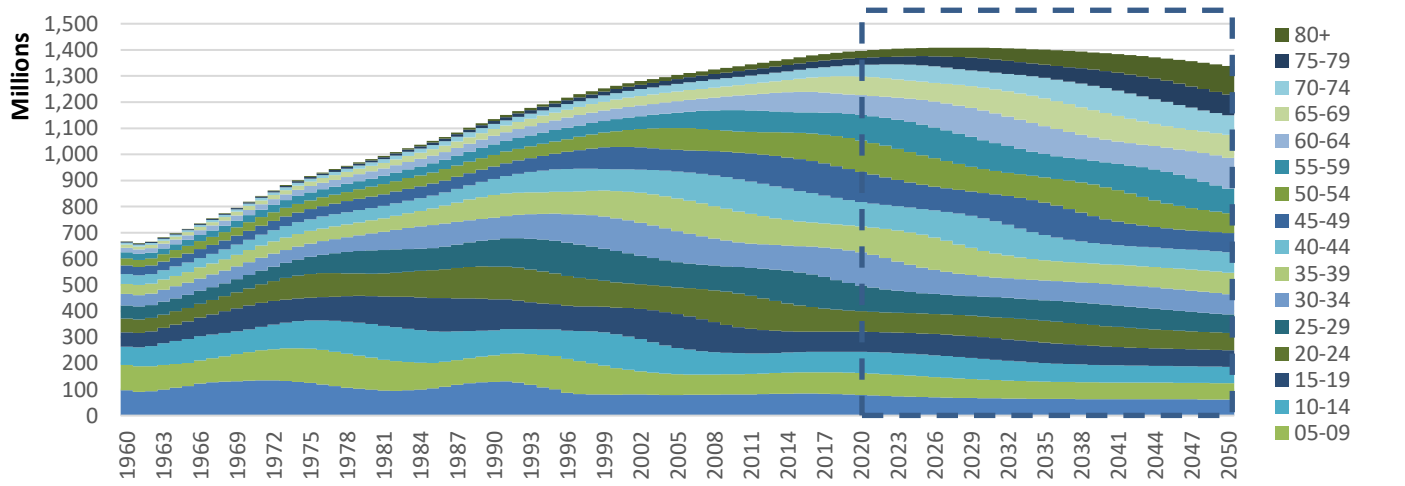
图表 240：中国人均医疗开支(人民币元)



资料来源：中国国家统计局，国泰君安国际

人口老龄化推动医疗开支增加 根据Kaiser Family Foundation2016年的调查数据显示美国55岁以上人口占比29%，但医疗保健开支占比达56%。45岁以上年龄组的人均医疗保健开支是45岁以下组别的2.26倍。我们认为这同样适用于中国。中国人口老龄化趋势加剧。世界银行预测45岁以上人口占比显著提升，预计将由2019年的5.67亿人(占比41%)提升至2040年的7.31亿人(占比53%)，年均复合增速1.2%，仅人口结构变动就给中国医疗市场带来10%的增量空间。

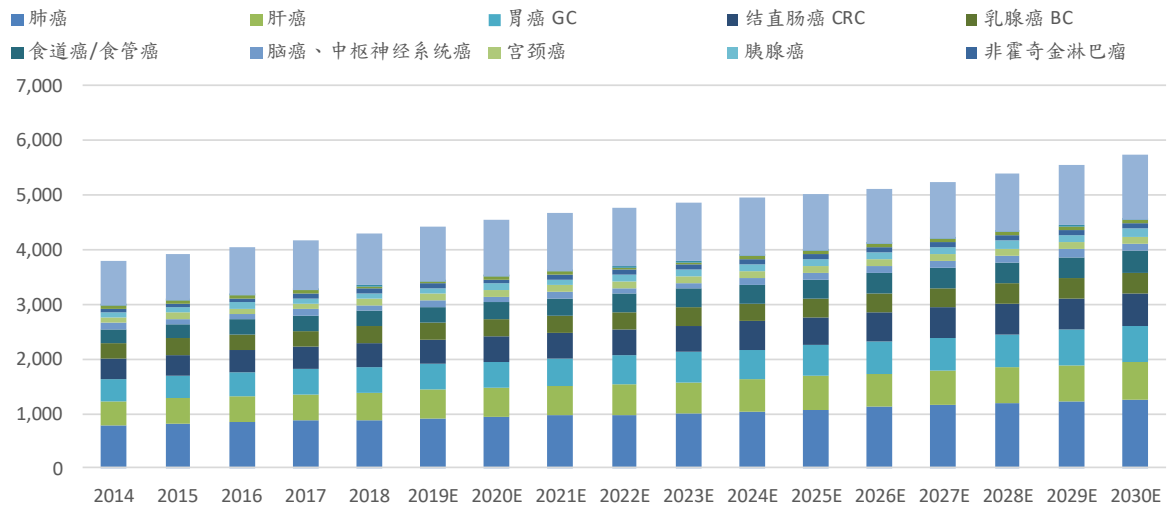
图表 241：中国分年龄组别人口构成趋势与预测



资料来源：世界银行，国泰君安国际

未满足的医疗需求 癌症和自免是单抗主要的适应症领域，这些疾病通常未有有效药物，单抗在这些适应症的治疗中展现出较好的疗效和较低的副作用，使患者获益，奠定了市场的发展空间。根据F&S数据，中国癌症发病数2018-2030年间将以2.4%的复合年均增速增长至576万人。单抗治疗癌症，一般通过召集/激活T细胞、打断T细胞的抑制路径(免疫检查点抑制剂)。自免疾病主要的治疗目标包括中度至重度类风湿性关节炎(RA)、银屑病(PS)、强直性脊柱炎(AS)、全身性红斑狼疮(SLE)等。2018年中国RA患者人数达到530万人，预计2030年将达560万人。单抗通常针对中度至重度RA患者，2017年中度至重度RA患者414.8万人，若以相同比例推算2030年单抗目标RA患者人群数量在442万人。2017年中国中度至重度PS患者336万人，中度至重度AS患者191万人，SLE患者达104万人。

图表 242：中国癌症发病率趋势与预测(千人)

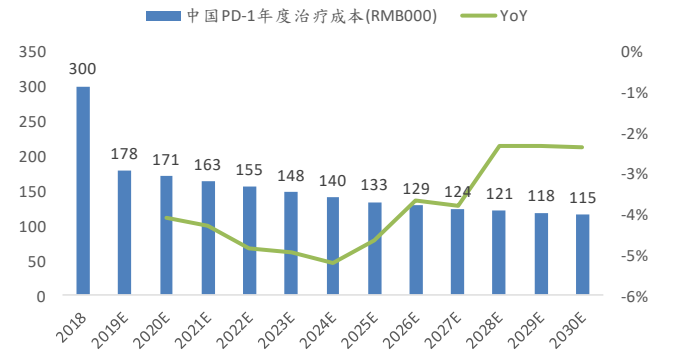


资料来源: NCCR，F&S，国泰君安国际

单抗适应症治疗率将显著提升 我们认为未来有四大因素推动单抗药物治疗率不断提升。**1)、价格降低** 随着国内一众生物科技企业在单抗领域的发展，单抗行业一改此前由进口高价药物主导的局面。加上医保扩容，以及抗体表达细胞规模化培养技术的完善带来的生产成本降低，预计将显著降单抗药物的治疗成本。以PD-1单抗为例，预计年度治疗成本将从2018年的人民币30万元，显著下降至2022年的15.5万元。价格的降低将极大提升患者的价格承受能力；**2)、诊断能力提升** 国内诊断技术的发展使得患者可以更多、更早、更准确的确诊疾病，及早对症下药；**3)、新药发现** 伴随后基因组学及代谢组学的发展，越来越多新靶点、新结构的药物逐渐被发现和研究，新靶点的单抗药物、双抗、抗体偶联药物ADC将不断涌现，带来更好疗效、更低副作用的创新药物；**4)、适应症拓展**。单抗适应症的治疗率将有长足的提升。例如，PD-1(L1)单抗作为广谱癌症用药，具有多适应症，多潜在联合疗法的特征，预

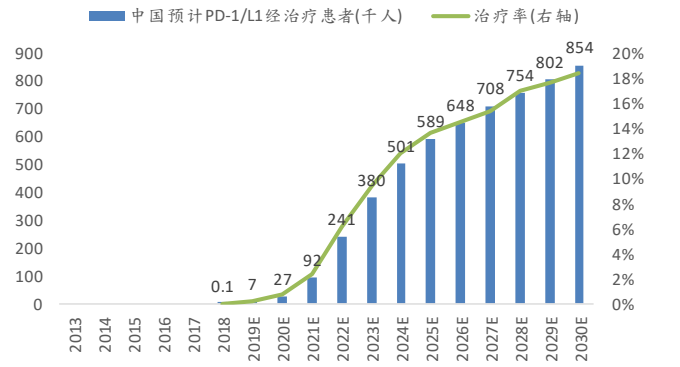
计经治疗患者人数将从2020年的2.7万人猛增至2030年的85.4万人，治疗率约18%。

图表 243：中国 PD-1 年度治疗成本



资料来源：弗若斯特沙利文，国泰君安国际

图表 244：中国 PD-1 预计经治疗患者人数

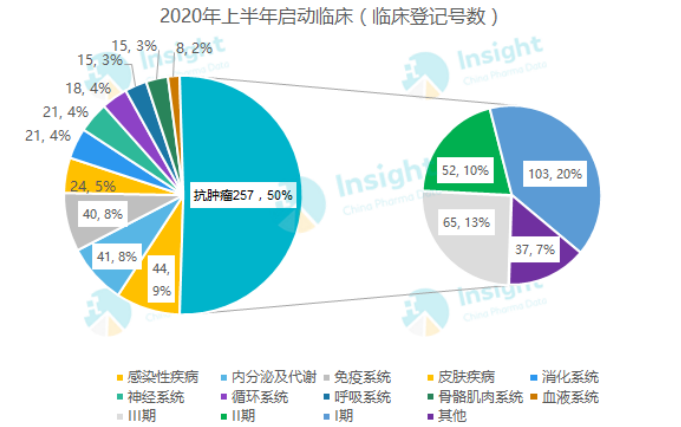


资料来源：弗若斯特沙利文，国泰君安国际

资本、人才、技术共推国产单抗行业起飞 2018-2019年港交所和上交所相继推出针对生物科技公司的上市规则，生物科技资产证券化加速，生物制药行业的融资环境大幅改善，为这个高风险、高门槛、长周期行业解决此前最头疼的资金问题。而一众海外留学归来和国际领先药企工作归来的顶尖科学家，加上国内生物工程师红利，生物制药行业人才济济。在技术上，通过仿制、引进、原研三管齐下，丰富储备，国内单抗行业正蓬勃发展。

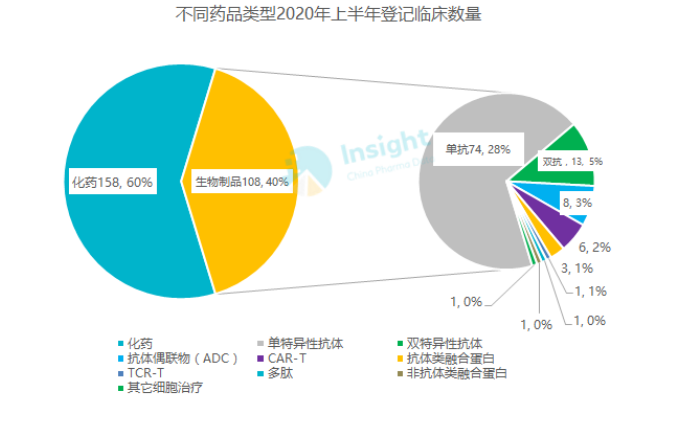
Insight数据库统计显示2020年上半年生物药首次公示的临床数量108项，占所有新药的40%。其中单抗药物74项，已经成为仅次于化药的第二大类药物。双抗13项，ADC 8项。PD-1/L1依然是单抗品种的主战场，EGFR、VEGFR、IL-23α、RANKL、HER2、PCSK9等靶点也均有项目进入临床。在所有484项临床试验中257项为肿瘤领域，占比超50%。包括III期临床65项，II期52项，I期103项。

图表 245：2020 上半年国内新药临床试验-疾病类型



资料来源: Insights 数据库，国泰君安国际

图表 246：2020 上半年国内新药临床试验-药品类型



资料来源: Insights 数据库，国泰君安国际

港股单抗行业上市公司

港股上市的单抗企业中，百济神州(6160.HK)、信达生物(1801.HK)、君实生物(1877.HK)和复宏汉霖(2696.HK)的临床管线数量较多，在19-26之间。前三者均有PD-1单抗上市销售。从研发投入来看，百济2019年72.6亿港元远超其它公司。信达、君实均在10亿港元以上。复宏汉霖和康方分别是6.9港元和3.5亿港元。

百济神州(6160.HK)在小分子领域的布局也比较丰富，第三代BTK抑制剂泽布替尼百悦泽也已经上市。

信达生物(1801.HK)另有北伐珠单抗类似药达攸同上市，以及两款类似药即将上市，同时引入3款后期小分子临床项目，布局平衡。

君实生物(1877.HK)的阿达木单抗类似药也已经提交NDA,管线中对自免、神经系统也有布局，另有一款新冠药物。

复宏汉霖(2696.HK)后期药物以生物类似药为主，PD-L1处于II期。

康方生物(9926.HK)、康宁杰瑞(9966.HK)管线中双抗较多。前者PD-1已经提交NDA，后者PD-L1进入III期。

图表 247：港股主要单抗公司一览

公司名称	股票代码	市值 (HKDmn)	2019研发开支 (HKDmn)	静态市研率	已上市药品数量	临床管线数量	主要管线说明
百济神州	6160 HK	154,962	7,266	21	2	26	PD-1百泽安、BTK百悦泽已上市。小分子PARP抑制剂III期，其它尚在早期。
信达生物	1801 HK	65,276	1,469	44	2	22	PD-1达伯舒、贝伐珠单抗类似药达攸同已上市。阿达木、利妥昔单抗类似药NDA、伊匹木单抗III期。PCK9单抗III期。引入3款后期的小分子做临床。
君实生物	1877 HK	90,312	1,073	84	1	20	PD-1拓益上市。阿达木单抗类似药NDA。管线中有小分子、自免、神经系统、抗感染(新冠)药物。
复宏汉霖	2696 HK	30,409	690	44	1	19	利妥昔单抗类似药汉利康上市，曲妥珠、阿达木NDA，贝伐珠III期，PD-L1 II期。后期管线都是类似药，10款创新药处于早期。
康方生物	9926 HK	22,825	350	65	0	7	PD-1 AK105 NDA，双抗AK104 II期。3个临床阶段双抗。
康宁杰瑞制药	9966 HK	14,954	189	79	0	4	PD-L1 III期，PD-1/CTLA-4和HER2/HER2双抗、B7单抗II期。还有几款早期双抗管线。
基石药业	2616 HK	10,225	1,583	6	0	9	PD-L1 III期，PD-1、CTLA-4在Ia期，引入了几款早期小分子。
开拓药业	9939 HK	5,511	243	23	0	8	小分子[二代AR拮抗剂普克鲁胺III期(前列腺癌)，AR拮抗剂福瑞他恩(脱发)]、FIC血管生成抑制剂ALK-1 靶点(联合Nivolumab治疗HCC）II期。2小分子、1单抗、1mTOR抑制剂、1Hedgehog/SMO抑制剂
迈博药业	2181 HK	4,990	152	33	0	12	英夫利西单抗改进 NDA，奥马珠单抗改进、西妥昔单抗改进、曲妥珠单抗类似药III期。其它早期。6款类似药，3款改进药。1个新冠管线。
中国抗体	3681 HK	3,552	243	15	0	6	首创靶点CD22(自免药)III期。小分子BTK抑制剂I期。另有CD20、IL17BR、TNF2靶点，适应症都是自免。
东曜药业	1875 HK	2,725	217	13	0	12	VEGF生物类似药III期，小分子仿制药替莫唑胺NDA，其余早期。4单抗、1ADC、3小分子。

资料来源: Bloomberg，公司资料，国泰君安国际

单抗行业在满足尚未满足的医疗需求上，凭借其靶向性、低副作用、高疗效，展现出强大的优势。一方面，我国人口老龄化趋势，癌症、自免等尚未有理想药物的疾病发病率增加，医保扩容和国产化推动的价格下降，医疗负担能力提升，以及诊断能力的提升都将促进国内对单抗药物需求的迅速提升。另一方面，国内单抗行业近期融资环境大幅改善，海外归来和本土培养的人才济济，国内CRO的快速发展也给行业发展创造了良好的土壤。随着生物科技的发展，抗体表达的提升，新靶点的发现，新适应症的拓展，和联合疗法的推进，单抗行业将是未来医药行业中增速领先的板块。我们认为国产单抗行业是未来十年的黄金赛道，有望迎来爆发式增长，是投资者应当配置的核心资产。

我们预计未来生物制药行业仍将不断有新的企业寻求上市，年内新冠疫情的反复也将继续提醒投资者关注生物制药板块。加上A股科创板的推动，单抗行业有望长期处于市场聚光灯下。在产业基本面趋势确定性的基础上，虽然上半年行业股价飙升，但我们预计在短期的狂欢之后，并不会酒阑人散，值得长期配置。生物制药行业具备高科技、高门槛、长周期、高投入、高风险属性，以及药物上市后的专利保护，使得行业进入门槛极高，不会成为红海行业。但同时也导致投资者将面临较高的风险。因而我们建议投资者关注管线相对丰富，已经或即将有药品商业化的企业，并在组合中做好分散。

考虑到行业未来主要的发展机会将在联合疗法+双抗+ADC领域，因而我们亲睐 1) 丰富管线、2) 双抗或ADC布局领先、3) 有良好的大药企合作关系 4) 具备国际认可的研发能力的企业。建议投资者配置信达生物(1801.HK)、君实生物(1877.HK)、康方生物(9926.HK)以及复宏汉霖(2696.HK)。首推信达生物(1801.HK)。

风险方面提醒投资者留意1) 管线研发失败， 2) 商业化能力不足，3) 市场竞争加剧，以及4) 更好的药物/替代疗法上市。

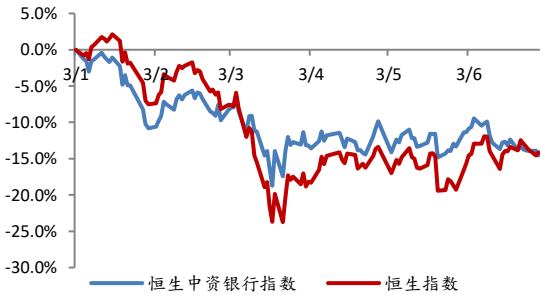
银行行业

王玟晓
Mary Wang

回顾上半年表现

2020年上半年恒生中资银行股指数跟随恒生指数波动。截至2020年6月30日，恒生中资银行指数为2,672.42点，较年初下跌-14.6%；恒生指数为24,427.19点，较年初下跌14.1%。

恒生中资银行股指数走势



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

主要观点

金融是实体经济的血脉，资金是企业运行的"血液"。银行业与实体经济休戚与共，今年新冠肺炎疫情暴发以后，银行业的政策导向就是支持实体经济，对银行业指标产生较大的影响。在宽货币、宽信用的政策引导下，流动性较为充裕，今年整体的资产端收益率出现较的下降。政策引导利率下行，疫情影响企业复工复产，我们主要关注银行资产质量指标变化。

银行行业具备低估值、高股息的情况下，随着企业复工复产扎实推进，宏观基本面修复，海外资金涌入A股，及宏观数据逐步回暖等大环境下，我们认为银行行业将随市而涨，进入估值修复期。建议关注零售业务较强的银行如：招商银行（3968.HK）、以及基本面稳定的传统对公业务的银行：建设银行（939.HK）。

预计2020年中国银行业资产质量稳中有降

预计2020年下半年盈利下滑

预计2020年下半年中国银行业资本充足率保持稳定

央行政策仍有发力空间，如调整基准利率

银行业下半年估值静待修复，随市而升

风险提示

资产质量表现不及预期

企业复工复产不及预期

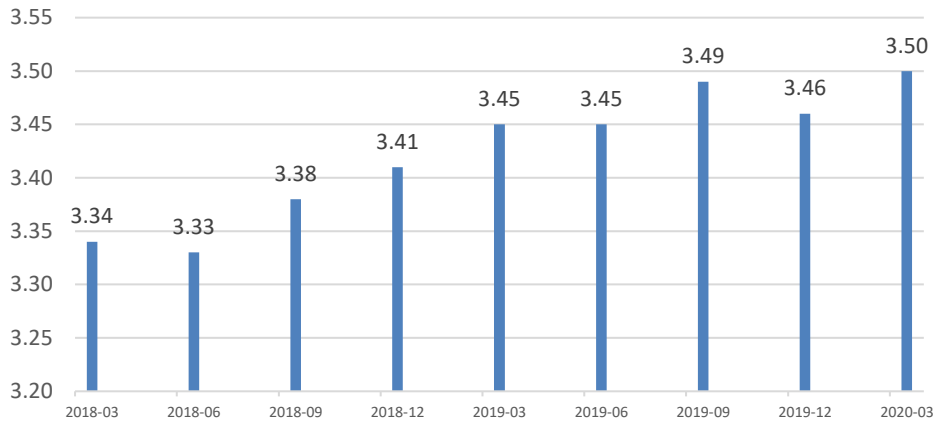
预计2020年中国银行业资产质量稳中有降

2020年上半年，新冠疫情影响，企业复工复产艰难，年中雨季加洪涝灾害对南方地区产生较大影响，波及建筑、零售、旅游、餐饮、航空等行业。企业现金流紧张，资金需求较大，还款能力弱。银行行业不良贷款率、贷款拨备比节节攀升，拨备覆盖率下调。

根据银监会2018年7号文，我国商业银行拨备覆盖率监管要求为120%-150%。今年4月21日国常会确定，将中小银行拨备覆盖率监管要求阶段性下调20个百分点至100%-130%，释放更多信贷资源，提高服务小微企业能力。

银监会披露的6月末银行不良和拨备指标有所恶化，表示后续银行不良压力增加，同时，历史的包袱等待处置，新增不良将在下半年逐渐显现，疫情的冲击加速资产质量恶化，预计2020年下半年中国银行业资产质量将稳中有降。

图表 248：商业银行不良贷款：贷款拨备率（季度，%）



资料来源: Wind，国泰君安国际

图表 249：各类银行资产质量

单位 %	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	QoQ (BP)
拨备覆盖率:						
大型商业银行	240.44	250.69	240.20	234.33	231.70	(263.0)
股份制商业银行	192.18	193.01	198.77	192.97	199.89	692.0
城市商业银行	179.26	149.26	147.99	153.96	149.89	(407.0)
民营银行	510.18	461.14	384.64	391.12	348.53	(4,259.0)
农村商业银行	128.50	131.52	130.81	128.16	121.76	(640.0)
外资银行	285.10	231.99	270.63	313.90	299.33	(1,457.0)
不良贷款比例:						
国有商业银行	1.32	1.26	1.32	1.38	1.39	1.1
股份制商业银行	1.71	1.67	1.63	1.64	1.64	(0.4)
城市商业银行	1.88	2.30	2.48	2.32	2.45	12.7
民营银行	0.68	0.78	0.99	1	1.14	14.0
农村商业银行	4.05	3.95	4	3.9	4.094	19.4
外资银行	0.76	1.01	0.83	0.67	0.709	3.9

资料来源: Wind，国泰君安国际

预计2020年下半年盈利下滑

2020年第一季度商业银行净利润为6001亿元（人民币，下同），较去年同期的5715万亿，同比增长5.0%。增速比上年同期下降4.4个百分点。银行利润增长主要源自银行业资产规模扩张和管理成本收入比的下降。我国社会融资结构以间接融资为主，经济社会发展对银行业资产规模扩张的需求较大。面对突如其来的新冠肺炎疫情冲击，为打赢疫情防控阻击战和推动经济社会发展，必须提供有力金融支持。

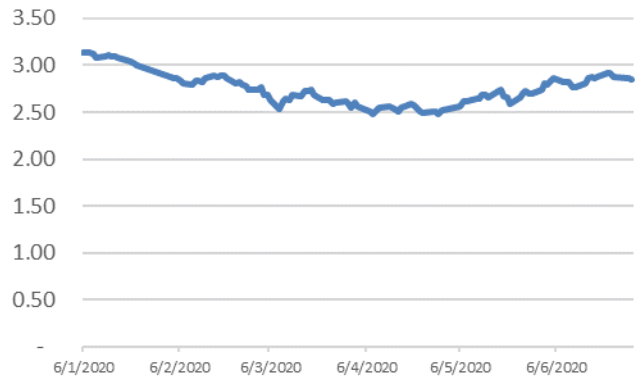
第一季度末，商业银行资产总额达到244.42万亿元，比上年同期增加23.81万亿元，其中，仅今年第一季度就增加12.08万亿元，占比为50.8%，超过过去四个季度增量的一半。第一季度，商业银行净息差为2.1%，比上年同期下降7个基点；资本利润率为12.09%，比上年同期下降115个基点；资产利润率为0.98%。无风险利率快速下行有望驱动银行取得超额收益和绝对收益，但随着实体经济困难向金融领域传导的滞后效应逐渐显现，政策让利实体经济持续展开，**预计今年银行业净利润、息差等指标将下滑。**

图表 250：各类型银行净息差 （%）

单位 %	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	QoQ (BP)
净息差						
大型商业银行	2.12	2.11	2.11	2.12	2.04	(8.0)
股份制商业银行	2.08	2.09	2.13	2.12	2.09	(3.0)
城市商业银行	2.07	2.09	2.11	2.09	2.00	(9.0)
民营银行	3.30	3.56	3.57	3.74	3.88	14.0
农村商业银行	2.70	2.72	2.74	2.81	2.44	(37.0)
外资银行	1.86	1.84	1.84	1.78	1.70	(8.0)

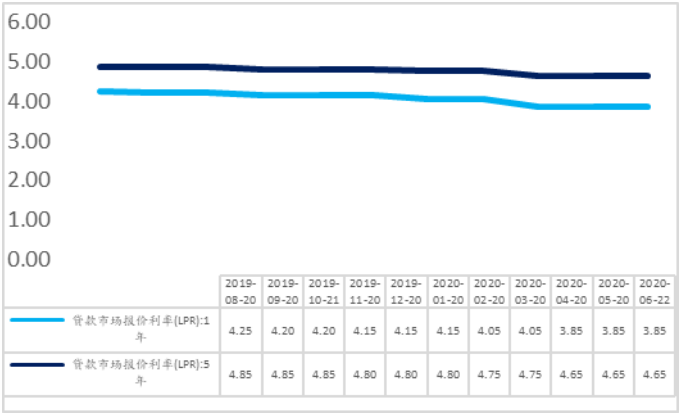
资料来源: Wind，国泰君安国际

图表 251： 中国十年期国债收益率（%）



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 252：1-5 年期 LPR （%）



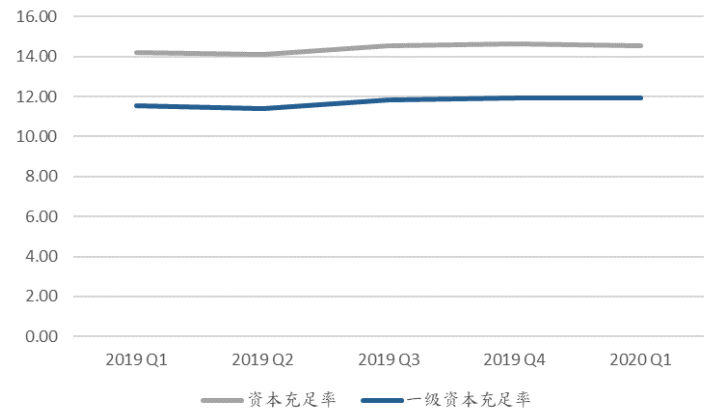
资料来源: Wind ，国泰君安国际

预计2020年下半年中国银行业资本充足率保持稳定

第一季度，城商行和农商行净息差分别同比下降7个基点和26个基点，而股份制银行则同比上升1个基点。第一季度，城商行资本充足率同比仅上升0.01个百分点，农商行资本充足率更是同比下降0.16个百分点，而大型银行和股份制银行则分别同比上升0.47个百分点和0.67个百分点。商业银行(不含外国银行分行)核心一级资本充足率10.88%，一级资本充足率为11.94%，资本充足率14.53%，各指标均远低于监管“红线”。

目前一些中小银行资本充足率偏低，非上市中小银行补充资本渠道匮乏，在今年逆周期调节、加大信贷投放力度的情况下，一些银行资本水平面临MPA考核压力。今年上半年，大型商业银行、城商行、民营银行及农商行通过发行债券的等方式补充资本金，**预计在政策调整以及发债等补充资本金的方式下，下半年银行业资本充足率将维持稳定。**

图表 253：商业银行资本充足率指标



资料来源: Wind，国泰君安国际

图表 254：各类型银行资本充足率（%）

单位 %	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	QoQ (BP)
资本充足率:						
大型商业银行	15.67	15.66	16.18	16.31	16.14	(17.0)
股份制商业银行	12.77	12.73	13.40	13.42	13.44	2.0
城市商业银行	12.64	12.43	12.51	12.70	12.65	(5.0)
民营银行	15.37	15.11	14.87	15.15	14.44	(71.0)
农村商业银行	12.97	12.98	13.05	13.13	12.81	(32.0)
外资银行	18.31	18.21	18.28	18.40	18.43	3.0

资料来源: Wind，国泰君安国际

央行政策仍有发力空间，如调整基准利率

在上半年两度下调 LPR 的情况下，预计下半年人民银行将继续深化 LPR 改革，疏通货币市场利率向贷款利率的传导渠道，推动降低贷款实际利率，支持实体经济发展。同时，有序推进存量贷款基准转换。

图表 255：2020 年上半年政策摘取

31/1/2020	中国人民银行向主要全国性银行和湖北等 10 个重点省（市）的部分地方法人银行提供总计 3000 亿元低成本专项再贷款资金，支持抗疫保供。
3/2/2020	中国人民银行将开展 1.2 万亿元公开市场逆回购操作投放资金，确保流动性充足供应，银行体系整体流动性比去年同期多 9000 亿元。
26/2/2020	中国人民银行增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时下调支农、支小再贷款利率 25BP 至 2.5%。
2/3/2020	《关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知》，还本付息日期最长可延至 2020 年 6 月 30 日
16/3/2020	央行公告称，决定于 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 pct，共释放长期资金 5500 亿元。
3/4/2020	中国人民银行决定于 2020 年 4 月对中小银行定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率，共释放长期资金约 4000 亿元。
20/4/2020	中国人民银行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。
23/5/2020	《政府工作报告》两个“一万亿”：财政赤字规模增加 1 万亿元、抗疫特别国债发行 1 万亿元。
1/6/2020	多部门联合发布《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》、《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》以及《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》两份涉及货币信贷政策信贷工具，一份是关于中小微企业金融服务的政策指引。延期还本付息最晚至明年 3 月底，并免收罚款，央行财政部按贷款本金 1%激励银行；引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元，支持大型企业更多发债融资，释放信贷资源用于支持小微企业贷款。
1/7/2020	央行于 7 月 1 日起下调支农、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，再贴现利率下调 0.25 个百分；金融稳定再贷款利率下调 0.5 个百分点。
6/7/2020	央行发布《标准化债权类资产认定规则》，将标债资产定义为“依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券”。
7/7/2020	银保监会向相关机构下发《关于开展不良贷款转让试点工作的通知（征求意见稿）》和《银行不良贷款转让试点实施方案》，拟进行单户对公不良贷款和批量个人不良贷款转让试点。
8/7/2020	国常会决定在今年新增政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府通过认购可转换债券等方式合理补充中小银行资本。

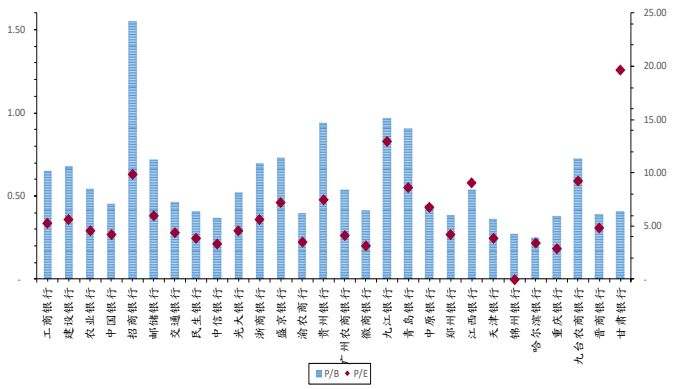
资料来源：央行，国泰君安国际

银行业下半年估值静待修复，随市而升

估值方面，截止7月7日，28家H股中资银行平均P/E为6.26x，平均P/B为0.57x，平均股息率5.75%，处于历史较低水平。其中，P/B仅有招商银行一家高于1倍，为1.55x，其余银行P/B均处于0-1倍区间。

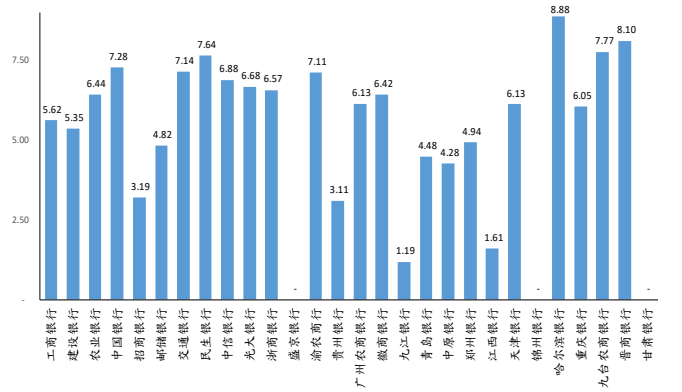
银行行业具备低估值、高股息的情况下、随着企业复工复产扎实推进，宏观基本面修复，海外资金涌入A股，及宏观数据逐步回暖等大环境下，我们认为银行行业将随市而涨，进入估值修复期。建议关注零售业务较强的银行如：招商银行（3968.HK）、以及基本面稳定的传统对公业务的银行：建设银行（939.HK）。

图表 256： H 股中资银行 PE\PB



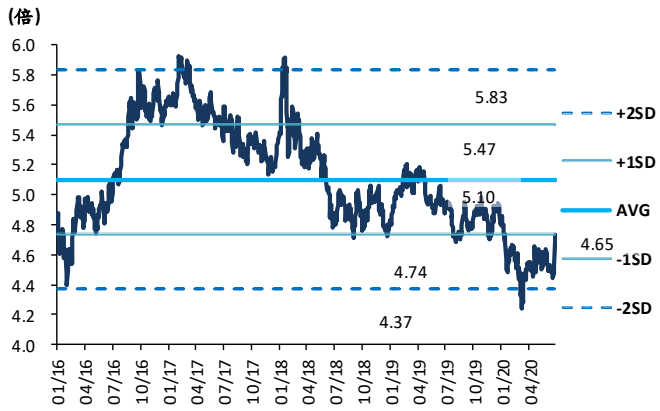
资料来源: Capitaliq，国泰君安国际

图表 257：港股中资银行股息率一览



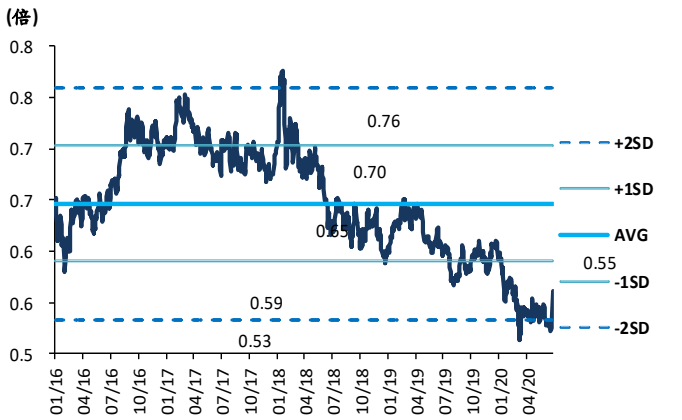
资料来源: Capitaliq ，国泰君安国际

图表 258：行业平均 12 个月预计市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 259：行业平均 12 个月预计市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

房地产行业

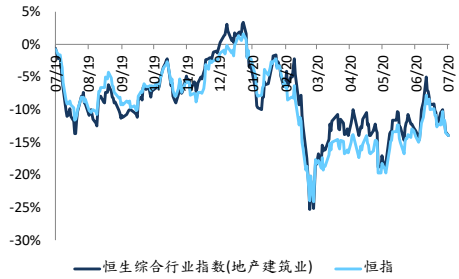
内地房地产市场

曾新芫

Xinyuan Zeng

展望2020年下半年，中央层面行业政策预计将维持稳定，区域政策根据市场情况出现分化。虽后续货币政策边际放松空间有限，但在总体流动性宽松的大环境下，整体行业仍有支撑。后续建议关注三季度随着供给提升，前期购房需求的集中释放，去化情况变化以及把握中期业绩期的投资机会。目前行业12个月预计市盈率在历史均值以下的水平，估值依旧偏低。优质个股仍具备长期配置价值，推荐关注中国金茂(00817.HK)、融创中国(01918.HK)、龙光集团(03380.HK)、美的置业(03990.HK)等。

恒生地产建筑业指数走势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

政策维持"房住不炒"、"因城施策"，区域不断分化

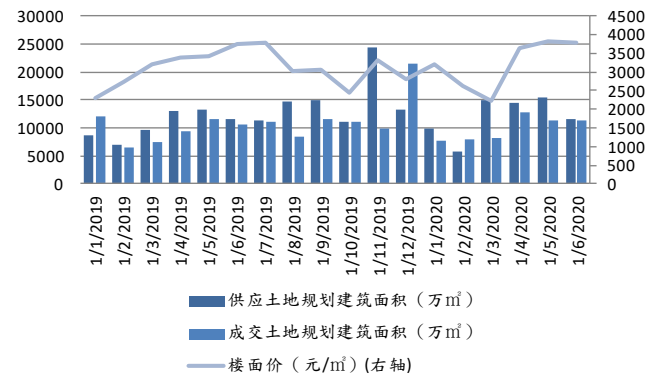
房地产市场长期看人口，中期看土地，短期看金融。人口方面，国家发展改革委发布了《关于印发<2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务>的通知》，涉及落户限制、城市更新等方面，提及督促城区常住人口300万以下城市全面取消落户限制，加快推进城市更新，改造一批老旧小区，完善基础设施和公共服务配套等内容。中山、青岛、南昌、江门、惠州、珠海等城市陆续出台人才政策，放宽落户。预计后续将会有更多城市跟进。总体来看，一二线城市及其周边城市群由于具有产业支撑，良好的教育医疗条件，更好的经济发展前景，叠加户籍制度的放开与人才政策的不断发力，将更具有人口流入的吸引力，为房地产市场提供长期的需求支撑。

土地方面，上半年多省市出台相关政策，允许延期或分期缴纳土地款，缓解房企在疫情影响下的资金压力。根据万得数据，上半年百城土地价格呈现V字型走势，一季度成交楼面价有轻微的下跌，二季度出现反弹，溢价率自3月呈现不断上涨的趋势；成交量方面，上半年房企补库存意愿较为强烈，总成交面积较去年同期上涨9%。根据克尔瑞的数据，上半年百强房企新增货值近4.4万亿元，较2019年同期下降2%左右，新增土储货值主要仍集中于前20强的房企。下半年，"房住不炒"下，政策预期平稳，融资大幅宽松的可能性较小，土地热度有望维持稳定，溢价率有所回落，核心一二线城市及其周边区域的土地更具有吸引力。

金融方面，上半年央行三度降准投放流动性，共释放长期资金约1.75万亿元。LPR改革继续深化，年内LPR两度下调，最新一期(6月22日)贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.85%，5年期以上

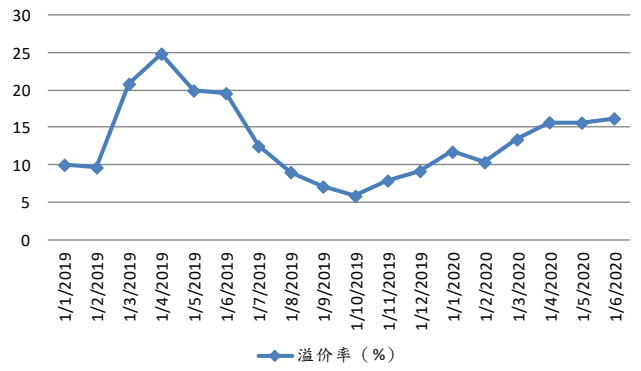
LPR为4.65%。而一月LPR为1年期4.15%，5年期以上4.80%。目前LPR较年初均有所下调。根据融360的统计，6月（数据监测期为5月20日-6月18日）全国首套房贷款平均利率为5.28%，环比下降4BP；二套房贷款平均利率为5.60%，环比下降3BP。需求端来看，房贷利率的持续下行，给予市场一定的支撑。此外，近期易纲行长表示要关注政策后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出，郭树清主席表示不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率。未来货币政策更加宽松的可能性较小。下半年货币政策整体保持宽松，但边际放松空间有限。克尔瑞统计，上半年，95家典型房企融资额达7,464亿元，同比微降5.49%，但仍属于近年来较高水平，五月后房企境外发债逐步恢复，融资端维持平稳态势，后续融资成本有望降低。

图表 260：百城土地供应与成交情况



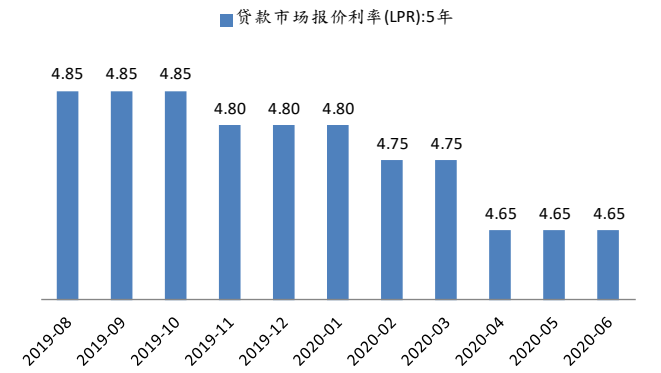
资料来源: Wind、国泰君安国际

图表 261：土地成交溢价率



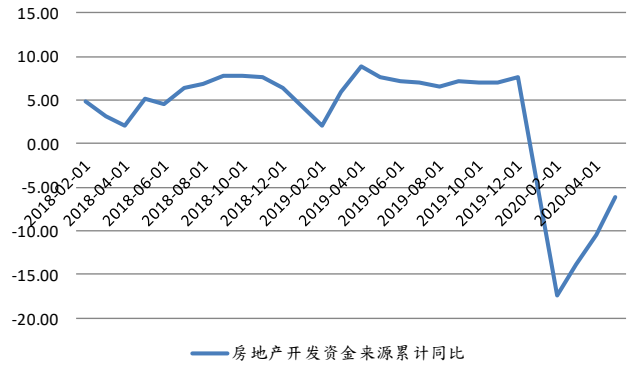
资料来源: Wind、国泰君安国际

图表 262：五年期贷款市场报价利率(LPR)



资料来源: Wind、国泰君安国际

图表 263：房地产开发资金来源累计同比(%)



资料来源: Wind、统计局、国泰君安国际

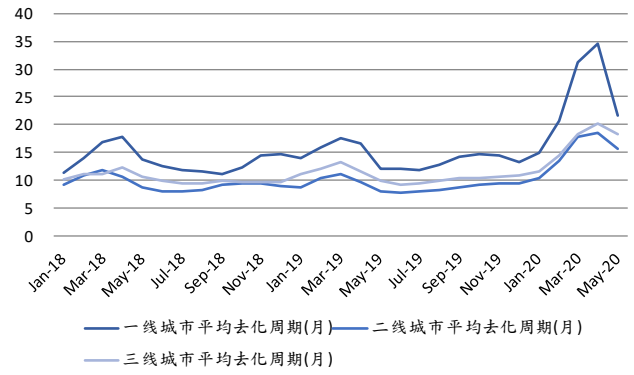
近期国常会、陆家嘴论坛定调下半年货币政策整体保持宽松，但边际放松空间有限，房地产信贷政策整体中性偏积极。房企融资环境以及居民信贷稳定。“房住不炒”、“因城施策”、“下短期放松限购限售的可能性不大，限价政策或根据地区情况出现调整。目前既有中山、青岛、南昌、江门、惠州、珠海等城市陆续出台人才政策，放宽落户。同时也有海南严控房地产，改革商品房预售制度，实行现房销售；地方放松调控政策“一日游”；宁波加码限购，杭州人才房出台调控，东莞加强商品房销售管理；深圳加码房地产调控，涉及调整商品住房限购年限、完善差别化住房信贷措施、细化普通住房标准等方面。**预计下半年地方政策将继续根据市场条件的不同，在不同层面以及不同城市维持分化。未来“房住不炒”、“因城施策”预计仍将维持，作为国民经济的压舱石，稳地价稳房价稳预期下，整体政策维持中性预期。**

流动性宽松，行业基本面仍具支撑

1-6月房地产开发投资增速同比上升1.9%，房企加快供货，新开工改善。统计局数据显示，1-6月份，全国房地产开发投资62,780亿元，同比增长1.9%， 1-5月份为下降0.3%。1-6月份，房地产开发企业房屋施工面积792,721万平方米，同比增长2.6%，增速比1-5月份提高0.3个百分点。房屋新开工面积97,536万平方米，下降7.6%，降幅收窄5.2个百分点。房屋竣工面积29,030万平方米，下降10.5%，降幅收窄0.8个百分点。土地购置方面，1-6月份，房地产开发企业土地购置面积7,965万平方米，同比下降0.9%，降幅比1-5月份收窄7.2个百分点；土地成交价款4,036亿元，增长5.9%，增速回落1.2个百分点。单月来看，6月开发投资额同比上升8.5%，新开工同比上升8.9%，竣工面积同比下降6.6%，拿地金额同比上升4.2%，拿地面积同比上升12.1%。

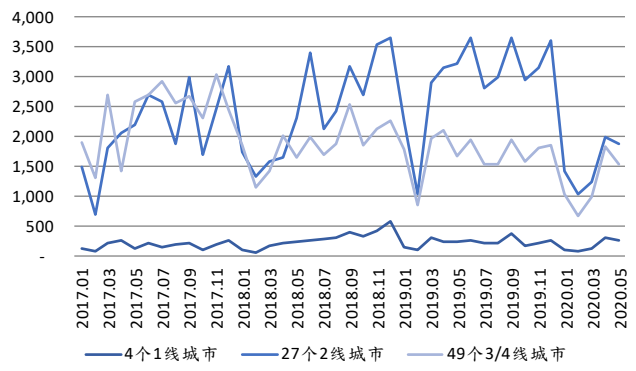
销售方面，1-6月商品房销售面积同比下降8.4%，符合预期，积压需求得以逐步释放。销售方面，1-6月份，商品房销售面积69,404万平方米，同比下降8.4%，降幅比1-5月份收窄3.9个百分点。其中，住宅销售面积下降7.6%，办公楼销售面积下降26.5%，商业营业用房销售面积下降20.7%。商品房销售额66,895亿元，下降5.4%，降幅比1-5月份收窄5.2个百分点。其中，住宅销售额下降2.8%，办公楼销售额下降28.0%，商业营业用房销售额下降25.5%。6月单月商品房销售额同比上升9.0%，销售面积同比上升2.1%，增速较上月略微回落，但销售总体依旧强劲。政策延续，预计全年销售面积同比降幅在5%左右，在销售均价维持稳定的预期下，销售额预计小幅微降或持平。

图表 264：一、二、三线城市平均去化周期(月)



资料来源：克尔瑞、国泰君安国际

图表 265：八十城总供应面积(万平方米)

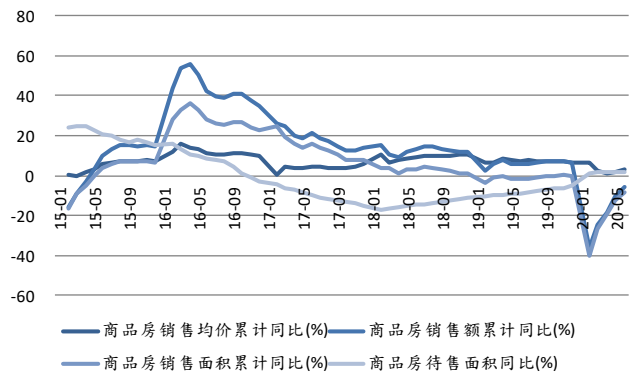


资料来源：克尔瑞、国泰君安国际

价格方面，预计一二线核心城市房价存在上涨潜力，三四线城市分化。统计局数据显示，6月份，一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨3.3%和5.2%，涨幅比上月分别扩大0.4和1.1个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨5.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点；二手住宅销售价格同比上涨2.0%，涨幅与上月相同，新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅均连续14个月相同或回落。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨4.6%和2.0%，涨幅比上月分别回落0.2和0.1个百分点，均连续15个月相同或回落。预计一二线核心城市房价存在上涨潜力，三四线城市分化，部分产业基础较弱以及人口持续流出的三四线城市房价存在一定的压力。

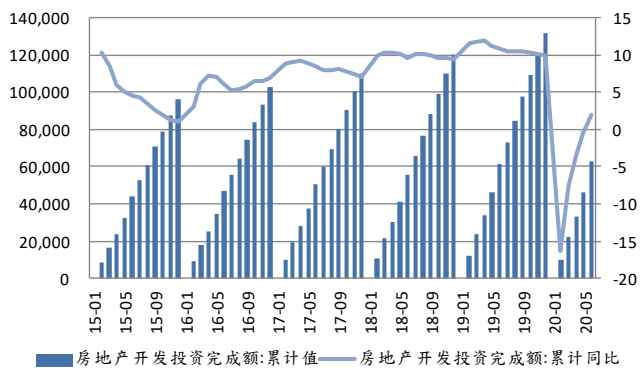
“两会”政府报告中仍强调“房住不炒，因城施策”的主基调，对房地产的相关表述与此前基本一致，政策预期维持中性。展望下半年，作为经济压舱石，行业基本面很难有大幅波动，“房住不炒”下，中央层面行业政策预计将维持稳定，但区域政策或将根据市场的情况进一步分化，“松”与“紧”都将成为常态。**预计2020年，开发投资增速放缓，增速在5%左右，商品房销售面积约5%小幅同比下滑的状态，而在稳房价的预期下，全年商品房销售额同比小幅微降或持平。**分城市来看，由于核心区位较少的新房供应与需求错配，预计一二线核心城市房价存在上涨潜力，三四线城市分化，部分产业基础较弱以及人口持续流出的三四线城市房价存在一定的压力。

图表 266：商品房销售数据同比变化(%)



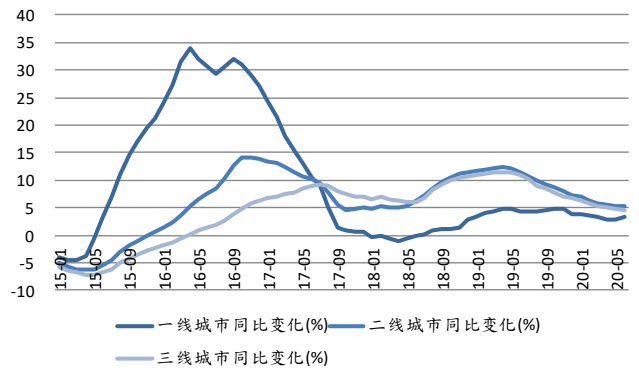
资料来源：统计局、Wind、国泰君安国际

图表 267：房地产开发投资完成情况(亿元；%)



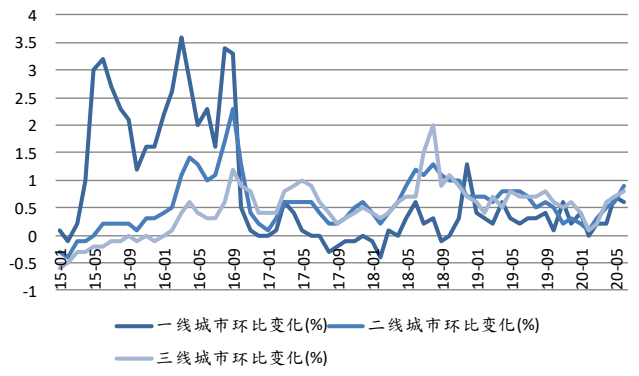
资料来源：统计局、Wind、国泰君安国际

图表 268：70 个大中城市新建商品住宅价格指数(同比%)



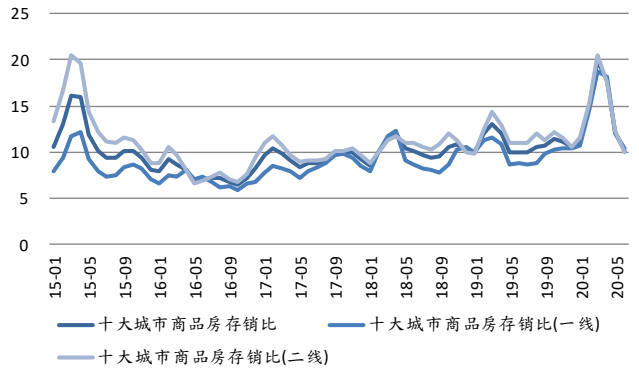
资料来源：统计局、Wind、国泰君安国际

图表 269：70 个大中城市新建商品住宅价格指数(环比%)



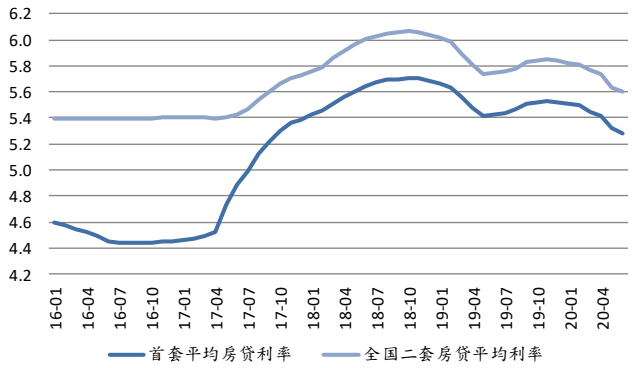
资料来源：统计局、Wind、国泰君安国际

图表 270：十大城市商品房存销比



资料来源：统计局、Wind、国泰君安国际

图表 271：首套房、二套房贷款利率(%)



资料来源：统计局、Wind、国泰君安国际

土储集中于头部房企，增长更具优势

克尔瑞数据显示，百强房企6月单月全口径销售额达1.45万亿元，环比增长33%，同比增长13.8%，权益销售额同比增长13.4%。1-6月百强房企销售规模同比下降2.7%，降幅进一步收窄。土储方面，根据克尔瑞的数据，百强房企截至2019年底总货值达44万亿，较2018年同比上涨10%，土储去化周期约3.8年，头部房企发挥规模效应，前十强房企货值占百强的43%，丰厚的土储为未来销售的增长提供强有力的支撑。

2020年1-6月，监测的20家房企中，销售额增速排名第一位的房企为禹洲地产(01628.HK)，同比增长超50%；根据克尔瑞的数据，2020年1-6月累计权益销售额排名前五的房企为恒大(03333.HK)、碧桂园(02007.HK)、万科(02202.HK)、中海(00688.HK)、保利(600048.SH)，权益销售额分别为3,317.0、2,633.5、2,067.0、1,583.4、1,565.0亿元人民币。未来行业增速预计将放缓，房企从之前的追求销售流量的增长转变为有质量的增长。土储资源进一步向规模房企集中，重点关注具有独特勾地优势的房企。预计百强房企2020年销售仍有单位数增长。

图表 272: 部分香港上市的中资地产公司 2020 年 1-6 月份销售数据

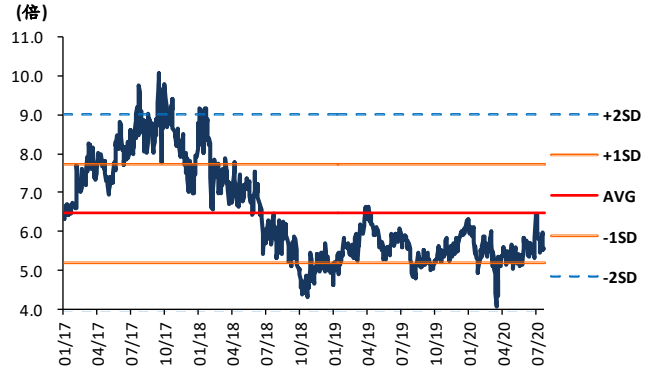
		6月				1-6月			
股票代码	公司	销售额（亿元人民币）	同比变化	销售面积（万平方米）	同比变化	销售额（亿元人民币）	同比变化	销售面积（万平方米）	同比变化
01628.HK	禹州地产	121.1	68.6%	70.4	47.0%	428.5	50.5%	260.9	40.8%
03900.HK	绿城中国	238.0	107.0%	93.0	86.0%	661.0	33.8%	265.0	34.5%
00817.HK	中国金茂	376.4	56.8%	168.8	67.6%	1028.7	31.1%	547.8	53.1%
03333.HK	中国恒大	760.5	51.3%	855.3	84.0%	3488.4	23.8%	3863.2	47.4%
00813.HK	世茂房地产	302.0	6.4%	171.6	11.9%	1104.8	10.1%	629.8	13.3%
01966.HK	中骏置业	119.3	16.8%	81.6	-1.9%	400.8	8.2%	273.0	-8.0%
01238.HK	宝龙地产	103.2	54.5%	67.0	71.7%	315.3	8.0%	204.7	14.8%
00960.HK	龙湖地产	287.8	34.3%	169.6	35.0%	1111.0	5.2%	654.6	0.6%
01638.HK	佳兆业集团	89.7	30.4%	47.5	-9.0%	360.3	3.9%	211.9	8.0%
03380.HK	龙光地产	91.0	-16.2%	62.6	-26.3%	463.5	2.3%	304.3	-10.3%
00123.HK	越秀地产	117.3	46.0%	51.4	-68.7%	375.6	1.8%	151.9	-7.4%
02202.HK	万科企业	733.7	10.5%	501.5	2.5%	3204.8	-4.0%	2077.0	-3.4%
03883.HK	中国奥园	175.9	15.0%	185.9	-	508.7	-5.1%	511.1	-
02007.HK	碧桂园	609.6	0.9%	729.0	9.8%	2669.5	-5.3%	3185.0	1.8%
03383.HK	雅居乐集团	148.9	20.0%	130.6	38.3%	551.0	-5.3%	404.9	-0.2%
01109.HK	华润置地	317.9	11.6%	178.0	29.7%	1108.2	-6.7%	632.1	1.0%
00884.HK	旭辉控股	251.3	12.5%	155.6	25.9%	807.3	-8.7%	489.6	-3.8%
01918.HK	融创中国	545.7	7.4%	381.3	9.7%	1952.7	-8.8%	1403.4	-4.7%
00688.HK	中国海外发展	575.6	12.5%	327.3	30.4%	1720.1	-11.4%	954.3	3.5%
02777.HK	富力地产	145.1	-9.3%	116.4	-32.4%	510.6	-15.2%	426.4	-22.7%

注：1.资料来源:公司公告、Wind、国泰君安国际
2.碧桂园(02007.HK)数据为权益口径
3.绿城中国(03900.HK)销售数据不包括代建管理项目

关注估值修复机会

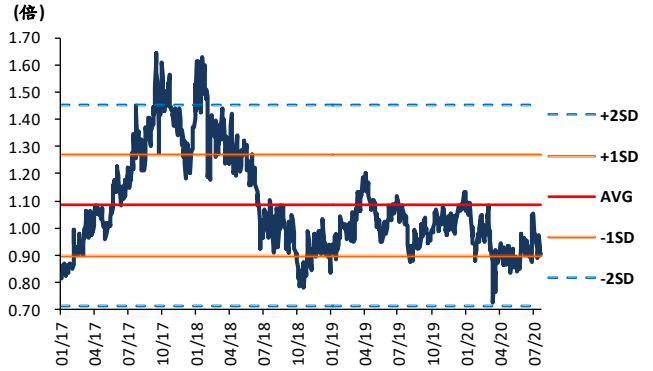
流动性宽松的大环境下，整体行业仍有支撑。后续建议关注三季度随着供给提升，前期购房需求的集中释放，去化情况变化以及把握中期业绩期的投资机会。目前行业12个月预计市盈率在历史均值以下水平，估值依旧偏低。优质个股仍具备长期配置价值，推荐关注中国金茂(00817.HK)、融创中国(01918.HK)、龙光集团(03380.HK)、美的置业(03990.HK)等。

图表 273：港股地产股平均 12 个月预期市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 274：港股地产股平均 12 个月预期市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 275：中资地产板块估值情况

		2020年7月24日收市价(港元)	市场平均目标价(港元)	潜在上升空间(%)	2019年12月31日至今走势(%)	每股盈利 19A(港元)	每股盈利 20F(港元)	每股盈利 21F(港元)	每股盈利 22F(港元)	每股盈利增长 20F(%)	每股盈利增长 21F(%)	每股盈利增长 22F(%)	每股盈利 19-22年CAGR(%)	PEG 20F(倍)	市盈率 20F(倍)	市盈率 21F(倍)	市盈率 22F(倍)	市净率 20F(倍)	市净率 21F(倍)	市净率 22F(倍)	股息率 20F(%)	股息率 21F(%)	股息率 22F(%)	ROE 20F(%)	贝塔值
中资地产																									
中国海外宏洋	00081	4.76	6.16	29.5	(11.7)	0.97	1.27	1.51	1.73	30.5	18.9	14.6	21.1	0.2	3.7	3.2	2.8	0.7	0.6	0.5	6.5	7.8	8.4	19.7	1.3
保利置业	00119	2.48	3.50	41.1	(23.2)	0.95	0.79	0.97	0.97	(16.7)	22.8	0.0	0.8	4.2	3.1	2.6	2.6	0.3	0.2	0.2	6.5	7.8	7.8	-	1.2
越秀地产	00123	1.46	2.12	45.3	(18.9)	0.28	0.30	0.35	0.38	8.9	17.0	8.0	11.2	0.4	4.9	4.2	3.9	0.5	0.4	0.4	8.2	9.8	10.6	9.7	1.0
大悦城地产	00207	0.58	-	-	(32.6)	0.09	0.07	0.08	0.10	(21.4)	16.7	21.4	3.6	2.2	8.1	6.9	5.7	0.2	0.2	0.2	5.5	6.4	6.8	3.7	1.0
深圳控股	00604	2.47	2.55	3.2	(20.8)	0.45	0.41	0.42	0.43	(7.1)	1.4	3.3	(0.9)	-	6.0	5.9	5.7	0.5	0.4	0.4	7.3	7.3	7.4	8.3	1.1
中国海外发展	00688	23.60	30.84	30.7	(22.2)	4.29	3.98	4.59	5.17	(7.2)	15.3	12.5	6.4	0.9	5.9	5.1	4.6	0.8	0.7	0.6	4.8	5.5	6.2	13.5	1.1
世茂房地产	00813	31.80	38.12	19.9	5.3	3.76	4.12	4.97	5.86	9.8	20.5	18.0	16.0	0.5	7.7	6.4	5.4	1.2	1.1	0.9	5.3	6.3	7.4	17.5	1.2
中国金茂	00817	5.14	6.86	33.6	(15.3)	0.46	0.70	0.86	1.07	52.3	23.4	23.9	32.5	0.2	7.4	6.0	4.8	1.2	1.0	0.9	5.4	6.8	8.4	17.4	1.3
建业地产	00832	3.82	5.87	53.7	(15.9)	0.54	1.03	1.38	1.51	91.3	33.6	9.7	41.0	0.1	3.7	2.8	2.5	0.8	0.7	0.6	9.3	11.2	14.1	20.6	1.0
旭辉控股	00884	6.60	8.09	22.6	0.2	0.81	1.16	1.40	1.69	42.6	20.9	20.7	27.7	0.2	5.7	4.7	3.9	1.3	1.0	0.9	6.4	7.7	9.4	22.5	1.5
龙湖地产	00960	37.85	42.43	12.1	3.7	3.01	3.56	4.22	4.73	18.1	18.6	12.2	16.3	0.7	10.6	9.0	8.0	1.9	1.7	1.5	4.2	5.0	5.5	18.7	1.1
新城发展控股	01030	7.34	9.82	33.8	(22.6)	1.30	1.58	1.81	2.03	21.2	14.6	11.9	15.8	0.3	4.6	4.1	3.6	1.2	0.9	0.8	6.7	7.7	8.7	30.8	1.4
当代置业	01107	1.01	-	-	(14.4)	0.17	0.32	0.35	0.40	89.6	10.4	12.5	33.0	0.1	3.2	2.9	2.6	0.3	0.2	0.2	7.9	9.1	10.2	12.3	1.0
华润置地	01109	33.15	41.88	26.3	(14.6)	4.67	3.83	4.42	4.75	(18.1)	15.5	7.6	0.6	15.3	8.7	7.5	7.0	1.1	1.0	0.9	4.1	4.7	5.0	13.3	1.1
时代中国	01233	13.78	18.73	35.9	(11.3)	3.25	3.61	4.31	5.08	11.1	19.3	18.0	16.1	0.2	3.8	3.2	2.7	1.0	0.8	0.6	8.2	9.8	11.4	29.1	1.6
宝龙地产	01238	4.69	6.80	45.1	(9.8)	1.22	1.06	1.33	1.69	(13.2)	25.9	27.1	11.6	0.4	4.4	3.5	2.8	0.5	0.5	0.4	9.9	12.1	14.9	12.6	1.1
禹洲地产	01628	3.35	4.81	43.7	(21.9)	0.47	0.96	1.14	1.30	105.2	17.7	14.4	40.3	0.1	3.5	3.0	2.6	0.6	0.5	0.4	10.6	12.5	14.5	18.5	1.4
佳兆业集团	01638	3.33	5.22	56.9	(10.5)	0.48	0.96	1.22	1.47	100.7	26.5	20.7	45.3	0.1	3.5	2.7	2.3	0.5	0.4	0.4	5.4	7.0	8.5	19.2	1.5
华南城	01668	0.80	1.20	50.0	(19.2)	0.28	0.45	0.55	-	58.9	24.1	-	-	-	1.8	1.4	-	0.2	0.1	-	6.8	7.8	-	9.7	1.2
花样年控股	01777	1.54	-	-	6.2	0.01	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.4
合景泰富	01813	12.92	14.53	12.4	18.3	3.25	2.25	2.79	3.42	(30.8)	24.1	22.7	1.8	3.3	5.7	4.6	3.8	0.9	0.8	0.7	7.8	9.2	12.4	17.1	1.4
建发国际	01908	12.06	16.18	34.1	33.7	2.26	2.06	2.62	3.32	(8.8)	27.3	26.7	13.7	0.4	5.9	4.6	3.6	1.1	1.0	0.9	8.3	10.7	13.6	26.1	1.1
融创中国	01918	35.40	50.68	43.2	(24.0)	5.41	7.34	8.89	10.79	35.7	21.2	21.3	25.9	0.2	4.8	4.0	3.3	1.3	1.0	0.8	4.6	5.5	6.6	29.0	1.5
中骏集团	01966	3.61	5.55	53.9	(20.5)	0.83	0.91	1.13	1.31	9.5	24.3	15.6	16.3	0.2	4.0	3.2	2.8	0.7	0.6	0.5	8.5	10.6	12.2	18.2	1.2
弘阳地产	01996	2.70	3.26	20.7	4.7	0.41	0.52	0.66	0.77	25.5	27.0	16.1	22.8	0.2	5.2	4.1	3.5	0.5	0.5	0.4	5.3	6.8	7.6	10.0	0.8
碧桂园	02007	9.89	13.12	32.7	(20.8)	2.10	2.30	2.58	2.86	9.6	12.1	10.9	10.9	0.4	4.3	3.8	3.5	1.1	0.9	0.7	7.1	7.9	8.8	26.2	1.3
德信中国	02019	2.92	4.00	37.0	(8.2)	0.68	0.71	0.86	1.06	4.3	21.5	22.8	15.9	0.3	4.1	3.4	2.8	-	-	-	7.1	8.6	0.4	12.7	-
万科	02202	25.10	31.20	24.3	(24.5)	3.87	4.27	4.77	5.17	10.3	11.6	8.4	10.1	0.6	5.9	5.3	4.9	1.1	1.0	0.9	5.2	6.0	6.1	20.3	1.2
中梁控股	02772	5.16	8.18	58.4	(16.6)	1.34	1.47	1.85	2.15	10.2	25.3	16.7	17.3	0.2	3.5	2.8	2.4	1.3	0.9	0.7	11.0	13.6	16.0	28.3	-
富力地产	02777	9.10	14.76	62.2	(36.7)	3.40	3.32	3.91	4.52	(2.4)	18.0	15.4	9.9	0.3	2.7	2.3	2.0	0.3	0.3	0.3	15.5	17.3	19.9	13.1	1.3
融信中国	03301	6.99	11.86	69.7	(35.2)	2.12	2.61	3.13	3.61	22.8	20.0	15.5	19.4	0.1	2.7	2.2	1.9	0.6	0.5	0.4	10.6	12.5	14.0	18.0	1.3
中国恒大	03333	20.65	17.60	(14.8)	(4.4)	1.48	2.77	3.12	3.31	87.4	12.8	6.0	30.8	0.2	7.5	6.6	6.2	1.5	1.3	1.2	5.8	6.9	7.3	20.6	1.5
远洋集团	03377	1.88	2.00	6.2	(39.9)	0.29	0.38	0.44	0.49	31.1	16.4	10.7	19.1	0.3	5.0	4.3	3.9	0.2	0.2	0.2	8.9	10.4	12.2	5.2	1.3
龙光地产	03380	13.44	16.98	26.4	2.8	2.07	2.47	2.95	3.52	19.1	19.6	19.4	19.4	0.3	5.5	4.6	3.8	1.6	1.3	1.0	7.3	8.8	10.5	30.7	1.4
雅居乐集团	03383	9.80	10.98	12.1	(16.4)	1.97	2.24	2.48	2.65	13.7	10.8	6.6	10.3	0.4	4.4	3.9	3.7	0.7	0.6	0.6	10.7	11.7	12.8	14.8	1.3
中国奥园	03883	9.60	13.43	39.8	(24.4)	1.72	2.58	3.29	3.93	49.9	27.8	19.3	31.7	0.1	3.7	2.9	2.4	1.2	0.9	0.7	10.0	12.7	15.1	35.5	1.4
绿城中国	03900	8.93	7.82	(12.4)	(6.7)	1.21	1.24	1.35	1.51	2.5	8.6	12.0	7.7	0.9	7.2	6.6	5.9	0.6	0.6	0.5	3.9	4.2	4.8	7.9	1.3
美的置业	03990	19.74	29.40	48.9	(17.4)	3.74	4.65	5.88	7.28	24.1	26.6	23.8	24.8	0.2	4.2	3.4	2.7	0.9	0.7	0.6	9.8	12.1	14.8	20.9	1.1
正荣地产	06158	4.67	6.18	32.4	(16.6)	0.66	0.80	1.00	1.20	20.2	25.8	19.9	21.9	0.3	5.9	4.7	3.9	1.0	0.9	0.8	2.8	4.0	5.5	13.8	0.8
加权平均					**(13.1)**	**2.94**	**3.28**	**3.82**	**4.31**	**11.6**	**16.5**	**13.0**	**15.5**	**1.9**	**6.3**	**5.5**	**4.9**	**1.1**	**1.0**	**0.9**	**5.9**	**6.9**	**7.7**	**19.7**	**1.2**
简单平均					**(13.2)**	**1.78**	**2.02**	**2.41**	**2.79**	**13.0**	**19.4**	**15.9**	**18.1**	**1.0**	**5.1**	**4.3**	**3.8**	**0.8**	**0.7**	**0.6**	**7.2**	**8.6**	**9.9**	**18.1**	**1.2**

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

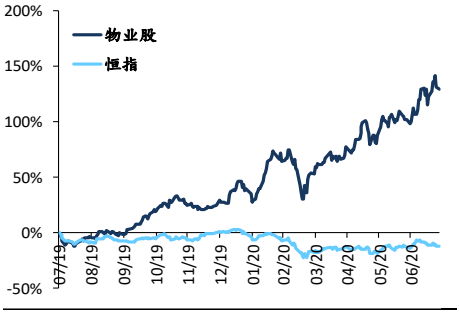
物业管理行业

受益于老旧小区改造，市场集中度的提升以及非住宅物业的广阔市场空间，我们看好物业行业的长期发展，建议投资者逢低买入龙头物业股如碧桂园服务(06098.HK)、保利物业(06049.HK)等以及积极关注未来新上市的大型物业股。

曾新芫

Xinyuan Zeng

港股物业板块走势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

老旧小区改造赋予行业新的增长潜力

近期，住建局表示，2019年全国各地改造城镇老旧小区1.9万个，涉及居民352万户；2020年，各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户。重点改造2000年底前建成的住宅区(大约30亿平方米)，完善小区配套和市政基础设施、环境，提升社区养老、托育、医疗等公共服务水平；另外，建立改造资金政府与居民、社会力量合理共担机制。中央给予补助，落实地方财政支出责任。地方政府专项债给予倾斜，鼓励社会资本和社会力量参与改造运营等。老旧小区改造并非棚户区改造，主要目的为盘活存量住宅，提升被改项目的价值，部分前期未配套物业管理的老旧小区也将给予物业管理公司新的市场机会。

市场集中度进一步提升

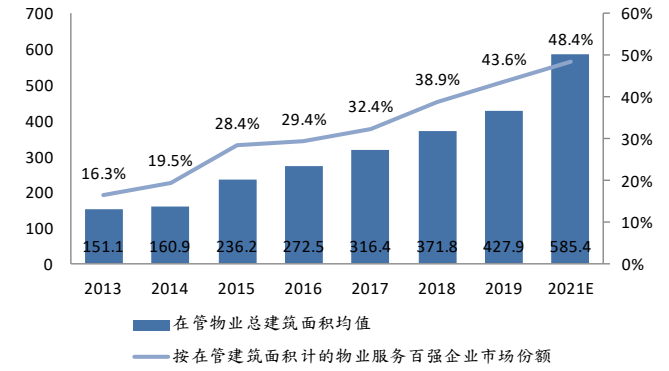
根据中指院发布的《中国房地产业中长期发展动态模型》估算，2025年住宅物业的市场容量将达人民币6,426亿元；非住宅物业管理的市场容量将达人民币2,628亿元；小区增值服务市场容量预计达人民币1.8万亿元。行业蓝海下，集中度同样不断提升。根据中指院的数据，百强物管企业按照在管面积的市场份额来看，从2013年的16.3%提升至2019年的43.6%，预计2021年可达48.4%。一方面随着近几年房地产销售面积逐步转化为在管面积，市场总量逐步扩大，另一方面，大型物管企业由于背靠实力较强的开发企业，不管是内生增长还是对外收并购的竞争力日益增强，有助于未来市场份额的进一步提升。

非住宅物业空间广阔

非住宅物业包括商业物业、写字楼、公共物业、产业园区、学校、医院等。根据统计局的数据，2000年-2019年，全国商业营业用房、办公楼、场馆类用房、科研及教育用房、医疗用房的累计竣工面积分别为15.67、4.32、4.93、17.69、4.64亿平方米；截至2019年底，全国各类产业园区超1.5万个。非住宅市场市场空间同样广阔，且收费往往较住宅物业高，议价能力较高，此外政策鼓励社会资

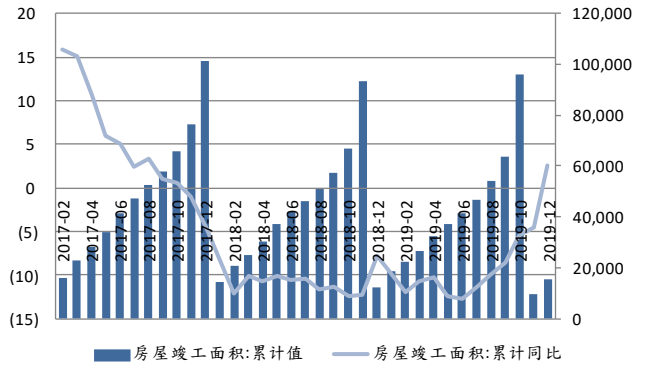
本参与公建项目也将释放大量需求，规模物管公司的业务发展存在深耕的空间。

图表 276：百强企业在管面积与市场份额(十万平米；%)



资料来源: 中指院，国泰君安国际

图表 277：近年来房屋竣工情况(万平米；%)



资料来源: Wind，国泰君安国际

物业管理公司规模增长主要依靠两个方向，一个是依靠相关开发集团，并扩展到周边项目，实现规模增长并节约成本，另一个是依靠收并购以及拓宽服务边界。但从盈利质量角度，相关开发集团输送的在管面积增量，由于是新盘，盈利确定性高，在议价能力上具有优势，盈利空间优于收并购的存量旧盘。盈利质量方面，由于物业管理行业的特殊性，其业务往往与母公司或相关集团高度挂钩，一方面物业管理服务的部分管理面积来源于相关地产开发业务，另一方面，增值服务中非业主增值服务，包括案场服务、顾问咨询服务、工程服务等，同样与母公司或相关集团存在大量的关联交易，对盈利质量产生一定的影响。而增值服务中的业主增值服务毛利较高，与物管企业自身的运营模式和能力高度相关，成为物管企业未来新的发展动能。

因此，市场往往会给予母公司或相关集团背景强大，储备面积丰厚，成长性较高，业主增值服务收入占比高而非业主增值服务占比相对较低的公司一定的估值溢价。未来行业分化预计将进一步加剧。目前主要物管企业彭博市场预计2020/2021年加权平均市盈率为43.2/32.3倍，2019-2022年加权平均每股盈利增速CAGR达31.5%，PEG加权平均值大于1。港股物业管理板块平均12个月预期市盈率也处于历史均值两个标准差以上高位。短期特别是龙头物管公司估值偏高。但长远看，物业服务板块具有高现金流，高增长，低杠杆等特点，且周期属性较弱，房地产销售与竣工时间的滞后性，带给物业行业未来2-3年稳定的发展空间。我们仍看好未

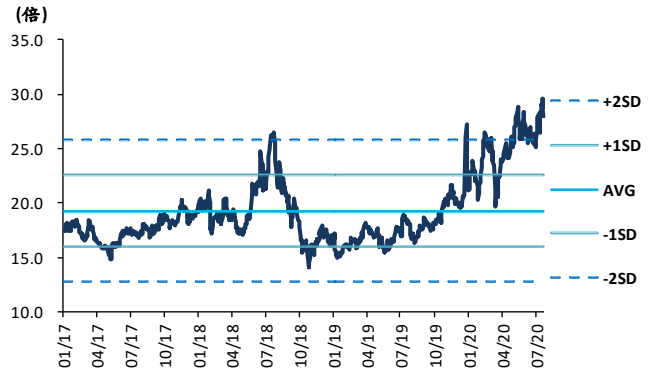
来长远发展前景，建议投资者逢低买入龙头物业股如碧桂园服务(06098.HK)、保利物业(06049.HK)等以及积极关注未来新上市的大型物业股。

图表 278: 重点物业管理公司运营情况

公司	股票代码	中指院物业百强排名	相关集团	在管面积(百万平米)	同比增长	待转化面积(百万平米)	营业收入(百万元)	营业收入同比增长	毛利率	净利润率	目前第三方面积占比	社区增值服务占比	非业主增值服务占比	储备面积/在管面积
绿城服务	02869.HK	2	绿城	212.4	24.6%	233.2	8581.9	27.9%	18.0%	5.5%	-	-	-	1.10
碧桂园服务	06098.HK	3	碧桂园	276.1	52.1%	408.6	8129.6	73.9%	35.9%	17.8%	-	9.0%	14.7%	1.48
保利物业	06049.HK	4	保利地产	287.0	50.7%	211.1	5966.8	41.1%	20.3%	8.4%	55.1%	19.4%	16.2%	0.74
雅生活	03319.HK	7	雅居乐、绿地	234.0	69.4%	122.2	5127.3	51.8%	36.7%	25.2%	73.3%	9.5%	35.3%	0.52
中海物业	02669.HK	11	中海	151.4	7.5%	-	5465.5	30.8%	20.0%	10.0%	-	7.9%	16.7%	-
蓝光嘉宝服务	02606.HK	11	蓝光发展	71.7	18.3%	45.2	2100.2	43.4%	36.2%	21.1%	59.4%	21.4%	24.4%	0.63
佳兆业美好	02168.HK	12	佳兆业	46.2	71.8%	7.6	1261.9	40.9%	30.0%	13.2%	46.4%	9.6%	37.0%	0.16
新城悦	01755.HK	13	新城	60.2	40.4%	92.6	2024.0	72.5%	29.6%	14.9%	28.9%	8.7%	32.0%	1.54
永升生活服务	01995.HK	14	旭辉	65.2	62.0%	45.4	1877.8	74.5%	29.6%	13.3%	72.9%	25.7%	17.3%	0.70
彩生活	01778.HK	14	花样年、万达	359.7	-1.0%	202.3	3845.0	6.4%	35.3%	13.9%	-	-	-	0.56

注：1.资料来源于公司公告、中国指数研究院、国泰君安国际
2.相关数据截止 2019 财年
3.根据中国指数研究院《2020 中国物业服务百强企业研究报告》，物业管理公司 TOP100 平均净利率为 8.76%
4.碧桂园服务(06098.HK)数据剔除三供一业业务

图表 279：港股物业管理重点公司平均 12 个月预期市盈率



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际

图表 280：港股物业管理重点公司平均 12 个月预期市净率

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际

图表 281：物业板块估值情况

		2020年7月24日收市价(港元)	市场平均目标价(港元)	潜在上升空间(%)	2019年12月31日至今走势(%)	每股盈利				每股盈利增长			每股盈利19-22年CAGR(%)	PEG	市盈率			市净率			股息率			ROE	贝塔值
						19A(港元)	20F(港元)	21F(港元)	22F(港元)	20F(%)	21F(%)	22F(%)		20F(倍)	20F(倍)	21F(倍)	22F(倍)	20F(倍)	21F(倍)	22F(倍)	20F(%)	21F(%)	22F(%)	20F(%)	
物业管理																									
新城悦	01755	23.50	27.45	16.8	92.9	0.39	0.57	0.85	1.19	48.0	48.0	41.2	45.7	0.9	41.2	27.8	19.7	14.3	10.7	7.7	1.3	1.9	2.7	37.0	-
彩生活	01778	3.74	4.65	24.3	(13.0)	0.41	0.43	0.47	0.51	2.9	9.4	9.9	7.3	1.2	8.8	8.0	7.3	1.1	1.0	0.9	3.1	3.3	3.7	13.4	1.3
永升生活	01995	14.20	15.82	11.4	168.9	0.17	0.26	0.40	0.59	57.8	53.3	47.0	52.6	1.0	54.4	35.5	24.1	10.5	8.6	6.9	0.7	1.0	1.5	22.4	-
蓝光嘉宝	02606	51.20	74.44	45.4	3.0	3.52	3.71	4.92	6.50	5.6	32.5	32.1	22.7	0.6	13.8	10.4	7.9	3.0	2.5	2.0	2.8	3.6	4.6	24.7	-
奥园健康	03662	7.94	11.10	39.7	35.5	0.28	0.37	0.52	0.65	29.3	40.9	26.1	31.9	0.7	21.6	15.4	12.2	5.1	4.1	3.4	1.9	2.7	3.4	26.8	-
佳兆业美好	02168	34.50	43.60	26.4	64.3	1.34	1.81	2.51	3.52	35.0	38.1	40.6	37.9	0.5	19.0	13.8	9.8	4.1	3.5	3.0	1.8	2.3	3.0	27.2	-
中海物业	02669	8.40	9.20	9.5	71.4	0.16	0.21	0.27	0.34	28.4	28.6	25.9	27.6	1.4	40.0	31.1	24.7	13.2	10.0	7.7	0.8	1.0	1.2	36.7	1.1
绿城服务	02869	10.68	10.84	1.5	25.5	0.19	0.24	0.31	0.40	23.8	30.3	27.7	27.2	1.6	44.9	34.5	27.0	6.7	5.9	5.2	0.8	1.2	1.5	16.5	1.1
雅生活	03319	45.50	50.26	10.5	69.1	1.04	1.43	1.87	2.36	37.4	30.6	25.9	31.2	1.0	31.7	24.3	19.3	7.2	6.2	5.2	1.3	1.7	2.1	25.1	1.2
保利物业	06049	83.75	88.93	6.2	79.1	1.38	1.48	2.02	2.74	6.8	36.9	35.8	25.7	2.2	56.8	41.5	30.6	7.2	6.4	5.5	0.5	0.7	1.0	13.2	-
碧桂园服务	06098	43.85	43.19	(1.5)	67.0	0.71	0.92	1.20	1.60	29.1	30.5	33.4	31.0	1.5	47.7	36.6	27.4	15.1	11.5	8.7	0.5	0.7	0.9	33.8	1.0
加权平均					**69.9**	**0.78**	**0.96**	**1.28**	**1.69**	**23.9**	**33.0**	**32.3**	**31.5**	**1.4**	**43.2**	**32.3**	**24.3**	**10.6**	**8.5**	**6.7**	**0.9**	**1.2**	**1.5**	**26.9**	**1.1**
简单平均					**60.4**	**0.87**	**1.04**	**1.39**	**1.85**	**19.0**	**34.1**	**33.1**	**31.0**	**1.2**	**34.5**	**25.3**	**19.1**	**8.0**	**6.4**	**5.1**	**1.4**	**1.8**	**2.3**	**25.2**	**1.1**

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

水泥建材行业

水泥建材行业1-6月数据回顾

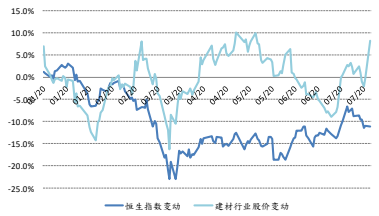
赵欣玥

Sherry Zhao

基建地产投资增速降幅收窄，复苏持续。1-6月全国固定资产投资（不含农户）同比下降3.1%至28.2万亿元，但较1-5月增速提高3.2个百分点；基础设施投资（不含水电燃气）同比下降2.7%，降幅比1-5月收窄3.6个百分点；交运仓储/水电燃气/水利设施投资同比-1.2%/+18.2%/-4.9%，较1-5月变动+4.9/+4.4/+1.6pp。传统基建未见颓势，水电燃气仍录得双位数增速。

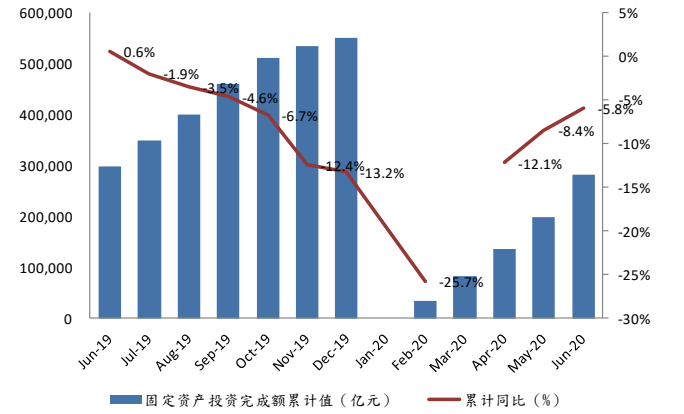
房地产方面，今年1-6月全国房地产开发投资完成额为6.3万亿元，同比增长1.9%，较1-5月回升2.2个百分点，且由负转正;6月单月房地产开发投资完成额同比增加8.5%至1.7万亿元，连续四个月实现正增长。同时，6月单月房屋新开工面积和房屋施工面积也实现正增长,房地产复苏对水泥需求提供支持.

港股水泥建材行业股价一年走势



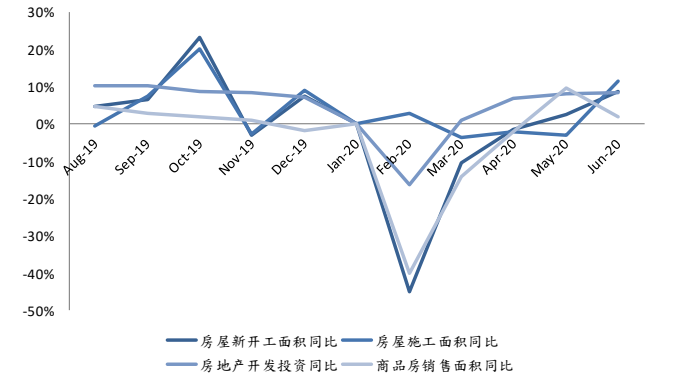
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 282：固定资产投资完成额累计值及同比变动（%）。



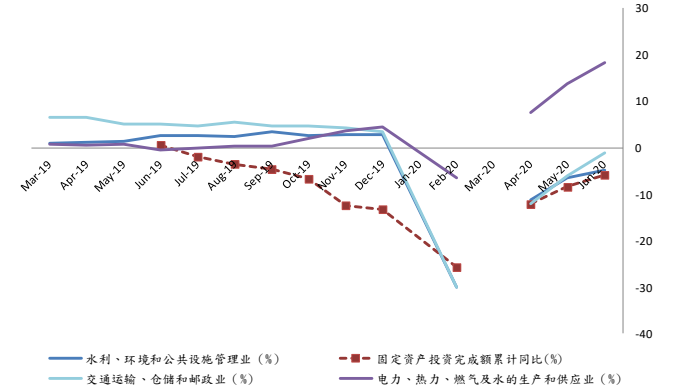
资料来源： Wind，国泰君安国际

图表 283：房屋新开工面积、房屋施工面积、房地产开发增速和商品房销售面积同比变动（%）。



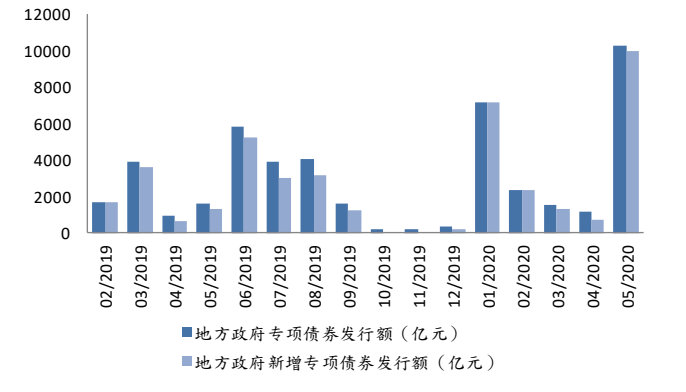
资料来源： Wind，国泰君安国际

图表 284：固定资产投资完成额累计值及同比变动（%）。



资料来源： Wind，国泰君安国际

图表 285：地方政府专项债券发行额（亿元）。

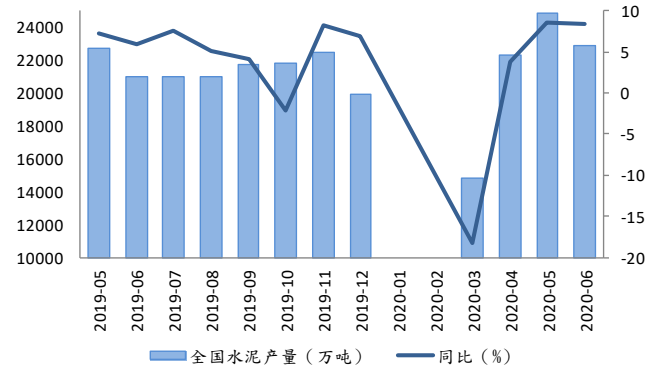


资料来源： Wind，国泰君安国际

分区域来看，1-6月东部/中部/西部/东北地区累计固定资产投资同比-0.7%/-11.9%/+1.1%/+0.4%，降幅较1-5月收窄3.3/3.2/2/2.9pp。西部和东北地区固定资产投资增速转正。和全国固定资产投资增速相比，西部、东部和东北地区好于全国平均水平，中部地区增速依旧落后。

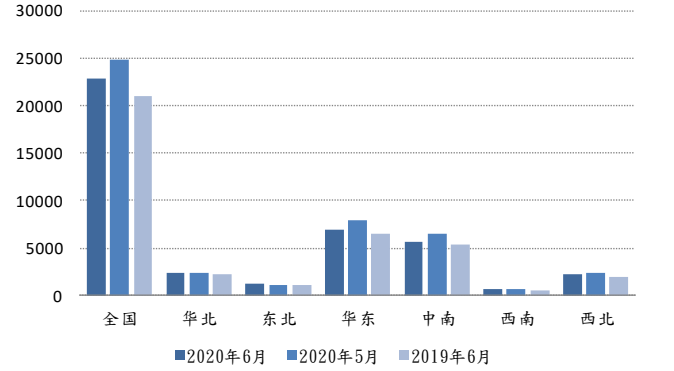
全国水泥产量同比增长8.6%至2.49亿吨。华北、东北、西南和西北地区6月水泥产量已经超过去年同期水平10%以上。

图表 286：今年 6 月全国水泥产量同比上升 8.4%。



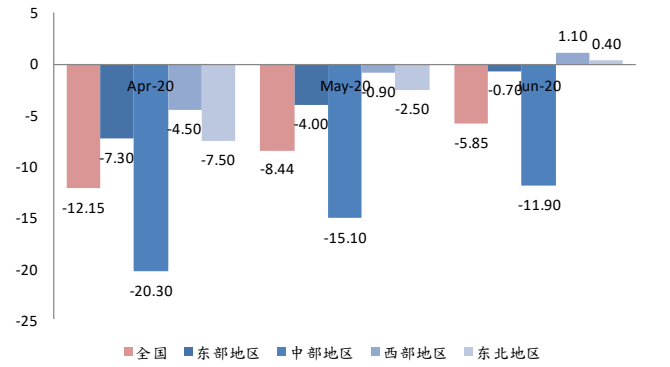
资料来源： Wind，国泰君安国际

图表 287：各地区 6 月水泥产量（万吨）



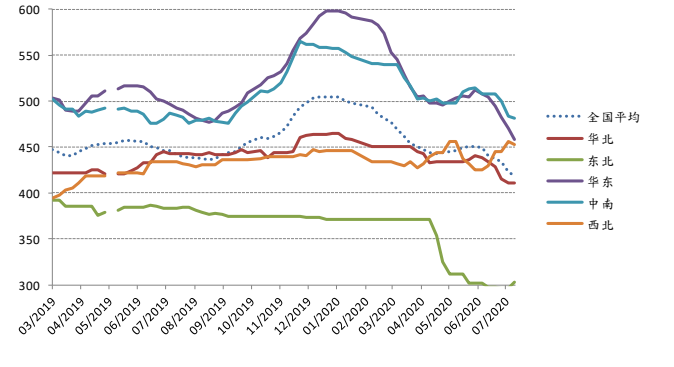
资料来源： Wind，国泰君安国际

图表 288：今年 4-6 月固定资产投资完成额累计同比(%)。



资料来源： Wind，国泰君安国际

图表 289：全国 PO42.5 散装水泥平均价（元/吨）



资料来源： Wind，国泰君安国际

西北水泥价格涨幅较高。从PO42.5散装水泥价格来看，7月10日全国平均价格较前一个月下跌5.0%，月内上海、江苏、河南水泥价格跌幅超过10%。根据价格变动，东北地区水泥价格表现较为稳定，西北地区较上月上涨5.4%，而水泥价格较高的中南、华东地区水泥价格下降5-9%。

图表 290：全国 PO42.5 散装水泥平均价（元/吨）

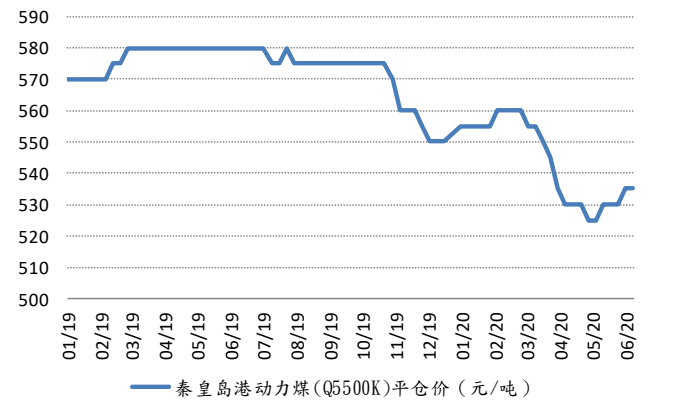
	10/7/2020	3/7/2020	12/6/2020	一周变动	一月变动	一周涨幅最高	一月涨幅最高
全国平均	419.00	423.00	441.00	-0.9%	-5.0%	黑龙江	海南
华北	411.20	411.20	434.00	0.0%	-5.3%		北京
东北	302.33	296.67	297.00	1.9%	1.8%	黑龙江	黑龙江
华东	458.71	469.86	504.29	-2.4%	-9.0%	浙江	山东
中南	480.83	484.00	507.33	-0.7%	-5.2%	广西	海南
西南	400.75	399.00	394.75	0.4%	1.5%		云南
西北	452.60	456.20	429.40	-0.8%	5.4%	甘肃	西北

资料来源： Wind，国泰君安国际

高温多雨导致发货率持续下降。根据数字水泥网数据，7月以来国内大部分地区受持续降雨影响，加上仍值农忙期，下游需求转弱，全国水泥企业发货率下降至70%左右。

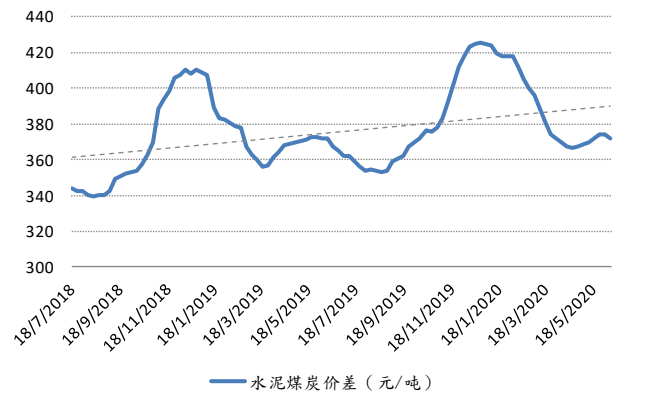
7月初全国水泥库容比约为67%，环比有所回升，高于去年同期水平。其中，山东、河南、云南、甘肃水泥库存水平环比增幅在10-20%左右，河南受大暴雨和农忙影响库容比升幅较高。甘肃、青海、宁夏地区库存水平保持50%或以下的低库存，东三省部分地区依旧在65-75%的中高库存状态，而辽宁、江西、山东部分地区库容比超过80%，可能会对价格有一定压力

图表 291：2019 年至今秦皇岛动力煤（Q5500K）平仓价（元/吨）。



资料来源： Wind，国泰君安国际

图表 292：水泥煤炭价差(元/吨)中枢上抬



资料来源： Wind，国泰君安国际

煤炭价格微涨。6月全社会发电量同比上升6.5%，其中火电产量同比上升5.4%，增速环比回落3.6pp。由于夏季下游电厂需求和库存增加，秦皇岛动力煤（Q5500K）价格从5月初开始上涨，涨幅约为10元/吨。短期内火电耗煤保持增长或推升煤价小幅上涨，可能令水泥煤炭价差轻微下滑。

行业展望

随着工程建设推进，挖掘机销量大幅增长。根据工程机械工业协会行业统计数据，6月挖掘机械产品销量同比大幅上涨63%至2.5万台。同时，我们整理了部分省市2020年重大项目计划完成金额和项目数量，发现今年计划投资金额可能较去年增加8%左右，黑龙江、湖南、江西、广西等省市计划投资金额或录得两位数增幅。

资金面上，除了基建REITs以外，专向债发行力度加大，1-6月地方政府专项债发行2.4万亿元，投向基建比例提升。6月中发改委新闻发布会上表示，今年5月共审批核准固定资产投资项目7个，总投资1298亿元，主要集中在交通运输、能源等领域。其次，支持民营企业参与并鼓励金融机构为交通基础设施项目提供信贷支持，民营资本融资能力和投资效率有望加强。

目前建设交通强国各项工作正在有序地推进，在政府投标加快、资金面改善、需求稳定的情况下，下半年基建投资增速回升的概率加大，增速有望超过10%，全年基建投资增速或稳定增长。

单月房地产开发投资增速连续四个月实现正增长，今年稳经济下基建投资也有望加码，全年水泥需求预计稳中向好。但近期水泥行业进入传统淡季，南方在连续40天的暴雨预警之后，西南中南地区近期降雨仍将持续，“高温+暴雨”抑制水泥需求，库存上升，水泥价格或承压。同时用电需求料推升火电耗煤增加，煤价若小幅上涨也会影响水泥企业盈利。

华东中南地区短期内可能会受降雨影响，但广西地区暂停产能置换后两广地区中长期供给端有望改善。东北和华北地区水泥价格仍低于全国平均水平，但西北水泥价格已经抬升至450元/吨左右，西部大开发战略下西北水泥价格弹性有望进一步释放。可以关注旗下子公司宁夏建材、祁连山和天山水泥深耕西北地区的中国建材（3323.HK），以及资产负债率低、吨毛利较高的水泥企业，如海螺水泥（914.HK）。

广西暂停水泥行业产能置换。

广西壮族自治区工信厅制定《印发关于严格产能管理 推动水泥平板玻璃行业健康有序发展的通知（征求意见稿）》，通知明确指出，“为防止水泥行业的盲目和无序发展，避免恶性竞争和产能过剩，决定从印发本通知之日起暂停水泥行业产能置换工作”。通知还强调将从严控制从区外购买用于新建水泥项目的置换产能。近

年来产能置换变相增加产能的现象较为常见，广西暂停水泥行业产能置换后，省内供给侧压力有望缓解。

不过，根据卓创资讯统计，目前广西共有熟料线64条，熟料年产能总计8697万吨，水泥年产能总计11306万吨。广西省已审批公示日产能2500T及以上拟、在建水泥项目共11条，若加上扶绥海螺绿色建材产业园和象州产业园两个项目，广西省待投产熟料线达15条，涉及熟料产能约2805万吨。部分项目于今明两年完工，广西水泥供应仍有增量，可能会投放至广东。

图表 293：广西已公示拟、在建项目及万吨线储备项目

地区	企业名称	日产能（T/D）	备注
柳州	广西鱼峰水泥股份有限公司（技改）	5500	置换项目
来宾	广西合山虎鹰建材有限公司二期	5500	置换项目
来宾	广西桂民珍珠水泥有限公司	5000	置换项目
来宾	广西新东运矿业有限公司	5000	置换项目
来宾	广西北江水泥有限公司	5000	置换项目
百色	广西华众建材有限公司	5000	赤泥废渣综合利用示范工程生态水泥生产线建设项目
河池	宜州广驰水泥有限责任公司	2500	技改项目
河池	都安上峰水泥有限公司	5000	置换项目
崇左	广西东泥天等水泥有限公司（二期）	4500	置换项目
南宁	南宁红狮水泥有限公司（原广西武鸣锦龙建材有限公司）二期	5000	置换项目
南宁	广西云燕特种水泥建材有限公司	2500	易地搬迁改造
崇左	扶绥新宁海螺水泥有限公司	20000	扶绥海螺绿色建材产业园项目，1000万吨骨料/年，配套码头
来宾	中国建材集团广西南方水泥有限公司	20000	广西象州产业园项目，2*1000万吨骨料/年，配套码头，力争2021年1月开工

资料来源：卓创资讯，新闻，国泰君安国际

西部大开发拉动西部水泥混凝土需求

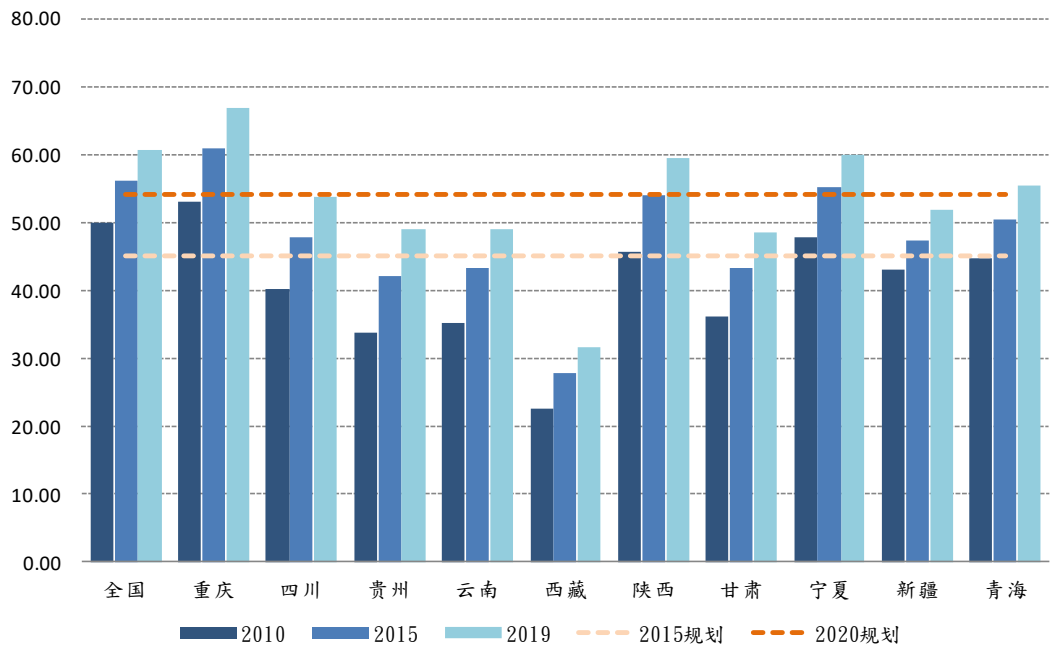
5月18日，《中共中央国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》（下称《意见》）正式印发。根据《意见》，贯彻落实的重点包括：

1）确保西部地区与全国一道全面建成小康社会。当前，脱贫攻坚已进入最后冲刺阶段，全国未摘帽贫困县都在西部地区。加大政策支持、资金倾斜和工作力度，确保西部贫困人口如期脱贫、贫困县全部摘帽，与全国一道全面建成小康社会。培育乡村发展新动能，推进美丽乡村建设，补齐乡村公共设施短板。

2）在交通设施方面，重点提高通达度、通畅性和均等化水平，加快川藏铁路等重大工程规划建设，推进区际省际高速公路通道和航空枢纽建设。在水利设施方面，重点规划建设一批重点水源工程、江河湖泊骨干治理工程、大型灌区工程。在能源设施方面，重点加强西电东送等跨省区能源通道建设，提升清洁电力输送能力。积极推进配电网改造行动和农网改造升级，提高偏远地区供电能力。在通信设施方面，重点推动城市农村“同网同速”，大力支持农村偏远地区特别是贫困村加快宽带网络建设。

《意见》的落实重点涉及到基建方面的要求，为解决通车、用水、用电等基础需求，交通、水利和能源设施的建设都将拉动西部基建投资。

图表 294：西部地区城镇化率偏低



资料来源： Wind，国泰君安国际

另外，我们发现西部地区城镇化率较低。西南地区（重庆、四川、云南、贵州、西藏）（按常住人口计算的）城镇化率偏低，2019年除了重庆城镇化率达到66.8%，高于全国平均水平以外，其他省区城镇化率在30-54%之间。西北地区（山西、甘肃、青海、新疆、宁夏）城镇化率高于西南地区，基本在48-60%之间，均低于全国平均水平。若和“十三五”规划中54%的目标相比，目前重庆、山西、宁夏、青海已经达到目标，四川也非常接近，而其他省区距离目标较远。我们认为西部地区低城镇化率显示其较高的潜力，加上西部大开发战略对基建的拉动，西部可能是今年基建投资的重点，水泥混凝土中期需求将保持增长。从数据来看，今年1-6月西部固定资产投资完成额已经超过去年同期水平，同比增加1.1%，表现较其他地区优异，这一趋势有望保持。并且今年前五个月西部地区专项债发行额翻倍，为西部基建投资保驾护航。

图表 295：西部大开发规划

日期	文件	内容
2012.02	《关于报送西部大开发“十二五”规划（修改稿）的请示》（发改西部〔2012〕189号）	《规划》提出了西部大开发“十二五”时期的奋斗目标，包括：区域经济增速和城乡居民收入增速“双高于”全国平均水平，新增铁路营业里程1.5万公里，森林覆盖率力争达到19%左右，单位地区生产总值能源消耗下降15%左右，单位工业增加值用水量降低30%，九年义务教育巩固率达到90%以上，城镇化率超过45%，等等。
2017.01	《关于报送西部大开发“十三五”规划（修改稿）的请示》（发改西部〔2016〕2750号）	经济持续健康发展。区域比较优势充分发挥，经济结构趋于优化，经济增速继续高于全国平均水平，地区生产总值和城乡居民收入比 2010 年翻一番以上，经济社会发展水平与全国差距明显缩小。城镇化质量明显提高，按常住人口计算的城镇化率达到 54%以上。
2020.05	《中共中央、国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》	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，努力实现不同类型地区互补发展、东西双向开放协同并进、民族边疆地区繁荣安全稳固、人与自然和谐共生。

资料来源：国泰君安国际

支持民企参与交通基建发展

7月发改委、财政部等12部门印发《关于支持民营企业参与交通基础设施建设发展的实施意见》（以下简称《意见》）。《意见》提到：1）合理设置资格条件，不得以任何形式对民营企业参与交通基础设施建设运营设置限制性门槛；2）支持和鼓励民营企业参与重大铁路项目建设以及铁路客货站场经营开发、移动互联网服务、快递物流等业务经营；3）对民营企业投资建设的公益性交通基础设施项目，与其他市场主体享受相同投资支持政策。支持民营企业规范参与交通基础设施PPP项目，中国政企合作投资基金对符合条件的项目予以融资支持。吸引更多民营企业参与交通基础设施项目股改上市融资。支持符合条件的交通领域民营企业在科创板上市。支持符合条件的铁路企业实施债转股或资产股改上市融资。引导金融机构结合职能定位，按照市场化原则对民营企业参与交通基础设施项目提供信贷支持。

《意见》支持民营企业参与并鼓励金融机构为交通基础设施项目提供信贷支持，民营资本融资能力和投资效率有望加强。

图表 296：部分省市重大项目统计

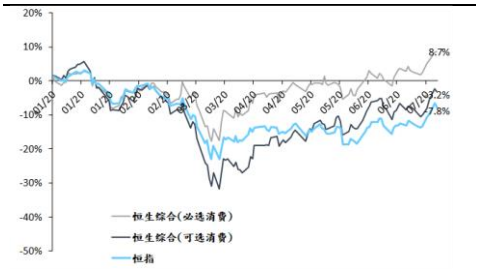
省市	2020				2019	
	总投资金额（亿元）	计划完成投资金额（亿元）	重大项目	备注	计划投资金额（亿元）	重大项目
辽宁	-	-	100	百个重大项目	678	100
江苏	-	5410	240	实施项目220个，储备项目20个。其中基础设施项目47个（30个交通项目），年度计划投资2212亿元。“新基建”相关项目达70个，年度计划总投资1815.8亿元	5330	240
浙江	30489	4150	670	新增项目119个，总投资6809亿元，年度计划投资828亿元。交通建设工程包安排项目219个，总投资13187亿元，年度计划投资2063亿元	3900	810
安徽	13055	4500	6878	项目数量较去年增长13.4%，新增安排公共卫生类项目共168个，年度计划投资213.6亿元	-	6440
福建	38400	5005	1567	在建项目1257个，总投资2.97万亿元，预备项目310个，总投资0.87万亿元。农林水利项目84个，交通项目117个	4577	1564
江西	11195	2390	335	总投资50亿元以上的项目共94项(含预备项目16项)；计划新开工项目88项，预备项目17项	2051	299
河南	33000	8372	980	项目数量、总投资额、年度计划投资额分别较2019年增加7.7%、6.5%、5.5%	7939	910
河北	18833	2402	536	计划开工项目163项、续建项目130项、保投产项目100项	2109	400
湖北	13291	2263	410	年度计划投资较去年增长9.5%，重大基础设施类共有81个项目，包括郑万高铁湖北段	2066	296
湖南	10000	3050	160	第一批105个重点项目，75个基础设施项目；第二批55个重点项目均属产业类项目	2573	196
广东	59000	7000	1230	基础设施聚焦城际轨道、5G通信为代表的“新基建”，5G/4G网络等信息基础设施将投资171亿元；公路水路固定资产投资计划完成1300亿元，加快推进深中通道等54项续建项目建设	6500	1170
广西	31099	2900	1517	第二批重大项目共385个，总投资11479.8亿元，年度计划投资1224.6亿元。新开工项目278个，年度计划投资436.6亿元	2422	895
四川	44443	6185	700	新开工项目216个，计划总投资9054.1亿元，2020年预计投资1155亿元；基础设施项目266个，计划总投资22828.2亿元，年度预计投资2903.2亿元；确保全年完成公路水运建设投资1400亿元、力争1600亿元	5700	700
贵州	-	7262	3357	重大基础设施项目900个，年度计划投资2076亿元	7204	2738
陕西	34000	5014	600	交通类新开工项目19个	5059	600
甘肃	9958	1779	158	项目数增加7个，项目总投资和年度计划投资分别提高31%和33%	1340	151
青海	6481	1151	190	水利基础设施项目6项，年度计划完成投资23.7亿元,综合交通基础设施项目42项，年度计划完成投资321.7亿元,城镇基础设施项目17项，年度计划完成投资86.5亿元。		
吉林	-	-	463	实施5000万元以上项目2667个、10亿元以上项目463个，力争固定资产投资总额增长7%左右	-	-
黑龙江	8856	2000	300		1100	110
山东					-	123
山西	-		248		-	265
云南	50000	4400	525	“四个一百”(100项竣工投产项目、100项在建项目、100项新开工项目、100项前期工作项目)，总投资50亿元(含)以上的项目232个		
海南	3772	677	105	新开工项目20个，总投资539亿元，年度计划投资145亿元；五网”基础设施提质升级项目28个，总投资1684亿元，年度投资计划285亿元	915	119
北京	-	2523	300	重点工程计划覆盖基础设施、民生改善、高精尖产业三大领域	2354	300
天津	10025	2105	346	基础设施项目112个，总投资4490亿元，年度投资920亿元	1563	473
上海	4418	1500	152	年内计划新开工项目24项，建成项目11项，另外安排预备项目60项	1362	138
重庆	27200	3445	924	总投资约2.72万亿元，重大建设项目和重大前期规划研究项目的总数、总投资，均较去年提高30%以上。基础设施项目367个，总投资约1.45万亿元，计划年度完成投资约160亿元	3459	959
新疆	16788	2600	390	重点新开工项目80个，总投资1340亿元，其中水利项目6个，交通项目18个		
内蒙古	3778	-	193	推出投资合作项目193个，投资总额3778亿元：基础设施项目16项，投资额1241.1亿元	2128	407
宁夏	2268	510	80	重大基础设施项目有 21项，总投资约 1044 亿元	512	80
西藏		1872	179	年度计划完成投资较2019年实际完成投资增长18%	1934	191

资料来源：国泰君安国际

消费行业

展望2020年下半年，经济将延续复苏态势，但受制于居民人均可支配收入下行以及未来经济增长放缓的预期，消费回升速度可能趋缓。必需消费仍享有一定的确定性溢价，建议投资者关注啤酒板块，主要看好板块将受益于下半年国内餐饮行业复苏。此外，在新冠疫情完全得到控制前，由于人均可支配收入下行带来的影响，可选板块反弹仍将受到一定的抑制。考虑到在新冠疫情下，提振国民身体素质和精神活力的重要性更加突出，建议投资者关注运动鞋服板块。

一年行业股价相对恒指走势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

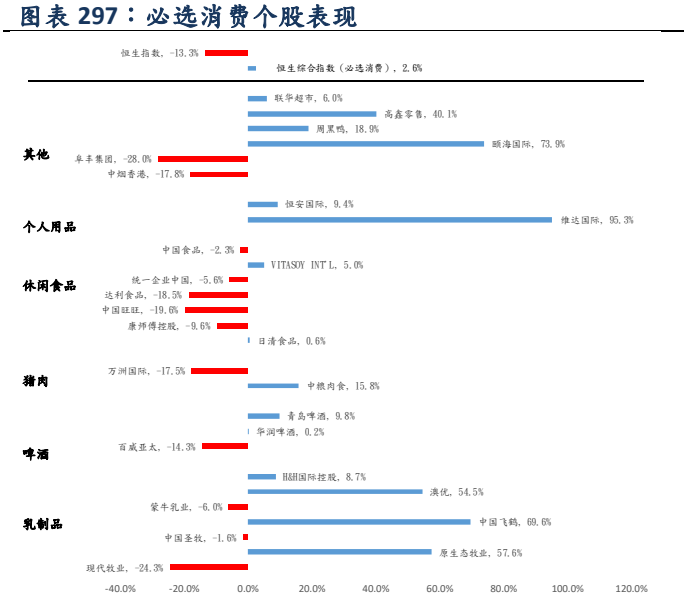
施亚莹

Sharon Shi

消费股上半年回顾

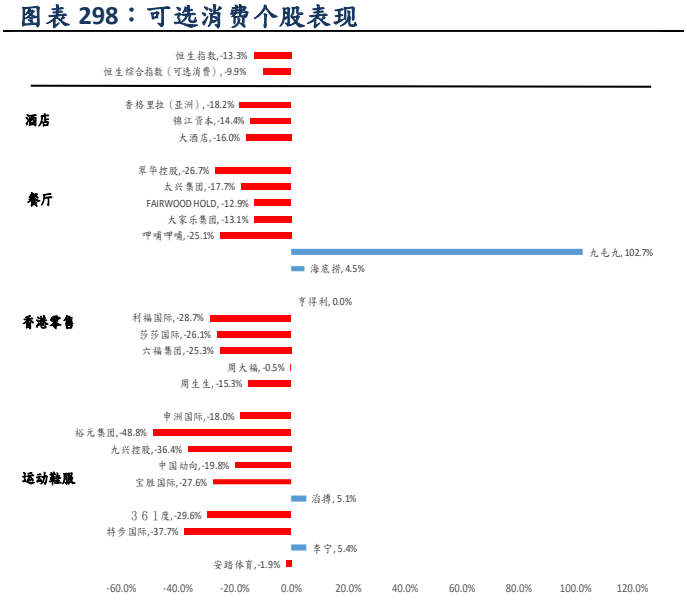
股价表现：2020年上半年消费行业中必选消费和可选消费涨跌不一，但均跑赢恒生指数，截至6月30日，恒生综合指数（必选消费）累计上涨2.6%，跑赢恒生指数13.3%的跌幅，体现出必选消费板块在疫情下的消费韧性。恒生综合指数（可选消费）指数累计下跌9.9%，特别是餐厅酒店和香港本地零售板块均受到疫情的严重冲击。

图表 297：必选消费个股表现



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际，数据截至 2020 年 6 月 30 日

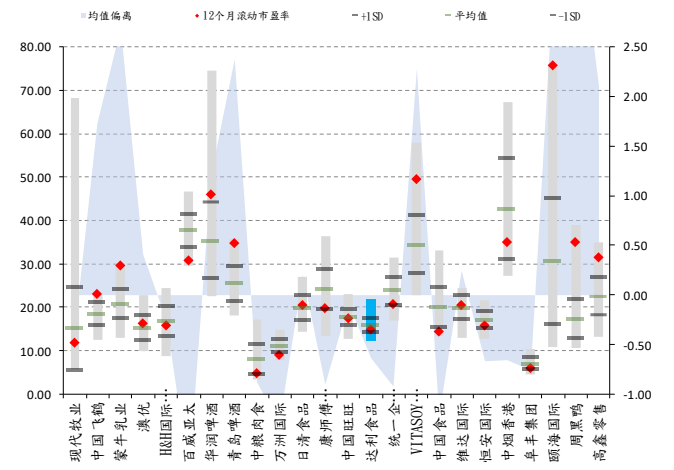
图表 298：可选消费个股表现



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际，数据截至 2020 年 6 月 30 日

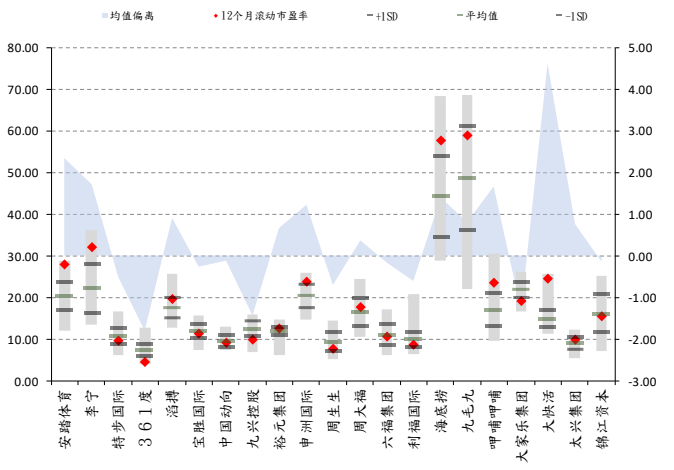
估值方面：由于受疫情影响，预计企业净利润明显下滑，导致板块估值水平持续上扬；此外各自板块的龙头企业由于其在疫情中具有较强的经营韧性，因而更受投资者关注和喜爱，因而也获得更高的溢价。

图表 299：必选消费个股 12 个月滚动市盈率



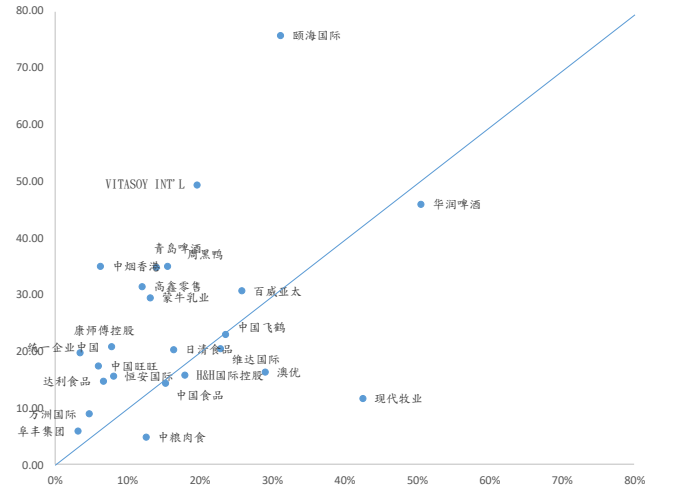
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 300：可选消费个股 12 个月滚动市盈率



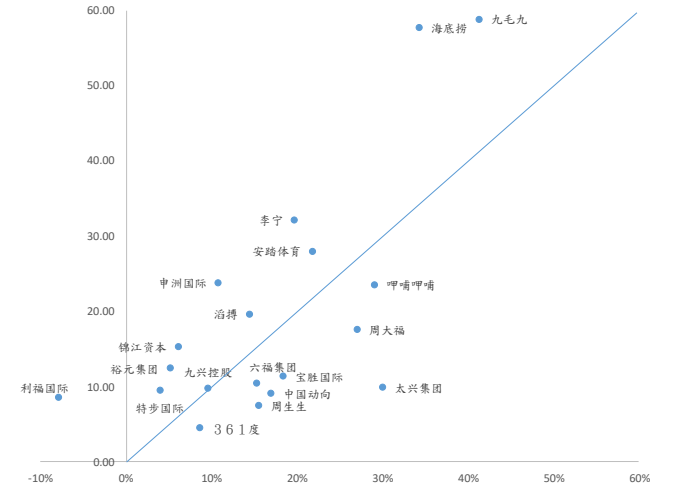
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 301：必选消费个股市盈率 vs. 19-22E EPS 增长率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 302：可选消费个股市盈率 vs.19-22E EPS 增长率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

宏观方面

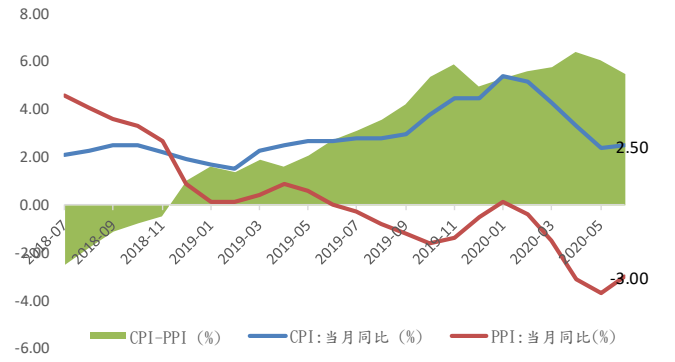
消费价格：6月中国居民消费价格指数(CPI)温和上涨，同比上涨2.5%，环比下降0.1%，CPI反弹主要是受猪肉和蔬菜价格上涨影响；工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降3%，环比上涨0.4%，PPI同比跌幅收窄，环比由降转升，显示国际大宗商品价格回暖，国内制造业稳步恢复，市场需求继续改善。我们预计下半年CPI在去高年基数的情况下，将同比逐渐回落。本轮PPI底部已经确认，下半年同比跌幅缩窄是大概率事件。

消费品零售：1—6月份，社会消费品零售总额172256亿元，同比下降11.4%。按消费类型分，1—6月份，商品零售157648亿元，同比下降8.7%；餐饮收入14609亿元，下降32.8%。社零数据体现中国消费持续温和复苏的态势。

人均可支配收入：上半年，全国居民人均可支配收入15,666元，扣除价格因素，实际下降1.3%。其中，城镇居民人均可支配收入21,655元，扣除价格因素实际下降2.0%。上半年，全国居民人均消费支出9,718元，扣除价格因素实际下降9.3%。其中，城镇居民人均消费支出12,485元，扣除价格因素实际下降11.2%。5月中国消费者信心指数下跌到近两年新低的水平。

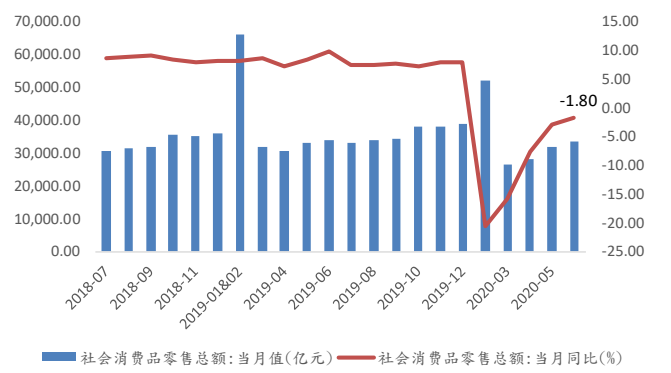
我们认为下半年经济将延续复苏态势，但受制于居民人均可支配收入下行以及来经济增长放缓的预期，消费回升速度可能趋缓。在新冠疫情完全得到控制前，非必需的服务业收入仍将受到一定的抑制。

图表 303：近两年中国 CPI/PPI 数据



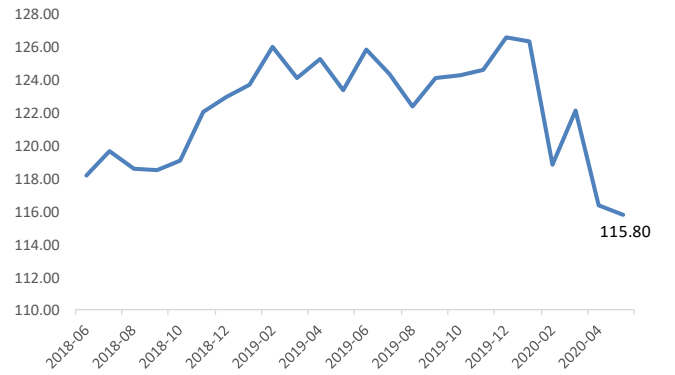
资料来源:Wind，国泰君安国际

图表 304：近两年中国社零数据



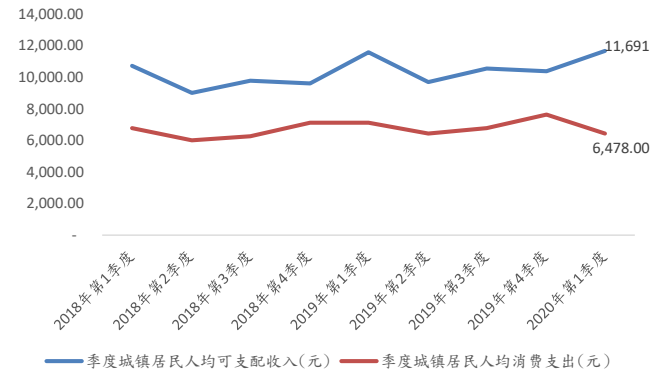
资料来源:Wind，国泰君安国际

图表 305：近两年中国消费者信心指数



资料来源:Wind，国泰君安国际

图表 306：2018 年以来中国季度城镇居民可支配收入/人均消费支出

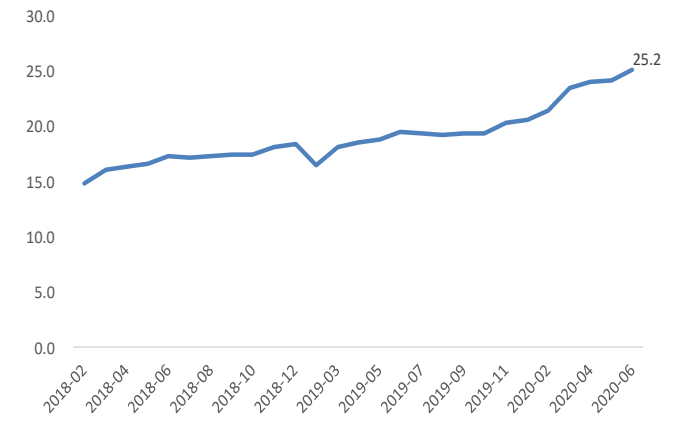


资料来源:Wind，国泰君安国际

但积极扩大内需始终为主旋律，政策将继续推动消费回升：自新冠疫情以来，政府采取各项政策和措施帮助企业和民众恢复生产生活，促进国内消费回补和潜力释放。5月22日，政府明确今年将继续推进减税降费工作，预计今年全年减税降费的新增规模超过2.5万亿元。此外，两会政府工作报告特别提到"坚定实施扩大内需战略，推动消费回升，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"，明确要通过稳就业促增收保民生，持续提升居民消费意愿和能力，促进重点群体增收激发消费潜力，出台政策支持电商网购和线上服务。此外，据商务部初步统计，自疫情发生以来，全国多地统筹地方政府与社会资金相继推出"发放消费券"政策以短期拉动居民消费。截至5月中旬，全国已有28省份、170多个地市发放了190多亿元消费券。消费券主要对疫情期间受冲击较大的行业和民众无法触达消费的行业有直接的刺激作用和明显的提振效果。

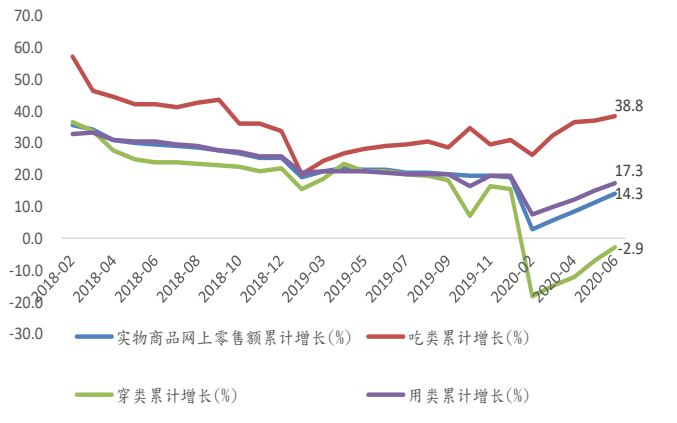
网上消费延续高增长态势，消费行业将受益于电商直播的高速增长：1—6月份，全国网上零售额51,501亿元，同比增长7.3%，比1—5月提高2.8个百分点。其中，实物商品网上零售额43,481亿元，增长14.3%，占社会消费品零售总额的比重继续攀升至25.2%；在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长38.8%和17.3%，穿类商品下降2.9%。根据艾媒咨询的数据，2019年直播电商的带货规模约为4,338亿元，并预计2020年市场规模可以达到9,610亿元，同比增长122%，中国直播电商市场规模仍呈现持续上升的趋势。

图表 307：实物网上零售额占社零总额比重（%）



资料来源:Wind，国泰君安国际

图表 308：网上零售额累计增长(%)



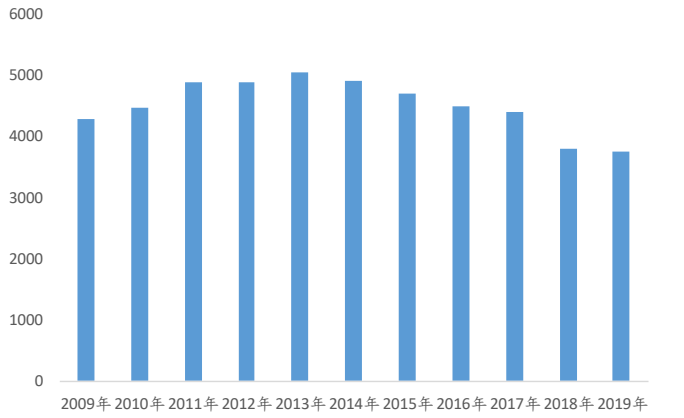
资料来源:Wind，国泰君安国际

必选消费——首选啤酒板块

中国啤酒行业现状：当前中国啤酒消费市场整体进入了总量横盘阶段，2019年，啤酒行业全年共完成啤酒产量3,765万千升，同比增长1%，行业增长动力主要依赖于消费升级及消费者需求多元化带动了行业产能及产品结构进一步优化。行业内企业大幅跑量的时代已经过去，根据已上市的啤酒企业财报所示，上市公司年销量基本维持稳定，行业形成较为稳定的格局。

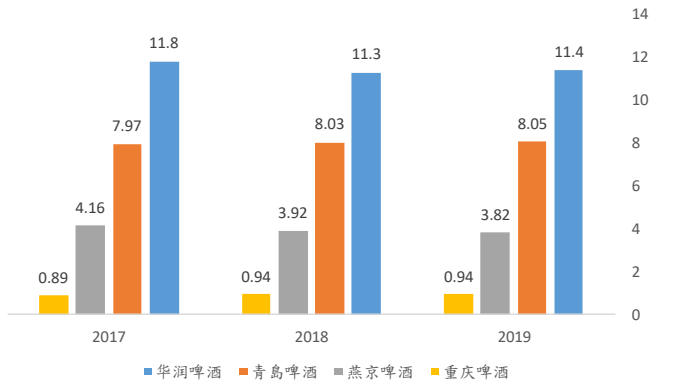
新冠疫情下的啤酒行业：根据国家统计局数据，受疫情影响，2020年1至5月，中国规模以上啤酒企业实现产量1,263.9万千升，同比下降14.5%。分企业看，青岛啤酒第一季度销售量同比减少24.7%至163万升；燕京啤酒第一季度啤酒销售量同比下降48.88%至60.34万升；重庆啤酒第一季度销售量同比下降31.97%至15.30万升；百威在华销量同比下降46.5%。受疫情影响，餐厅及夜场等即饮场景关闭造成了整个啤酒行业一季度的销售下跌。

图表 309：中国啤酒年产量(万千升)



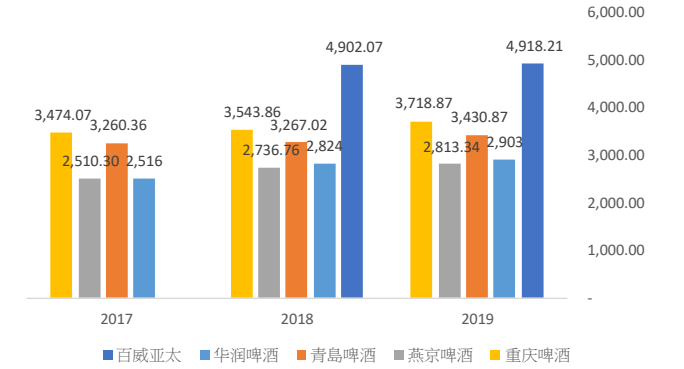
资料来源：国家统计局，国泰君安国际

图表 310：上市公司年销售量（百万升）



资料来源：公司公告，国泰君安国际

图表 311：上市公司年平均销售价格（每千升人民币）



资料来源：公司公告，国泰君安国际,百威亚太数据采用汇率1USD=7RMB

中国新冠疫情防控巩固，啤酒餐饮渠道逐渐复苏：根据国家统计局数据，6月餐饮收入3,262亿元，下降15.2%，降幅比上月收窄3.7个百分点。6月数据显示餐饮收入继续回暖，二季度整体收入环比一季度有明显提升。随着国内疫情防控向好形势持续巩固，居民外出就餐信心将持续恢复，预计下半年餐饮收入将有显着恢复，啤酒餐饮渠道的销售亦将逐步复苏。

夏季是啤酒消费的传统旺季，预计啤酒消费将出现强劲增长：根据阿里渠道最新数据，6月啤酒板块量价齐升，啤酒板块销售额、均价、销量分别同比增长65.5%、4.1%、59.1%，分别环比提升55.5%、8.0%、44.0%，预计夏季啤酒板块整体销售额保持较高增速。

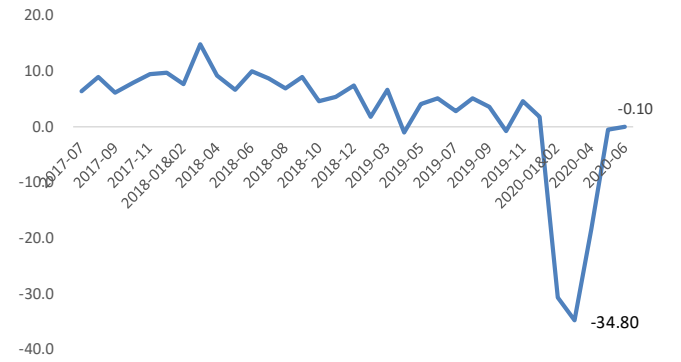
行业高端化加速，产品结构升级，吨酒价格提升，从而推动企业盈利能力增长：近年来，消费者对啤酒需求向高端化、多元化、特色化发展，啤酒行业加快向听装酒和细分、个性化产品等高附加值产品转型升级，中高端产品占比逐步提高。我们看到在疫情影响下啤酒企业的平均售价在第一季度不降反升，燕京/青岛/百威的平均销售价格分别增长13.7%/5.2%/2.0%。未来，随着企业产品结构的提升，相信毛利率也将随之提升。我们相信渠道改造、品牌升级、产能整合、内生增长将成为啤酒行业的主题，啤酒行业将迎来品质至上和价值。

可选消费——着眼于运动鞋服板块

体育产业保持高速发展：根据国家统计局数据，2018年全国体育产业总规模（总产出）为26579 亿元（2015年为17107亿元），增加值为10078亿元（5494亿元），体育产业增加值占国内生产总值的比重达到1.1%。2015-2018 年间实现近16%的复合增长率。这体现出中国体育产业保持高速发展，且行业增加值保持更快增长。

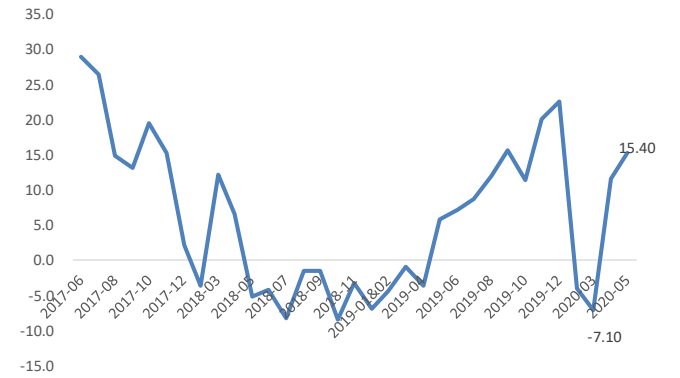
6月社零数据显示服装纺织商品零售值持平，运动鞋服板块表现优于整体服装行业：其中，6月服装鞋帽、针纺织品类零售额同比下降0.1%，与5月份的0.6%基本一致；5月体育、娱乐类商品零售值录得同比增长约15.4%。因此我们认为运动鞋服板块表现将优于服装纺织的其他板块。此外，疫情加速了市场份额集中化的进程，使得行业内的龙头公司受益。

图表 312：服装鞋帽、针、纺织品类商品零售值同比变化（%）



资料来源: Wind，国泰君安国际

图表 313：体育、娱乐类商品零售值同比变化（%）

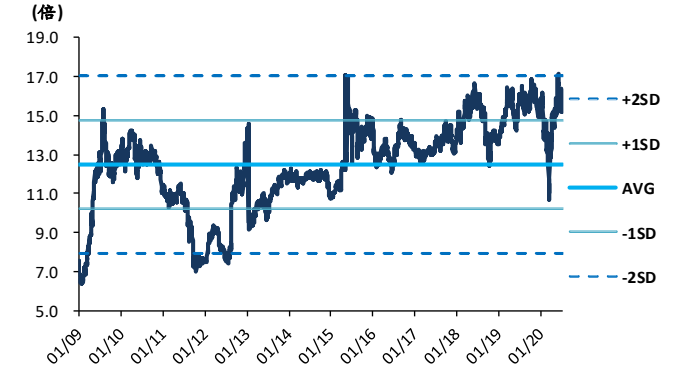


资料来源: 国家统计局，国泰君安国际

政策密集助力，今年政府报告再涉及体育健身：回顾体育产业政策历程，2016年6月国务院发布**《全民健身计划2016-2020》**，提出到2020年，群众体育健身意识普遍增强，参加体育锻炼的人数明显增加，每周参加1次及以上体育锻炼的人数将达到7亿，经常参加体育锻炼的人数达到4.35亿。2016年7月国家体育总局公布**《体育产业发展"十三五"规划》**，开启了一系列提振体育产业和提升国民身体素质的政策推出。2020年5月，国家体育总局印发**《促进体育消费试点工作实施方案》**，将在全国开展促进体育消费试点工作，方案要求试点城市要对体育企业在市场推介、投资融资等方面予以支持，促进体育消费潜力释放，试点时间3年，首批试点周期为2020-2022年。在今年的**《政府工作报告》**提出，加强公共文化服务，筹办北京冬奥会、冬残奥会，倡导全民健身，使全社会充满活力、向上向善。随着疫情逐步受到控制，我们认为体育用品行业将恢复高速发展的轨道，疫情之后提振国民身体素质和精神活力的重要性更加突出。

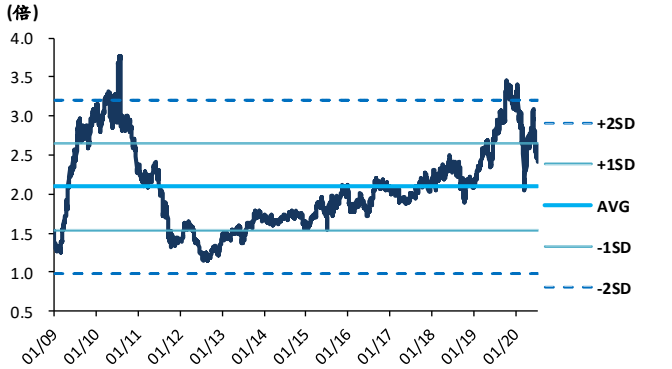
综上，在新冠疫情的影响下，中国居民健康意识将有所提升，对体育活动压抑的需求将持续释放，利好运动鞋服板块。我们建议投资者关注李宁(2331.HK)，主要原因包括：1）李宁第一季度的整体业绩，无论是销售情况或是库存管理以及折扣，皆优于同业，因此我们相信李宁品牌资产及基本面将更好地支持品牌复苏；2）鉴于现阶段新冠疫情的发展仍有不确定性，相对于安踏，我们更看好李宁公司的单品牌策略，销售市场集中于中国，受新冠疫情在全球范围扩散的不确定性的影响较小。

图表 314：港股运动鞋服股 12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 315：港股运动鞋服股整体 12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

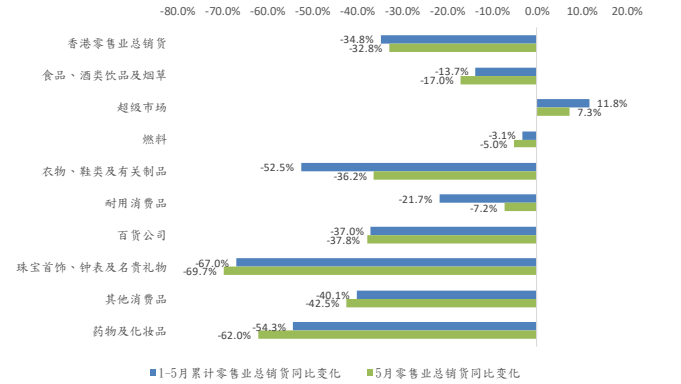
香港零售业复苏道路道阻且长

受新冠疫情影响，香港旅游业依然处于停顿状态，叠加居民就业和收入状况欠佳，以及新冠疫情反复，我们预计香港零售商复苏道路道阻且长。因此香港零售业板块中，我们偏好内地收入盈利占比较高企业。

政府放宽社交距离措施，五月份零售销售的跌幅较四月份进一步收窄，香港特区政府统计处于6月30日公布数据，2020年5月的零售业总销货价值的临时估计为268亿元，较2019年同月下跌32.8%（4月同比下跌36.1%），2020年首5个月合计的零售业总销货价值的临时估计下跌34.8%。按零售商主要类别的销货价值的临时估计由高至低分析，以珠宝首饰、钟表及名贵礼物销货价值跌幅最大，同比下跌69.7%；其次为药物及化妆品，同比下跌62.0%，百货公司货品的销货价值下跌 37.8%（4月为同比下跌18.0%），跌幅明显扩大，服装同比下跌35.6%）。5月超市货品销售上升 7.3%。其次为家具及固定装置（销货价值 上升6.5%）

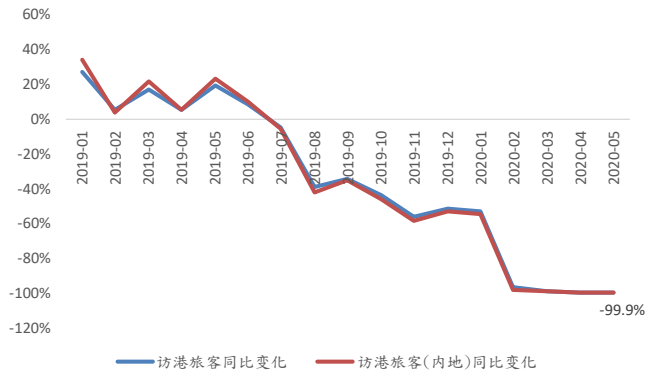
访港人数未有改善：香港零售业中珠宝首饰、钟表及名贵礼物和药物及化妆品类别产品长期主要依赖游客，特别是中国内地游客的消费驱动，而五月份访港游客下跌99.9%至8139人次，其中内地旅客跌幅99.9%至5670人次。2020年首五个月，访港游客和内地客分别下滑88.2%和88.7%至3,501,474人次和2,674,559人次。

图表 316：香港零售业总销货同比变化



资料来源: Wind,国泰君安国际

图表 317：访港旅客人数同比变化

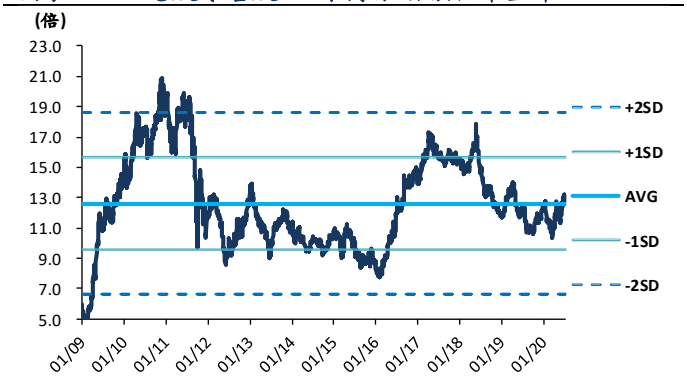


资料来源: Wind,国泰君安国际

海南自贸港可能冲击香港零售业：国务院于6月1日公布了《海南自由贸易港建设总体方案》，其中包括贸易，投资，金融，运输，基础设施和税收等方面的各种政策支持。根据计划，进口商品将享受免征进口关税和依法将现行增值税、消费税等税费进行简并以及提高免税购物额度由每年每人3万元提升至10万元。我们认为该方案将继续推动消费返还中国，但是该计划可能影响香港地区零售额。

我们认为由于新冠疫情导致的出行受限，加上香港本地社会事件影响，香港零售企业在港澳地区业务复苏的能见度较低。我们建议投资者关注内地收入占比较高的企业，我们认为随着线下商业活动的正常化，珠宝行业基本面改善的弹性较大,目前估值较低。因此我们看好在内地收入占比较高的周大福[1929.HK]看好公司中长期发展，包括：1）加快在中国内地扩张的策略。2020财年公司约72%的销售收入和90%的营业利润来自于中国内地，相较于其它香港零售同业来说，公司有望更快从内地经济复苏中受益；2）公司渠道下沉策略。公司借助加盟商在较次级城市和县级城镇拓展加盟零售点，下沉到低端城市的策略。公司在三、四线及其他城市销售增长较一、二线城市更为强劲。

图表 318：港股零售股 12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 319：港股零售股 12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 320：估值比较

港股	股票代码	市值 (HKDm)	收市价 (LC)	52周股价区间（示意图）	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	1年股价走势 (%)	3个月日均换手率 (%)	每股盈利增长 20F (%)	每股盈利增长 21F (%)	收入增长预测 20F (%)	收入增长预测 21F (%)	市盈率 20F (倍)	市盈率 21F (倍)	市净率 20F (倍)	市净率 21F (倍)	股息率 20F (%)	股息率 21F (%)	ROE 20F (%)	ROE 21F (%)	贝塔值
必选消费																					
中国飞鹤	6186 HK	140,611	15.74		18.5	17.5	NA	0.5	22.2	28.2	28.8	25.2	23.8	18.6	7.4	**5.7**	1.5	1.9	32.5	32.5	0.83
蒙牛乳业	2319 HK	137,851	35.00		35.6	1.8	9.4	0.3	-22.2	50.1	-7.6	15.4	37.3	24.9	3.9	**3.4**	0.6	0.9	10.6	14.4	0.90
澳优	1717 HK	23,682	14.66		19.4	32.3	(2.3)	0.5	35.8	26.8	22.3	22.6	17.4	13.7	4.2	**3.5**	2.0	2.6	26.2	27.5	1.11
H&H国际控股	1112 HK	20,387	31.65		42.3	33.7	(28.4)	0.2	13.3	19.9	6.2	11.5	15.7	13.1	3.0	**2.7**	3.1	3.8	19.9	21.2	1.14
百威亚太	1876 HK	317,179	23.95		26.1	9.2	NA	0.1	-30.0	68.0	-10.8	15.2	58.3	34.7	4.0	**3.7**	0.6	0.9	7.2	10.5	0.85
华润啤酒	291 HK	172,915	53.30		49.8	(6.5)	40.5	0.3	99.6	50.1	-5.1	13.1	65.2	43.4	7.3	**6.6**	0.6	1.0	11.8	16.0	0.91
青岛啤酒	168 HK	105,776	66.85		60.6	(9.4)	45.0	0.2	1.5	25.4	-4.9	10.5	42.4	33.8	3.9	**3.6**	0.9	1.1	8.5	10.6	1.06
中粮肉食	1610 HK	11,550	2.96		3.4	14.5	11.7	1.1	30.2	8.5	37.9	14.2	4.7	4.3	1.3	**1.0**	1.6	1.6	28.8	22.6	1.08
万洲国际	288 HK	98,688	6.70		10.3	53.5	(14.2)	0.4	2.1	4.3	6.3	2.3	8.4	8.1	1.3	**1.2**	4.7	5.1	16.4	15.6	1.18
日清食品	1475 HK	8,272	7.70		7.7	(0.2)	29.0	0.3	22.2	14.4	10.3	9.0	27.0	23.6	2.2	**2.1**	1.8	2.0	8.2	9.0	0.71
康师傅控股	322 HK	77,161	13.72		16.1	17.1	14.2	0.1	15.2	8.9	0.7	4.9	22.3	20.5	3.5	**3.4**	4.0	4.3	15.6	16.6	0.78
中国旺旺	151 HK	73,374	5.91		6.8	15.8	(1.0)	0.1	2.0	9.4	0.6	4.3	17.5	16.2	4.2	**4.0**	4.2	5.5	24.9	25.5	0.97
达利食品	3799 HK	64,773	4.73		5.6	18.6	0.1	0.0	1.1	8.7	-0.4	8.2	14.8	13.6	3.4	**3.2**	4.7	5.1	23.5	23.7	0.76
统一企业中国	220 HK	35,591	8.24		9.0	8.8	(10.4)	0.1	5.1	8.8	0.9	4.4	21.9	20.1	2.3	**2.3**	4.5	4.9	10.8	11.6	0.68
VITASOY INT'L	345 HK	32,234	30.30		29.4	(2.8)	(21.1)	0.4	-8.1	23.1	2.5	10.2	53.6	43.6	9.7	**8.7**	1.2	1.5	18.2	20.7	0.61
中国食品	506 HK	7,636	2.73		3.7	36.6	(17.3)	0.1	22.1	21.8	3.1	11.5	15.2	12.5	1.4	**1.3**	2.1	2.6	9.4	10.6	0.83
维达国际	3331 HK	34,815	29.05		36.6	25.8	85.6	0.3	64.1	8.4	7.0	9.9	18.6	17.1	3.2	**2.8**	1.6	1.7	18.3	17.7	0.78
恒安国际	1044 HK	77,925	65.50		74.6	13.8	13.8	0.3	9.7	6.2	4.5	7.5	15.9	15.0	3.6	**3.4**	4.2	4.5	23.2	22.9	0.70
中烟香港	6055 HK	11,136	16.10		NA	NA	(31.6)	0.7	-3.2	13.1	12.0	9.7	31.4	27.8	6.1	**5.3**	1.1	1.2	19.3	20.4	1.34
阜丰集团	546 HK	6,866	2.71		3.0	8.9	(29.1)	0.1	-23.6	26.8	-7.2	4.1	6.9	5.4	0.5	**0.5**	4.9	5.9	7.9	8.8	1.06
颐海国际	1579 HK	97,728	93.35		92.6	(0.8)	115.8	0.2	26.5	36.4	29.3	37.3	88.0	64.5	24.8	**18.7**	0.3	0.4	31.4	32.5	1.05
周黑鸭	1458 HK	13,465	5.65		5.6	(0.5)	29.4	0.6	-40.4	99.2	-12.2	36.2	46.4	23.3	2.8	**2.6**	1.0	2.3	6.2	11.1	1.10
高鑫零售	6808 HK	105,700	11.08		13.4	20.5	40.2	0.2	5.8	15.2	3.1	4.2	30.5	26.6	3.7	**3.4**	1.4	1.6	12.6	13.2	0.65
简单平均						14.0	13.3	0.3	10.9	25.3	5.5	12.7	29.7	22.8	4.7	**4.1**	2.3	2.7	17.0	18.0	0.92
市值加权						11.2	25.2	0.2	10.0	33.6	2.3	13.5	39.3	28.2	5.6	**4.8**	1.8	2.2	16.2	17.9	0.89
中位数						14.1	9.4	0.3	5.8	19.9	3.1	10.2	22.3	20.1	3.6	**3.4**	1.6	2.0	16.4	16.6	0.90
可选消费																					
安踏体育	2020 HK	193,793	71.70		82.1	14.5	20.4	0.3	-3.2	44.4	4.8	25.0	32.9	22.8	7.2	**5.9**	1.1	1.7	24.5	29.3	1.10
李宁	2331 HK	62,354	25.20		29.1	15.4	26.2	0.6	-4.2	34.8	6.0	22.1	36.1	26.8	6.7	**5.5**	0.8	1.2	19.9	22.4	1.10
特步国际	1368 HK	5,971	2.37		3.0	26.6	(54.7)	0.3	-36.3	39.6	-4.1	15.8	10.7	7.6	0.7	**0.7**	5.4	7.7	6.9	9.6	1.03
３６１度	1361 HK	2,274	1.10		1.5	37.3	(18.0)	0.1	103.0	19.7	-1.9	8.0	5.0	4.2	0.3	**0.3**	9.1	11.1	6.5	7.9	0.88
滔搏	6110 HK	55,997	9.03		11.9	31.6	NA	0.3	NA	54.2	NA	21.3	22.3	14.4	4.3	**3.8**	2.4	3.2	24.4	23.4	1.13
宝胜国际	3813 HK	9,160	1.71		2.5	47.7	(26.3)	0.0	-45.0	131.3	-3.4	19.2	17.2	7.5	1.0	**0.9**	0.8	3.0	6.9	12.3	1.07
中国动向	3818 HK	5,827	0.99		1.0	(1.0)	5.3	0.4	NA	-2.2	NA	###	10.7	10.8	0.5	**0.5**	4.7	6.0	4.7	5.4	0.81
九兴控股	1836 HK	5,889	7.41		9.6	29.4	(38.1)	0.2	-78.5	248.4	-33.2	30.4	29.0	8.2	0.8	**0.8**	3.2	8.4	3.2	9.7	0.73
裕元集团	551 HK	19,765	12.26		14.9	21.7	(40.8)	0.5	-79.9	374.7	-11.4	14.0	42.7	9.0	0.6	**0.6**	4.4	8.1	1.8	7.2	1.11
申洲国际	2313 HK	136,868	91.05		102.5	12.5	(16.0)	0.3	-6.5	23.1	-2.6	18.4	25.4	20.6	4.5	**4.0**	2.0	2.5	18.4	20.5	1.23
周生生	116 HK	5,514	8.14		9.7	19.2	(22.4)	0.1	-27.2	53.4	-16.3	20.5	9.1	5.9	0.5	**0.5**	4.0	6.4	5.0	8.2	0.93
周大福	1929 HK	81,900	8.19		8.7	6.2	17.1	0.1	-26.0	51.1	-3.0	20.6	25.6	16.9	3.0	**2.9**	3.8	4.7	13.8	17.6	1.09
六福集团	590 HK	9,570	16.30		18.7	14.5	(28.7)	0.1	-43.5	45.1	-21.8	19.5	12.9	8.9	0.9	**0.9**	5.5	6.1	8.3	9.8	1.11
利福国际	1212 HK	9,717	6.47		10.4	60.0	(38.4)	0.1	-41.4	43.7	-32.8	30.4	11.1	7.7	2.1	**1.9**	2.3	7.7	18.2	28.0	1.08
海底捞	6862 HK	183,910	34.70		37.6	8.2	10.3	0.2	-38.9	198.7	11.1	63.0	###	38.0	14.1	**10.5**	0.2	0.7	12.8	31.8	0.84
九毛九	9922 HK	17,652	12.76		16.3	28.0	NA	0.8	-61.0	368.1	1.0	71.9	###	37.8	7.9	**6.7**	0.1	0.7	7.4	18.5	1.13
呷哺呷哺	520 HK	8,501	7.86		9.3	17.9	(27.8)	0.5	-62.3	305.2	-1.9	34.9	58.7	14.4	3.0	**2.5**	1.2	3.4	5.0	18.8	1.18
大家乐集团	341 HK	8,821	15.06		19.2	27.6	(41.7)	0.5	-23.9	42.5	-1.1	6.9	24.3	17.0	3.0	**2.8**	3.2	4.3	12.0	16.3	0.88
FAIRWOOD HOLD	52 HK	2,088	16.12		18.0	11.7	(35.6)	0.2	-60.4	143.1	-1.4	7.6	34.1	14.0	3.0	**2.6**	2.6	5.7	8.3	19.9	0.81
太兴集团	6811 HK	1,172	1.17		1.9	62.0	(40.2)	0.2	16.7	36.4	-0.1	15.5	10.6	7.8	1.2	**1.1**	4.8	6.5	10.9	13.9	1.07
锦江资本	2006 HK	7,570	1.36		1.9	43.0	0.4	0.0	0.0	转盈	-24.9	26.4	NA	12.7	0.7	**0.7**	3.0	4.8	3.8	6.9	1.02
简单平均						25.4	(18.4)	0.3	(27.3)	####	(7.2)	22.3	###	14.9	3.2	2.7	3.1	4.9	10.6	16.1	1.0
市值加权						15.2	4.7	0.3	-21.2	95.6	1.9	31.5	50.5	23.7	6.9	**5.6**	1.7	2.5	17.0	24.0	1.05
中位数						21.7	(26.3)	0.2	(36.3)	48.1	(2.6)	20.5	###	12.7	2.1	1.9	3.0	4.8	8.3	16.3	1.1

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际，数据截止日期 2020 年 7 月 27 日港股收市

教育行业

展望2020年下半年，我们认为除了K12教育子版块仍面对一定的政策不确定风险外，行业整体政策稳中向好，包括高职扩招以及独立院校转设等。此外，我们看好教辅板块的龙头企业，认为疫情有助于板块加速整合。综上我们持续看好高教、职教和课后辅导板块，认为这些板块均具备较好的发展前景，建议投资者可以保持对教育行业，特别是龙头企业的关注。

一年行业股价相对恒指走势

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

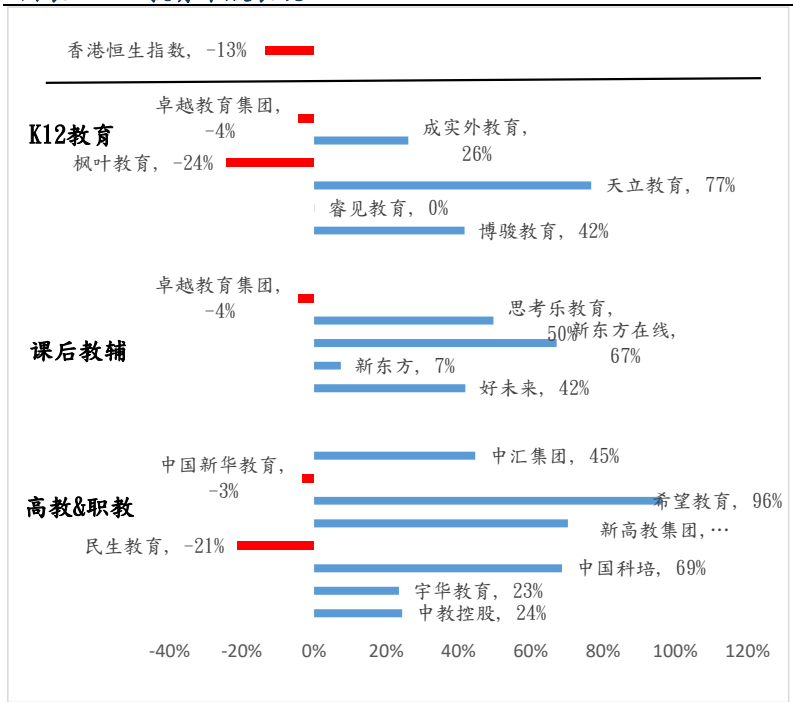
施亚莹

Sharon Shi

教育股上半年回顾

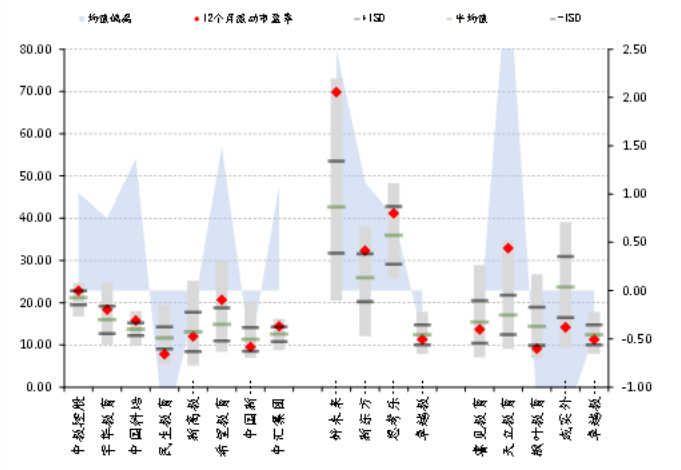
2020年上半年港股及美股教育股整体大幅跑赢恒生指数，各细分板块，包括K12教育，课后教辅以及高教和职教等表现不俗。教育股优异的表现主要由于：1）教育股受疫情影响较小，盈利确定性较高，防御性较好，因此受到投资者的青睐；2）疫情期间，倡导“停课不停学”，教学场景有线下向线上转移，线上教育客户群获得明显增量；3）国家政策利好高教和职教，独立院校转设推进等。

图表 321：教育个股表现



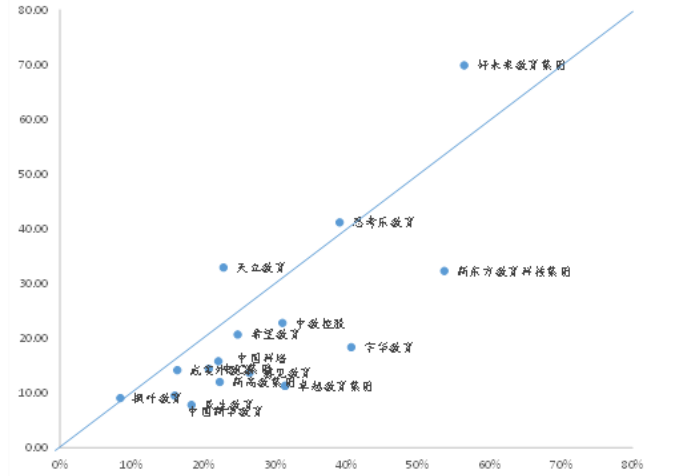
资料来源:Bloomberg，国泰君安国际，数据截至 2020 年 6 月 30 日

图表 322：教育个股 12 个月滚动市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 323：教育个股市盈率 vs.FY19-22E EPS 增长率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

教育板块的投资主题

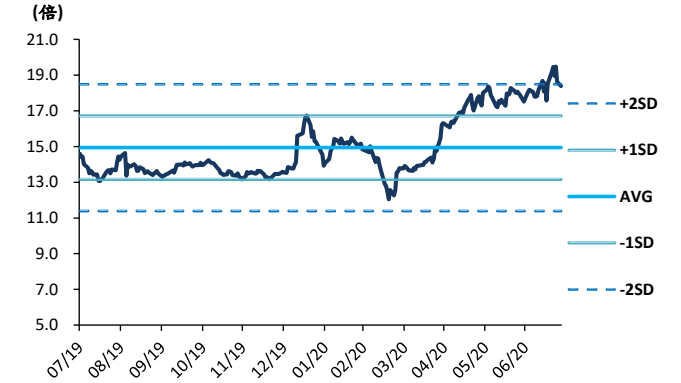
高职扩招：2019年政府工作报告提出，高职教育要扩招100万人，2019年底实际完成114.8万人；2020年政府工作报告中再次提出“今明两年职业技能培训3500万人次以上，高职院校扩招200万人，要使更多劳动者长技能、好就业”。今年7月教育部办公厅等六部门发布，关于做好2020年高职扩招专项工作的通知以全面深化职业教育改革，进一步稳定高职扩招规模，确保稳定有序、高质量完成2020年高职扩招专项工作。我们认为在国家鼓励职业教育发展的大背景下，未来职业教育行业规模和质量增长前景可观。

独立院校转设：教育部办公厅日前印发了《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》通知，到2020年末，各独立学院全部制定转设工作方案，同时推动一批独立学院实现转设。原则上，中央部门所属高校、部省合建高校举办的独立学院要率先完成转设，其他独立学院要尽早完成转设。截至2020年6月，教育部在2020年已经批准14所独立学院转设，独立院校转设加速。独立院校转设完成后能够为上市公司节省大量管理费支出，提升上市公司的利润率。此外，该政策还有利于龙头高教企业对独立学院的并购，推动行业整合。建议投资者关注旗下拥有能达到转设标准的资质较好的独立院校的上市公司。

疫情有利于课后辅导行业加速整合：中国的课后辅导行业高度分散，随着课后辅导行业规范化政策的基本落地，加上新冠疫情导致教学场景由线下向线上转移，“停课不停学”的线上教学，使得K12在线教育行业渗透率在2020年3月达到顶峰。龙头企业受益于其较低的获客成本，以及较高的的转化率和保留率，从而获取更多市场份额。基于中科院的研究，家长普遍偏爱个性化教学，我们建议重点关注具有内容优势的行业龙头企业，包括新东方（EDU.US）、新东方在线 （1797.HK）和好未来（TAL.US）等。

K12教育仍待民促法落地：《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》仍处于草拟阶段，民促法的推迟出台增加了该板块的不确定性风险，尤其对于民办义务教育及幼教子版块，相信民促法对该阶段教育机构的政策规范将更加严格，因此该子版块也将面临更多限制。

图表 324：港股教育股 12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 325：港股教育股 12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 326：估值比较

港股	股票代码	市值 (HKDm)	收市价 (LC)	52周股价区间（示意图）	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	1年股价走势 (%)	3个月日均换手率 (%)	每股盈利增长 20F (%)	每股盈利增长 21F (%)	收入增长预测 20F (%)	收入增长预测 21F (%)	市盈率 20F (倍)	市盈率 21F (倍)	市净率 20F (倍)	市净率 21F (倍)	股息率 20F (%)	股息率 21F (%)	ROE 20F (%)	ROE 21F (%)	贝塔值
高教&职教																					
中教控股	839 HK	27,596	14		15	12	14	0	12	31	21	19	27	21	3	3	2	2	14	15	1
宇华教育	6169 HK	24,012	7		8	18	85	1	47	22	25	14	21	17	5	4	2	3	20	26	1
中国科培	1890 HK	11,925	6		8	31	61	0	29	21	23	22	18	15	3	3	2	3	19	20	1
民生教育	1569 HK	4,344	1		2	60	-29	0	15	18	15	14	9	7	1	1	3	4	10	11	1
新高教集团	2001 HK	7,767	5		6	11	82	0	27	20	23	17	13	11	2	2	2	2	19	19	1
希望教育	1765 HK	16,820	2		3	24	115	1	23	35	24	33	25	18	3	3	1	2	13	15	1
中国新华教育	2779 HK	3,684	2		3	39	-21	0	20	14	10	19	10	9	1	1	3	4	11	11	1
中汇集团	382 HK	6,100	6		8	26	108	0	9	26	14	18	17	13	3	2	2	2	17	19	1
简单平均						27.6	51.9	0.4	22.8	23.2	19.4	19.5	17.4	13.9	2.7	**2.3**	2.3	2.8	15.4	17.0	1.14
市值加权						21.3	60.4	0.4	25.4	25.9	21.8	20.1	21.1	16.6	3.3	**2.9**	2.0	2.5	16.0	18.4	1.12
中位数						24.7	71.5	0.3	21.5	21.2	22.3	18.3	17.1	13.9	2.9	**2.5**	2.1	2.6	15.6	16.9	1.16
课后辅导																					
好未来教育集团	TAL US	352,438	76		75	-2	131	0	-7	103	36	33	139	68	12	12	0	0	13	23	1
新东方教育科技	EDU US	169,528	138		164	18	31	1	20	59	14	26	46	29	7	6	0	0	18	21	1
新东方在线	1797 HK	33,834	36		38	5	227	1	NM	NM	57	48	NA	NA	16	18	0	0	-24	-19	1
思考乐教育	1769 HK	8,558	15		18	18	303	0	3	31	24	37	48	37	9	8	1	1	22	25	1
卓越教育集团	3978 HK	2,609	3		5	67	37	0	-13	51	8	26	15	10	3	2	2	4	19	25	1
简单平均						21.5	145.8	0.5	0.7	61.0	27.7	34.1	61.9	35.9	9.4	9.1	0.6	1.0	9.7	14.9	0.8
市值加权						5.4	109.2	0.5	1.8	87.7	30.0	31.9	107.2	55.0	10.7	10.5	0.1	0.1	12.5	19.7	0.8
中位数						18.2	131.1	0.5	(2.0)	54.8	23.9	33.1	47.0	32.8	9.3	7.7	0.1	0.2	17.9	22.7	0.8
K12教育																					
博骏教育	1758 HK	477	1		NA	NA	-34	0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0
睿见教育	6068 HK	8,946	4		5	7	19	0	18	21	14	20	15	13	3	3	3	3	21	22	1
天立教育	1773 HK	14,732	7		7	-6	109	0	34	20	24	25	37	31	5	4	NA	NA	13	14	1
枫叶教育	1317 HK	7,488	3		3	15	-16	1	1	20	6	24	10	9	1	1	4	5	14	15	1
成实外教育	1565 HK	7,259	2		2	-4	-10	0	-3	27	12	26	16	13	2	2	3	3	14	17	1
卓越教育集团	3978 HK	2,609	3		5	67	37	0	-13	51	8	26	15	10	3	2	2	4	19	25	1
简单平均						15.8	17.4	0.3	7.2	27.6	12.9	24.3	18.6	14.9	2.8	2.5	3.0	3.7	16.1	18.5	0.9
市值加权						5.6	40.0	0.3	14.7	23.3	15.5	24.1	22.2	18.2	3.2	2.8	3.2	3.7	15.4	17.1	1.1
中位数						7.3	4.7	0.2	0.6	20.9	12.0	25.3	15.4	12.7	2.6	2.2	3.0	3.5	14.2	16.8	0.9

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际，数据截止日期 2020 年 7 月 27 日港股收市

澳门博彩行业

赵欣玥

Sherry Zhao

1月28日，内地赴澳门自由行签注暂停，内地游客个人难以单独前往澳门，而自由行签注入境澳门游客约占澳门总游客的47%,签注暂停对澳门博彩业冲击较大。加上旅行团禁令，只有商务和探亲签证可用。在此背景下,2020年1月，澳门赌收为221.3亿澳门元,同比大幅下降11.3%，低于市场预期1.3pp。

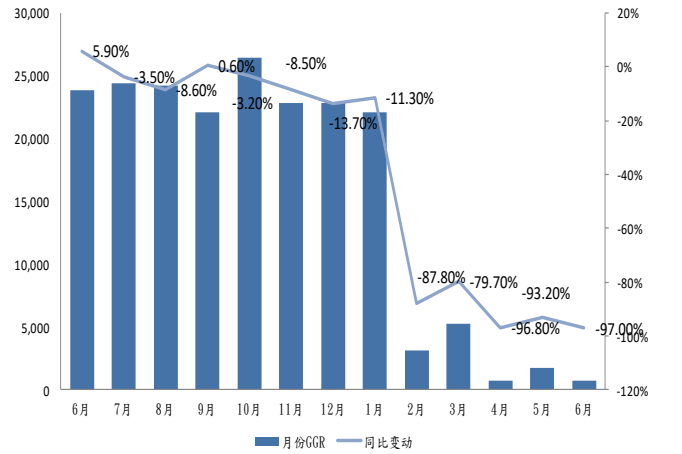
之后尽管满足条件的内地游客可以前往澳门，但澳门返回内地的隔离要求遏制了赌收的反弹，加上新入境措施禁止外国人入境，澳门博彩厅的主要客户均难以贡献赌收。以往的旺季农历新年以及五一黄金周表现极为惨淡，1-6月累计赌收为337.2亿澳门元，同比大幅下滑77.4%。今年上半年赌收下滑可能拖累全年赌收40%左右。

澳门统计局数据显示5月各酒店客房平均入住率为12.3%，五星级客房平均入住率仅5.5%，且5月未有团队游客访澳。具体看贵宾与中场收入数据，今年以来，中场表现受游客人数骤降的波及，贵宾收入占比显著提升，5月占比达到78%。但这主要是因为中场和赌收大幅下滑，并不能由此推断贵宾业务好转。

香港上市博彩企业股价变动

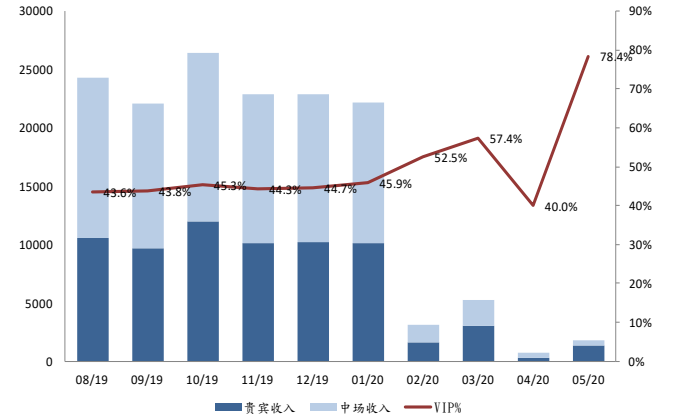
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 327：过去一年澳门 GGR 同比增速



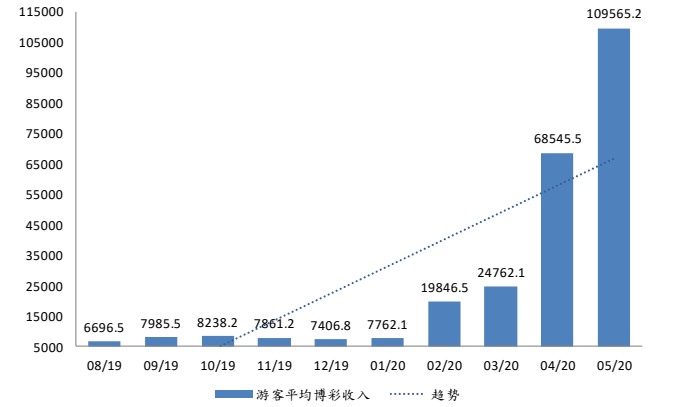
资料来源: DICJ，国泰君安国际

图表 328：过去一年澳门赌收中贵宾收入占比



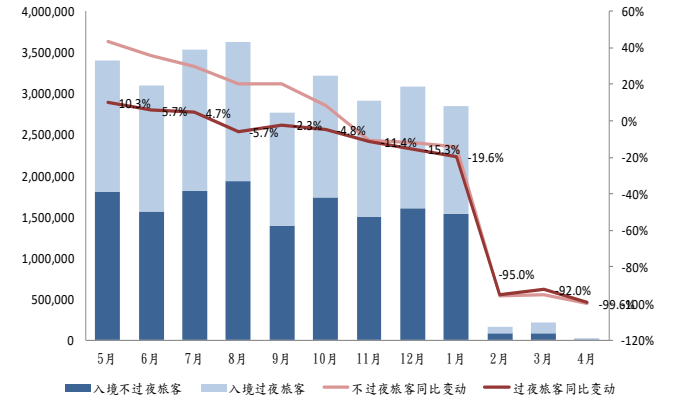
资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 329：1-5 月游客平均博彩收入



资料来源: DSEC，国泰君安国际

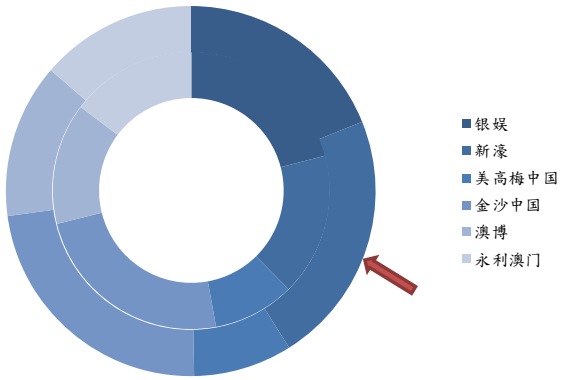
图表 330：入境过夜游客与不过夜游客增速



资料来源: DSEC，国泰君安国际

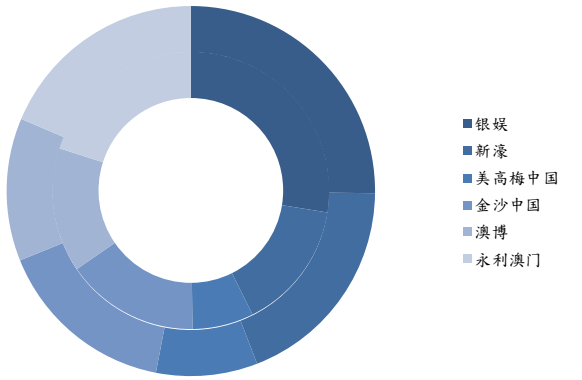
客流量方面, 1-5月澳门入境游客同比减少81.1%至1.6万人次，其中过夜游客和不过夜游客人数均下滑81%左右。受旅行限制影响，5月访澳游客中只有中国内地、香港、台湾以及2名菲律宾游客、1名韩国游客和1名德国游客，几乎全部游客经陆路进入澳门（仅71名经空路入境）。中国内地游客主要来自广东、福建和北京。目前澳门与广东省已经实现两地健康码互认，广东省访澳游客预计将率先反弹。

图表 331：2020Q1 和 2019 年全年各博企赌收占比（新濠国际变动较大）



资料来源: 公司资料，DICJ,国泰君安国际

图表 332：2020Q1 和 2019 年全年各博企贵宾业务收入占比

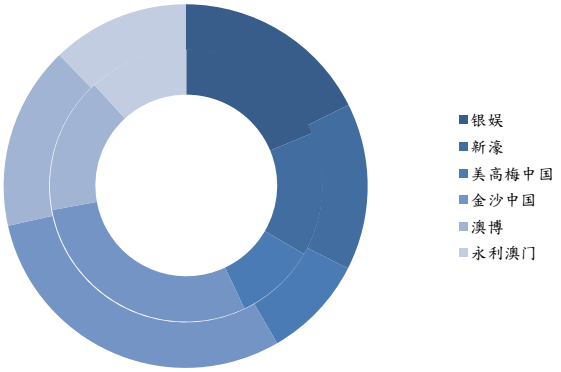


资料来源: 公司资料，DICJ,国泰君安国际

新濠凭借贵宾业务获取份额。根据一季度澳门赌收以及博企经营数据，我们发现澳门六家博企的市占率有所变化。和2019年相比，一季度只有新濠国际市占率提升5pp左右，其余博企的市场份额遭到压缩。中场业务分配变动不大，唯金沙中国进一步巩固了其中场王者的地位。新濠国际的市占率的提升主要凭借其贵宾业务市占率上升9pp左右，而银娱、金沙和澳博贵宾业务占比各下滑2-4个百分点。此前贵宾业务普遍表现不佳导致中场为争夺份额的关

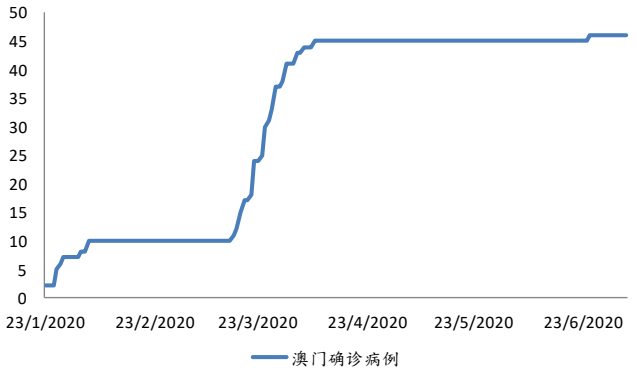
键，但若此次疫情过后贵宾业务有机会先于中场反弹，银娱和永利澳门下半年或能收复失地。

图表 333 :2020Q1 和 2019 年全年各博企中场业务收入占比



资料来源: 公司资料，DICJ,国泰君安国际

图表 334：澳门已经连续 11 天无新增确诊病例

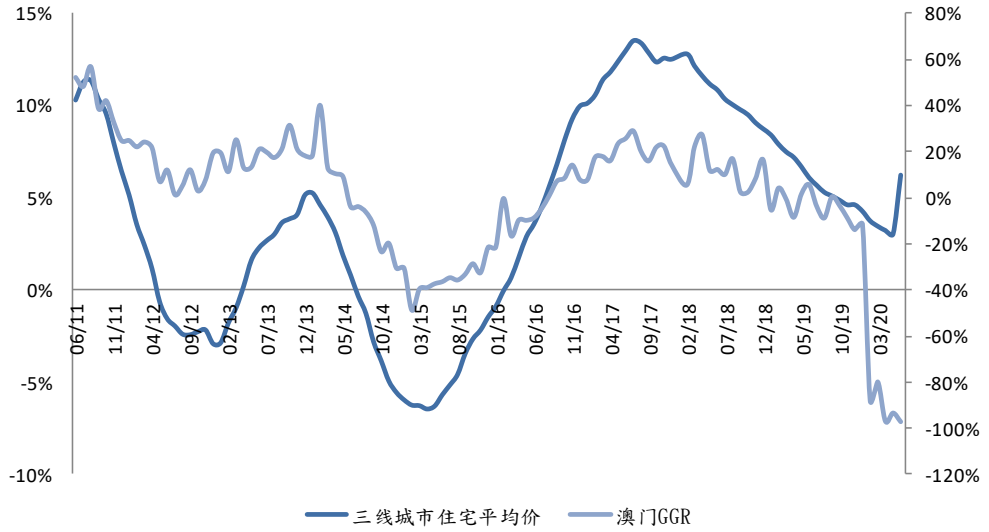


资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

行业展望

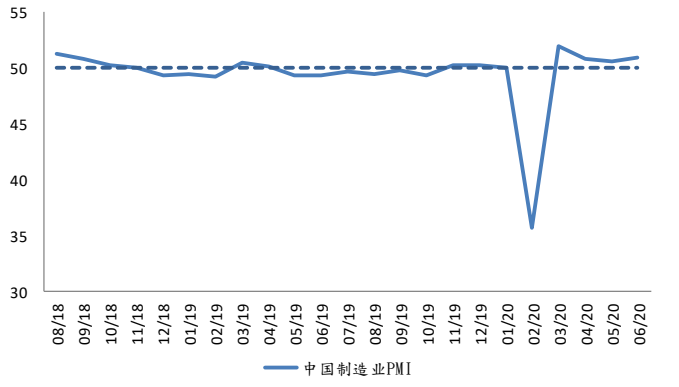
2月企业大面积停工令制造业PMI跌至35.7，3月重回50%的荣枯线之上，而 CPI 5月环比降幅继续收窄，同比上涨2.4%。同时，根据过去十年三线城市住宅平均价和澳门赌收同比变动数据，澳门赌收在大部分时间和三线城市住宅价格同时同向变动，相关性较高。但近期疫情爆发令赌收出现断崖式下滑，而6月三线城市住宅均价掉头回升，导致两者走势出现背离。这可能意味着剥离疫情的影响，赌收原本在6月有望回升。

图表 335：过去十年三线城市住宅平均价和澳门赌收同比变动



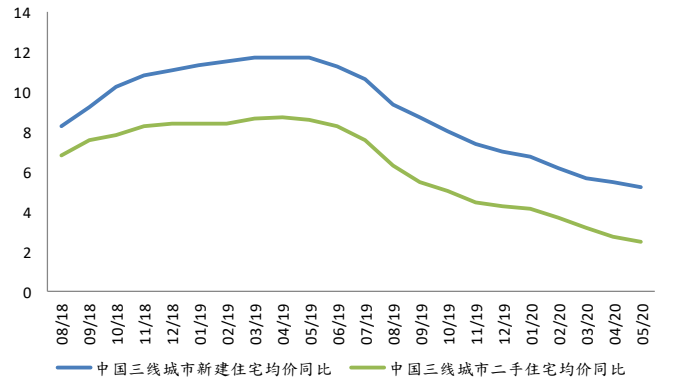
资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

图表 336：2018 年 8 月至今中国制造业 PMI



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 337：三线城市新建和二手住宅均价同比下滑



资料来源: DSEC，国泰君安国际

澳门娱乐场曾于2月5日-19日期间关闭。尽管现在娱乐场开放，但人数回升仍需等到出入境政策恢复正常。5月澳门旅游发展委员会2020年第一次全会会议上介绍了澳门旅游复苏计划，分三个阶段进行：

第一阶段启动支持本地业界及海内外预热宣传计划；

第二阶段根据疫情发展，在部分地区出入境政策恢复后展开宣传工作，向过夜旅客提供免费半天游；

第三阶段取决于国际市场的恢复情况，重点推出对航空、海运、跨境陆路巴士等交通网络上的优惠措施。

除此之外旅游局目前也在构思本地游及横琴游助力提振经济。

疫情依旧是下半年最主要的风险之一。澳门原本已经连续78日无新增病例，但6月26日新增一例确诊，目前累计确诊人数46人,至今无死亡病例和社区传播现象。从数据来看，澳门疫情依旧受控。

最新进展是：1）13日起所有香港入境澳门人士均出示7天内新型冠状病毒核酸检测阴性证明，同时维持14天隔离医学观察的措施；

2）中国内地所有城市均不是疫情高发地，14日起中国内地居民入境澳门不需作14天隔离医学观察；

3）15日起粤澳口岸进入广东省人士不再实行集中隔离。

澳门行政长官贺一诚曾表示本月可能恢复港澳部分通关，但由于香港疫情的变化，可能会进一步加强相关防控。目前个人和团体旅游签注未放开，游客难以恢复到去年同期水平。但在选择有限的情况下，签注放开后澳门可能受到内地游客青睐。基于以上判

断，我们下调全年赌收增速预期至同比下滑45-66%左右。尽管澳门旅游复苏计划可能点燃游客访澳和消费的热情，计划对客流的拉动可能不会在三季度显现。

图表 338：2020 年澳门部分出入境政策

日期	内容
1月28日	内地赴澳门自由行签注暂停，商务和探亲签证可用（需在口岸检查站接受检查，耗时2-3小时）
1月30日起	减少或暂停港澳之间的渡轮服务：从澳门外港码头及当早码头至香港屯门及九龙码头服务暂停，澳门与香港机场和上环码头的航班减少；
2月5日	澳门赌场关闭；
2月17日	澳门政府批准娱乐场可于20日重开。
3月17日	海外入境者需隔离14天（中港台除外）
3月25日	停止澳门国际机场的转机服务； 禁止所有外国人及入境前14天到过外国的内地、香港及台湾居民入境； 入境前14天到过外国、香港、台湾的澳门居民需接受14天指定地点医学观察； 入境前14天到过外国、香港、台湾的内地、香港、台湾居民需接受14天指定地点医学观察； 入境前14天未曾到过外国、香港、台湾的内地、香港、台湾居民可以入境，但如来自新冠肺炎高发地区需接受6-8小时医学检查。 3月25日的新入境措施没有期限。
3月27日	经广东口岸入境人员实行核酸检测全覆盖，并集中隔离医学观察14天
4月6日	港珠澳大桥穿梭巴士暂停营运，所有往返港澳交通工具暂停，3日开始使用
5月1日	推出健康码，取代目前使用的入境口岸健康申报系统
5月3日	恢复关闸口岸及港珠澳大桥澳门口岸的珠澳旅检大厅和出入境车道原通关时间
5月4日	澳门已经停课3月的学校分阶段复课
5月7日	实施新冠肺炎常规核酸检测计划，预约居民可到氹仔码头展开核酸采样
5月8日	珠澳口岸对特定人员不再进行现场核酸检测采样，在通关入境时须提供7天内核酸检测阴性结果证明/核酸检测采样证明/“粤（澳）康码”显示7天内核酸检测阴性结果或核酸检测采样证明
5月11日	珠海：对经常居住地为珠海的持有珠海市居民身份证，或珠海市居住证的内地输澳劳务人员，暂不实施集中隔离医学观察
5月17日	经珠澳口岸出入境人员持有的核酸采样证明，须采样24小时后方可生效，有效期7天
5月19日	澳门旅游复苏计划将分三个阶段进行：第一阶段启动支持澳门本地业界及海内外预热宣传计划；第二阶段将根据疫情的发展，在部分地区的出入境政策恢复后展开宣传工作，向过夜旅客提供免费半天游；第三阶段视国际市场的恢复情况制定复苏预案，重点推出对航空、海运、跨境陆路巴士等交通网络上的优惠措施。
6月11日	豁免隔离申请系统接受登记
6月16日	珠海澳门健康码扩至从事公务及商务活动者，每日1000个配额
6月26日	入境珠海豁免隔离名额由1000名增加至3000名
7月6日	获珠海豁免隔离的澳门居民活动范围扩至大湾区九个城市，豁免有效期七天
7月13日	13日起所有香港入境澳门人士均出示7天内新型冠状病毒核酸检测阴性证明，同时维持14天隔离医学观察的措施； 14日起中国内地居民入境澳门不需作14天隔离医学观察（中国内地所有城市均不是疫情高发地）； 15日起粤澳口岸进入广东省人士不再实行集中隔离；

资料来源:国泰君安国际

图表 339：2020Q1 博企赌桌数及 2020 年底客房数量预估

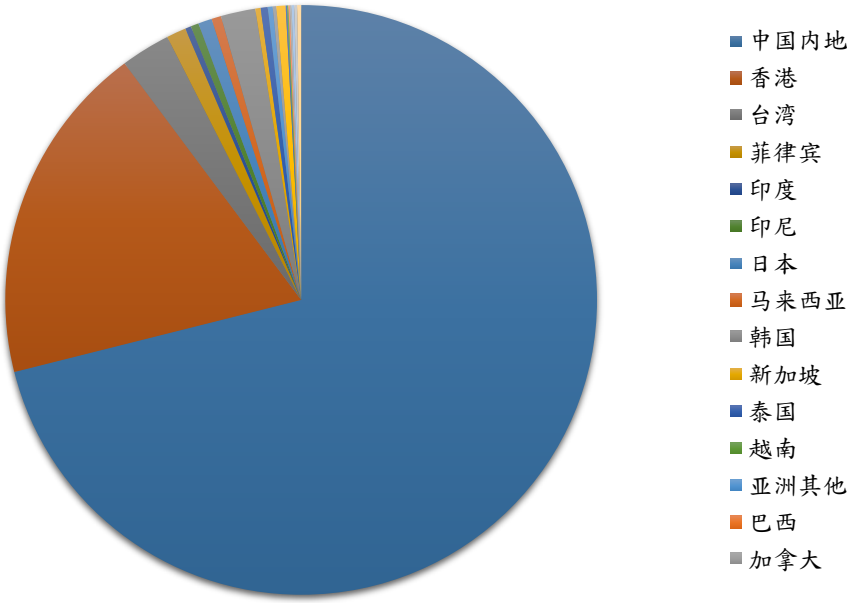
博企	物业	开业时间	位置	客房数	赌桌数	商场面积
澳博	新葡京	2007.02	P	431	1151	
	其他					
	澳门索菲特酒店	2008.08	P	408	-	
	上葡京	预计2H20开业	C	2000	-	807
金沙	澳门金沙	2004.05	P	289	207	41
	澳门威尼斯人	2007.08	C	2905	598	926
	澳门百利宫（四季酒店）	2008.08	C	379	115	258
	澳门巴黎人	2016.09	C	2541	332	300
	瑞吉大楼	2015.12	C	400		
	四季大楼套房	预计1H20开业	C	290	-	-
	伦敦人套房	预计2H20开业	C	370	-	-
	金沙城中心	2012.04	C	5227	410	424
银娱	澳门银河	2011.05	C	3600	1214	100
	澳门星际酒店	2006.10	P	500		
	澳门百老汇	2015.05	C	320		
新濠	新濠天地	2009.06	C	1400	517	
	Morpheus	2018.06	C	772	-	
	新濠锋	2009.02	C	215	102	
	新濠影汇	2015.01	C	1600	292	
永利	永利澳门	2006.09	P	1706	264	59
	永利皇宫	2016.08	C	1008	268	
美高梅	澳门美高梅	2007.12	P	582	290	
	美狮美高梅	2018.01	C	1400	262	

资料来源：公司资料，国泰君安国际

以金沙中国（1928.HK）为例，根据公司公告，金沙中国每月开支约为2亿美元（包括经营成本1.1亿美元，开发及保养资本开支0.65亿美元，利息开支0.25亿美元），而公司流动资金共有24.1亿美元（包括现金和现金等价物8亿美元，足以保证12个月的运营。

虽然我们认为最坏的时间已经过去，但博企今年业绩大幅下滑已成定局，而且疫情对博彩行业的冲击可能并不会很快消散。从去年1-12月入境游客证件签发地结构来看，游客基本都来自亚洲，亚洲游客占比高达98.2%，内地和香港的游客占比约为90%，美国游客占比仅0.5%，因此美国疫情二次爆发的风险对澳门旅游业直接影响不大，但可能会影响国内防疫措施何时放松。

图表 340：2019 年澳门入境旅客结构（按证件签发地统计）



资料来源:Bloomberg，国泰君安国际

主要博企估值比较

年初以来，博彩股股价曾大幅下跌,部分个股股价仍处在52周相对低位，但由于今年盈利预期显著下调,估值并不低。今年除了银娱之外,其他博企预计录得亏损,但2021年预计转盈。尽管金沙中国暂停派息，但市场仍预计2021年金沙中国股息率为6.3%。2021年六家博企的市盈率在20倍左右。

图表 341：主要博企比较

		收市价	52周股价区间	彭博市场平均目标价	潜在上升空间	年初至今股价走势	3个月日均成交额	每股盈利增长		市盈率		市净率		EV/EBITDA		股息率		ROE		收入增长		贝塔值
		(HKD)	(示意图)	(HKD)	(%)	(%)	(HKDm)	20F (%)	21F (%)	20F (倍)	21F (倍)	20F (倍)	21F (倍)	20F (倍)	21F (倍)	20F (%)	21F (%)	20F (%)	21F (%)	20F (%)	21F (%)	
金沙中国有限公司	1928 hk	31.6		38.5	21.9	0.0	624.6	转亏	转盈	NA	16.3	10.5	9.3	39.1	11.3	3.5	6.3	0.1	54.8	-48.1	84.4	1.3
新濠国际发展	200 hk	15.0		17.5	16.5	-5.3	94.1	转亏	转盈	NA	34.8	1.9	1.8	42.7	7.2	0.3	0.4	-24.6	5.3	-42.0	67.5	1.5
银河娱乐	27 hk	53.3		58.1	9.0	10.1	751.0	-86.1	496.5	126.0	21.1	3.2	2.9	44.4	14.7	0.6	1.5	3.5	12.9	-47.1	77.3	1.4
美高梅中国	2282 hk	9.7		11.3	16.2	-24.4	80.7	转亏	转盈	NA	20.1	5.4	4.5	146.7	11.0	0.9	2.0	-31.2	24.0	-53.2	97.4	1.4
永利澳门	1128 hk	14.2		15.9	12.1	-12.3	182.8	转亏	转盈	NA	19.8	NA	244.1	42.6	11.9	1.8	4.9	70.7	91.6	-48.0	77.4	1.5
澳博控股	880 hk	9.0		9.7	7.8	31.2	138.9	转亏	转盈	NA	25.0	1.9	1.8	96.9	10.9	0.9	2.5	-2.4	7.1	-45.8	104.3	1.4
简单平均					13.9	(0.1)	312.0	(86.1)	496.5	126.0	22.9	4.6	44.1	68.7	11.2	1.3	2.9	2.7	32.6	(47.4)	84.7	1.4
市值加权					14.8	3.0	534.7	(29.6)	170.9	43.4	19.8	5.6	31.7	51.7	12.4	1.9	3.7	6.3	40.5	(51.6)	89.7	1.5
中位数					13.9	(0.1)	312.0	(86.1)	496.5	126.0	22.9	4.6	44.1	68.7	11.2	1.3	2.9	2.7	32.6	(47.4)	84.7	1.4

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际，截至 20 年 7 月 16 日港股收市

个股精选

粤海投资 (270.HK) – 优质资产稳中有升 171
华润啤酒(291.HK) – 加速高端化发展，盈利能力提升 173
中国金茂 (817.HK) –城市运营模式赋予未来发展潜力 175
海螺水泥 (914.HK) –资产负债率下降 177
建设银行 (939.HK) – 静待估值修复 179
华润水泥 (1313.HK) –全年销量预计持平 181
信达生物(1801.HK) – 达伯舒拓展大适应症 183
君实生物(1877.HK) – 创新驱动，多款潜在首创药 185
融创中国(1918.HK) –土储竞争优势不断巩固 187
李宁(2331.HK) –国潮时代下，涅槃重生的民族品牌 189
新奥能源 (2688.HK) – 积极进取的燃气龙头 191
复宏汉霖-B (2696.HK) – 生物类似药快速推进 193
中国建材 (3323.HK) –受惠西北水泥价格上涨 195
龙光地产(3380.HK) –深耕粤港澳大湾区，派息优厚稳定 197
招商银行 (3968.HK) –关注资产质量 199
美的置业(3990.HK) –融资具有优势，销售稳步增长 201
碧桂园服务(6098.HK) –业绩增长亮眼，强者恒强 203
京东(9618.HK) – 依托供应链，实现技术服务转型 205
康方生物-B(9926.HK) – 双抗管线进展领先 207
阿里巴巴 (9988.HK) – 厚积薄发，消费场景全覆盖 209
网易 (9999.HK) – 游戏业务稳健，创新业务亮眼 211
Barrick Gold (GOLD.US) –黄金产量预测下调 213
亚马逊 (AMZN.US) –逆境突围，力压群雄 215
苹果公司 (AAPL.US) – 手机销量回暖，告别英特尔时代 217
新东方(EDU.US) –新冠疫情加速教辅行业整合 219
沃尔玛(WMT.US) –推出付费会员计划与亚马逊竞争 221
朝日集团(2502.JP) – 积极开拓高端啤酒市场 223
SUMCO (3436.JP) – 疫情新常态带来新增下游需求 225
资生堂(4911.JP) –中国市场有望率先回暖 227
日立制作所 (6501.JP) –股价后劲十足 229
希森美康 (6869.JP) – 血分巨头的二次创业 231
任天堂 (7974.JP) – 经典 IP 人气依旧 233

粤海投资 (270.HK) – 优质资产稳中有升

粤海投资旗下持有的优质资产预计将持续带来稳定的收益及现金流，支持公司盈利逐步增长并维持高派息。公司的核心对港供水业务具有刚需高毛利的特性，地产项目也位于核心城市的核心地段，具有较好的防御性。

核心水务项目稳健经营 粤海投资持有东深供水项目超过 95%的权益，其中对港供水收入由香港和广东政府签订的供水协议锁定，约贡献该项目超过三分之二的收入。其它水资源项目亦稳步发展，其中供水厂的总设计供水能力于 2019 年增长约 50%，为公司带来盈利增长空间。

优质地产项目租金收益稳定 公司位于广州和天津的天河城购物中心项目均为当地黄金地段的优质商业资产，平均出租率均达 95%以上，位于广州天河城的写字楼粤海天河城大厦出租率亦在 95%以上，为公司带来稳定的租金收入。

高派息持续可期 鉴于公司资产优质且作风稳健，其稳定的现金流大概率可维持其一贯的高派息政策。公司 2019 年派息比例为 74.9%，较 2018 年的 69.7%略有提升。

疫情冲击不改增长趋势 公司部分物业的租金收入及非核心业务中的酒店、高速公路等业务预计今年将受到疫情较大冲击。然而公司基本面并未因此改变，预计可于疫情结束后迅速修复。而其水务资产提供刚需服务，在疫情环境下仍可提供稳定的现金流。

估值方面，7 月 22 日收市价为 13.60 港元，市场平均目标价为 16.91 港元，潜在上升空间为 24.34%。20/21 年市场预期 P/E 为 17/15 倍。

2020 年 7 月 22 日收市价(港元)	13.60
市场平均目标价(港元)	16.91
市场目标价区间(港元)	15.30-18.40
潜在上升空间	24.34%

(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(3.75)	(15.01)	(19.71)	(19.90)
相对恒指变动	(4.99)	(20.19)	(10.07)	(8.49)
相对国指变动	(6.82)	(21.16)	(13.76)	(15.19)

市值(百万港元)	88,914
大股东持股比率(%)	65.6
自由流动比率(%)	42.9
过去 3 年盈利复合增速	2.8
派息比率(%)	76.0%
贝塔值(Beta)	0.6
200 天移动平均(港元)	15.23
52 周低/高位(港元)	11.98-17.34
宝林通道低/高位(港元)	13.28-14.65

最新市场预测

	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	20F	20F	20F
平均	0.78	0.78	0.89	17.46	17.39	15.23	2.06	3.46	4.54	12.07
最高	0.82	0.86	0.98	19.43	18.38	17.66	2.12	3.85	5.00	13.40
最低	0.70	0.74	0.77	16.59	15.81	13.88	2.07	3.29	3.82	11.58

图表 342：粤海投资(270.HK) 12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 343：粤海投资(270.HK) 12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 344: 粤海投资(270.HK) 财务一览

(百万港元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**10,464**	**12,169**	**13,364**	**16,691**
同比	14%	16%	10%	25%
成本	-3,584	-4,985	-5,696	-7,933
毛利	**6,880**	**7,184**	**7,667**	**8,758**
同比	12%	4%	7%	14%
毛利率	**65.8%**	**59.0%**	**57.4%**	**52.5%**
百分比变动	-1.2%	-6.7%	-1.7%	-4.9%
经营费用	-1,621	-1,804	-2,142	-2,266
同比	0%	11%	19%	6%
经营费用率	**15.5%**	**14.8%**	**16.0%**	**13.6%**
百分比变动	-2.2%	-0.7%	1.2%	-2.5%
营业外收入	270	436	622	561
非经常性损益	112	1,644	558	282
所得税	-1,100	-1,617	-1,394	-1,835
归属非控制权益	440	318	486	602
净利润	4,212	5,685	5,015	5,044
经调净利润	**4,128**	**4,452**	**4,597**	**4,830**
同比	10%	8%	3%	5%
经调净利润率	**39.4%**	**36.6%**	**34.4%**	**28.9%**
百分比变动	-1.4%	-2.9%	-2.2%	-5.5%
摊薄每股收益(美元)	0.67	0.88	0.77	0.77
每股派息(美元)	0.42	0.49	0.54	0.58
合并资产负债表				
现金及现金等价物	14,818	15,658	15,044	12,347
贸易及其它应收款	450	596	616	811
存货	126	6,339	11,066	10,804
其它流动资产	491	789	2,890	2,061
流动资产	**15,885**	**23,383**	**29,616**	**26,023**
物业、厂房、设备	19,517	23,798	24,274	25,612
长期投资及长期应收款	5	6	0	10
其它非流动资产	16,723	19,353	19,292	24,779
非流动资产	**36,246**	**43,156**	**43,566**	**50,402**
应付款	4,347	5,564	5,776	5,837
借款	1,012	5,176	1,567	1,460
其它流动负债	214	247	1,879	3,346
流动负债	**5,573**	**10,988**	**9,223**	**10,642**
借款	4,416	153	7,290	7,350
其它非流动负债	3,903	6,234	7,209	7,739
非流动负债	**8,319**	**6,387**	**14,499**	**15,089**
归属公司所有人权益	32,222	40,214	40,372	41,156
非控制性权益	6,017	8,949	9,088	9,537
总负债及权益	52,130	66,539	73,182	76,424

(百万港元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	4,212	5,685	5,015	5,044
折旧摊销	1,358	1,486	1,529	1,529
其它非现金调整	743	-1,279	-592	-89
营运资本变动	-345	-931	217	-145
停止运营业务调整	0	0	0	0
营运现金流	**5,969**	**4,961**	**6,170**	**6,340**
资本性开支	-1,330	-1,272	-1,463	-2,356
其它投资现金流	-1,937	-790	-3,885	3,767
投资现金流	**-3,267**	**-2,062**	**-5,349**	**1,411**
融资现金流	**-3,988**	**-3,249**	**-232**	**-5,495**
自由现金流	4,795	3,999	4,960	5,571
归属权益所有人的自由现金流	2,560	3,758	8,011	4,471
回报率				
平均资本回报率(%)	13.0	12.3	11.4	11.8
平均投入资本回报率(%)	10.6	9.9	9.3	9.6
平均资产回报率(%)	7.8	7.5	6.6	6.5
运营效率				
库存周转天数	13.7	236.7	557.6	503.1
应收账款周转天数	14.6	15.7	16.6	15.6
应付账款周转天数	487.3	362.9	363.3	267.2
现金周转天数	-458.9	-110.5	210.8	251.6
杠杆率及偿付能力				
净负债率	-25%	-21%	-13%	-7%
资产负债率	27%	26%	32%	34%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

华润啤酒(291.HK) – 加速高端化发展，盈利能力提升

2019年全年公司收入为331.90亿人民币，按年增长4.2%，其中平均售价同比上涨2.8%至2903元每吨；股东应占利润大幅增长34.3%至13.12亿元，每股盈利0.40元。

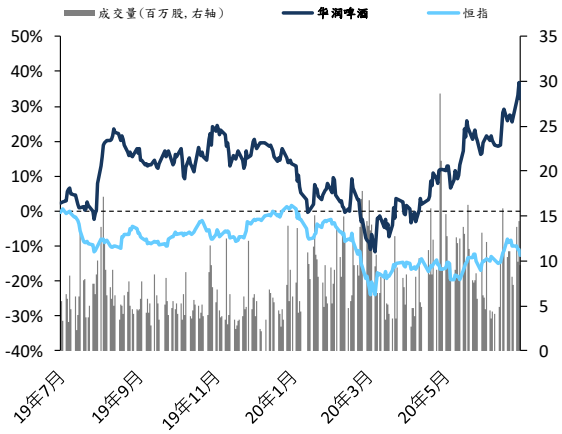
公司加速高端化发展：公司双品牌策略已经成型。2019年，受益于品牌重塑战略，加上收购喜力中国的影响，中高档啤酒销量较2018年增长8.8%，使整体平均销售价格较2018年上升2.8%。未来随着公司产品结构继续优化，中高端产品占比继续提升，推升公司吨酒价格，从而推动公司毛利率上涨。预计华润啤酒与喜力的整合将加速公司高端化发展。

关厂有助于公司提高盈利能力：公司在2017-2019 间关闭了17座啤酒厂产生了大约47亿人民币的一次性费用。随着关厂一次性影响减弱，优质产能逐步释放，公司的盈利能力仍有改善空间。

啤酒餐饮渠道逐渐复苏：受新冠疫情影响，中国餐厅及夜场等即饮场景关闭造成了整个啤酒行业一季度的销售显着下跌，随着国内疫情防控向好形势持续巩固，居民外出就餐信心将持续恢复，预计下半年啤酒餐饮渠道的销售将逐步恢复。

估值上，彭博市场预计20/21年EPS为0.73/1.10元人民币，现价对应20/21年预测市盈率为59.3/39.3倍。目前市场目标价为46.76港元，潜在上升空间-2.07%。

2020 年 7 月 16 日收市价(港元)	47.75
市场平均目标价(港元)	46.76
市场目标价区间(港元)	21.00-58.00
潜在上升空间	-2.07%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	12.75	32.82	14.78	30.29
相对恒指变动	10.18	28.81	28.33	43.04
相对国指变动	10.05	28.05	25.33	37.02

市值(百万港元)	154,909
大股东持股比率(%)	60.5
自由流动比率(%)	43.9
过去 3 年盈利复合增速 (%)	-
派息比率(%)	41.1%
贝塔值(Beta)	0.9
200 天移动平均(港元)	40.49
52 周低/高位(港元)	30.45-50.45
宝林通道低/高位(港元)	41.20-49.11

市场最新预测

	每股盈利(港元)			市盈率			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
年结 12 月 31 日	19Y	20Y	21Y	19Y	20Y	21Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	0.74	0.81	1.22	64.70	58.88	39.04	6.56	1.47	0.67	11.76
最高	1.18	1.35	1.63	125.00	95.69	62.42	6.95	2.84	1.02	20.04
最低	0.38	0.50	0.77	40.47	35.29	29.28	6.11	0.92	0.42	6.18

图表 345：华润啤酒(291.HK)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 346：华润啤酒(291.HK)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 347：华润啤酒(291.HK)财务数据一览

(人民币百万，年结12月31日)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
合并利润表					
总收入	**27,959**	**28,694**	**29,732**	**31,867**	**33,190**
销售成本	(19,272)	(19,021)	(19,703)	(20,669)	(20,964)
毛利	**8,687**	**9,673**	**10,029**	**11,198**	**12,226**
营业费用	(6,897)	(7,916)	(8,178)	(9,733)	(10,063)
经营利润	**1,790**	**1,757**	**1,851**	**1,465**	**2,163**
净利息支出	66	(33)	10	63	44
其它	(133)	15	(45)	4	(5)
税前利润	1,723	1,739	1,816	1,532	2,202
税费	(394)	(320)	(630)	(547)	(892)
净利润	**(4,118)**	**629**	**1,175**	**977**	**1,312**
摊薄每股盈利	(1.426)	0.220	0.360	0.300	0.400
每股派息	-	0.080	0.14	0.12	0.17
同比变动					
总收入	(76%)	3%	4%	7%	4%
毛利	(71%)	11%	4%	12%	9%
经营利润	(53%)	(2%)	5%	(21%)	48%
净利润	(372%)	(115%)	87%	(17%)	34%
摊薄每股盈利	(348%)	(115%)	64%	(17%)	33%
资产负债表					
现金、现金等价物及短期投资	2,802	3,487	2,361	1,858	2,340
应收账款	630	689	607	443	329
存货	6,488	6,110	5,826	5,379	6,018
其它流动资产	1,116	742	592	770	1,088
流动资产	**11,036**	**11,028**	**9,386**	**8,450**	**9,775**
物业厂房设备	21,389	20,900	20,449	19,632	19,413
长期投资	10	9	9	9	9
其它非流动资产	10,333	10,693	10,807	11,180	12,394
总资产	**42,768**	**42,630**	**40,651**	**39,271**	**41,591**
短期借款	1,778	4,314	2,383	704	601
应付账款	1,501	1,583	1,616	2,339	2,713
其它流动负债	15,471	14,908	15,196	15,327	16,542
流动负债	**18,750**	**20,805**	**19,195**	**18,370**	**19,856**
长期贷款	3,839	2,953	1,087	9	124
其它非流动负债	859	1,205	1,884	1,982	1,884
总负债	**23,448**	**24,963**	**22,166**	**20,361**	**21,864**
归属股东权益	**19,320**	**17,667**	**18,485**	**18,910**	**19,727**
总负债及股东权益	**42,768**	**42,630**	**40,651**	**39,271**	**41,591**
净负债	2,815	3,780	1,109	(1,145)	(1,615)

(人民币百万，年结12月31日)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
现金流量表					
净利润	(4,118)	629	1,175	977	1,312
折旧摊销	3,538	1,721	1,706	1,654	1,724
其它非现金调整	6,129	1,401	1,231	1,642	1,693
已付税费	(1,672)	(783)	(812)	(927)	(944)
经营现金流	**4,687**	**4,320**	**4,255**	**3,934**	**4,098**
资本化开支	(5,262)	(1,863)	(2,215)	(1,641)	(1,490)
处置固定资产	291	280	200	394	688
其它投资现金	2,879	19	852	233	(1,966)
投资现金流	**(2,092)**	**(1,564)**	**(1,163)**	**(1,014)**	**(2,768)**
借贷净值	(3,263)	(1,310)	(835)	(2,862)	(319)
股权融资净值	296	8,149	-	-	-
已付股息	(11,738)	-	(487)	(519)	(487)
融资现金流	**(15,879)**	**(2,185)**	**(4,170)**	**(3,454)**	**(878)**
现金净变动	(13,284)	571	(1,078)	(534)	452
利润率					
毛利率	31.1%	33.7%	33.7%	35.1%	36.8%
经营利润率	6.4%	6.1%	6.2%	4.6%	6.5%
净利率	(14.7%)	2.2%	4.0%	3.1%	4.0%
利润率变动					
毛利率	5.5%	2.6%	0.0%	1.4%	1.7%
经营利润率	3.1%	-0.3%	0.1%	-1.6%	1.9%
净利率	-16.0%	16.9%	1.8%	-0.9%	0.9%
资本回报					
平均资本回报率	-12.5%	3.4%	6.5%	5.2%	6.8%
平均资产回报率	-5.0%	1.5%	2.8%	2.4%	3.2%
平均投入资本回报率	-11.8%	2.9%	5.7%	5.2%	7.3%
现金周转					
平均应收账款天数	15.6	8.4	8.0	6.0	4.2
平均应付账款天数	205.1	29.6	29.6	34.9	44.0
偿债能力、杠杆率					
流动比率	59%	53%	49%	46%	49%
速动比率	18%	20%	15%	13%	13%
净负债比率	15%	21%	6%	-6%	-8%
杜邦分析					
息税负担(净利润/经营利润)	-230%	36%	63%	67%	61%
经营利润率	6.4%	6.1%	6.2%	4.6%	6.5%
期末资产周转率	65%	67%	73%	81%	80%
杠杆率（总资产/总资本）	2.2x	2.4x	2.2x	2.1x	2.1x

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

中国金茂 (817.HK) –城市运营模式赋予未来发展潜力

中国金茂(00817.HK)2019 年收入为 433.56 亿元，同比增长 12%，实现毛利约为 127.65 亿元，同比减少约 12.2%；净利润约 86.29 亿元，同比增长约 16.97%；归母净利润约 64.52 亿元，同比增长约 23.8%；母公司股东应占每股基本盈利约 0.55 元；每股派息 23 港仙。

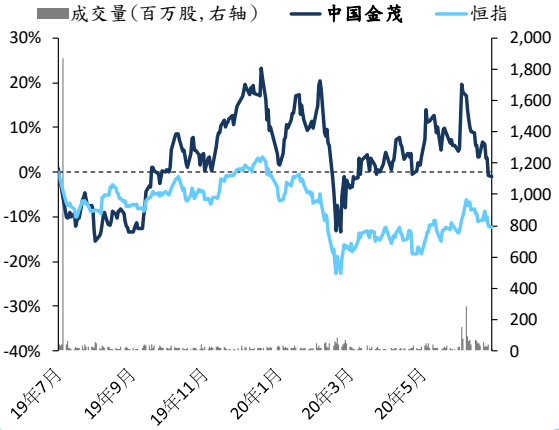
未来销售保持高增长。中国金茂 2019 年合约销售达 1,608 亿元，同比增长 61%，均价 2.3 万元/平米。预计未来销售 3 年均保持 20%以上增长，2020 年-2022 年分别达到 2,000 亿元、2,500 亿元以及 3,000 亿元的目标。2020 年可售货值达 3,110 亿元(含 75 亿一级开发项目)，且受疫情影响较小，64%去化率即可完成全年目标。

土储优质，城市运营继续发力。中国金茂二级总土储面积达 5,857 万平方米(权益约 58%)，其中 79%位于一、二线城市。一级总土储面积达 2,728 万平方米(权益约 66%)，且绝大多数位于二线城市。2019 年新增土储 40%来自城市运营，权益比提升，平均拿地成本微降。此外，两化合并也给城市运营带来了机会，目前已对接贵阳、北京、青岛、济南等城市的项目，也将在未来有效补充土储。

财务依旧稳健。中国金茂 2019 年平均借贷成本为 4.94%，净负债率达 74%。预计公司 2020 年派息率依旧为约 40%。截止 2020 年 2 月底已售未结金额约 2,461 亿元，管理层目标全年结算 40%，持有物业收入目标达 42 亿元。

估值上，彭博市场预计 20/21 年 EPS 为 0.70/0.87 港元，现价对应 20/21 年预测市盈率为 7.33/5.94 倍。目前市场目标价为 6.82 港元，对应 7 月 24 号 5.14 港元收市价，潜在上升空间 32.68%。

2020 年 7 月 24 日收市价(港元)	5.14
市场平均目标价(港元)	6.82
市场目标价区间(港元)	5.85-8.50
潜在上升空间	32.68%



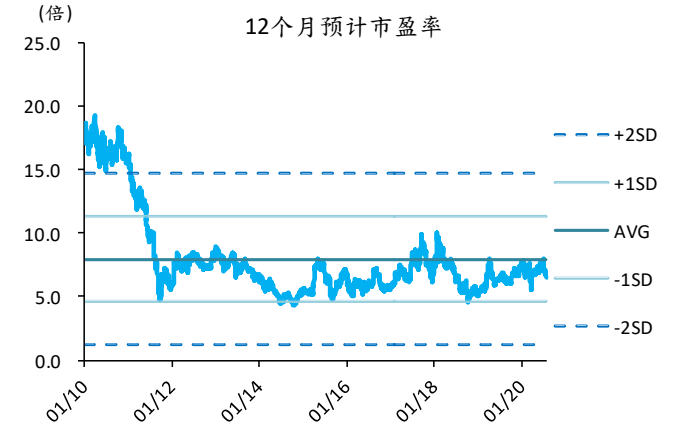
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(4.23)	1.87	(13.38)	12.40
相对恒指变动	(7.00)	(1.33)	0.03	24.40
相对国指变动	(7.56)	(2.46)	(3.05)	18.00

市值(百万港元)	63,659
大股东持股比率(%)	35.0
自由流动比率(%)	49.8
过去 3 年盈利复合增速 (%)	8.9
派息比率(%)	40.2%
贝塔值(Beta)	1.3
200 天移动平均(港元)	5.50
52 周低/高位(港元)	4.15-6.46
宝林通道低/高位(港元)	5.20-6.13

最新市场预测

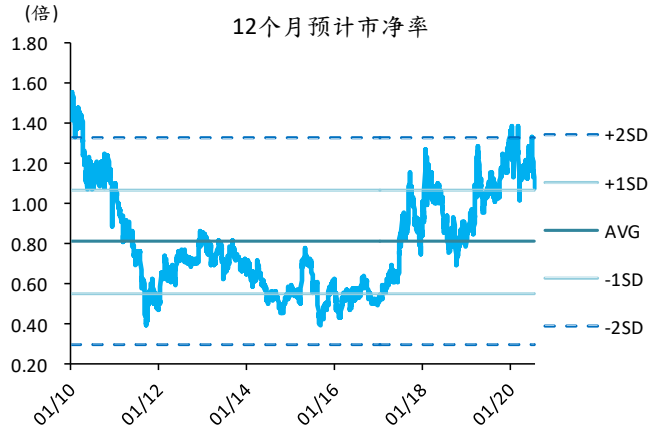
	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	0.70	0.87	1.07	7.33	5.94	4.81	1.25	0.22	5.14	17.37
最高	0.75	0.98	1.24	8.13	7.13	6.03	1.29	0.25	6.26	18.00
最低	0.63	0.72	0.85	6.82	5.27	4.15	0.86	0.21	4.96	15.91

图表 348：中国金茂(00817.HK)12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 349：中国金茂(00817.HK)12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 350：中国金茂(00817.HK)历史财务一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**27,304**	**31,075**	**38,733**	**43,356**
同比	52%	14%	25%	12%
成本	-17,099	-21,034	-24,194	-30,591
毛利	**10,205**	**10,041**	**14,538**	**12,765**
同比	47%	-2%	45%	-12%
毛利率	**37.4%**	**32.3%**	**37.5%**	**29.4%**
百分比变动	-1.3%	-5.1%	5.2%	-8.1%
经营费用	-2,538	-3,163	-3,504	-5,399
同比	19%	25%	11%	54%
经营费用率	**9.3%**	**10.2%**	**9.0%**	**12.5%**
百分比变动	-2.6%	0.9%	-1.1%	3.4%
营业外收入	-406	-879	-170	1,104
非经常性损益	782	2,661	481	2,899
所得税	-3,717	-3,675	-4,338	-4,195
归属非控制权益	2,038	1,172	2,166	2,177
净利润	2,536	3,978	5,211	6,452
经调净利润	**2,030**	**1,946**	**4,855**	**4,271**
同比	-4%	-4%	150%	-12%
经调净利润率	**7.4%**	**6.3%**	**12.5%**	**9.9%**
百分比变动	-4.4%	-1.2%	6.3%	-2.7%
摊薄每股收益	0.21	0.36	0.45	0.55
每股派息	0.08	0.14	0.19	0.21
合并资产负债表				
现金及现金等价物	18,117	25,411	21,326	17,196
贸易及其它应收款	6,446	920	790	1,446
存货	32,766	43,377	60,683	75,227
其它流动资产	28,954	47,571	64,628	77,763
流动资产	**86,283**	**117,278**	**147,426**	**171,632**
物业、厂房、设备	73,029	91,041	101,092	119,337
其它非流动资产	7,412	13,501	21,881	34,855
非流动资产	**80,621**	**104,767**	**124,212**	**154,516**
应付款	26,915	36,608	97,310	134,624
借款	12,944	27,827	21,976	26,738
其它流动负债	31,523	42,640	2,805	3,420
流动负债	**71,382**	**107,074**	**122,091**	**164,782**
借款	34,981	43,505	65,996	69,494
其它非流动负债	4,797	5,022	5,286	6,015
非流动负债	**39,778**	**48,527**	**71,282**	**75,508**
归属公司所有人权益	31,626	32,852	35,796	39,372
非控制性权益	24,118	33,592	42,469	46,486
总负债及权益	166,904	222,044	271,638	326,149

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	2,536	3,978	5,211	6,452
折旧摊销	396	424	434	562
营运现金流	**-3,546**	**-27,777**	**-2,591**	**14,729**
资本性开支	-550	-4,078	-1,584	-1,067
其它投资现金流	132	-11,601	-18,135	-19,605
投资现金流	**-418**	**-15,679**	**-19,719**	**-20,672**
融资现金流	**10,961**	**44,883**	**24,170**	**1,807**
自由现金流	-3,689	-30,872	-2,633	15,079
归属权益所有人的自由现金流	2,415	-9,308	13,412	18,845
回报率				
平均资本回报率(%)	6.9	6.3	14.1	11.4
平均投入资本回报率(%)	4.6	3.3	5.6	4.5
平均资产回报率(%)	1.4	1.0	2.0	1.4
运营效率				
库存周转天数	674.7	660.6	784.9	810.8
应收账款周转天数	60.1	43.3	8.1	9.4
应付账款周转天数	527.1	551.1	1,010.1	1,383.7
现金周转天数	207.7	152.8	-217.2	-563.4
杠杆率及偿付能力				
净负债率	53%	69%	85%	92%
资产负债率	67%	70%	71%	74%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

海螺水泥 (914.HK) –资产负债率下降

海螺水泥(914.HK)是国内水泥行业龙头企业，在华东华南地区拥有丰富的优质石灰石矿山资源。截至 2019 年底，公司熟料产能 2.53 亿吨，水泥产能 3.59 亿吨，骨料产能 5530 吨，商品混凝土 300 万立方米。

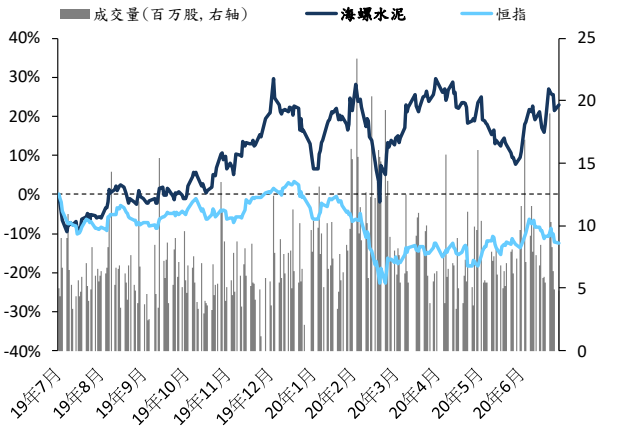
一季度疫情有一定冲击。从一季度业绩来看，疫情对销量有一定冲击。一季度收入同比下滑 23.9%，归母净利同比下滑 19.2%，毛利率上升 4pp。值得注意的是，因子公司所处国家受疫情影响当地货币贬值较大导致汇兑损失，财务费用同比上升 189%。

华东水泥价格下调。近期公司核心区域华东因雨水天气水泥价格阶段性下调，水泥平均价格环比/同比下跌 2.4%/6.8%至 458.7 元/吨。福建、江西、上海水泥价格仍高于去年同期水平，但浙江、江苏、安徽水泥价格跌幅较深。截止至 7 月 10 日，江西和山东的水泥价格已经超过浙江，分别为 454 元/吨和 450 元/吨。随着国内煤炭供需关系改善，煤炭价格可能回升。公司吨成本可能轻微上升，不过预计依旧低于行业平均水平。

现金充裕，资产负债率逐年下降。财务费用大增导致一季度公司经营现金流净额同比减少 54%至 23 .1 亿元。一季末公司拥有货币资金 575.4 亿元和交易性金融资产 169.7 亿元，共计 745 .1 亿元，较 2019 年末增加 27.5 亿元。资产负债率降至 18%。

估值方面，海螺水泥（914.HK）7 月 27 日收市价为 57.75 港元，市场平均目标价为 69.01 港元，潜在上升空间为 19.5%。20/21 年市场预期市盈率为 8.2/8.0 倍。

2020 年 7 月 27 日收市价(港元)	57.75
市场平均目标价(港元)	69.01
市场目标价区间(港元)	61.20-77.07
潜在上升空间	19.50%



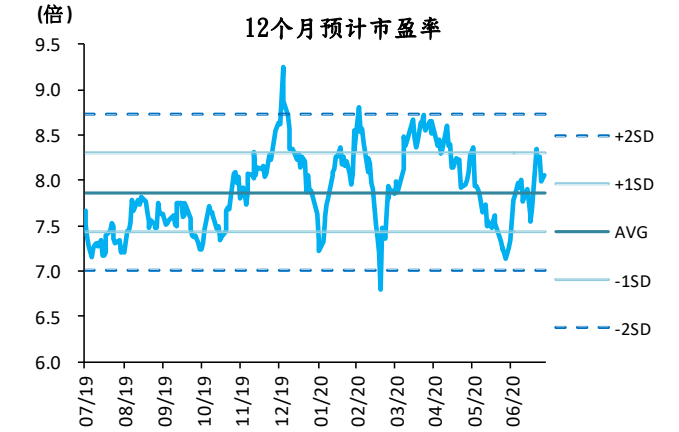
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	14.13	(2.04)	5.48	22.87
相对恒指变动	13.91	(3.37)	17.45	36.23
相对国指变动	11.87	(4.06)	13.69	30.04

市值(百万港元)	339,592
大股东持股比率(%)	2.2
自由流动比率(%)	91.0
过去 3 年盈利复合增速 (%)	25.1
派息比率(%)	33.1%
贝塔值(Beta)	1.1
200 天移动平均(港元)	54.00
52 周低/高位(港元)	41.30-61.70
宝林通道低/高位(港元)	51.23-60.93

最新市场预测

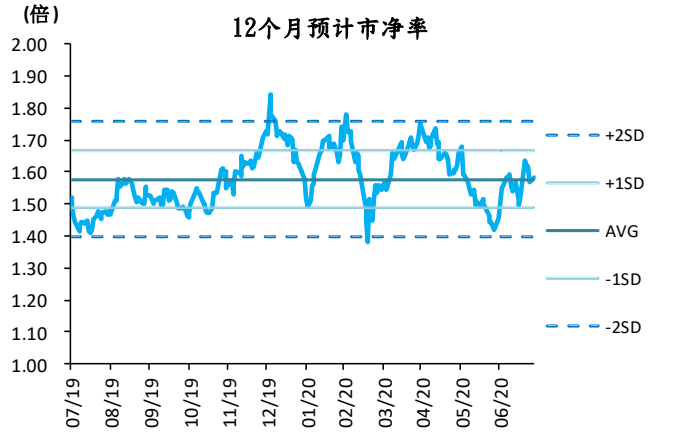
	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	19Y	20Y	21Y	19Y	20Y	21Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	6.85	7.07	7.21	8.43	8.17	8.01	1.72		3.98	22.58
最高	7.12	7.98	8.77	9.02	9.16	9.92	1.78		4.85	25.56
最低	6.40	6.31	5.82	8.11	7.24	6.58	1.63		3.56	18.90

图表 351：海螺水泥 (914 HK)12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 352：海螺水泥 (914 HK)12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 353：海螺水泥 (914 HK)历史财务一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**55,932**	**75,311**	**128,403**	**157,030**
同比	10%	35%	70%	22%
经营费用	-7,092	-7,979	-9,023	-8,822
同比	12%	12%	13%	-2%
经营费用率	**12.7%**	**10.6%**	**7.0%**	**5.6%**
百分比变动	0.3%	-2.1%	-3.6%	-1.4%
营业外收入	391	377	1,678	2,529
非经常性损益	193	1,908	-972	-1,486
所得税	-2,703	-4,800	-8,993	-10,205
净利润	8,530	15,855	29,858	33,630
经调净利润	**8,388**	**14,433**	**30,049**	**34,744**
同比	37%	72%	108%	16%
经调净利润率	**15.0%**	**19.2%**	**23.4%**	**22.1%**
百分比变动	3.0%	4.2%	4.2%	-1.3%
摊薄每股收益(元)	1.61	2.99	5.63	6.35
每股派息(元)	0.50	1.20	1.69	2.00
合并资产负债表				
现金及现金等价物	15,300	24,429	37,361	71,300
贸易及其它应收款	7,166	12,187	14,367	12,996
存货	4,549	4,705	6,023	5,572
其它流动资产	2,380	4,632	14,302	7,345
流动资产	**29,394**	**45,953**	**72,053**	**97,212**
物业、厂房、设备	69,435	71,189	71,956	70,164
长期投资及长期应收款	2,963	498	324	460
其它非流动资产	7,722	4,503	5,076	10,942
非流动资产	**80,120**	**76,190**	**77,355**	**81,565**
应付款	10,961	13,350	18,712	19,553
借款	4,538	5,620	4,128	4,375
其它流动负债	1,550	2,144	3,312	3,492
流动负债	**17,049**	**21,114**	**26,152**	**27,421**
借款	11,443	8,359	6,105	7,862
其它非流动负债	723	705	1,101	1,363
非流动负债	**12,166**	**9,064**	**7,206**	**9,225**
归属公司所有人权益	76,609	89,406	112,477	137,186
非控制性权益	3,690	2,558	3,729	4,944
总负债及权益	109,514	122,143	149,547	178,777

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	8,530	15,855	29,814	33,630
折旧摊销	4,752	4,832	4,952	5,271
其它非现金调整	-307	-2,272	2,460	743
营运资本变动	-707	-1,854	1,524	2,538
停止运营业务调整	0	0	0	0
营运现金流	**12,268**	**16,561**	**35,903**	**42,181**
资本性开支	-4,822	-3,552	-4,698	-8,704
其它投资现金流	246	-1,697	-21,130	-13,857
投资现金流	**-4,576**	**-5,249**	**-25,829**	**-22,561**
融资现金流	**-6,198**	**-6,651**	**-10,424**	**-7,483**
自由现金流	7,895	13,434	32,381	34,534
归属权益所有人的自由现金流	3,907	10,884	28,215	35,392
回报率				
平均资本回报率(%)	11.4	17.4	29.8	27.8
平均投入资本回报率(%)	10.0	15.4	26.9	25.5
平均资产回报率(%)	7.8	12.5	22.1	21.2
运营效率				
应收账款周转天数	39.3	46.9	37.7	31.8
杠杆率及偿付能力				
净负债率	1%	-11%	-23%	-42%
资产负债率	27%	25%	22%	20%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

建设银行 (939.HK) – 静待估值修复

建设银行在 2020 年做好疫情防控和支持实体经济工作。扎实推进"三大战略"，为住房租赁全面布局、普惠金融量质并进、金融科技加快赋能。

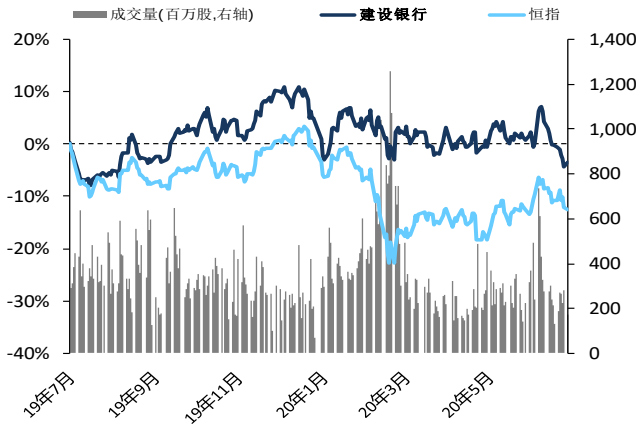
上半年资产质量总体稳定，预计下半年与上半年同步。公司一季度不良贷款率 1.42%，与上年末持平。拨备覆盖率为 230.27%，较上年末上升 2.58 个百分点，不良贷款较上年末增加 135.37 亿元，体现在疫情冲击下资产质量受到影响。预计下半年将与上半年情况一致。

收益方面上半年表现良好，预计下半年将走弱。公司一季度净利润 809.8 亿元，较上年同期增长 3.92%。手续费及佣金净收入 453.76 亿元，较上年同期增长 5.45%。托管及其他受托业务等实现较快增长，结算与清算、银行卡等业务稳步增长。在央行政策扶持小微企业及降低资金成本的大环境下，下半年行业盈利整体承压，预计在收益端将走弱，劣于上半年表现。

基准利率走低，预计下半年息差下滑。公司一季度利息净收入 1,334.99 亿元，较上年同期增长 6.74%。净利差为 2.04%，净利息收益率为 2.19%，分别较上年同期下降 0.11 和 0.10 个百分点。新冠肺炎疫情加速在全球蔓延，对世界经济、金融造成重大影响，银行经营面临的不确定性因素增多，预计下半年息差将下滑。

估值及建议：目前建设银行市场平均目标价 7.88 港元，对应 7 月 27 号 5.92 港元收市价，潜在上升空间 33.11%。

2020 年 7 月 27 日收市价(港元)	5.92
市场平均目标价(港元)	7.88
市场目标价区间(港元)	5.70-9.60
潜在上升空间	33.11%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(4.21)	(5.44)	(8.09)	(4.68)
相对恒指变	(5.16)	(6.27)	3.25	8.06
相对国指变	(7.52)	(7.39)	(0.82)	1.54

市值(百万港元)	1,487,682
大股东持股比率(%)	60.3
自由流动比率(%)	39.1
过去 3 年盈利复合增速	3.2
派息比率(%)	30.6%
贝塔值(Beta)	0.9
200 天移动平均(港元)	6.30
52 周低/高位(港元)	5.55-6.85
宝林通道低/高位(港元)	5.79-6.62

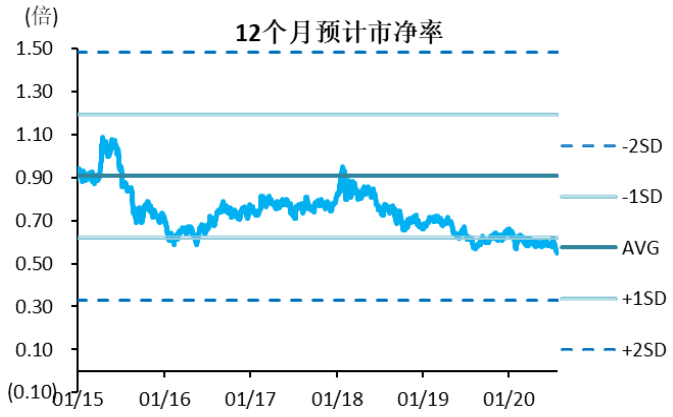
最新市场预测

	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	1.21	1.26	1.35	4.91	4.69	4.39	0.58	1.17	6.22	12.21
最高	1.23	1.32	1.41	5.23	4.94	4.64	0.58	1.25	6.37	12.60
最低	1.13	1.20	1.28	4.81	4.48	4.20	0.57	1.15	5.81	11.50

图表 354：建设银行 (0939.HK)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 355：建设银行 (0939.HK)12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 356：建设银行 (0939.HK)历史财务一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表			
总收入	**934,730**	**997,393**	**1,090,358**
销售成本	-	-	-
毛利	**934,730**	**997,393**	**1,090,358**
营业费用	(633,104)	(689,019)	(764,010)
经营利润	**301,626**	**308,374**	**326,348**
净利息支出	579,441	638,879	694,034
其它	(581,280)	(639,093)	(693,785)
税前利润	299,787	308,160	326,597
税费	(56,172)	(52,534)	(57,375)
净利润	**242,264**	**254,655**	**266,733**
摊薄每股盈利(人民币)	0.96	1.00	1.05
每股派息	0.29	0.31	0.35
同比变动			
总收入	4%	7%	9%
毛利	4%	7%	9%
经营利润	1%	2%	6%
净利润	5%	5%	5%
摊薄每股盈利	4%	4%	5%
资产负债表			
现金、现金等价物及短期投资	5,274,408	5,109,186	5,140,124
应收账款	-	-	-
存货	-	-	-
其它流动资产	-	-	-
流动资产	**5,274,408**	**5,109,186**	**5,140,124**
物业厂房设备	184,224	183,947	209,938
长期投资	3,052,532	3,272,514	3,740,296
其它非流动资产	330,148	253,095	296,620
总资产	**8,841,312**	**8,818,742**	**9,386,978**
短期借款	2,267,921	2,402,089	2,743,684
应付账款	-	-	-
其它流动负债	780,341	588,171	441,089
流动负债	**3,048,262**	**2,990,260**	**3,184,773**
长期贷款	275,160	404,202	389,315
其它非流动负债	245,735	325,611	436,712
总负债	**3,569,157**	**3,720,073**	**4,010,800**
归属股东权益	**1,716,191**	**1,911,958**	**2,115,500**
总负债及股东权益	**5,364,984**	**5,711,667**	**6,245,927**
净负债	(2,731,327)	(2,302,895)	(2,007,125)

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2017	FY 2018	FY 2019
现金流量表			
净利润	242,264	254,655	266,733
折旧摊销	17,414	17,874	23,927
其它非现金调整	(729)	(16,474)	(256,741)
非现金资本变动	74,978	458,506	(182,108)
经营现金流	**333,927**	**714,561**	**(148,189)**
资本开支	(22,263)	(20,783)	(23,234)
证券投资	(1,525,529)	(1,553,492)	(1,963,872)
其它投资现金	1,448,099	1,203,459	1,694,558
投资现金流	**(99,693)**	**(370,816)**	**(292,548)**
新增长期贷款	34,989	123,524	82,097
偿付长期贷款	(6,347)	(11,335)	(18,051)
股本增加	59,977	-	-
其它融资现金流	821,971	536,308	1,717,352
融资现金流	**910,590**	**648,497**	**1,781,398**
现金净变动	1,144,824	992,242	1,340,661
利息现金支出	(12,708)	(337,781)	(79,052)
税费现金支出	(54,551)	(88,111)	(65,793)
自由现金流	**439,026**	**836,823**	**(22,481)**
资本回报			
平均资本回报率	14.7%	14.0%	13.2%
平均资产回报率	4.6%	4.6%	4.5%
平均投入资本回报率	-24.3%	-36.2%	-188.8%
杜邦分析			
息税负担(净利润/经营利润)	80%	83%	82%
经营利润率	32.3%	30.9%	29.9%
期末资产周转率	11%	11%	12%
杠杆率	3.1x	3.0x	3.0x

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

华润水泥 (1313.HK) –全年销量预计持平

华润水泥(1313.HK)是华南地区的水泥、熟料及混凝土生产商，截至 2019 年年底，公司共有及运营 96 条水泥粉磨线及 45 条熟料生产线，水泥及熟料的总年产能分别为 8,430 万吨及 6,130 万吨；拥有 61 座混凝土搅拌站，总年产能为 3,690 万立方米。

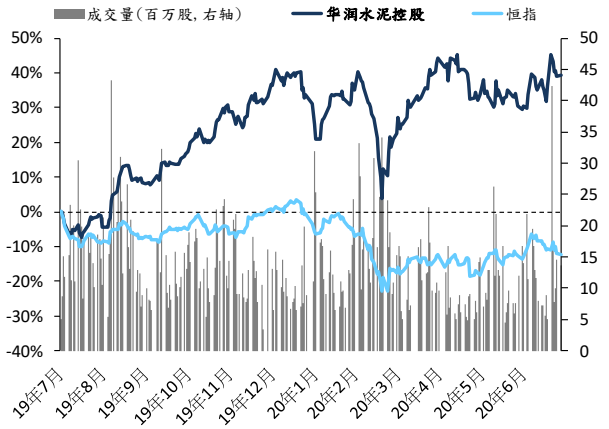
一季度销量收入下滑。从一季度业绩来看，疫情导致一季度产品销量下跌，收入同比下滑 25.5%至 55.94 亿港元，归母净利同比下滑 25.2%，毛利率上升 1.3pp 至 39.2%。水泥、熟料及混凝土毛利率分别为 42.9%、39.0%及 18.4%，同比+1.5%、-1.7%及-2.9%。

核心市场受降雨影响价格下降。近期雨水较多，中南地区水泥价格下滑幅度仅次于华东地区，两广水泥价格同样下降。一季度公司在广东、福建、海南的销量略有下滑，主要因为大修和复工滞后。

广西省内供给侧压力中期有望缓解。若广西暂停水泥行业产能置换落实，省内供给侧压力有望缓解。不过，根据卓创资讯统计，广西省待投产熟料线达 15 条，涉及熟料产能约 2805 万吨。部分项目于今明两年完工，广西水泥供应仍有增量，可能会投放至广东。

今年公司在广东和广西宜州将新增两条生产线，总量年产能大概在 410 万吨左右。公司预计全年销量和去年持平，公司拥有矿山供应石灰石资源，有助于平稳成本波动。估值方面，华润水泥 (1313.HK)7 月 27 日收市价为 10.14 港元，市场平均目标价为 12.14 港元，潜在上升空间为 19.7%。

2020 年 7 月 27 日收市价(港元)	10.14
市场平均目标价(港元)	12.14
市场目标价区间(港元)	11.30-12.80
潜在上升空间	19.72%



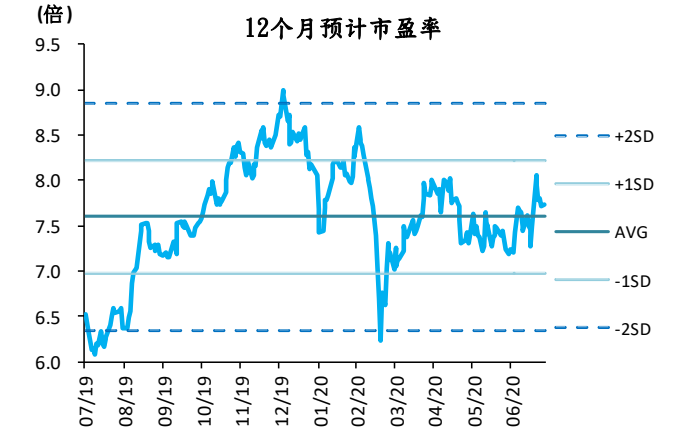
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	6.85	(0.59)	4.32	36.66
相对恒指变动	6.63	(1.92)	16.29	50.02
相对国指变动	4.59	(2.61)	12.53	43.82

市值(百万港元)	70,807
大股东持股比率(%)	68.6
自由流动比率(%)	31.3
过去 3 年盈利复合增速 (%)	15.4
派息比率(%)	48.5%
贝塔值(Beta)	1.1
200 天移动平均(港元)	9.47
52 周低/高位(港元)	6.40-11.02

最新市场预测

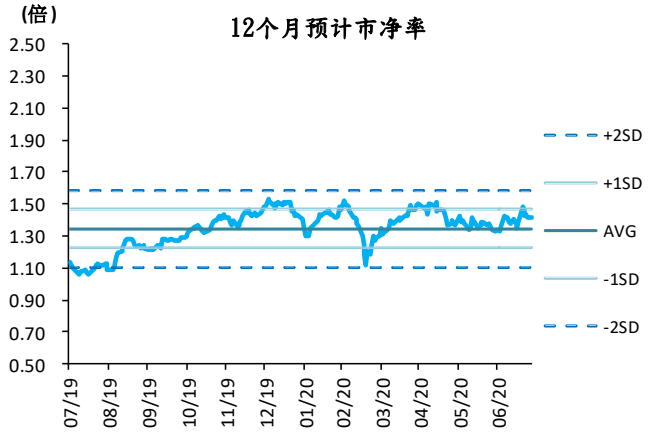
	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	19Y	20Y	21Y	19Y	20Y	21Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	1.16	1.29	1.33	8.74	7.88	7.63	1.50	3.40	6.15	20.27
最高	1.25	1.40	1.50	9.48	9.14	8.59	1.53	3.68	6.71	21.71
最低	1.07	1.11	1.18	8.11	7.24	6.76	1.42	3.15	5.33	18.80

图表 357：华润水泥 (1313.HK)12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 358：华润水泥 (1313.HK)12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 359：华润水泥 (1313.HK)历史财务一览

(百万港元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**25,647**	**29,958**	**38,791**	**38,956**
同比	-4%	17%	29%	0%
经营费用	-3,818	-4,196	-4,444	-4,273
同比	-4%	10%	6%	-4%
经营费用率	**14.9%**	**14.0%**	**11.5%**	**11.0%**
百分比变动	0.1%	-0.9%	-2.5%	-0.5%
营业外收入	-1,118	-207	-3	202
非经常性损益	-154	-246	-79	-33
所得税	-897	-1,291	-3,328	-3,314
净利润	1,326	3,617	7,975	8,618
经调净利润	**1,442**	**3,821**	**8,034**	**8,645**
同比	21%	165%	110%	8%
经调净利润率	**5.6%**	**12.8%**	**20.7%**	**22.2%**
百分比变动	1.2%	7.1%	8.0%	1.5%
摊薄每股收益(美元)	0.20	0.55	1.18	1.23
每股派息(美元)	0.09	0.27	0.43	0.53
合并资产负债表				
现金及现金等价物	3,159	5,384	12,302	12,848
贸易及其它应收款	2,434	2,594	2,367	2,386
存货	1,943	1,717	1,971	1,510
其它流动资产	1,538	2,200	2,183	1,999
流动资产	**9,074**	**11,895**	**18,822**	**18,743**
物业、厂房、设备	33,461	34,839	32,339	31,280
长期投资及长期应收款	112	131	138	227
其它非流动资产	9,509	9,661	9,207	10,921
非流动资产	**43,083**	**44,632**	**41,684**	**42,428**
应付款	7,220	7,971	8,939	9,104
借款	6,891	6,572	4,532	1,298
其它流动负债	706	814	802	921
流动负债	**14,817**	**15,357**	**14,273**	**11,323**
借款	10,970	10,579	7,981	6,628
其它非流动负债	118	108	358	953
非流动负债	**11,088**	**10,687**	**8,338**	**7,581**
归属公司所有人权益	26,007	30,309	37,691	41,980
非控制性权益	245	173	204	287
总负债及权益	52,157	56,527	60,506	61,171

(百万港元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	1,326	3,617	7,975	8,618
折旧摊销	1,981	2,010	2,154	2,126
其它非现金调整	1,017	452	974	385
营运资本变动	-170	849	573	458
停止运营业务调整	0	0	0	0
营运现金流	**4,154**	**6,928**	**11,676**	**11,587**
资本性开支	-1,824	-1,192	-1,353	-1,922
其它投资现金流	111	-1,011	-66	-997
投资现金流	**-1,714**	**-2,204**	**-1,420**	**-2,920**
融资现金流	**-1,035**	**-2,791**	**-2,803**	**-7,837**
自由现金流	2,693	6,184	10,764	9,859
归属权益所有人的自由现金流	1,689	4,294	6,264	5,226
回报率				
平均资本回报率(%)	5.5	13.6	23.6	21.7
平均投入资本回报率(%)	4.0	9.3	17.4	18.0
平均资产回报率(%)	2.7	7.0	13.7	14.2
运营效率				
应收账款周转天数	32.9	30.6	23.3	22.3
杠杆率及偿付能力				
净负债率	56%	39%	1%	-12%
资产负债率	50%	46%	37%	31%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

信达生物(1801.HK) – 达伯舒拓展大适应症

信达生物(1801.HK)是国内一线生物制药企业，由俞德超博士领军。开发了全面集成的生物医药平台，将先进的研究、发现、开发、制造和商业化能力整合于一体，提高开发速度和成功率，并降低开发成本。旗下核心产品PD-1单抗信迪利单抗达伯舒于2018年12月获批，是国内第二个上市的国产PD-1产品，已成功商业化，并进入医保，2019年/1Q20销售额人民币10.16亿元/4亿元。

达伯舒拓展大适应症 达伯舒目前获批适应症为复发难治的经典霍奇金淋巴瘤，患者群体相对较小，依赖处方外销售，但近期有望拓展大适应症，预计在1年内获得1线鳞状和非鳞状非小细胞肺癌适应症的NMPA批准。另外在胃癌、肝癌的临床试验也进入3期，进度居国内PD-1产品第一梯队。多个联合用药临床管线带来发展空间。

生物类似药快速推进 在贝伐珠单抗类似药达攸同上市之后，另两款利妥昔单抗类似药和阿达木单抗类似药也即将相继上市，在国内进度有一定优势。此外，引入了3款小分子后期临床管线，加强在代谢疾病领域的布局。

战略合作印证国际价值认可 与国际顶级药企罗氏达成战略合作。信达将使用罗氏双特异性T细胞抗体和通用型CART平台开发和商业化用于血液瘤和实体瘤的细胞治疗和双抗产品，罗氏拥有海外权益的有限收购权。在开发层面的合作，证明公司在研发、执行、战略受国际认可。

夯实商业化发展基础 公司拥有一支肿瘤药销售推广经验丰富的商业化团队，目标今年销售人数达到1000人，覆盖300个城市，2000家医院。目前产能2.1万升，规划8.3万升。能够支持公司未来几年的商业化发展。

彭博市场平均目标价56.84港元，对应上升空间16.95%。市场目标价区间33.00-72.00港元。

2020 年 7 月 27 日收市价(港元)	48.60
市场平均目标价(港元)	56.84
市场目标价区间(港元)	33.00-72.00
潜在上升空间	16.95%

Source: Bloomberg, GTJAHK

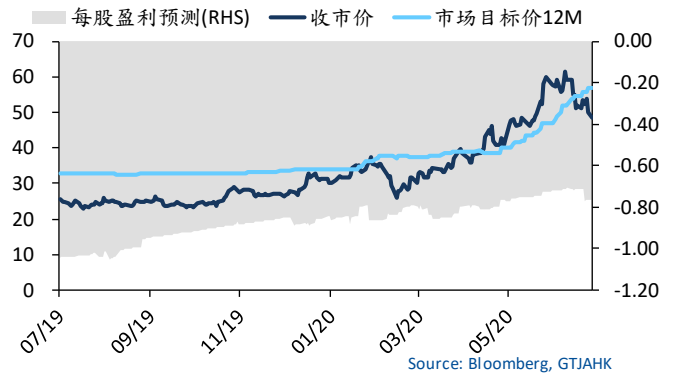
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(19.00)	23.98	55.27	93.63
相对恒指变动	(19.22)	22.65	67.24	106.99
相对国指变动	(21.26)	21.96	63.48	100.79

市值(百万港元)	65,276
大股东持股比率(%)	8.6
自由流动比率(%)	50.1
过去 3 年盈利复合增速 (%)	-
派息比率(%)	-
贝塔值(Beta)	0.8
200 天移动平均(港元)	35.02
52 周低/高位(港元)	22.55-62.90
宝林通道低/高位(港元)	49.24-62.36

最新市场预测

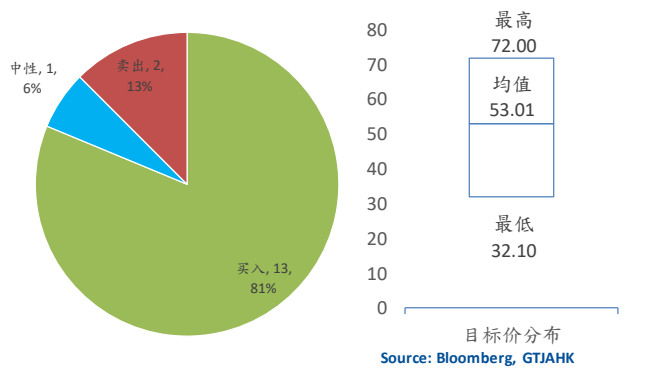
	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	19F	20F	21F	19F	20F	21F	20F	20F	20F	20F
平均	(1.29)	(1.05)	(0.70)	-	-	-	11.49	-	0.00	(33.04)
最高	(0.81)	(0.50)	0.27	-	-	-	16.85	-	0.00	(11.99)
最低	(1.73)	(1.95)	(1.87)	-	-	182.71	8.78	-	0.00	(98.00)

图表 360：信达生物(01801.HK) 市场目标价变动趋势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 361：信达生物(01801.HK)市场评级、目标价分布



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 362：信达生物(01801.HK)市场共识预测一览

(百万人民币，年结12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	9	1,048	2,357	4,126	6,435
息税摊销前利润	-5,825	-1,689	-1,068	-568	547
经营利润	-5,889	-1,776	-1,228	-746	558
净利润	-1,482	-1,722	-1,235	-799	119
每股盈利	-4.43	-1.46	-0.94	-0.63	0.08
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净负债	-3,733	-1,187	-3,390	-2,128	-2,202
同比					
收入	NA	NM	125%	75%	56%
经营利润率	824%	-70%	-31%	-39%	-175%
净利润	NA	16%	-28%	-35%	-115%
每股盈利	NA	-67%	-35%	-33%	-113%
利润率					
毛利率	NA	88.1%	86.2%	85.9%	85.5%
息税摊销前利润率	NM	-161.3%	-45.3%	-13.8%	8.5%
经营利润率	NM	-169.5%	-52.1%	-18.1%	8.7%
净利率	NM	-164.4%	-52.4%	-19.4%	1.9%
百分比变动					
毛利率	NA	NA	-1.9%	-0.3%	-0.3%
经营利润率	NA	NA	116.0%	31.5%	22.3%
净利率	NA	NA	117.4%	34.0%	26.8%
回报率					
资本回报率	NA	-38.4%	-33.0%	-218.0%	19.0%
资产回报率	-134.7%	-25.8%	-20.3%	-15.7%	-0.2%
估值比率					
市盈率	-9.9x	-30.0x	-46.5x	-69.7x	529.1x
市净率	12.1x	11.7x	11.5x	13.5x	12.3x
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际
数据截止 2020 年 7 月 27 日港股收市

君实生物(1877.HK) – 创新驱动，多款潜在首创药

君实生物(01877.HK)国内领先的创新驱动型生物制药公司，构建有抗体筛选、人源化、高产稳定细胞株构建、CMC生产的全流程平台。布局有旧金山、马里兰、苏州三大研发中心，在有利于早期靶点发现、国际合作的同时控制研发成本。在肿瘤免疫疗法、自免及代谢疾病治疗方面处于领先地位。核心管线PD-1单抗特瑞普利单抗拓益是国内首个获批上市的PD-1单抗，获批适应症是二线黑色素瘤，2019年销售额7.7亿元。

拓益稳步推进 除2L黑色素瘤核心外，核心产品拓益在鼻咽癌、肺癌、肝癌、食管癌等多个大适应症布局上也接近上市，公司预计就这些适应症将在2021年提交NDA，临床进度位于国内企业第一梯队。另外拓益是国内唯一一家做PD-1肝癌辅助治疗临床的项目，目前IIIa期试验已开始招募患者。同时通过合作联合疗法拓展市场，临床项目包含联合贝达的 Vorolanib、石药的白蛋白紫杉醇、泽璟的多纳非尼等开展针对黏膜黑色素瘤、三阴性乳腺癌、肝细胞癌等多个项目。

研发管线丰富 涵盖癌症、代谢疾病、自身免疫疾病和神经性疾病等多个领域。PCSK9单抗JS002(治疗心血管疾病，II期)、BLyS单抗UBP1213(治疗自免，I期)、BTLA单抗JS004(治疗实体瘤，I期)以及一款未披露靶点的治疗肿瘤单抗JS009(临床前)均有望成为首创药(FIC)。另外，阿达木单抗类似药UBP1211已递交NDA处于优先审评中，有望近期上市。还有一款用于治疗新冠的重组S蛋白开发中。

公司预计年底销售团队将达到650人，专注学术推广。目前产能总产能提升至1.8万升，规划产能3.3万升。未来能够对公司后续产品商业化生产提供充分支持。

彭博市场平均目标价55.16港元，对应上升空间14.92%。市场目标价区间42.90-70.00港元。

2020 年 7 月 27 日收市价(港元)	48.00
市场平均目标价(港元)	55.16
市场目标价区间(港元)	42.90-70.00
潜在上升空间	14.92%

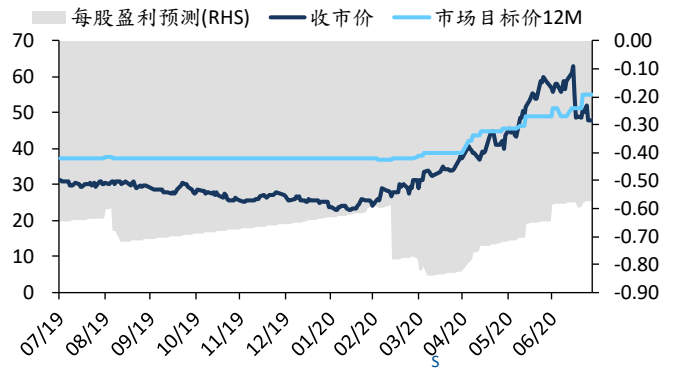
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(18.64)	29.73	91.24	53.85
相对恒指变动	(18.86)	28.40	103.21	67.21
相对国指变动	(20.90)	27.71	99.44	61.01

市值(百万港元)	90,306
大股东持股比率(%)	6.9
自由流动比率(%)	34.4
过去 3 年盈利复合增速 (%)	-
派息比率(%)	-
贝塔值(Beta)	-
200 天移动平均(港元)	33.94
52 周低/高位(港元)	22.80-67.00
宝林通道低/高位(港元)	46.26-63.84

最新市场预测

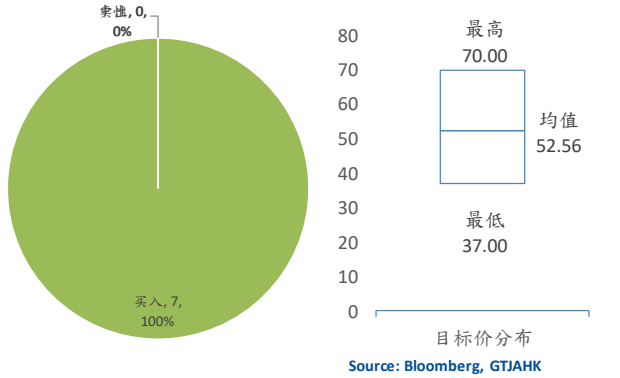
	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	19F	20F	21F	19F	20F	21F	20F	20F	20F	20F
平均	(1.08)	(0.77)	(0.53)	-	-	-	11.78	-	0.00	(18.28)
最高	(0.84)	(0.49)	0.14	-	-	-	44.69	-	0.00	(18.10)
最低	(1.29)	(1.05)	(1.37)	-	-	333.33	6.48	-	0.00	(18.46)

图表 363：君实生物(01877.HK) 市场目标价变动趋势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 364：君实生物(01877.HK) 市场评级、目标价分布



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 365：君实生物(01877.HK) 市场共识预测一览

（百万人民币，年结12月31日）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	1	775	1,457	2,223	3,057
息税摊销前利润	NA	-690	-606	-431	-102
经营利润	-714	-750	-529	-295	277
净利润	-666	-744	-559	-427	-109
每股盈利	-1.11	-0.95	-0.70	-0.48	-0.14
每股派息	0.00	NA	0.00	0.00	0.00
净负债	-2,193	-351	-1,197	-385	-763
同比					
收入	NA	NM	88%	53%	37%
经营利润率	119%	5%	-29%	-44%	-194%
净利润	NA	12%	-25%	-24%	-74%
每股盈利	NA	-14%	-27%	-31%	-71%
利润率					
毛利率	71.4%	88.3%	88.2%	87.7%	85.8%
息税摊销前利润率	NA	-89.1%	-41.6%	-19.4%	-3.3%
经营利润率	NM	-96.8%	-36.3%	-13.3%	9.1%
净利率	NM	-96.0%	-38.3%	-19.2%	-3.6%
百分比变动					
毛利率	-19.1%	16.9%	-0.1%	-0.5%	-1.9%
经营利润率	NA	NA	47.5%	22.2%	16.1%
净利率	NA	NA	60.5%	23.0%	22.3%
回报率					
资本回报率	-32.2%	-23.7%	-18.3%	-22.1%	-14.5%
资产回报率	-26.2%	-17.2%	-13.8%	-15.5%	-9.1%
估值比率					
市盈率	-39.2x	-45.7x	-62.3x	-90.4x	-314.3x
市净率	2.4x	11.4x	11.8x	12.9x	10.6x
股息率	0.0%	NA	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际
数据截止 2020 年 7 月 27 日港股收市

融创中国(1918.HK)–土储竞争优势不断巩固

融创中国(01918.HK)2019 年收入约为人民币 1,693.2 亿元，同比增长约 35.7%；毛利约为 414.1 亿元，同比增长约 33.0%；公司拥有人应占溢利约为 260.3 亿元，同比增长约 57.1%；末期股息每股 1.23 元。

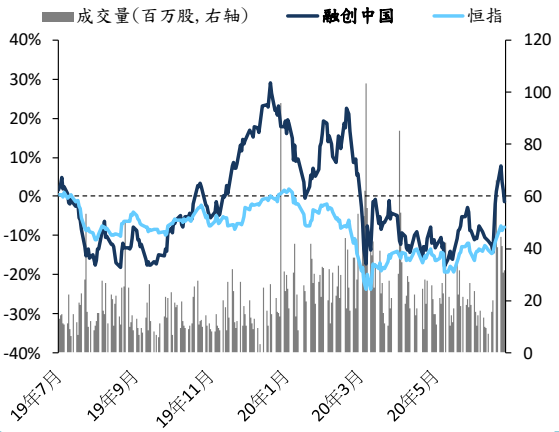
土储竞争优势不断巩固。2019 年融创继续把握土地市场机会，利用收并购的优势，获取较为高质的土储项目(环融资产包)，新增土储货值约 1.34 万亿元，截至 2020 年三月，融创总确权土储货值达 3.07 万亿元，平均土地成本 4,306 元/平方米，其中 82%位于一二线城市，超 60%的货值通过收并购方式获取。充足的土储有助于未来融创维持行业前五的销售规模。

负债率有望继续改善。截至 2019 年底，融创净负债率达 179%(永续债视为负债)，较上一年上升 9 个百分点，主要由于 2019 年收购泛海、环融等项目所致。管理层计划持续调整持有物业的结构，严控投资总额，未来随着有息负债总量维持稳定，利润结转增厚净资产，净负债比例有望降低。近期公司进行配售并回购美元优先票据，财务状况有望持续改善。

销售逐步增长，毛利率保持稳定。2020 年融创销售目标为 6,000 亿元，同比增长 7.8%，全年可售货值达 8,199 亿元，去化率 73%即可完成全年销售目标。截至 2019 年底已售未结金额约在 8,000 亿元，毛利率约为 25%，维持未来结算毛利率的稳定。

估值上，彭博市场预计 20/21 年 EPS 为 7.34/8.89 港元，现价对应 20/21 年预测市盈率为 4.82/3.98 倍。市场目标价为 50.68 港元，潜在上升空间 43.16%。

2020 年 7 月 24 日收市价(港元)	35.40
市场平均目标价(港元)	50.68
市场目标价区间(港元)	41.40-61.84
潜在上升空间	43.16%



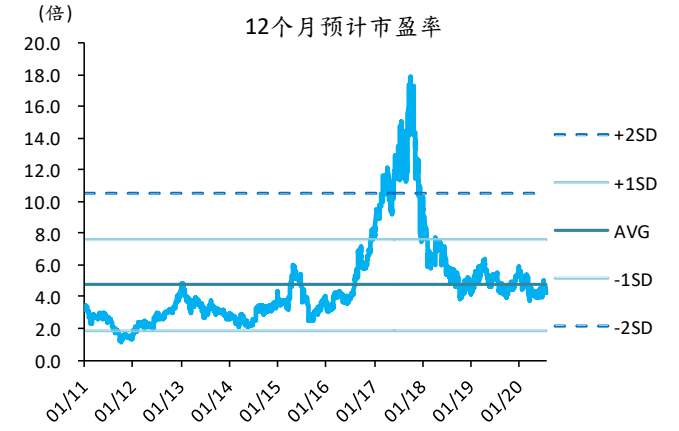
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	3.28	2.97	(16.41)	(7.10)
相对恒指变动	2.98	1.55	(4.51)	6.18
相对国指变动	0.91	0.84	(8.30)	(0.04)

市值(百万港元)	164,933
大股东持股比率(%)	43.8
自由流动比率(%)	54.1
过去 3 年盈利复合增速 (%)	52.2
派息比率(%)	21.4%
贝塔值(Beta)	1.5
200 天移动平均(港元)	37.91
52 周低/高位(港元)	28.70-49.55
宝林通道低/高位(港元)	32.36-40.47

最新市场预测

	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	7.34	8.89	10.79	4.82	3.98	3.28	1.30	0.19	4.58	28.97
最高	8.79	12.27	17.08	5.72	4.73	4.05	1.40	0.22	5.62	37.80
最低	6.19	7.49	8.74	4.03	2.88	2.07	1.29	0.16	3.49	17.00

图表 366：融创中国(01918.HK)12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 367：融创中国(01918.HK)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 368：融创中国(01918.HK)历史财务一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**35,343**	**65,874**	**124,746**	**169,316**
同比	54%	86%	89%	36%
成本	-30,495	-52,246	-93,610	-127,910
毛利	**4,848**	**13,628**	**31,136**	**41,406**
同比	70%	181%	128%	33%
毛利率	**13.7%**	**20.7%**	**25.0%**	**24.5%**
百分比变动	1.3%	7.0%	4.3%	-0.5%
经营费用	-2,278	-19,668	-17,189	-15,675
同比	41%	763%	-13%	-9%
经营费用率	**6.4%**	**29.9%**	**13.8%**	**9.3%**
百分比变动	-0.6%	23.4%	-16.1%	-4.5%
营业外收入	-567	-4,484	5,803	9,357
非经常性损益	2,089	25,143	7,414	4,801
所得税	-1,470	-3,695	-11,219	-14,390
归属非控制权益	157	-19	287	1,810
净利润	2,478	11,004	16,567	26,028
经调净利润	**1,116**	**-5,397**	**11,006**	**22,427**
同比	1%	-584%	-304%	104%
经调净利润率	**3.2%**	**-8.2%**	**8.8%**	**13.2%**
百分比变动	-1.6%	-11.4%	17.0%	4.4%
摊薄每股收益	0.71	2.70	3.74	5.92
每股派息	0.26	0.50	0.83	1.23
合并资产负债表				
现金及现金等价物	52,086	68,433	76,181	77,944
贸易及其它应收款	820	2,133	1,918	1,749
存货	130,621	313,758	339,250	481,973
其它流动资产	69,171	115,277	135,889	163,015
流动资产	**252,698**	**499,601**	**553,238**	**724,680**
物业、厂房、设备	1,203	52,084	65,420	111,865
其它非流动资产	39,123	70,546	98,002	108,515
非流动资产	**40,485**	**123,501**	**163,422**	**235,969**
应付款	98,593	168,437	173,553	232,146
借款	32,765	78,903	97,696	147,155
其它流动负债	37,237	138,369	200,004	241,581
流动负债	**168,594**	**385,708**	**471,253**	**620,881**
借款	80,200	140,597	137,364	186,979
其它非流动负债	8,978	36,158	34,937	38,695
非流动负债	**89,178**	**176,756**	**172,301**	**225,674**
归属公司所有人权益	33,227	53,091	62,363	85,863
非控制性权益	2,185	7,548	10,744	28,231
总负债及权益	293,183	623,102	716,660	960,649

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	2,781	11,683	17,158	26,347
折旧摊销	35	339	992	1,821
营运现金流	**1,413**	**73,492**	**40,771**	**6,460**
资本性开支	-23	-2,184	-13,639	-18,575
其它投资现金流	-34,952	-120,384	-22,645	-46,518
投资现金流	**-34,974**	**-122,568**	**-36,284**	**-65,093**
融资现金流	**62,929**	**65,370**	**3,062**	**60,279**
自由现金流	2,813	75,311	28,158	-9,514
归属权益所有人的自由现金流	72,078	129,792	33,893	59,381
回报率				
平均资本回报率(%)	5.3	-16.1	21.9	32.1
平均投入资本回报率(%)	2.9	-0.6	4.4	7.2
平均资产回报率(%)	0.7	-1.0	1.7	2.7
运营效率				
库存周转天数	1,080.1	1,552.3	1,273.1	1,171.7
应收账款周转天数	4.7	8.2	5.9	4.0
应付账款周转天数	804.6	932.8	666.7	578.8
现金周转天数	280.2	627.7	612.3	596.8
杠杆率及偿付能力				
净负债率	172%	249%	217%	225%
资产负债率	88%	90%	90%	88%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

李宁(2331.HK)–国潮时代下，涅槃重生的民族品牌

2019年全年公司收入上升32%至138.70亿元人民币；归属股东净利润同比上升约110%至14.99亿元人民币，净利率由6.8%提高至10.8%。截至2020年3月31日止第一季度，李宁零售流水按年录得10%-20%高段下降，其中线下渠道录得20%-30%低段下降，电子商务业务录得10%-20%低段增长。截至2020年3月31日，公司在中国销售点数量共计6,225个。

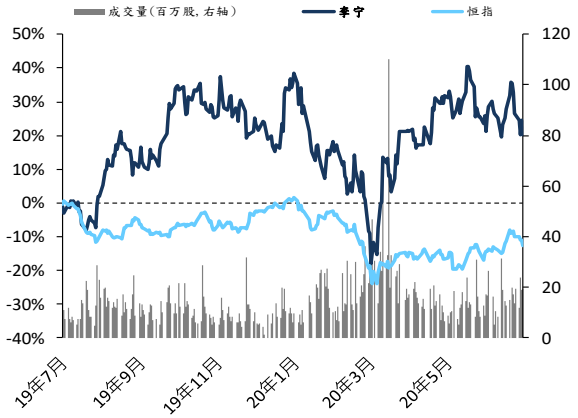
公司第一季度业绩体现出公司的经营韧性：一季度公司录得流水高双位数的跌幅，下跌幅度明显小于安踏品牌的同降20%-25%、特步的同比下跌20-25%，以及361度的同降25%-30%。折扣方面仅增加小于3百分点。加上公司在2019年底主动的去库存，缓解了在疫情爆发期间的库存压力，有助于在公司新冠疫情影响后的复苏。此外，线上渠道表现强劲，第一季度公司电子商务虚拟店铺业务录得10%-20%低段增长。我们认为无论是销售情况或是库存管理以及折扣控制上，皆优于同业，李宁品牌资产及基本面将更好地支持品牌复苏。

成本控制：公司在第一季度关闭了224家门店，其中零售业务净减少26家，及批发业务净减少198家。公司控制存货，确保库存水平处于可控范围，也为公司下半年复苏铺平了道路。

看好公司单品牌策略：鉴于现阶段新冠疫情的发展仍有不确定性，相对于安踏，我们更看好李宁公司的单品牌策略，销售市场集中于中国，受新冠疫情在全球范围扩散的不确定性的影响较小。

估值上，彭博市场预计20/21财年EPS 为0.63/0.85元人民币，同比增长-2%/35%，现价对应20/21财年预测市盈率为34.3/25.5 倍。彭博市场平均目标价为29.0港元，潜在上升空间约为21%。

2020 年 7 月 16 日收市价(港元)	24.00
市场平均目标价(港元)	29.04
市场目标价区间(港元)	25.00-34.00
潜在上升空间	21.00%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(4.57)	(1.23)	(11.28)	21.33
相对恒指变动	(7.15)	(5.25)	2.27	34.08
相对国指变动	(7.27)	(6.00)	(0.73)	28.07

市值(百万港元)	59,384
大股东持股比率(%)	19.7
自由流动比率(%)	87.9
过去 3 年盈利复合增速 (%)	-
派息比率(%)	30.2%
贝塔值(Beta)	1.1
200 天移动平均(港元)	24.33
52 周低/高位(港元)	14.80-29.00
宝林通道低/高位(港元)	23.59-27.13

市场最新预测

	每股盈利(港元)			市盈率			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
年结 12 月 31 日	19Y	20Y	21Y	19Y	20Y	21Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	0.65	0.70	0.94	36.87	34.38	25.50	6.40	4.15	0.84	19.85
最高	0.70	0.76	1.13	40.00	37.38	28.54	7.38	4.50	1.20	26.40
最低	0.60	0.64	0.84	34.38	31.45	21.26	5.85	3.87	0.37	14.40

图表 369：李宁(2331.HK)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 370：李宁(2331.HK)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 371：李宁(2331.HK)财务数据一览

（人民币百万，年结12月31日）	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
合并利润表					
总收入	**7,089**	**8,015**	**8,874**	**10,511**	**13,870**
销售成本	(3,897)	(4,310)	(4,697)	(5,458)	(7,064)
毛利	**3,193**	**3,705**	**4,176**	**5,053**	**6,805**
营业费用	(3,036)	(3,319)	(3,731)	(4,276)	(5,262)
经营利润	**157**	**386**	**446**	**777**	**1,543**
净利息支出	(101)	(77)	12	11	(24)
其它	(25)	(21)	80	63	337
税前利润	31	288	538	850	1,857
税费	(74)	(32)	(22)	(135)	(357)
净利润	**14**	**643**	**515**	**715**	**1,499**
摊薄每股盈利	0.007	0.290	0.209	0.292	0.601
每股派息	-	-	-	0.09	0.15
同比变动					
总收入	22%	13%	11%	18%	32%
毛利	23%	16%	13%	21%	35%
经营利润	(193%)	146%	16%	74%	99%
净利润	(104%)	4,395%	(20%)	39%	110%
摊薄每股盈利	(102%)	4,286%	(28%)	40%	106%
资产负债表					
现金、现金等价物及短期投资	1,813	1,954	2,529	3,672	5,961
应收账款	1,440	1,370	1,138	929	687
存货	960	965	1,103	1,240	1,407
其它流动资产	1,272	361	341	546	484
流动资产	**5,484**	**4,650**	**5,110**	**6,386**	**8,539**
物业厂房设备	820	906	914	904	2,092
长期投资	26	14	14	-	119
其它非流动资产	568	1,210	1,283	1,437	1,797
总资产	**6,897**	**6,780**	**7,321**	**8,727**	**12,547**
短期借款	442	810	33	29	368
应付账款	997	1,047	1,145	1,133	1,348
其它流动负债	1,032	817	949	1,615	3,000
流动负债	**2,472**	**2,674**	**2,128**	**2,777**	**4,717**
长期贷款	938	44	39	28	582
其它非流动负债	77	65	81	103	125
总负债	**3,487**	**2,783**	**2,248**	**2,908**	**5,423**
归属股东权益	**3,411**	**3,997**	**5,074**	**5,820**	**7,124**
总负债及股东权益	**6,897**	**6,780**	**7,321**	**8,727**	**12,547**
净负债	(432)	(1,100)	(2,457)	(3,615)	(5,011)

（人民币百万，年结12月31日）	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
现金流量表					
净利润	14	643	515	715	1,499
折旧摊销	254	318	370	411	821
其它非现金调整	113	(148)	(50)	106	150
已付税费	(48)	(64)	(27)	(9)	(144)
经营现金流	**687**	**995**	**1,159**	**1,672**	**3,503**
资本化开支	(311)	(383)	(389)	(431)	(636)
处置固定资产	19	6	4	4	4
其它投资现金	(70)	57	43	(56)	59
投资现金流	**(363)**	**(320)**	**(343)**	**(483)**	**(573)**
借贷净值	(449)	(365)	(200)	-	-
股权融资净值	1,230	(46)	(25)	(66)	(108)
已付股息	-	-	-	-	(215)
融资现金流	**636**	**(509)**	**(232)**	**(66)**	**(649)**
现金净变动	961	166	584	1,123	2,282
利润率					
毛利率	45.0%	46.2%	47.1%	48.1%	49.1%
经营利润率	2.2%	4.8%	5.0%	7.4%	11.1%
净利率	0.2%	8.0%	5.8%	6.8%	10.8%
利润率变动					
毛利率	0.5%	1.2%	0.8%	1.0%	1.0%
经营利润率	5.1%	2.6%	0.2%	2.4%	3.7%
净利率	6.9%	7.8%	-2.2%	1.0%	4.0%
资本回报					
平均资本回报率	0.5%	17.4%	11.4%	13.1%	23.2%
平均资产回报率	0.2%	9.4%	7.3%	8.9%	14.1%
平均投入资本回报率	0.5%	21.9%	18.7%	29.7%	69.4%
现金周转					
平均应收账款天数	72.4	64.0	51.6	35.9	21.3
平均应付账款天数	89.5	86.6	85.2	76.2	64.1
偿债能力、杠杆率					
流动比率	222%	174%	240%	230%	181%
速动比率	132%	124%	172%	166%	141%
净负债比率	-13%	-28%	-48%	-62%	-70%
杜邦分析					
息税负担(净利润/经营利润)	9%	167%	116%	92%	97%
经营利润率	2.2%	4.8%	5.0%	7.4%	11.1%
期末资产周转率	103%	118%	121%	120%	111%
杠杆率（总资产/总资本）	2.0x	1.7x	1.4x	1.5x	1.8x

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

新奥能源 (2688.HK) – 积极进取的燃气龙头

新奥能源作为国内天然气分销行业的龙头企业，不断扩大用户规模，优化气源结构，积极开发泛能业务等新的商业模式，在销气量稳步增长的同时不断扩大利润率，以期持续获得盈利增长。

市场化气源优势凸显 气源价格历来是中国天然气行业发展的痛点。新奥能源在母公司层面积极探索降低气源成本的方式，例如近期与 BP 合作签署中国首单国际能源公司经国内 LNG 接收站气化后通过官网直接销售给客户的售气协议。此协议虽未披露价格，但预计将低于当地门站价格。此外，集团的舟山 LNG 接收站预计也将为公司带来相对低价的 LNG 资源。

A/H 重组整合资源 新奥集团 A 股上市公司新奥股份计划收购新奥能源 32.8%股权，预计年内完成交易。此举可加强新奥集团旗下天然气上下游协同效应，帮助公司更好地利用集团 LNG 码头资源，从而享受低价气源带来的毛差扩张。

燃气行业保持增长 天然气作为传统能源向新能源转换过程中的过渡能源，具有良好的环境效应和类似传统能源的属性，需求在中长期具有较强的结构性增长。我们预计中国天然气消费量将在未来几年保持高单位数增长。新奥能源作为行业龙头有望进一步扩大市场份额，从而保持盈利增长。

疫情不伤及基本面 公司虽短期受疫情影响导致销气量增速放缓，但预计疫情结束后随复工复产及经济刺激计划逐步实施，销气量增速会逐步恢复，尤其是毛差较高的工业用气销气量可能出现较快反弹。

估值方面，新奥能源 7 月 22 日收市价为 94 港元，市场平均目标价为 99.95 港元，潜在上升空间为 6.33%。20/21 年市场预期 P/E 为 16/14 倍。

2020 年 7 月 22 日收市价(港元)	94.00
市场平均目标价(港元)	100.45
市场目标价区间(港元)	62.30-119.00
潜在上升空间	6.86%

(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	7.38	9.09	(0.16)	20.91
相对恒指变动	6.48	8.29	11.21	33.67
相对国指变动	4.35	7.41	7.35	27.37

市值(百万港元)	105,831
大股东持股比率(%)	55.3
自由流动比率(%)	67.2
过去 3 年盈利复合增速	13.8
派息比率(%)	34.7%
贝塔值(Beta)	0.7
200 天移动平均(港元)	85.17
52 周低/高位(港元)	60.45-98.55
宝林通道低/高位(港元)	87.17-94.61

最新市场预测

	每股盈利(港币)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	20F	20F	20F
平均	5.95	6.84	7.73	15.80	13.74	12.16	3.18	1.09	2.10	20.96
最高	6.73	7.96	8.93	17.66	18.26	15.42	3.23	1.22	2.55	24.04
最低	5.32	5.15	6.10	13.97	11.80	10.53	2.69	0.97	1.87	18.97

图表 372：新奥能源(2688.HK) 12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 373：新奥能源(2688.HK) 12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 374: 新奥能源(2688.HK) 财务一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**34,103**	**48,269**	**60,698**	**70,183**
同比	6%	42%	26%	16%
成本	-26,753	-39,930	-51,188	-58,918
毛利	**7,350**	**8,339**	**9,510**	**11,265**
同比	7%	13%	14%	18%
毛利率	**21.6%**	**17.3%**	**15.7%**	**16.1%**
百分比变动	0.1%	-4.3%	-1.6%	0.4%
经营费用	-2,792	-3,027	-3,034	-4,494
同比	-4%	8%	0%	48%
经营费用率	**8.2%**	**6.3%**	**5.0%**	**6.4%**
百分比变动	-0.9%	-1.9%	-1.3%	1.4%
营业外收入	-177	801	-30	294
非经常性损益	-683	-1,099	-854	711
所得税	-1,307	-1,517	-1,783	-1,980
归属非控制权益	737	871	1,000	1,191
净利润	2,151	2,802	2,818	5,670
经调净利润	**2,814**	**3,626**	**3,459**	**5,137**
同比	38%	29%	-5%	49%
经调净利润率	**8.3%**	**7.5%**	**5.7%**	**7.3%**
百分比变动	1.9%	-0.7%	-1.8%	1.6%
摊薄每股收益(美元)	1.82	2.59	2.56	5.04
每股派息(美元)	0.74	0.90	1.19	1.50
合并资产负债表				
现金及现金等价物	7,179	8,504	8,658	7,734
贸易及其它应收款	1,898	2,450	2,686	2,362
存货	515	744	1,331	1,169
其它流动资产	4,248	5,928	8,864	8,250
流动资产	**13,840**	**17,626**	**21,539**	**19,515**
物业、厂房、设备	23,518	26,752	32,474	40,140
长期投资及长期应收款	5,244	4,829	5,222	5,560
其它非流动资产	8,779	10,008	14,679	16,030
非流动资产	**37,541**	**41,589**	**52,375**	**61,730**
应付款	6,354	8,231	10,722	10,631
借款	4,644	8,368	11,561	7,595
其它流动负债	7,343	9,006	10,734	13,062
流动负债	**18,341**	**25,605**	**33,017**	**31,288**
借款	12,147	9,699	8,688	12,100
其它非流动负债	3,039	3,694	6,655	6,837
非流动负债	**15,186**	**13,393**	**15,343**	**18,937**
归属公司所有人权益	14,966	16,952	21,385	25,868
非控制性权益	2,888	3,265	4,169	5,152
总负债及权益	51,381	59,215	73,914	81,245

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	2,151	2,802	2,818	5,670
折旧摊销	1,100	1,156	1,329	1,784
其它非现金调整	2,423	2,358	2,167	832
营运资本变动	130	173	2,311	3,451
停止运营业务调整	0	0	0	0
营运现金流	**5,804**	**6,489**	**8,625**	**11,737**
资本性开支	-2,430	-4,631	-5,982	-7,029
其它投资现金流	-2,516	-859	-1,699	-620
投资现金流	**-4,946**	**-5,490**	**-7,681**	**-7,649**
融资现金流	**-1,068**	**-146**	**-1,026**	**-4,641**
自由现金流	3,068	2,265	3,018	4,958
归属权益所有人的自由现金流	3,892	3,217	3,797	3,119
回报率				
平均资本回报率(%)	19.8	22.7	18.0	21.7
平均投入资本回报率(%)	12.0	13.4	11.7	14.3
平均资产回报率(%)	5.7	6.6	5.2	6.6
运营效率				
库存周转天数	6.3	5.8	7.4	7.7
应收账款周转天数	17.8	16.4	15.4	13.1
应付账款周转天数	83.7	66.7	67.6	66.1
现金周转天数	-59.6	-44.5	-44.7	-45.3
杠杆率及偿付能力				
净负债率	54%	47%	45%	39%
资产负债率	65%	66%	65%	62%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

复宏汉霖-B (2696.HK) – 生物类似药快速推进

复宏汉霖-B(2696.HK)主要致力于生物药的研发和产业化。公司拥有一个多元化、高质量的产品管线，涵盖 20 多种创新单克隆抗体。包括生物类似药、生物改良药、生物创新药以及联合疗法。

复宏汉霖有 6 个生物类似物进入临床阶段。利妥昔单抗类似药汉利康HLX01已成功上市，获批适应症非霍奇金淋巴瘤，成为我国首个获批的生物类似药，2019年全年销售额 7900 万元。曲妥珠单抗类似药HLX02和阿达木单抗类似药HLX03也已经递交NDA，处于优先审评阶段，有望今年上市。贝伐珠单抗类似药HLX04 III期。

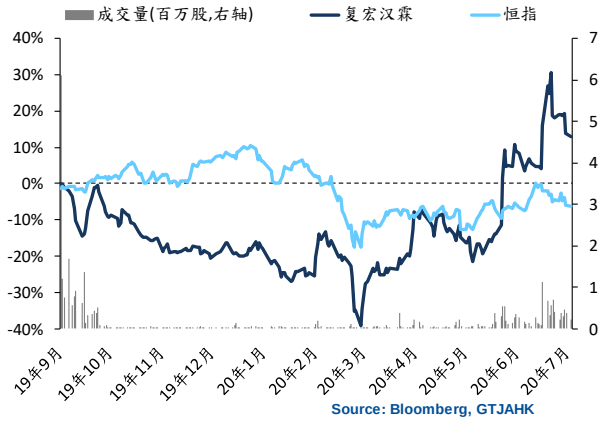
创新药布局有10个项目，其中HLX07和HLX10相对较快，进入临床2期。HLX07，靶向EGFR，适应症鼻咽癌、结直肠癌等，和 HLX10 PD-L1单抗，适应症实体瘤/乙型肝炎进入II期。公司正全面推进PD-1 单抗HLX10 的肿瘤免疫联合疗法。

海外市场拓展方面，产品对外授权 覆盖全球近 100 个国家和地区。联合商业合作伙伴 Accord 推动 HLX02 曲妥珠单抗已于5月获 得欧洲药品管理局上市许可，成为首个在欧盟上市的国产生物类似物。

商业推广方面，生物类似药可以采取跟随策略，借助原研药知名度，降低推广的难度和成本，快速放量。产能方面，公司现有产能充足，徐汇生产基地设有共计 14,000 升(6个2,000 升和4个500升)的一次性反应器生产线。公司在上海的第二个生产基地于 2019 年 6 月动工，未来能够进一步提升单抗产能。

彭博市场平均目标价65.99港元，对应上升空间17.94%。市场目标价区间56.50-80.00港元。

2020 年 7 月 27 日收市价(港元)	55.95
市场平均目标价(港元)	65.99
市场目标价区间(港元)	56.50-80.00
潜在上升空间	17.94%



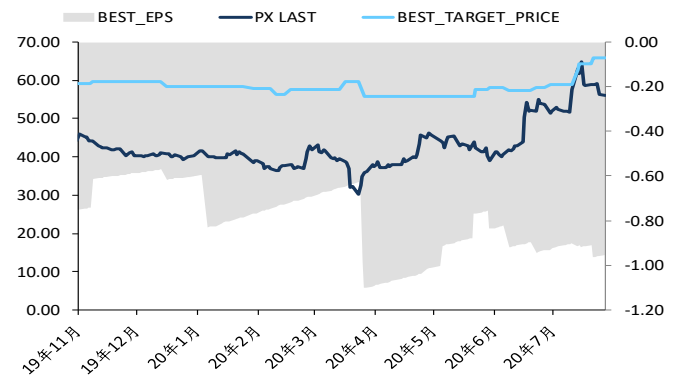
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	4.00	24.75	37.13	-
相对恒指变动	3.78	23.42	49.11	-
相对国指变动	1.74	22.73	45.34	-

市值(百万港元)	30,409
大股东持股比率(%)	15.0
自由流动比率(%)	62.0
过去 3 年盈利复合增速 (%)	-
派息比率(%)	-
贝塔值(Beta)	-
200 天移动平均(港元)	43.02
52 周低/高位(港元)	29.80-67.05
宝林通道低/高位(港元)	48.05-64.67

最新市场预测

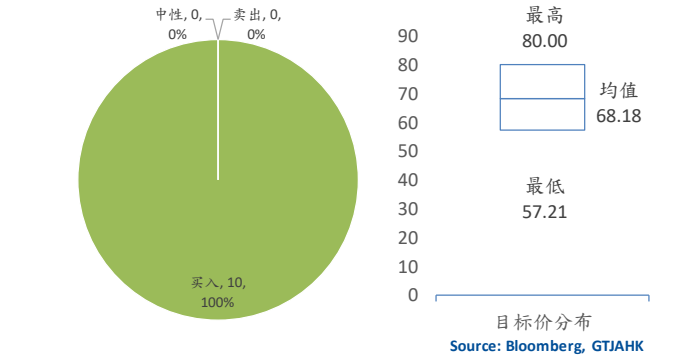
	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	19F	20F	21F	19F	20F	21F	20F	20F	20F	20F
平均	(1.25)	(1.46)	(0.75)	-	-	-	8.56	-	0.00	(27.02)
最高	(0.66)	(0.36)	0.01	-	-	-	11.71	-	0.00	(22.00)
最低	(1.70)	(2.02)	(1.77)	-	-	5086.36	7.17	-	0.00	(34.90)

图表 375：复宏汉霖-B (2696.HK) 市场目标价变动趋势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 376：复宏汉霖-B (2696.HK) 市场评级、目标价分布



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 377：复宏汉霖-B (2696.HK) 市场共识预测一览

（百万人民币，年结12月31日）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	NA	91	693	1,579	2,895
息税摊销前利润	-413	-728	-591	-245	415
经营利润	-456	-810	-789	-357	329
净利润	NA	-862	-728	-352	284
每股盈利	NA	-1.73	-1.32	-0.68	0.49
每股派息	NA	NA	0.00	0.00	0.00
净负债	-431	-1,692	1,092	-652	-40
同比					
收入	NA	NA	662%	128%	83%
经营利润率	40%	78%	-3%	-55%	-192%
净利润	NA	NA	-16%	-52%	-181%
每股盈利	NA	NA	-24%	-49%	-172%
利润率					
毛利率	27.3%	21.0%	57.6%	66.9%	75.0%
息税摊销前利润率	NA	-800.4%	-85.3%	-15.5%	14.3%
经营利润率	NA	-891.1%	-113.8%	-22.6%	11.4%
净利率	NA	-948.4%	-105.1%	-22.3%	9.8%
百分比变动					
毛利率	-28.4%	-6.2%	36.6%	9.3%	8.1%
经营利润率	NA	NA	777.3%	91.2%	34.0%
净利率	NA	NA	843.3%	82.8%	32.1%
回报率					
资本回报率	NA	-30.2%	-27.0%	-15.8%	4.1%
资产回报率	-21.6%	-19.5%	-18.2%	-10.6%	2.4%
估值比率					
市盈率	NA	-29.2x	-38.4x	-74.7x	104.2x
市净率	NA	6.9x	8.6x	7.0x	6.5x
股息率	NA	NA	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际
数据截止 2020 年 7 月 27 日港股收市

中国建材 (3323.HK) –受惠西北水泥价格上涨

中国建材是规模最大的中国水泥公司。主要经营水泥、轻质建材、玻璃纤维和复合材料、工程服务四大板块。

多元建材产品，非水泥板块收入保持增长。旗下子公司北新建材、中国复材和中国巨石分别主营石膏板、风电叶片和玻璃纤维。截止至去年年底，公司拥有石膏板产能 27.5 亿平方米，玻纤业务也不断扩张，美国 9.6 万吨生产线于去年上半年点火。公司 2017-2019 年新材料板块收入保持增长，CAGR 为 12.8%。

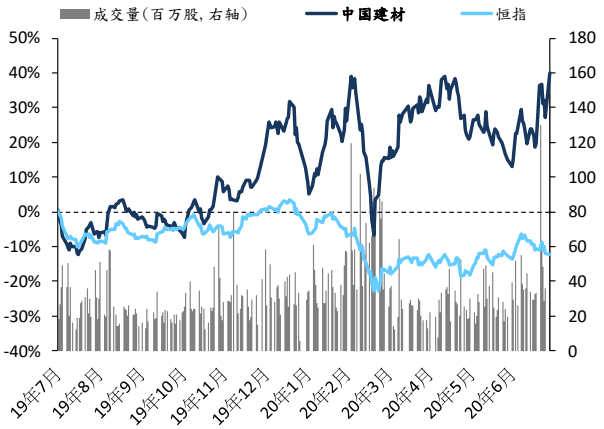
骨料依旧是公司发展战略的重点，去年骨料投资 62 亿元，今年骨料投资可能高于去年，骨料销量预计超过 1 亿吨，未来可能拓展至 3-5 亿吨。按此预估，今年骨料销量有望同比增长超过 90%，销量增加有望带动毛利率提高。

受惠于西北水泥价格上涨。在华东中南地区需求受到冲击的时候，近期西北水泥价格开始上涨，7 月 10 日较上月上涨 5.4%，公司旗下子公司宁夏建材、天山水泥和祁连山布局西北地区，因此于此轮上涨受惠。

净债务比例持续降低。通过加强管理提高利润，公司去年偿还 128 亿负债，今年预计偿还 100 亿负债，净债务比例预计将降至 100 以下。

估值方面，中国建材（3323.HK）7 月 27 日收市价为 10.02 港元，市场平均目标价为 10.57 港元，潜在上升空间为 5.5%。20/21 年市场预期市盈率为 6.5/6.0 倍。

2020 年 7 月 27 日收市价(港元)	10.02
市场平均目标价(港元)	10.57
市场目标价区间(港元)	7.50-12.50
潜在上升空间	5.49%



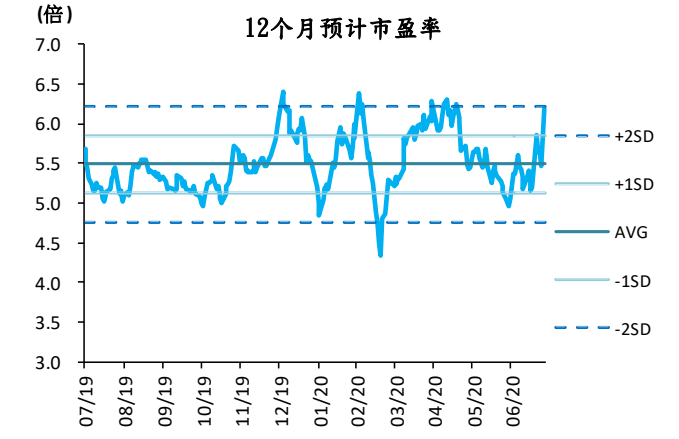
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	21.90	5.92	17.33	42.13
相对恒指变动	21.68	4.59	29.30	55.49
相对国指变动	19.64	3.90	25.54	49.29

市值(百万港元)	84,516
大股东持股比率(%)	2.7
自由流动比率(%)	100.0
过去 3 年盈利复合增速 (%)	15.3
派息比率(%)	27.2%
贝塔值(Beta)	1.4
200 天移动平均(港元)	8.39
52 周低/高位(港元)	6.09-10.66
宝林通道低/高位(港元)	7.96-9.80

最新市场预测

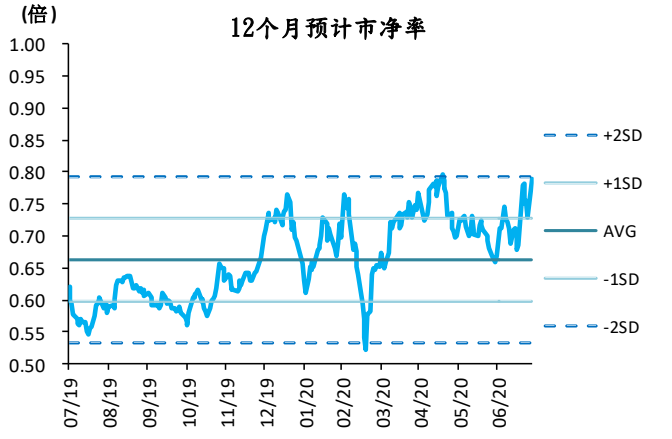
	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	19Y	20Y	21Y	19Y	20Y	21Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	1.44	1.55	1.67	6.96	6.46	6.01	0.84	4.11	4.25	13.30
最高	1.69	1.86	2.40	9.08	8.32	8.48	0.87	5.36	5.40	16.40
最低	1.10	1.20	1.18	5.92	5.40	4.18	0.73	3.49	2.64	9.87

图表 378：中国建材 (3323 HK)12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 379：中国建材 (3323 HK)12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 380：中国建材 (3323 HK)历史财务一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**101,547**	**184,121**	**218,997**	**253,403**
同比	1%	81%	19%	16%
经营费用	-17,297	-26,679	-32,276	-37,790
同比	7%	54%	21%	17%
经营费用率	**17.0%**	**14.5%**	**14.7%**	**14.9%**
百分比变动	0.9%	-2.5%	0.2%	0.2%
营业外收入	-8,559	-10,341	-8,549	-5,241
非经常性损益	-71	-1,221	-7,025	-9,616
所得税	-1,238	-4,255	-6,302	-9,019
净利润	1,048	4,939	7,932	10,974
经调净利润	**1,101**	**5,965**	**13,764**	**19,646**
同比	9%	442%	131%	43%
经调净利润率	**1.1%**	**3.2%**	**6.3%**	**7.8%**
百分比变动	0.1%	2.2%	3.0%	1.5%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.59	0.94	1.30
每股派息(元)	0.04	0.10	0.18	0.18
合并资产负债表				
现金及现金等价物	12,989	26,316	28,121	30,607
贸易及其它应收款	38,845	64,382	65,619	68,799
存货	15,205	22,207	19,724	20,022
其它流动资产	57,640	60,677	42,941	37,729
流动资产	**124,679**	**173,583**	**156,406**	**157,157**
物业、厂房、设备	143,756	195,818	194,888	204,692
长期投资及长期应收款	3,429	7,513	2,897	972
其它非流动资产	68,923	77,244	82,299	83,727
非流动资产	**216,108**	**280,575**	**280,084**	**289,391**
应付款	57,171	94,015	87,442	99,029
借款	145,737	157,288	126,496	99,252
其它流动负债	553	2,868	80	86
流动负债	**203,461**	**254,170**	**214,019**	**198,366**
借款	58,634	70,129	81,890	91,204
其它非流动负债	3,149	5,092	4,654	5,722
非流动负债	**61,783**	**75,222**	**86,544**	**96,925**
归属公司所有人权益	53,837	80,990	94,041	101,421
非控制性权益	21,707	43,775	41,887	49,836
总负债及权益	340,787	454,158	436,490	446,548

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	1,575	5,592	8,913	12,145
折旧摊销	7,995	11,913	13,561	14,135
其它非现金调整	767	7,017	13,845	17,351
营运资本变动	-5,139	-10,583	474	11,135
停止运营业务调整	0	0	0	0
营运现金流	**5,199**	**13,939**	**36,793**	**54,766**
资本性开支	-12,155	-15,442	-18,060	-27,097
其它投资现金流	-380	5,195	1,230	-371
投资现金流	**-12,535**	**-10,247**	**-16,830**	**-27,467**
融资现金流	**6,930**	**-5,910**	**-22,544**	**-24,041**
自由现金流	583	7,692	28,352	37,848
归属权益所有人的自由现金流	6,768	-5,700	7,086	9,406
回报率				
平均资本回报率(%)	2.6	11.2	20.2	25.8
平均投入资本回报率(%)	3.6	6.0	8.0	9.9
平均资产回报率(%)	0.5	1.7	3.3	4.7
运营效率				
应收账款周转天数	133.4	102.3	108.3	96.8
杠杆率及偿付能力				
净负债率	253%	161%	133%	106%
资产负债率	78%	73%	69%	66%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

龙光地产(3380.HK) –深耕粤港澳大湾区，派息优厚稳定

龙光地产(03380.HK)2019 年收入同比增长 30.2%至 574.8 亿元。权益股东应占核心净利为 100.2 亿元，较去年增长 42.7%。净利润为 115.6 亿元。全年股息为每股 83 港仙。

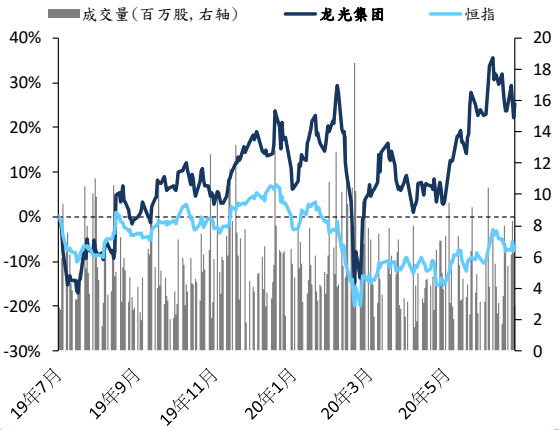
未来三年权益销售年化增长率达 20%。2019 年龙光权益合约销售额为人民币 915.24 亿元，同比增长 31%。2020 年计划推货权益金额为 1,800 亿元(其中粤港澳大湾区占比 60%)，全年权益合约销售目标 1,100 亿元，同比增长超 20%，去化率达 61%即可完成目标。公司计划未来三年保持权益销售年均复合增长不低于 20%，保持规模房企中的较高水平。

土储集中粤港澳大湾区，未来积极推进全国化布局。于 2019 年底，龙光拥有总土地储备共计 3,667.4 万平方米，货值达 4,314 亿元，满足未来三年的销售需求，其中 71%位于粤港澳大湾区，土储较为优质。另有 2,134 万平米，货值约 4,006 亿元的潜在并购及城市更新土储，目标未来 3 年城市更新业务贡献当年 20%核心盈利，成为新的增长引擎。此外公司积极推进全国化布局，计划未来 5 年逐步实现长三角、西南、中部地区分别贡献 20%、15%以及 10%的销售份额。

财务较为稳健，股息分派丰厚且稳定。2019 年龙光净负债率达 77.1%(永续债视作负债)，平均融资成本达 6.1%，财务较为稳健。股息方面，预计未来仍保持 40%核心净利的派息比例，市场预计 20/21 年股息率为 6.99%/8.86%。

预计公司未来三年年化盈利增速在 20%以上。估值上，彭博市场预计 20/21 年 EPS 为 2.47/2.96 港元，现价对应 20/21 年预测市盈率为 5.43/4.54 倍。市场目标价为 16.51 港元，潜在上升空间 22.84%。

2020 年 7 月 24 日收市价(港元)	13.44
市场平均目标价(港元)	16.51
市场目标价区间(港元)	12.64-18.88
潜在上升空间	22.84%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	4.84	8.28	1.32	5.48
相对恒指变动	2.01	5.02	14.68	17.44
相对国指变动	1.54	3.99	11.68	11.11

市值(百万港元)	74,183
大股东持股比率(%)	77.2
自由流动比率(%)	22.6
过去 3 年盈利复合增速 (%)	36.9
派息比率(%)	39.3%
贝塔值(Beta)	1.4
200 天移动平均(港元)	12.53
52 周低/高位(港元)	8.89-15.42
宝林通道低/高位(港元)	13.21-15.20

最新市场预测

	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	2.47	2.96	3.54	5.43	4.54	3.80	1.65	0.28	6.99	30.69
最高	2.80	3.39	4.13	6.00	5.36	5.05	1.73	0.31	7.92	34.36
最低	2.24	2.51	2.66	4.81	3.96	3.26	1.27	0.25	6.68	25.80

图表 381：龙光地产(03380.HK)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 382：龙光地产(03380.HK)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 383：龙光地产(03380.HK)历史财务一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**20,539**	**27,690**	**44,137**	**57,480**
同比	41%	35%	59%	30%
经营费用	-1,594	-2,383	-2,389	-2,645
同比	22%	50%	0%	11%
经营费用率	**7.8%**	**8.6%**	**5.4%**	**4.6%**
百分比变动	-1.2%	0.8%	-3.2%	-0.8%
营业外收入	-27	136	-573	-400
非经常性损益	2,765	2,865	2,022	2,342
所得税	-2,734	-3,881	-5,023	-5,889
归属非控制权益	712	481	708	294
净利润	4,488	6,431	8,123	11,102
经调净利润	**2,416**	**4,284**	**6,608**	**9,347**
同比	25%	77%	54%	41%
经调净利润率	**11.8%**	**15.5%**	**15.0%**	**16.3%**
百分比变动	-1.5%	3.7%	-0.5%	1.3%
摊薄每股收益	0.81	1.15	1.46	1.99
每股派息	0.20	0.30	0.52	0.83
合并资产负债表				
现金及现金等价物	13,560	19,878	28,452	39,725
贸易及其它应收款	129	486	18	543
存货	40,197	38,458	54,781	86,352
其它流动资产	4,635	24,773	47,389	32,605
流动资产	**58,521**	**83,595**	**130,640**	**159,224**
物业、厂房、设备	12,075	15,813	18,514	27,496
其它非流动资产	15,905	12,464	20,940	19,289
非流动资产	**27,980**	**28,276**	**39,454**	**46,786**
应付款	9,875	20,302	51,967	62,524
借款	5,118	15,563	17,230	29,596
其它流动负债	16,062	21,429	19,342	26,977
流动负债	**31,055**	**57,294**	**88,539**	**119,097**
借款	28,068	25,278	41,712	40,081
其它非流动负债	1,627	2,135	3,099	3,838
非流动负债	**29,695**	**27,413**	**44,810**	**43,919**
归属公司所有人权益	19,427	23,306	29,249	34,194
非控制性权益	6,324	3,858	7,497	8,800
总负债及权益	86,502	111,871	170,095	206,010

(百万港元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	4,488	6,527	8,288	11,269
折旧摊销	37	64	57	61
其它非现金调整	-2,637	-703	49	-1,700
营运资本变动	1,517	6,208	-5,728	-6,996
营运现金流	**3,405**	**12,098**	**2,667**	**2,633**
资本性开支	-689	-505	-957	-1,103
其它投资现金流	-12,320	-11,921	-23,685	10,733
投资现金流	**-13,008**	**-12,426**	**-24,642**	**9,630**
融资现金流	**14,378**	**7,017**	**30,765**	**-6,586**
自由现金流	2,960	12,021	2,618	2,435
归属权益所有人的自由现金流	14,312	23,761	20,515	3,343
回报率				
平均资本回报率(%)	14.7	21.2	27.6	31.8
平均投入资本回报率(%)	7.0	8.3	10.2	10.3
平均资产回报率(%)	3.4	4.4	4.8	5.1
杠杆率及偿付能力				
净负债率	76%	77%	83%	70%
资产负债率	70%	76%	78%	79%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

招商银行 (3968.HK) –关注资产质量

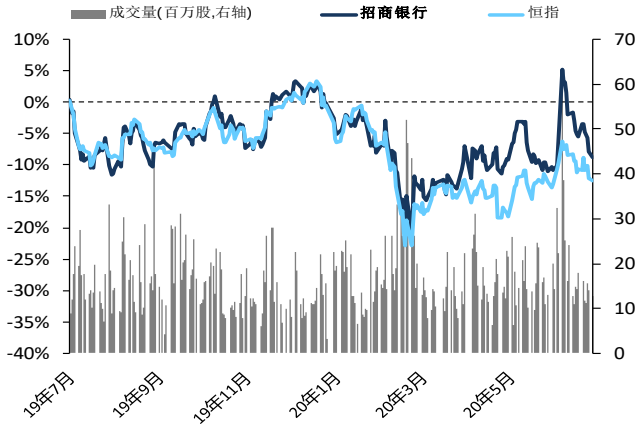
招商银行业务坚持「轻型银行」战略方向和「一体两翼」战略定位，保持 2.0 阶段所取得的结构和质量优势的基础上，深入推进 3.0 阶段经营模式探索。面对疫情困境，具备较强的风险抵抗能力，资产质量稳中有降，公司未来将努力保持资产质量总体稳定。

LPR 连续下行的情形下，贷款定价下滑明显，预计招行 2020 年全年息差下降。公司 2020 年 1-3 月净利差 2.52%，净利息收益率 2.61%，环比均上升 14 个基点，同比分别下降 13 和 17 个基点。上半年收市场指导价影响，住房贷款受疫情影响较大，各业务收益率大幅下滑，贷款定价下行，零售贷款投放放缓。**为应对疫情和扶持中小企贷款，2020 年上半年资产质量受到冲击，预计全年资产资产质量受压**。由于招商银行零售信贷业务受疫情影响较大。公司企业部分客户上半年无法开工营业，尤其是餐饮、物流运输等行业财务状况堪忧。一季度贷款无力偿还部分将在二季度初步显现不良，预计全年不良贷款率、逾期贷款、贷款回收将面临压力。拨备计提审慎以应对不良上升，预计拨备覆盖率进一步提高。

受益于金融科技对线上服务能力的有力支撑，公司零售客户及 AUM 稳定增长。公司零售客户数 1.46 亿户，较上年末增长 1.39%。受益于当前 A 股市场上扬，线下消费因疫情受到抑制，线上端理财投资需求有望拉升。

估值及建议：目前招商银行市场平均目标价 42.04 港元，对应 7 月 27 号 36.45 港元收市价，潜在上升空间 15.34%。

2020 年 7 月 27 日收市价(港元)	36.45
市场平均目标价(港元)	42.04
市场目标价区间(港元)	22.00-57.00
潜在上升空间	15.34%



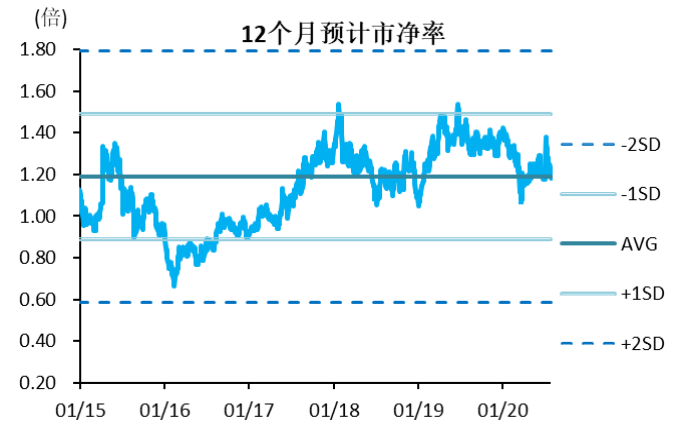
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	2.95	1.39	(8.27)	(9.41)
相对恒指变	2.15	0.69	3.18	3.45
相对国指变	(0.19)	(0.41)	(0.86)	(3.04)

市值(百万港元)	950,124
大股东持股比率(%)	6.8
自由流动比率(%)	89.6
过去 3 年盈利复合增速	10.7
派息比率(%)	33.0%
贝塔值(Beta)	1.1
200 天移动平均(港元)	37.56
52 周低/高位(港元)	29.80-43.40
宝林通道低/高位(港元)	34.77-41.92

最新市场预测

	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	4.40	4.94	5.67	8.29	7.38	6.42	1.27	0.77	3.95	16.03
最高	4.64	5.50	6.66	9.20	8.73	7.02	1.29	0.86	4.23	17.10
最低	3.96	4.18	5.19	7.85	6.63	5.48	1.19	0.73	3.56	14.80

图表 384：招商银行 (03968 HK)12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 385：招商银行 (03968 HK)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 386：招商银行 (03968 HK)历史财务一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表			
总收入	**323,082**	**364,228**	**395,646**
销售成本	-	-	-
毛利	**323,082**	**364,228**	**395,646**
营业费用	(233,400)	(259,040)	(280,322)
经营利润	**89,682**	**105,188**	**115,324**
净利息支出	189,963	222,644	244,092
其它	(188,965)	(221,335)	(242,284)
税前利润	90,680	106,497	117,132
税费	(20,042)	(25,678)	(23,709)
净利润	**70,150**	**80,560**	**92,867**
摊薄每股盈利(人民币)	2.78	3.19	3.62
每股派息	0.84	0.94	0.35
同比变动			
总收入	9%	13%	9%
毛利	9%	13%	9%
经营利润	15%	17%	10%
净利润	13%	15%	15%
摊薄每股盈利	13%	15%	13%
资产负债表			
现金、现金等价物及短期投资	1,722,784	2,601,881	2,376,427
应收账款	-	-	-
存货	-	-	-
其它流动资产	-	-	-
流动资产	**1,722,784**	**2,601,881**	**2,376,427**
物业厂房设备	54,020	61,618	85,269
长期投资	559,830	2,061	1,925
其它非流动资产	139,214	147,725	153,812
总资产	**2,475,848**	**2,813,285**	**2,617,433**
短期借款	711,852	674,776	1,429,961
应付账款	-	-	-
其它流动负债	107,935	74,182	97,341
流动负债	**819,787**	**748,958**	**1,527,302**
长期贷款	690,380	803,516	217,279
其它非流动负债	93,179	117,219	90,731
总负债	**1,603,346**	**1,669,693**	**1,835,312**
归属股东权益	**449,327**	**509,540**	**583,642**
总负债及股东权益	**2,086,738**	**2,213,298**	**2,453,019**
净负债	(320,552)	(1,123,589)	(729,187)

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2017	FY 2018	FY 2019
现金流量表			
净利润	70,150	80,560	92,867
折旧摊销	5,786	6,275	11,152
其它非现金调整	(13,729)	(10,937)	(7,217)
非现金资本变动	(30,388)	(94,870)	(48,711)
经营现金流	**31,819**	**(18,972)**	**48,091**
资本开支	(16,336)	(17,492)	(23,964)
证券投资	(923,275)	(994,234)	(903,854)
其它投资现金	802,935	982,752	808,026
投资现金流	**(136,676)**	**(28,974)**	**(119,792)**
新增长期贷款	612,244	480,357	556,127
偿付长期贷款	(599,274)	(357,791)	(408,821)
股本增加	35,235	-	-
其它融资现金流	247,018	324,837	425,910
融资现金流	**295,223**	**447,403**	**573,216**
现金净变动	190,366	399,457	501,515
利息现金支出	(14,483)	(11,813)	(126,149)
税费现金支出	(30,834)	(39,589)	(50,865)
自由现金流	**75,535**	**22,788**	**78,341**
资本回报			
平均资本回报率	16.5%	16.8%	17.0%
平均资产回报率	3.5%	3.7%	4.0%
平均投入资本回报率	15.7%	-33.2%	-24.5%
杜邦分析			
息税负担(净利润/经营利润)	78%	77%	81%
经营利润率	27.8%	28.9%	29.1%
期末资产周转率	13%	13%	15%
杠杆率	4.6x	4.3x	4.2x

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

美的置业(3990.HK) –融资具有优势，销售稳步增长

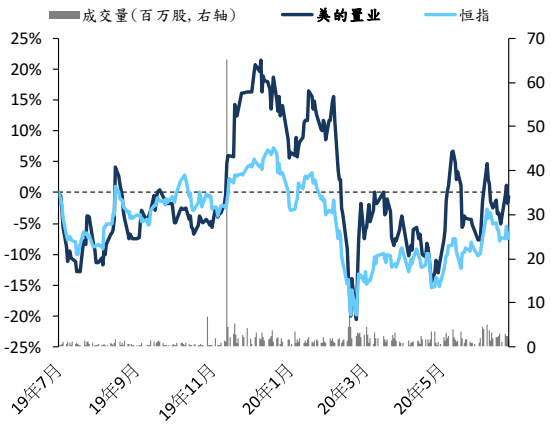
美的置业(03990.HK)2019 年实现合约销售额约 1012.3 亿元，同比增加 28.1%；收入为 411.39 亿元，同比上升 37%；毛利 130.7 亿元，同比上升 32%。年内利润及综合收益总额为 43.27 亿元，同比上升 32%；核心净利润为 41.78 亿元，同比上升 27%；公司拥有人应占利润为 43.05 亿元，同比上升 34%。

销售稳步增长，土储丰厚。美的置业 2020 年计划推货 1,900 亿元，全年合约销售目标 1,200 亿元(上半年合同销售额 482 亿)，同比增长约 20%，去化率达 63%即可完成目标。且公司预计未来 3 年保持每年 20%-25%的销售增速。此外，截至 2019 年底，美的置业土储总货值约 4,707 亿元，88%位于二三线城市，涵盖华北、长江中游、长三角、西南、珠三角等区域。且公司计划逐步上升城市能级及区域深耕。此外仍有 302 亿元货值的城市更新项目将在 2020 年转化为土储。丰厚的土储保证未来美的置业的销售增长。

依靠美的品牌，融资具有优势。截至 2019 年底，美的置业净负债率达 89%，呈现稳步下降的状态，现金短债比 2.95，一年以内到期债务占总债务的 17%，财务稳健。依靠美的品牌，美的置业平均融资成本达 5.87%，为民营房企中的较低水平，且预计融资成本将继续降低。公司已售未结达 961 亿元(毛利率约 25%-28%)，其中 510 亿元计划于 2020 年结转，提前锁定本年盈利增长。

制造业思维影响下，未来美的置业将打造 AI 社区，提升项目的竞争力以及去化水平。估值上，彭博市场预计 20/21 年 EPS 为 4.65/5.88 港元，现价对应 20/21 年预测市盈率为 4.3/3.4 倍。市场目标价为 29.40 港元，潜在上升空间 48.94%。

2020 年 7 月 24 日收市价(港元)	19.74
市场平均目标价(港元)	29.40
市场目标价区间(港元)	27.10-33.60
潜在上升空间	48.94%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	0.10	(0.21)	(17.78)	(10.33)
相对恒指变动	(0.05)	(1.47)	(5.75)	3.09
相对国指变动	(2.10)	(2.18)	(9.53)	(3.11)

市值(百万港元)	24,291
大股东持股比率(%)	81.3
自由流动比率(%)	12.7
过去 3 年盈利复合增速 (%)	-
派息比率(%)	40.1%
贝塔值(Beta)	1.1
200 天移动平均(港元)	20.68
52 周低/高位(港元)	15.90-25.30
宝林通道低/高位(港元)	18.83-21.42

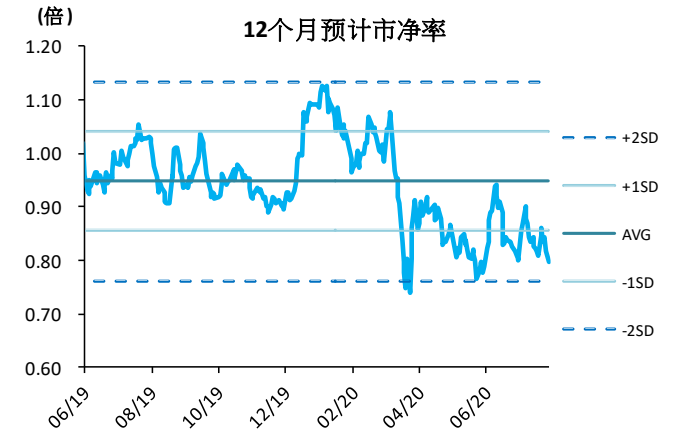
最新市场预测

	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	4.65	5.88	7.28	4.25	3.36	2.71	0.90	0.17	9.88	20.90
最高	5.37	7.10	8.86	4.91	3.85	3.00	0.95	0.20	9.83	24.40
最低	4.02	5.13	6.58	3.67	2.78	2.23	0.89	0.15	9.11	14.80

图表 387：美的置业(03990.HK)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 388：美的置业(03990.HK)12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 389：美的置业(03990.HK)历史财务一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**11,992**	**17,717**	**30,120**	**41,139**
同比	-	48%	70%	37%
成本	-9,263	-12,820	-20,266	-28,131
毛利	**2,729**	**4,897**	**9,854**	**13,007**
同比	-	79%	101%	32%
毛利率	**22.8%**	**27.6%**	**32.7%**	**31.6%**
百分比变动	-	4.9%	5.1%	-1.1%
经营费用	-1,101	-1,659	-3,203	-4,874
同比	-	51%	93%	52%
经营费用率	**9.2%**	**9.4%**	**10.6%**	**11.8%**
百分比变动	-	0.2%	1.3%	1.2%
营业外收入	-226	-29	-111	502
非经常性损益	55	45	-187	-841
所得税	-732	-1,715	-3,370	-4,054
归属非控制权益	-14	-19	77	21
净利润	1,007	1,912	3,210	4,305
经调净利润	**961**	**1,874**	**3,366**	**5,008**
同比	-	95%	80%	49%
经调净利润率	**8.0%**	**10.6%**	**11.2%**	**12.2%**
百分比变动	-	2.6%	0.6%	1.0%
摊薄每股收益	-	-	-	3.61
每股派息	-	-	-	1.60
合并资产负债表				
现金及现金等价物	7,940	16,563	16,696	21,011
贸易及其它应收款	85	379	1,296	1,204
存货	30,434	59,277	103,922	142,747
其它流动资产	14,798	30,177	44,917	65,349
流动资产	**53,256**	**106,397**	**166,831**	**230,310**
物业、厂房、设备	2,843	3,937	6,522	3,870
其它非流动资产	1,144	1,935	3,275	13,770
非流动资产	**4,633**	**6,582**	**10,489**	**19,404**
应付款	12,096	25,252	46,735	77,234
其它流动负债	17,948	36,363	55,929	84,892
流动负债	**36,464**	**70,686**	**119,266**	**171,312**
其它非流动负债	391	944	1,561	1,548
非流动负债	**18,330**	**30,128**	**34,469**	**47,264**
归属公司所有人权益	2,271	10,184	16,157	19,650
非控制性权益	823	1,981	7,428	11,489
总负债及权益	57,888	112,979	177,319	249,714

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	1,007	1,912	3,210	4,305
折旧摊销			278	365
营运现金流	**-5,524**	**-7,281**	**-16,432**	**802**
资本性开支	285	-58	-213	-158
其它投资现金流	-4,287	695	-1,243	-11,858
投资现金流	**-4,002**	**637**	**-1,456**	**-12,016**
融资现金流	**10,715**	**23,550**	**13,207**	**14,843**
自由现金流	-5,736	-7,218	-16,628	560
归属权益所有人的自由现金流	-			
回报率				
平均资本回报率(%)	-	30.1	25.6	28.0
平均投入资本回报率(%)	-	5.1	5.6	6.3
平均资产回报率(%)	-	2.2	2.3	2.3
运营效率				
库存周转天数	1,030.4	1,277.1	1,469.7	1,600.3
应收账款周转天数	1.9	4.8	10.2	11.1
应付账款周转天数	452.0	531.7	648.3	804.2
现金周转天数	580.3	750.2	831.5	807.1
杠杆率及偿付能力				
资产负债率	95%	89%	87%	88%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

碧桂园服务(6098.HK)–业绩增长亮眼，强者恒强

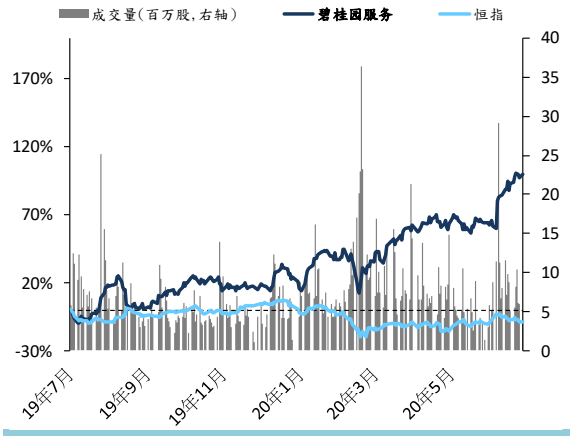
碧桂园服务(06098.HK)2019 年全年收入为 96.45 亿元人民币，同比增加 106.3%。股东应占利润同比增加 81.0%至约 16.71 亿元。每股基本盈利由 2018 年约 36.93 分增至约 62.73 分，增幅约 69.9%。派发末期股息为每股人民币 15.14 分。

管理面积维持高增长。截至 2019 年 12 月 31 日，碧桂园服务除三供一业外的在管面积同比增长 52%至约 2.76 亿平方米；除三供一业外的物业服务合同管理面积同比增长 36%至 6.85 亿平方米。公司预计 2020 年在管面积增加 0.9 亿平米以上(同比增长 32.6%至 3.66 亿平米以上)。外拓方面，碧桂园服务在三四五线城市项目采用 1+1 模式，争取拓展全国碧桂园项目周围的其他项目，形成规模效应，截至 2019 年底，物业管理服务收入中 25.2%来源于第三方，逐步降低对于母公司依赖。碧桂园服务合同管理面积储备位列行业前茅，为未来盈利增长提供强有力的支撑。

收入结构多样化，社区增值服务占比提升。碧桂园服务收入主要来自物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务以及三供一业业务，2019 年收入分别达 58.17 亿元、8.65 亿元、14.22 亿元以及 15.15 亿元，占比分别为 60.3%、9.0%、14.7%以及 15.7%。社区增值服务收入比重上升，增速快于整体水平。未来社区增值服务(目前毛利率 66.2%)在社区团购业务、社区传媒、资产管理、家装等方面存在众多新的发展机遇。

管理层预计 2020 年收入增长 40%以上，毛利率维持稳定。彭博市场预计 20/21 年 EPS 为 0.92/1.20 港元，现价对应 20/21 年预测市盈率为 47.71/36.57 倍。市场目标价为 43.85 港元。

2020 年 7 月 24 日收市价(港元)	43.85
市场平均目标价(港元)	43.19
市场目标价区间(港元)	29.96-55.10
潜在上升空间	-1.51%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	21.84	24.06	60.40	135.15
相对恒指变动	21.66	22.76	72.40	148.55
相对国指变动	19.61	22.06	68.63	142.34

市值(百万港元)	120,999
大股东持股比率(%)	52.6
自由流动比率(%)	46.2
过去 3 年盈利复合增速 (%)	-
派息比率(%)	25.0%
贝塔值(Beta)	1.0
200 天移动平均(港元)	31.08
52 周低/高位(港元)	16.66-45.65
宝林通道低/高位(港元)	34.32-46.75

最新市场预测

	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	0.92	1.20	1.60	47.71	36.57	27.41	15.02	1.54	0.50	33.76
最高	1.04	1.51	2.30	52.70	3132.14	2307.89	15.45	1.70	0.56	38.30
最低	0.83	0.01	0.02	42.08	29.08	19.11	12.63	1.36	0.48	26.75

图表 390：碧桂园服务(06098.HK)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 391：碧桂园服务(06098.HK)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 392：碧桂园服务(06098.HK)历史财务一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**2,358**	**3,122**	**4,675**	**9,645**
同比	-	32%	50%	106%
成本	-1,558	-2,086	-2,914	-6,593
毛利	**800**	**1,036**	**1,762**	**3,052**
同比	-	29%	70%	73%
毛利率	**33.9%**	**33.2%**	**37.7%**	**31.6%**
百分比变动	-	-0.8%	4.5%	-6.0%
经营费用	-333	-467	-773	-1,268
同比	-	40%	65%	64%
经营费用率	**14.1%**	**15.0%**	**16.5%**	**13.1%**
百分比变动	-	0.8%	1.6%	-3.4%
营业外收入	9	27	57	156
非经常性损益	2	0	-10	84
所得税	-134	-168	-135	-358
归属非控制权益	28	39	11	48
净利润	324	402	923	1,671
经调净利润	**322**	**402**	**931**	**1,607**
同比	-	25%	132%	73%
经调净利润率	**13.7%**	**12.9%**	**19.9%**	**16.7%**
百分比变动	-	-0.8%	7.0%	-3.2%
摊薄每股收益	-	-	-	0.62
每股派息	-	-	-	0.15
合并资产负债表				
现金及现金等价物	1,774	2,634	3,864	8,183
贸易及其它应收款	303	372	567	1,574
存货	5	6	8	14
其它流动资产	315	344	231	454
流动资产	**2,398**	**3,356**	**4,671**	**10,224**
物业、厂房、设备	43	79	113	341
其它非流动资产	27	43	723	1,694
非流动资产	**70**	**122**	**851**	**2,045**
应付款	988	1,364	2,127	4,798
其它流动负债	397	557	1,000	1,618
流动负债	**1,385**	**1,921**	**3,127**	**6,427**
其它非流动负债	0	14	65	143
非流动负债	**0**	**14**	**65**	**162**
归属公司所有人权益	1,019	1,421	2,261	5,373
非控制性权益	64	121	69	306
总负债及权益	2,468	3,477	5,522	12,269

(百万人民币，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	324	402	923	1,671
折旧摊销	14	19	31	149
营运现金流	**1,017**	**920**	**1,612**	**3,352**
资本性开支	-23	-57	-70	-104
其它投资现金流	74	-10	-107	-1,496
投资现金流	**51**	**-68**	**-177**	**-1,600**
融资现金流	**115**	**7**	**-200**	**1,276**
自由现金流	997	866	1,550	3,274
归属权益所有人的自由现金流	-	865	1,558	3,266
回报率				
平均资本回报率(%)	-	32.9	50.6	42.1
平均投入资本回报率(%)	-	33.6	48.6	41.2
平均资产回报率(%)	-	13.5	20.7	18.1
运营效率				
库存周转天数	1.3	1.0	0.9	0.6
应收账款周转天数	54.5	39.5	36.7	40.5
应付账款周转天数	192.4	205.7	218.6	191.7
现金周转天数	-136.6	-165.2	-181.1	-150.6
杠杆率及偿付能力				
资产负债率	56%	56%	58%	54%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

京东(9618.HK) – 依托供应链，实现技术服务转型

京东为全球领先的电子商务巨头，依托供应链为基础的技术与服务企业。2014 年，京东在美国纳斯达克正式挂牌上市，股票代码"JD"。2019 年，京东通过自营电商平台、物流服务和数码科技等业务创造了 20854 亿元人民币的 GMV。京东由光磁产品代理起家，逐渐布局电商，金融，物流，健康以及技术服务等板块，覆盖全球超 7.5 亿消费者。

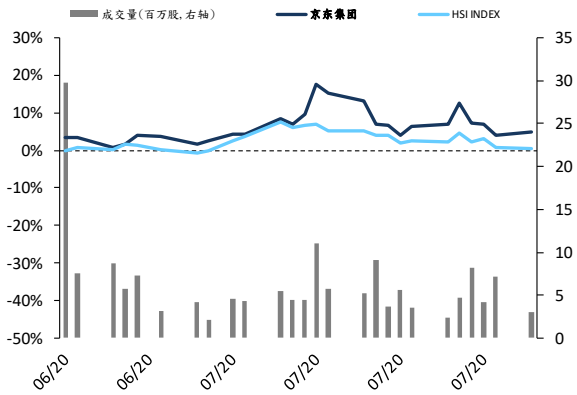
目前，京东正在从零售电商平台向技术服务企业转型，截至 2019 年，公司研发开支同比增长 20.4%至 146.19 亿元，研发团队人数更是达到 14047 人次，占总员工人数的 6.17%。全球专利授权约有 2860 项，以及 7510 项专利正在申请。

京东零售：该业务分为自营业务、平台业务以及广告服务，2020 年第一季度，该业务实现营收 1394.2 亿元（人民币，下同），同比增长 20%。其中自营电商业务收入 1300.93 亿元，同比增长 19.7%,占营业收入近 89%。来自百货收入该季度增速迅猛，同比增长 38.9%至 524.62 亿元。此外，一季度年度活跃用户数同比增长 24.8%至 3.874 亿人次，日活跃用户同比增长 46%。目前三至六线城市用户占比超过六成，京东下沉市场的布局将逐渐带来惊喜。

新业务：新业务包括向第三方提供的物流服务、海外业务、技术创新以及向物流物业投资者提供的资产管理服务和出售京东智能产业发展开发的物业。服务业务该季度收入161.12亿元，同比增长29.26%，占营业收入比重11%。其中来自物流及其他服务的收入同比增长53.6%至65.85亿元。截至2019年，京东物流布局遍布全国89个城市，拥有1690万平方米的超过700个仓库。受益于自有物流业务，该季度物流服务受到疫情打击较同业竞争对手而言相对较小。

估值方面，根据彭博，20/21 年市场预期每股基本盈利对应 20/21 年预期市盈率 46.5x/30.95x。短中期来看：I. 公司核心电商业务增速稳健，用户数持续增长；II. 技术服务收入等创新业务增速迅猛。

2020 年 7 月 24 日收市价(港元)	234.80
市场平均目标价(港元)	275.33
市场目标价区间(港元)	269.00-284.00
潜在上升空间	17.26%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	3.92	-	-	-
相对恒指变动	3.18	-	-	-
相对国指变动	0.79	-	-	-

市值(百万港元)	730,294
大股东持股比率(%)	
自由流动比率(%)	69.9
EV/EBITDA (%)	28.5
派息比率(%)	0.0
贝塔值(Beta)	-
200 天移动平均(港元)	-
52 周低/高位(港元)	226.00-271.60
宝林通道低/高位(港元)	224.36-261.58

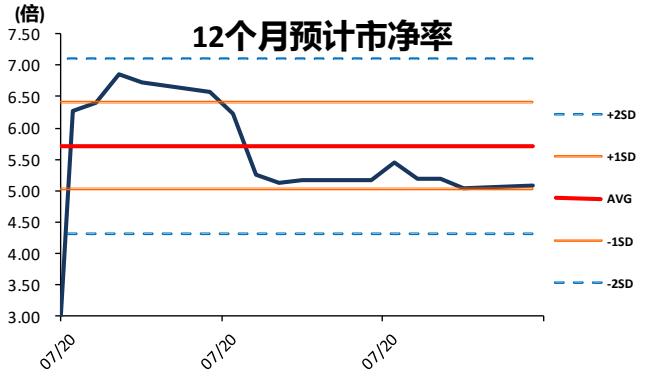
最新市场预测

	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	5.75	8.45	11.45	47.91	32.59	24.05	5.67	1.10	0.00	10.42
最高	9.53	14.40	19.72	58.06	38.23	30.68	6.71	0.99	0.00	16.20
最低	4.74	7.20	8.97	28.90	19.12	13.96	4.70	0.50	0.00	7.50

图表 393：京东 (9618.HK) 12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 394：京东 (9618.HK)12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 395：京东 (9618.HK)历史财务一览

(百万美元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**38,895**	**53,678**	**69,900**	**83,527**
同比	35%	38%	30%	19%
成本	-33,571	-46,150	-59,922	-71,304
毛利	**5,324**	**7,528**	**9,978**	**12,223**
同比	38%	41%	33%	22%
毛利率	**13.7%**	**14.0%**	**14.3%**	**14.6%**
百分比变动	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
经营费用	-5,071	-7,640	-10,385	-11,216
同比	62%	51%	36%	8%
经营费用率	**13.0%**	**14.2%**	**14.9%**	**13.4%**
百分比变动	2.2%	1.2%	0.6%	-1.4%
营业外收入	-379	142	156	-5
非经常性损益	-157	-12	-109	980
所得税	-25	-21	-65	-261
归属非控制权益	59	21	-47	-43
净利润	-573	-23	-377	1,764
经调净利润	**-265**	**-15**	**-265**	**1,018**
同比	106%	-94%	1695%	-483%
经调净利润率	**-0.7%**	**0.0%**	**-0.4%**	**1.2%**
百分比变动	-0.2%	0.7%	-0.4%	1.6%
摊薄每股收益(美元)				
每股派息(美元)				
合并资产负债表				
现金及现金等价物	3,187	5,268	5,277	8,843
贸易及其它应收款	2,326	2,514	1,615	889
存货	4,166	6,409	6,401	8,320
其它流动资产	5,730	3,488	1,951	1,924
流动资产	**15,409**	**17,678**	**15,244**	**19,975**
物业、厂房、设备	1,299	2,424	4,018	5,041
长期投资及长期应收款	153	1,541	2,312	3,076
其它非流动资产	6,249	6,644	8,835	9,206
非流动资产	**7,701**	**10,608**	**15,165**	**17,323**
应付款	8,230	13,849	14,698	16,817
借款	1,601	1,980	661	459
其它流动负债	5,262	2,344	2,212	2,832
流动负债	**15,093**	**18,174**	**17,571**	**20,108**
借款	1,318	1,679	987	1,786
其它非流动负债	759	383	682	955
非流动负债	**2,077**	**2,062**	**1,668**	**2,740**
归属公司所有人权益	4,884	7,998	8,690	11,755
非控制性权益	1,056	53	2,480	2,695
总负债及权益	23,110	28,287	30,408	37,298

(百万美元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	-573	-23	-377	1,764
折旧摊销	515	621	841	844
其它非现金调整	799	626	858	212
营运资本变动	558	3,124	1,837	768
停止运营业务调整	21	-369	0	0
营运现金流	**1,320**	**3,979**	**3,159**	**3,588**
资本性开支	-637	-1,682	-3,233	-1,303
其它投资现金流	-6,632	-4,216	-713	-2,367
投资现金流	**-7,269**	**-5,898**	**-3,946**	**-3,670**
融资现金流	**6,129**	**2,850**	**1,697**	**372**
自由现金流		2,276		2,382
归属权益所有人的自由现金流	2,841	2,883	-1,429	1,704
回报率				
平均资本回报率(%)	-5.5	-0.2	-3.1	9.9
平均投入资本回报率(%)	-2.0	0.3	-1.7	7.3
平均资产回报率(%)	-1.4	-0.1	-0.9	3.0
运营效率				
库存周转天数	39.9	41.8	39.0	37.7
应收账款周转天数	16.8	16.5	10.8	5.5
应付账款周转天数	75.8	87.3	86.9	80.7
现金周转天数	-19.1	-29.0	-37.2	-37.5
杠杆率及偿付能力				
净负债率	-5%	-20%	-32%	-46%
资产负债率	74%	72%	63%	61%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

康方生物-B(9926.HK) – 双抗管线进展领先

康方生物-B(9926.HK) 是一家处于临床阶段的生物制药公司，具备国际领先制药公司认可的自主研发能力。致力于自主发现、开发及商业化肿瘤、免疫等治疗领域首创和同类最佳疗法。拥有药物研发的端对端平台-康方全方位探索平台(ACE平台)，包括靶点验证、抗体药物发现与开发、CMC和符合GMP要求的生产。旗下CTLA-4靶点单抗AK107以2亿美元代价授权予默克。

核心产品PD-1/CTLA-4双抗AK104基于康方自有的Tetrabody技术，在完整PD-1基础上通过Fc端连接一个CTLA-4 scFv形成的一种对称式的四价单抗，与T细胞四价结合，形成微肿瘤环境中的T细胞聚合，带来更好的 1) 稳定性 2) 靶向性 3) 安全性 和4) 疗效。F&S预计2030年中国PD-1/CTLA-4双抗市场销售规模可达29亿美元。目前国内仅有4款PD-1(L1)/CTLA-4 双抗管线，康方是其中进度最领先的，有望取得该市场最高的份额。

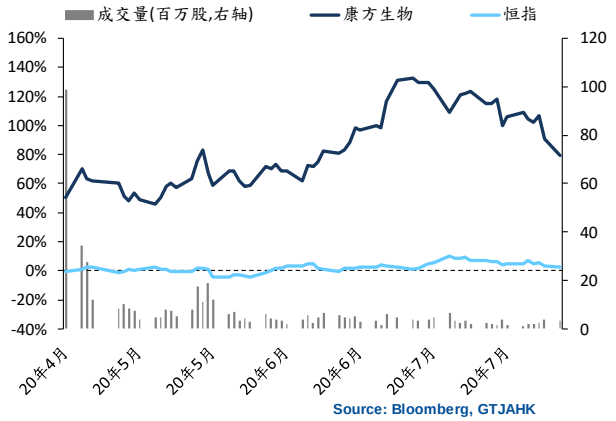
和中生制药合作的PD-1派安普利单抗AK105已经就3L r/r cHL向NMPA提交NDA申请，公司预计1H21年上市销售。作为正大天晴唯一的PD-1管线，AK105有望在其强大的销售能力助力下在拥挤的PD-1市场中取得一定市场份额。

公司在免疫类疾病和其它慢性病方面也有较好的布局，一共拥有20多个创新抗体药物管线，包括12个临床阶段抗体，6个双抗，其中两个处于临床阶段， PD-1/VEGF双抗AK112也已经递交了临床注册申请。

目前总产能提升至18,000升，规划产能3.3万升，未来能够对公司后续产品商业化生产提供充分支持。

彭博市场现价29.0港元，对应上升空间42.59%。市场目标价区间33.00-50.00港元。

2020 年 7 月 27 日收市价(港元)	29.00
市场平均目标价(港元)	41.35
市场目标价区间(港元)	33.00-50.00
潜在上升空间	42.59%



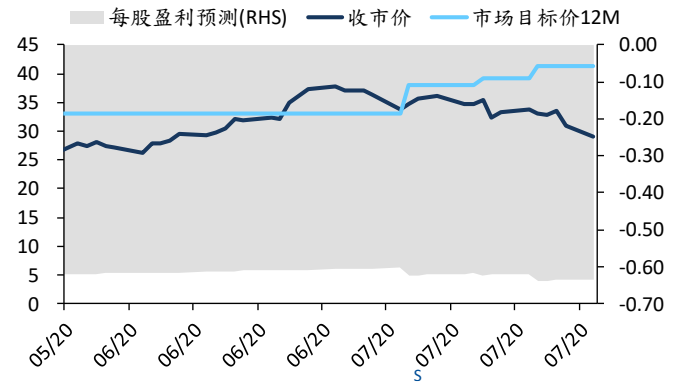
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(22.46)	5.45	-	-
相对恒指变动	(22.68)	4.12	-	-
相对国指变动	(24.72)	3.43	-	-

市值(百万港元)	22,825
大股东持股比率(%)	30.5
自由流动比率(%)	23.0
过去 3 年盈利复合增速 (%)	-
派息比率(%)	-
贝塔值(Beta)	-
200 天移动平均(港元)	-
52 周低/高位(港元)	16.18-38.95
宝林通道低/高位(港元)	31.18-38.50

最新市场预测

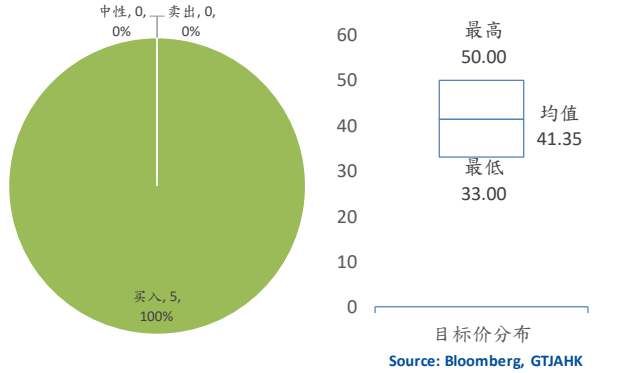
	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	19F	20F	21F	19F	20F	21F	20F	20F	20F	20F
平均	-	(0.83)	(0.61)	-	-	-	7.54	-	-	(27.76)
最高	-	(0.63)	(0.23)	-	-	-	10.44	-	-	(0.74)
最低	-	(1.02)	(0.86)	-	-	-	6.41	-	-	(70.60)

图表 396：康方生物-B(9926.HK) 市场目标价变动趋势



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 397：康方生物-B(9926.HK) 市场评级、目标价分布



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 398：康方生物-B(9926.HK) 市场共识预测一览

（百万人民币，年结12月31日）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	NA	NA	36	410	1,227
息税摊销前利润	-139	-227	-621	-616	-538
经营利润	-152	-243	-614	-722	-613
净利润	NA	NA	-584	-432	-435
每股盈利	NA	NA	-0.75	-0.55	-0.49
每股派息	NA	NA	NA	NA	NA
净负债	-349	-968	-1,259	-154	-1,919
同比					
收入	NA	NA	NA	1039%	199%
经营利润率	NA	60%	152%	18%	-15%
净利润	NA	NA	NA	-26%	1%
每股盈利	NA	NA	NA	-27%	-11%
利润率					
毛利率	NA	NA	100.0%	75.4%	79.7%
息税摊销前利润率	NA	NA	NM	-150.4%	-43.9%
经营利润率	NA	NA	NM	-176.1%	-49.9%
净利率	NA	NA	NM	-105.3%	-35.4%
百分比变动					
毛利率	NA	NA	NA	-24.6%	4.2%
经营利润率	NA	NA	NA	NA	106.5%
净利率	NA	NA	NA	NA	126.1%
回报率					
资本回报率	NA	NA	-27.8%	-17.1%	-22.7%
资产回报率	NA	-28.9%	-15.6%	-10.7%	-12.3%
估值比率					
市盈率	NA	NA	-34.9x	-47.8x	-53.8x
市净率	NA	NA	7.5x	9.1x	8.8x
股息率	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际
数据截止 2020 年 7 月 27 日港股收市

阿里巴巴 (9988.HK) – 厚积薄发，消费场景全覆盖

阿里巴巴是全球企业间(B2B)电子商务的著名品牌,是目前全球最大的网上贸易市场。截至去年，天猫淘宝年度活跃消费者突破 6 亿，阿里云智能支持了 80%中国每天诞生的创新和创业公司，蚂蚁金服为超过 1000 万小微企业提供普惠金融服务。

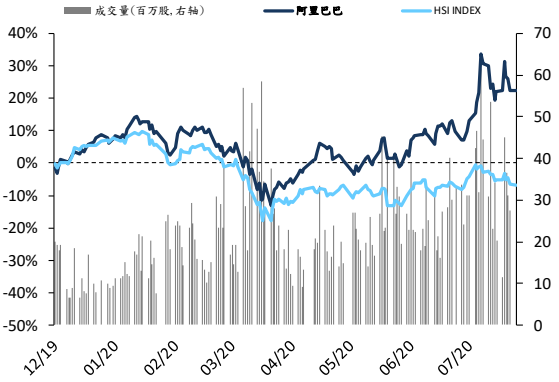
2020 年 7 月 24 日收市价(港元)	239.00
市场平均目标价(港元)	282.14
市场目标价区间(港元)	247.00-307.00
潜在上升空间	18.05%

在全球范围疫情扩散影响下，上半年部分业务，例如物流及本地生活服务等业务受到影响较大，但整体业务依旧保持稳定增长。随着疫情趋稳，企业复产复工，负面影响逐渐消散，政府陆续出台消费刺激政策，物流及电商业务有望迎来反弹。我们认为阿里巴巴最艰难的时期已经过去，该公司预计 2021 财年总收入将突破 6500 亿元。

1. **看好阿里核心电商业务恢复增长**。618 狂欢节阿里实现 6982 亿元成交额，在同行业竞争中一骑绝尘，超出第二名两倍有余，随着国家刺激消费复苏等政策落地，阿里核心电商业务下半年将厚积薄发。

2. **加码数字化投入，云计算剑指全球前二宝座**。云业务保持高增长，亚太区域坐稳头把交椅，但全球市场份额仅占 9.1%。阿里计划未来三年投入 2000 亿元用于云基础设施建设布局。与此同时，阿里大力发展助农战略合作，推动现代农业产业链、供应链升级。此外，阿里与宝马宣布跨界战略合作，推动汽车行业数字化转型进程，把互联网+的版图再次进行升级扩大。

3. **阿里系生态完善，实现消费场景全覆盖**。阿里海内外电商发力+消费场景全覆盖的模式不断巩固自身护城河，从淘宝和天猫线上零售到饿了么，盒马生鲜；依托菜鸟等配送体系，叠加天猫国际，考拉，Lazada 等跨境电商服务，再到高德，滴滴，蚂蚁金服等生活服务，阿里业务生态不断完善，阿里系生态业务逐渐渗透进生活中的每个场景。



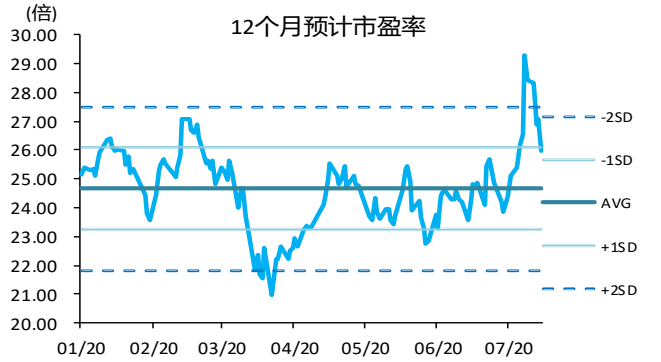
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	7.15	34.47	31.47	44.84
相对恒指变动	3.79	22.97	19.61	20.17
相对国指变动	4.01	24.84	23.39	26.05

市值(百万港元)	5,129,366
大股东持股比率(%)	-
自由流动比率(%)	67.2
EV/EBITDA (%)	17.6
派息比率(%)	0.0
贝塔值(Beta)	-
200 天移动平均(港元)	-
52 周低/高位(港元)	167.60-263.80
宝林通道低/高位(港元)	207.70-266.92

最新市场预测

	每股盈利(港元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	6.75	8.25	10.71	41.78	34.19	26.36	6.42	1.52	0.00	21.71
最高	7.89	11.38	14.23	55.87	226.62	197.44	7.63	9.64	0.00	28.10
最低	5.05	1.25	1.43	35.78	24.80	19.83	5.01	1.06	0.00	16.97

图表 399：阿里巴巴(9988.HK) 12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 400：阿里巴巴(9988.HK) 12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 401：阿里巴巴(9988.HK)历史财务一览

(百万美元，年结3月31日)	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
合并利润表				
收入	**23,531**	**37,825**	**56,163**	**73,191**
同比	48%	61%	48%	30%
成本	-8,844	-16,179	-30,840	-40,546
毛利	**14,688**	**21,646**	**25,323**	**32,645**
同比	40%	47%	17%	29%
毛利率	**62.4%**	**57.2%**	**45.1%**	**44.6%**
百分比变动	-3.6%	-5.2%	-12.1%	-0.5%
经营费用	-7,543	-11,096	-16,566	-30,394
同比	29%	47%	49%	83%
经营费用率	**32.1%**	**29.3%**	**29.5%**	**41.5%**
百分比变动	-4.8%	-2.7%	0.2%	12.0%
营业外收入	1,066	3,796	443	14,402
非经常性损益	714	829	5,140	7,276
所得税	-2,048	-2,751	-2,467	-2,953
归属非控制权益	-364	-405	-1,140	-1,304
净利润	6,493	9,671	13,055	21,433
经调净利润	**6,029**	**10,113**	**7,863**	**17,128**
同比	26%	68%	-22%	118%
经调净利润率	**25.6%**	**26.7%**	**14.0%**	**23.4%**
百分比变动	-4.5%	1.1%	-12.7%	9.4%
摊薄每股收益(美元)				
每股派息(美元)				
合并资产负债表				
现金及现金等价物	21,926	33,430	30,268	51,285
贸易及其它应收款	638	1,158	2,052	2,794
存货	0	0	0	0
其它流动资产	3,879	6,260	7,946	11,285
流动资产	**26,443**	**40,848**	**40,267**	**65,363**
物业、厂房、设备	2,938	10,574	13,711	18,114
长期投资及长期应收款	4,573	6,074	23,404	22,779
其它非流动资产	39,736	56,550	66,400	79,133
非流动资产	**47,247**	**73,198**	**103,515**	**120,026**
应付款	7,721	15,085	20,172	25,659
借款	2,166	959	3,347	728
其它流动负债	3,717	5,555	7,420	7,765
流动负债	**13,604**	**21,598**	**30,939**	**34,152**
借款	11,172	19,008	16,662	19,722
其它非流动负债	1,787	3,554	4,495	7,312
非流动负债	**12,959**	**22,563**	**21,157**	**27,034**
归属公司所有人权益	40,972	58,655	74,355	107,946
非控制性权益	6,155	11,230	17,331	16,258
总负债及权益	73,690	114,046	143,782	185,390

(百万美元，年结3月31日)	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
合并现金流量表				
净利润	6,493	9,687	13,098	21,458
折旧摊销	2,125	3,328	5,526	6,092
其它非现金调整	2,245	2,564	-930	-4,691
营运资本变动	1,079	3,435	4,806	3,075
停止运营业务调整	0	0	0	0
营运现金流	**11,943**	**19,014**	**22,501**	**25,934**
资本性开支	-2,609	-4,509	-7,399	-6,517
其它投资现金流	-9,042	-8,151	-15,115	-9,001
投资现金流	**-11,651**	**-12,660**	**-22,513**	**-15,518**
融资现金流	**4,894**	**3,077**	**-1,102**	**10,174**
自由现金流	9,640	14,946	15,742	20,069
归属权益所有人的自由现金流	14,088	19,546	15,040	17,444
回报率				
平均资本回报率(%)	16.4	20.8	12.3	19.1
平均投入资本回报率(%)	11.1	13.8	7.5	12.9
平均资产回报率(%)	9.3	11.0	6.3	10.5
运营效率				
库存周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款周转天数	6.4	8.7	10.4	12.1
应付账款周转天数	255.7	257.3	208.6	206.3
现金周转天数	-249.3	-248.6	-198.2	-194.2
杠杆率及偿付能力				
净负债率	-28%	-28%	-37%	-43%
资产负债率	36%	39%	36%	33%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

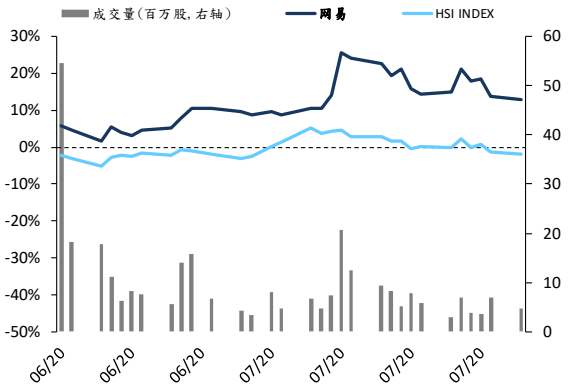
网易 (9999.HK) – 游戏业务稳健，创新业务亮眼

网易为全球领先的游戏开发和运营商，互联网科技巨头。2020 年，网易在纳斯达克正式挂牌上市，股票代码"NTES"。截至目前，网易通过自营零售品牌、门户网站、智能学习和游戏领域等业务覆盖了全中国超过 10 亿用户。网易从中文门户网站及电子邮件服务 163.com 起家，2001 年推出自主研发游戏《大话西游 Online》，迄今"西游系列"已大热接近 20 年。

1. **在线游戏：** 2020 财年第一季度财报披露中，网易在线游戏业务收入为 135.2 亿元，占总营收的 79.2%，同比增长 14.1%。其中，《梦幻西游》、《大话西游 2》、《阴阳师》等王牌游戏帮助其毛利润实现同比 14.8%的增长至 86.7 亿元。根据伽马数据统计，2019 年网易在手游市场份额为 18%，仅次于腾讯的 58%，游戏储备丰富，未来将陆续投入市场满足用户多元化需求。
2. **智能学习：**2019年有道净收入13.05亿元，占总收入比例2.2%，实现了平均月活跃用户数突破1亿人次的里程碑。一季度因疫情影响，在线教育需求激增，有道实现营收5.4亿元，同比激增139.8%，占总收入比例升至3.2%。随者疫情趋稳，有道需要向投资人证明自己拥有可持续发展的实力。随着"内容付费"消费习惯的推广，知识产权意识的提高，我们认为在线教育市场依旧潜力无限。
3. **创新业务及其他：**在2017年4月、2018年11月以及2019年的融资过后，网易云得到了来自百度，阿里，云锋和博裕资本等巨头们接近100亿元人民币的投资。2019年全年，平台歌曲播放量超过2700亿次，累积拥有超过10万的原创音乐人。虽然版权问题依旧存在困扰，但助推音乐人成长的模式也帮助网易云建立了一批忠实用户。随着付费意识的逐渐推广，市场仍就看好网易云中长期发展前景。

估值方面，根据彭博，20/21 年市场预期每股基本盈利 17.24/19.71 美元，对应 20/21 年预期市盈率 24.55x/21.47x。短中期来看：I. 公司核心业务增速稳健，受益"宅家模式"，游戏业务一季度表现超预期； II. 创新业务增速迅猛。

2020 年 7 月 24 日收市价(港元)	140.10
市场平均目标价(港元)	152.40
市场目标价区间(港元)	125.00-174.00
潜在上升空间	8.78%



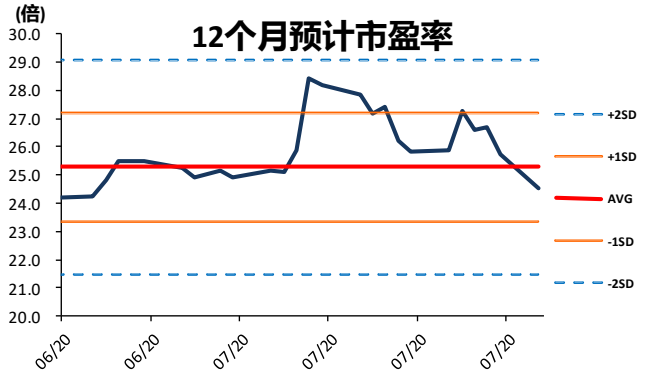
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	3.90	-	-	-
相对恒指变动	3.15	-	-	-
相对国指变动	0.76	-	-	-

市值(百万港元)	484,062
大股东持股比率(%)	-
自由流动比率(%)	59.3
EV/EBITDA (%)	17.0
派息比率(%)	1.0
贝塔值(Beta)	-
200 天移动平均(港元)	-
52 周低/高位(港元)	125.00-167.00
宝林通道低/高位(港元)	129.55-155.08

最新市场预测

	每股盈利(美元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	5.12	6.05	7.05	29.79	25.21	21.60	5.47	-	0.92	19.00
最高	5.89	6.59	7.44	35.75	29.35	23.98	5.44	(23.11)	1.05	22.46
最低	4.26	5.19	6.36	25.87	23.13	20.48	5.44	(18.21)	0.71	15.50

图表 402：网易 (9999.HK) 12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 403：网易 (NTES.US) 12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 404：网易 (9999.HK)历史财务一览

(百万美元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**5,749**	**6,583**	**7,743**	**8,577**
同比	58%	15%	18%	11%
成本	-2,487	-2,873	-3,606	-4,009
毛利	**3,262**	**3,710**	**4,137**	**4,569**
同比	53%	14%	12%	10%
毛利率	**56.7%**	**56.4%**	**53.4%**	**53.3%**
百分比变动	-2.0%	-0.4%	-2.9%	-0.2%
经营费用	-1,360	-1,784	-2,628	-2,571
同比	40%	31%	47%	-2%
经营费用率	**23.7%**	**27.1%**	**33.9%**	**30.0%**
百分比变动	-3.2%	3.4%	6.8%	-4.0%
营业外收入	196	132	158	387
非经常性损益	-5	-8	8	-12
所得税	-317	-319	-372	-422
归属非控制权益	28	21	49	28
净利润	1,748	1,586	931	3,075
经调净利润	**1,751**	**1,715**	**1,248**	**1,932**
同比	63%	-2%	-27%	55%
经调净利润率	**30.5%**	**26.1%**	**16.1%**	**22.5%**
百分比变动	0.9%	-4.4%	-9.9%	6.4%
摊薄每股收益(美元)				
每股派息(美元)				
合并资产负债表				
现金及现金等价物	5,243	6,626	7,204	10,346
贸易及其它应收款	613	556	582	599
存货	227	841	155	93
其它流动资产	1,033	1,497	2,049	1,183
流动资产	**7,116**	**9,521**	**9,990**	**12,222**
物业、厂房、设备	349	579	679	730
长期投资及长期应收款	284	413	763	1,335
其它非流动资产	614	404	1,212	1,815
非流动资产	**1,246**	**1,396**	**2,654**	**3,880**
应付款	1,128	1,673	1,638	1,812
借款	550	1,018	1,986	2,444
其它流动负债	1,085	959	1,481	1,236
流动负债	**2,763**	**3,650**	**5,104**	**5,492**
借款	0	0	0	40
其它非流动负债	57	36	65	80
非流动负债	**57**	**36**	**65**	**121**
归属公司所有人权益	5,503	7,028	6,576	8,825
非控制性权益	39	203	898	1,664
总负债及权益	8,362	10,917	12,643	16,102

(百万美元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	1,748	1,586	931	3,075
折旧摊销	49	117	349	270
其它非现金调整	572	276	361	309
营运资本变动	-36	98	253	-52
停止运营业务调整	0	-317	135	-1,109
营运现金流	**2,332**	**1,761**	**2,030**	**2,493**
资本性开支	-171	-363	-1,033	-473
其它投资现金流	-1,937	-1,542	-1,020	-2,732
投资现金流	**-2,109**	**-1,904**	**-2,053**	**-3,205**
融资现金流	**-339**	**-193**	**240**	**157**
自由现金流	2,165			
归属权益所有人的自由现金流	2,387	1,977	2,642	2,757
回报率				
平均资本回报率(%)	34.5	27.6	18.1	25.0
平均投入资本回报率(%)	32.1			
平均资产回报率(%)	23.4	17.9	10.4	13.4
运营效率				
库存周转天数	25.9	67.9	50.4	11.3
应收账款周转天数	32.2	32.4	26.8	25.1
应付账款周转天数	134.6	178.0	167.6	157.1
现金周转天数	-76.4	-77.7	-90.3	-120.6
杠杆率及偿付能力				
净负债率	-85%	-78%	-70%	-75%
资产负债率	34%	34%	41%	35%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

Barrick Gold (GOLD.US) –黄金产量预测下调

巴里克黄金(Barrick Gold)从事生产及销售金矿、铜矿，以及矿山勘探开发业务，在 2018 年完成对 Randgold 收购后依旧是全球最大的金矿开采公司之一。公司 2020 年一季度收入同比增加 30%至 27.2 亿美元，经调整 EBITDA 同比增加 46.3%至 14.7 亿美元。

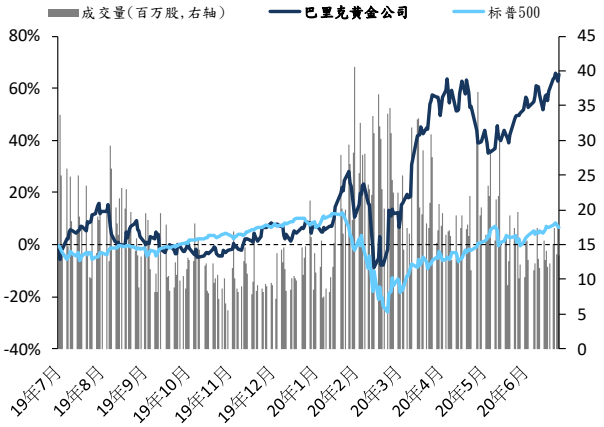
一季度金矿产量小幅下降。一季度疫情对生产影响较小，黄金产量同比小幅下降 8.6%至 125 万盎司，环比下降 13.1%，销售成本稳定。但公司预计二季度黄金产量会低于一季度，主要因为矿山的维护安排，下半年产量将会恢复。由于当地冶炼厂维护后重启，铜的产量同比增加 8.5%至 1.15 亿磅，相较于全年目标完成 23%-26%，进度符合预期。

Cortez 矿山成本下降，产量仍有潜力。成本管控令 Cortez 矿山成本环比下降 10%左右，Cortez 深南项目预计在 2022-2031 年贡献产量 15-25 万盎司。而同在内华达州的 Turquoise 和 Carlin 矿山总现金成本环比有所增加。

资产负债表稳健。黄金价格快速上涨，公司一季度自由现金流为 4.38 亿美元，净债务较去年年底减少 17%，股息率有进一步提高的可能。

原油价格回升或导致生产成本上升。并且，4 月巴布亚新几内亚政府拒绝延长 Porgera 金矿的到期租约，迫使公司对该矿进行维护保养，并下调了年度黄金产量预测至 460-500 万盎司，总现金成本预计增加 2-4%。Barrick Gold (GOLD US)7 月 24 日收市价报 28.4 美元，20/21 年市场预期市盈率 34.1/26.4 倍。

2020 年 7 月 24 日收市价(美元)	28.44
市场平均目标价(美元)	20.68
市场目标价区间(美元)	16.50-25.30
最高潜在上升空间	



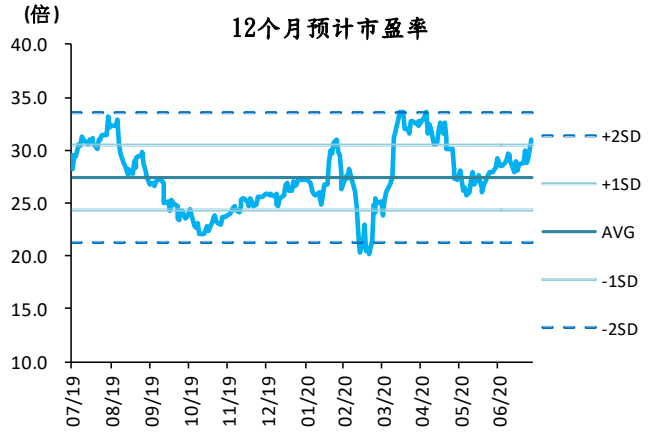
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	2.87	6.65	4.30	52.25
相对标普变动	(0.50)	(4.85)	(7.56)	27.58
相对道指变动	(0.27)	(2.97)	(3.78)	33.46

市值(百万美元)	50,568
大股东持股比率(%)	7.8
自由流动比率(%)	95.4
过去 3 年盈利复合增速 (%)	
派息比率(%)	26.7%
贝塔值(Beta)	0.3
200 天移动平均(美元)	20.97
52 周低/高位(美元)	11.52-20.07
宝林通道低/高位(美元)	17.28-18.85

最新市场预测

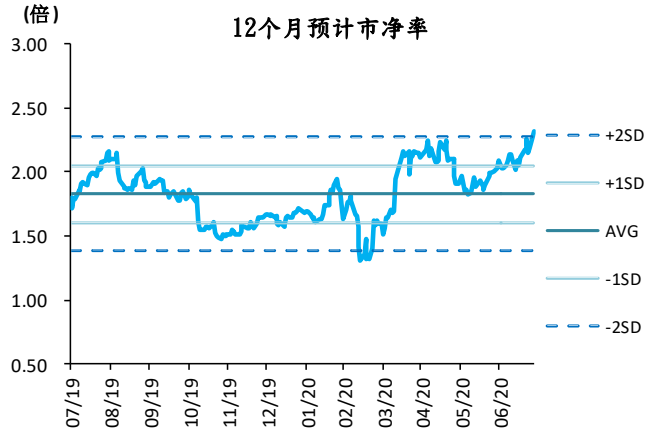
	每股盈利(美元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	19Y	20Y	21Y	19Y	20Y	21Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	0.49	0.83	1.08	58.64	34.10	26.38	2.40	18.02	0.85	8.61
最高	0.55	1.20	1.53	63.20	45.14	41.22	2.39	19.42	0.98	13.00
最低	0.45	0.63	0.69	51.71	23.70	18.59	2.19	15.89	0.63	5.00

图表 405：Barrick Gold (GOLD US)12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 406：Barrick Gold (GOLD US)12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 407：Barrick Gold (GOLD US)历史财务一览

(百万美元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**8,558**	**8,374**	**7,243**	**9,717**
同比	-5%	-2%	-14%	34%
成本	-5,405	-5,300	-5,220	-6,911
毛利	**3,153**	**3,074**	**2,023**	**2,806**
同比	49%	-3%	-34%	39%
毛利率	**36.8%**	**36.7%**	**27.9%**	**28.9%**
百分比变动	13.3%	-0.1%	-8.8%	0.9%
经营费用	-547	-764	-426	-909
同比	-19%	40%	-44%	113%
经营费用率	**6.4%**	**9.1%**	**5.9%**	**9.4%**
百分比变动	-1.1%	2.7%	-3.2%	3.5%
营业外收入	-954	-509	-635	-410
非经常性损益	126	946	-1,199	4,870
所得税	-917	-1,231	-1,198	-1,783
归属非控制权益	206	78	110	605
净利润	655	1,438	-1,545	3,969
经调净利润	**605**	**987**	**78**	**424**
同比	-356%	63%	-92%	441%
经调净利润率	**7.1%**	**11.8%**	**1.1%**	**4.4%**
百分比变动	9.7%	4.7%	-10.7%	3.3%
摊薄每股收益(美元)	0.56	1.23	-1.32	2.26
每股派息(美元)	0.08	0.12	0.19	0.20
合并资产负债表				
现金及现金等价物	2,389	2,234	1,573	3,315
贸易及其它应收款	249	239	248	363
存货	1,930	1,890	1,852	2,289
其它流动资产	306	321	305	920
流动资产	**4,874**	**4,684**	**3,978**	**6,887**
物业、厂房、设备	14,103	13,806	12,826	24,141
长期投资及长期应收款	18	0	638	594
其它非流动资产	6,269	6,818	5,189	12,770
非流动资产	**20,390**	**20,624**	**18,653**	**37,505**
应付款	1,367	1,357	1,304	1,379
借款	143	59	43	375
其它流动负债	309	331	321	622
流动负债	**1,819**	**1,747**	**1,668**	**2,376**
借款	7,788	6,364	5,695	5,161
其它非流动负债	5,344	6,130	5,883	7,028
非流动负债	**13,132**	**12,494**	**11,578**	**12,189**
归属公司所有人权益	7,935	9,286	7,593	21,432
非控制性权益	2,378	1,781	1,792	8,395
总负债及权益	25,264	25,308	22,631	44,392

(百万美元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	655	1,438	-1,545	3,969
折旧摊销	1,574	1,647	1,457	2,032
其它非现金调整	726	-292	2,026	-2,811
营运资本变动	-315	-728	-173	-357
停止运营业务调整	0	0	0	0
营运现金流	**2,640**	**2,065**	**1,765**	**2,833**
资本性开支	-991	-1,368	-1,330	-1,660
其它投资现金流	579	1,031	-164	1,710
投资现金流	**-412**	**-337**	**-1,494**	**50**
融资现金流	**-2,297**	**-1,886**	**-925**	**-1,139**
自由现金流	1,800	951		1,445
归属权益所有人的自由现金流	-408	-836	-252	864
回报率				
平均资本回报率(%)	8.0	11.5	0.9	2.9
平均投入资本回报率(%)	5.8	7.6	1.7	5.3
平均资产回报率(%)	2.3	3.9	0.3	1.3
运营效率				
库存周转天数	123.1	131.5	130.8	109.4
应收账款周转天数	11.2	10.6	12.3	11.5
应付账款周转天数	85.3	93.8	93.0	70.9
现金周转天数	49.1	48.4	50.1	50.0
杠杆率及偿付能力				
净负债率	54%	38%	44%	7%
资产负债率	59%	56%	59%	33%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

亚马逊 (AMZN.US) –逆境突围，力压群雄

亚马逊公司(AMZN.US)于 1995 年成立。是美国网络电子商务公司，现在已成为全球商品品种最多的网上零售商和全球第二大互联网企业，该公司旗下 AWS 云计算致力于改变企业信息系统模式，助力企业实现数字化转型。

亚马逊 2020 财年第一季度回顾：实现营收 754.52 亿元（美元，下同），高于分析师平均预期 734.4 亿元。较去年同期的 597.0 亿元增长 26.4%；其中净利润为 25.35 亿美元，较去年同期的 35.61 亿美元下滑 28.8%。同时，本季度每股收益为 5.01 美元，去年同期为 7.09 美元，同比下滑 29.3%。

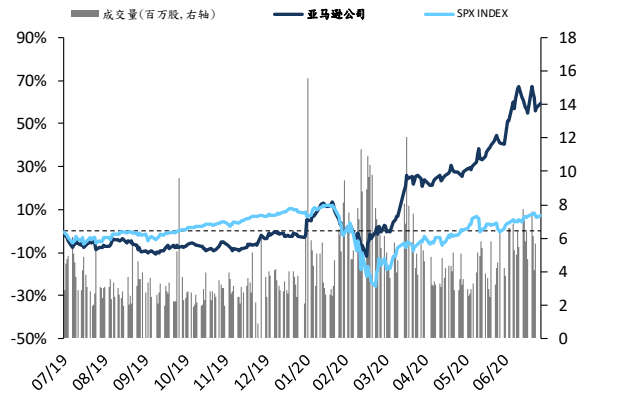
零售业务需求激增：在新冠肺炎疫情全球范围内爆发的背景之下，零售需求及订单激增，客户粘性增强。一季度，亚马逊在线商店的净销售额为 366 亿美元，同比增长 24%；实体店的净销售额为 46 亿美元，同比增长 8%。第三方卖家服务的净销售额为 144 亿美元，同比上涨 30%。

云计算业务 AWS 稳坐头把交椅：亚马逊云计算 AWS 业务首次突破百亿营收大关。贡献 102.19 亿元，同比增长 33%，占总收入比例接近 14%，尽管竞争对手各显神通，但 AWS 依旧稳坐行业头把交椅。

疫情下的亚马逊喜忧参半：疫情导致了电商及零售需求的喷涌，同样也带来了人力不足的巨大压力。为了及时满足市场需求，该公司不得不宣布扩招 17.5 万名员工以及提高疫情期间时薪等决策。巨大开支也导致利润缩水的局面。

风险及机会：数字化转型大趋势保障了 AWS 的发展空间，短期内疫情影响不会消散，电商及零售需求依旧旺盛。但巨大的运营开支、疫情应对开支以及经济前景的不确定性也令投资者对下季度财报保持谨慎态度。

2020 年 7 月 24 日收市价(美元)	3008.91
市场平均目标价(美元)	3084.03
市场目标价区间(美元)	1840.00-3800.0
潜在上升空间	2.50%



c

(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	13.46	32.03	64.86	57.24
相对标普 500	5.80	18.89	65.98	50.18
相对道指变动	7.18	21.72	72.30	59.47

市值(百万美元)	1,500,772
大股东持股比率(%)	-
自由流动比率(%)	84.7
过去 3 年盈利复合增速 (%)	25.5
派息比率(%)	0.0
贝塔值(Beta)	0.8
200 天移动平均(美元)	2135.10
52 周低/高位(美元)	1626.03-3344.29
宝林通道低/高位(美元)	2752.66-3284.70

最新市场预测

	每股盈利(美元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	32.99	52.47	70.04	93.49	58.77	44.04	17.88	3.38	0.00	15.47
最高	51.60	67.82	84.84	193.36	95.81	59.14	22.26	3.50	0.00	21.03
最低	15.95	32.19	52.15	59.77	45.47	36.35	12.87	1.66	0.00	8.06

图表 408：亚马逊 (AMZN.US)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 409：亚马逊 (AMZN.US)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 410：亚马逊 (AMZN.US)历史财务一览

(百万美元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**135,987**	**177,866**	**232,887**	**280,522**
同比	27%	31%	31%	20%
成本	-88,265	-111,934	-139,156	-165,536
毛利	**47,722**	**65,932**	**93,731**	**114,986**
同比	35%	38%	42%	23%
毛利率	**35.1%**	**37.1%**	**40.2%**	**41.0%**
百分比变动	2.1%	2.0%	3.2%	0.7%
经营费用	-43,536	-61,826	-81,310	-100,445
同比	31%	42%	32%	24%
经营费用率	**32.0%**	**34.8%**	**34.9%**	**35.8%**
百分比变动	1.1%	2.7%	0.2%	0.9%
营业外收入	-286	-294	-1,153	-569
非经常性损益	-8	-6	-7	4
所得税	-1,425	-769	-1,197	-2,374
归属非控制权益	0	0	0	0
净利润	2,371	3,033	10,073	11,588
经调净利润	**2,376**	**2,248**	**10,079**	**11,585**
同比	297%	-5%	348%	15%
经调净利润率	**1.7%**	**1.3%**	**4.3%**	**4.1%**
百分比变动	1.2%	-0.5%	3.1%	-0.2%
摊薄每股收益(美元)	4.90	6.15	20.14	23.01
每股派息(美元)	0.00	0.00	0.00	0.00
合并资产负债表				
现金及现金等价物	25,981	30,986	41,250	55,021
贸易及其它应收款	8,339	13,164	16,677	20,816
存货	11,461	16,047	17,174	20,497
其它流动资产	0	0	0	0
流动资产	**45,781**	**60,197**	**75,101**	**96,334**
物业、厂房、设备	29,114	48,866	61,797	97,846
长期投资及长期应收款	0	0	0	0
其它非流动资产	8,507	22,247	25,750	31,068
非流动资产	**37,621**	**71,113**	**87,547**	**128,914**
应付款	33,851	46,565	52,353	65,292
借款	5,197	6,221	9,502	14,330
其它流动负债	4,768	5,097	6,536	8,190
流动负债	**43,816**	**57,883**	**68,391**	**87,812**
借款	15,213	37,926	39,787	63,205
其它非流动负债	5,088	7,792	10,921	12,171
非流动负债	**20,301**	**45,718**	**50,708**	**75,376**
归属公司所有人权益	19,285	27,709	43,549	62,060
非控制性权益	0	0	0	0
总负债及权益	83,402	131,310	162,648	225,248

(百万美元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	2,371	3,033	10,073	11,588
折旧摊销	8,116	11,478	15,341	21,789
其它非现金调整	2,869	4,096	6,352	7,575
营运资本变动	3,847	-242	-1,043	-2,438
停止运营业务调整	0	0	0	0
营运现金流	**17,203**	**18,365**	**30,723**	**38,514**
资本性开支	-6,737	-10,058	-11,323	-12,689
其它投资现金流	-2,779	-17,026	-1,046	-11,592
投资现金流	**-9,516**	**-27,084**	**-12,369**	**-24,281**
融资现金流	**-3,716**	**9,928**	**-7,686**	**-10,066**
自由现金流	9,706	7,087	18,562	22,981
归属权益所有人的自由现金流	6,897	18,435	12,051	15,786
回报率				
平均资本回报率(%)	14.5	9.6	28.3	21.9
平均投入资本回报率(%)	7.6	4.9	13.8	11.1
平均资产回报率(%)	3.2	2.1	6.9	6.0
运营效率				
库存周转天数	44.9	44.8	43.6	41.5
应收账款周转天数	18.8	22.1	23.4	24.4
应付账款周转天数	126.7	131.1	129.7	129.7
现金周转天数	-63.0	-64.2	-62.8	-63.8
杠杆率及偿付能力				
净负债率	-29%	47%	18%	36%
资产负债率	77%	79%	73%	72%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

苹果公司 (AAPL.US) – 手机销量回暖，告别英特尔时代

苹果公司主要从事设计，生产和销售移动通信和媒体设备，包括 iPhone，iPad，Mac 电脑，iPod，苹果电视，消费类和专业应用软件；iOS 和 OSX 操作系统，iCloud，以及各种配件，服务和支持。

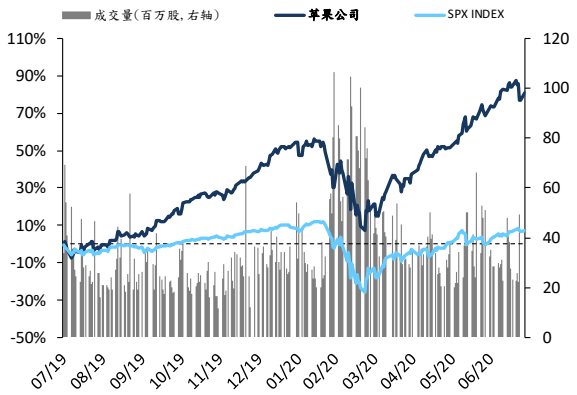
告别英特尔，启用自研处理器：从最开始的摩托罗拉处理器，到 IBM，再到乔布斯时代的英特尔，今年苹果终于正式宣布告别英特尔，采用自主研发的苹果处理器，正式开启了苹果处理器时代。

iPhone 二季度销量回暖：据统计，二季度苹果手机销量同比增长速度高达 32%，iPhone SE 的价格优势凸显，苹果手机二季度销量远超竞争对手。但值得注意的是 5G 手机的销量激增，每售出的三台手机中就有一台支持 5G 功能。而苹果在 5G 市场表现仍旧滞后。

摆脱依赖，另辟蹊径：随着智能手机市场逐渐饱和，一直以来苹果都在寻求办法试图摆脱对 iPhone 收入的高度依赖，于是服务业务和可穿戴业务被寄予厚望。一季度全球只能音频设备的出货量稳坐第一，总量及市场占有率都超出了主要竞争对手的总和。

风险：苹果入局较晚，最快也要明年才能加入 5G 市场争夺战。随着 5G 成本偏高，苹果很难通过类似 iPhone SE 价格优势赢得客户。除此之外，iPhone 12 的发布时间不确定及价格回升或将影响其销量，叠加目前经济疲软等因素，苹果四季度营收或将受到影响。

2020 年 7 月 24 日收市价(美元)	370.46
市场平均目标价(美元)	371.36
市场目标价区间(美元)	240.00-450.00
潜在上升空间	0.24%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	7.24	36.13	19.37	82.56
相对标普 500	(0.41)	23.00	20.50	75.50
相对道指变动	0.97	25.83	26.82	84.79

市值(百万美元)	1,605,698
大股东持股比率(%)	-
自由流动比率(%)	87.9
过去 3 年盈利复合增速 (%)	18.5
派息比率(%)	0.9
贝塔值(Beta)	1.0
200 天移动平均(美元)	296.80
52 周低/高位(美元)	192.58-399.82
宝林通道低/高位(美元)	359.19-398.12

最新市场预测

	每股盈利(美元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	12.47	14.94	16.67	29.79	24.85	22.27	27.67	2.77	0.85	71.07
最高	13.69	16.95	19.92	31.23	29.71	26.12	31.39	2.70	0.94	76.52
最低	11.89	12.50	14.22	27.13	21.91	18.64	21.18	1.99	0.85	63.31

图表 411：苹果 (AAPL.US) 12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 412：苹果 (AAPL.US) 12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 413：苹果 (AAPL.US) 历史财务一览

(百万美元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**215,091**	**228,594**	**265,595**	**260,174**
同比	-8%	6%	16%	-2%
成本	-131,376	-141,048	-163,756	-161,782
毛利	**83,715**	**87,546**	**101,839**	**98,392**
同比	-11%	5%	16%	-3%
毛利率	**38.9%**	**38.3%**	**38.3%**	**37.8%**
百分比变动	-1.1%	-0.6%	0.0%	-0.5%
经营费用	-24,239	-26,842	-31,177	-34,462
同比	8%	11%	16%	11%
经营费用率	**11.3%**	**11.7%**	**11.7%**	**13.2%**
百分比变动	1.7%	0.5%	0.0%	1.5%
营业外收入	1,435	2,646	1,985	1,838
非经常性损益	461	739	256	-31
所得税	-15,685	-15,738	-13,372	-10,481
归属非控制权益	0	0	0	0
净利润	45,687	48,351	59,531	55,256
经调净利润	**45,387**	**47,871**	**59,338**	**55,280**
同比	-15%	5%	24%	-7%
经调净利润率	**21.1%**	**20.9%**	**22.3%**	**21.2%**
百分比变动	-1.8%	-0.2%	1.4%	-1.1%
摊薄每股收益(美元)	8.31	9.21	11.91	11.89
每股派息(美元)	2.18	2.40	2.72	3.00
合并资产负债表				
现金及现金等价物	67,155	74,181	66,301	100,557
贸易及其它应收款	15,754	17,874	23,186	22,926
存货	2,132	4,855	3,956	4,106
其它流动资产	21,828	31,735	37,896	35,230
流动资产	**106,869**	**128,645**	**131,339**	**162,819**
物业、厂房、设备	27,010	33,783	41,304	37,378
长期投资及长期应收款	170,430	194,714	170,799	105,341
其它非流动资产	17,377	18,177	22,283	32,978
非流动资产	**214,817**	**246,674**	**234,386**	**175,697**
应付款	58,245	73,230	55,888	46,236
借款	11,605	18,473	20,748	16,240
其它流动负债	9,156	9,111	39,293	43,242
流动负债	**79,006**	**100,814**	**115,929**	**105,718**
借款	75,427	97,207	93,735	91,807
其它非流动负债	39,004	43,251	48,914	50,503
非流动负债	**114,431**	**140,458**	**142,649**	**142,310**
归属公司所有人权益	128,249	134,047	107,147	90,488
非控制性权益	0	0	0	0
总负债及权益	321,686	375,319	365,725	338,516

(百万美元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	45,687	48,351	59,531	55,256
折旧摊销	10,505	10,157	10,903	12,547
其它非现金调整	8,783	6,414	10,332	1,249
营运资本变动	1,256	-697	-3,332	339
停止运营业务调整	0	0	0	0
营运现金流	**66,231**	**64,225**	**77,434**	**69,391**
资本性开支	-12,734	-12,451	-13,313	-10,495
其它投资现金流	-33,243	-33,995	29,379	56,391
投资现金流	**-45,977**	**-46,446**	**16,066**	**45,896**
融资现金流	**-20,890**	**-17,974**	**-87,876**	**-90,976**
自由现金流	54,581	53,527	66,767	61,902
归属权益所有人的自由现金流	75,554	80,788	64,553	50,972
回报率				
平均资本回报率(%)	36.7	36.5	49.2	55.9
平均投入资本回报率(%)	23.3	21.3	26.3	27.7
平均资产回报率(%)	14.8	13.7	16.0	15.7
运营效率				
库存周转天数	6.2	9.0	9.8	9.1
应收账款周转天数	27.7	26.8	28.2	32.3
应付账款周转天数	163.8	170.1	143.9	115.2
现金周转天数	-129.9	-134.2	-105.9	-73.8
杠杆率及偿付能力				
净负债率	-117%	-114%	-114%	-108%
资产负债率	60%	64%	71%	73%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

新东方(EDU.US) –新冠疫情加速教辅行业整合

截止2020年2月29日止三个月（公司2020财年第三季度），收入同比增长16%至923.2百万美元，运营利润约为 1.17亿美元，同比增长 22.4%；归属股东的净利润约为 1.38亿美元 同比增涨 41.4%。截至2020年2月29日，学校总数为99家，学习中心总数达1,416家，与去年同期相比净增252家。

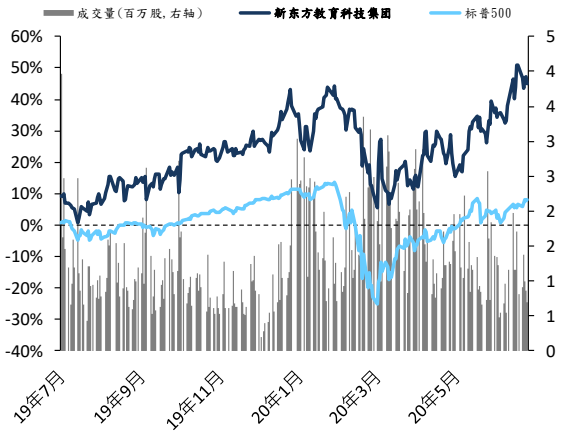
线下授课受新冠疫情拖累，线下向线上转移：从 1 月底开始，新东方就停止了全国所有学习中心的运营，这对新东方第三季度的净收入增长产生了约8-10%的负面影响。疫情期间，公司通过自主开发的 OMO 系统，平稳地将线下课程转移到了线上的小班直播，大大降低了疫情对新东方业务的影响。

公司线下持续扩张以推动进一步的市场整合：公司加速线上扩张，管理层表示2021财年的扩张目标为20-25%。管理层预计中国的教育板块将迎来一波市场整合浪潮，没有强大的资本支持或线上教育系统的小型机构有可能无法在现时的艰难环境下维持下去。作为龙头企业，公司将进一步占领市场份额和巩固市场地位。

海外考试准备和出国留学咨询业务仍是近期的阻力：鉴于海外疫情仍未受控加上国际地缘政治复杂化，我们预计海外业务仍将受阻。管理层预计2020年第四季度海外考试准备的收入同比下降45%。

估值上，彭博市场预计20/21财年EPS为3.08/4.12美元，同比增长44%/34%，现价对应20/21财年预测市盈率为47.6/35.6倍。彭博市场平均目标价为159.43美元，潜在上升空间约为8.73%。

2020 年 7 月 20 日收市价(美元)	146.63
市场平均目标价(美元)	159.43
市场目标价区间(美元)	135.00-179.00
潜在上升空间	8.73%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	7.11	29.61	10.93	51.16
相对标普变动	2.13	10.78	13.01	41.92
相对道指变动	3.98	13.70	19.55	52.91

市值(百万美元)	23,230
大股东持股比率(%)	22.5
自由流动比率(%)	-
过去 3 年盈利复合增速 (%)	2.0
派息比率(%)	5.7%
贝塔值(Beta)	0.9
200 天移动平均(美元)	124.58
52 周低/高位(美元)	96.88-153.02
宝林通道低/高位(美元)	126.69-151.12

市场最新预测

	每股盈利(美元)			市盈率			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
年结 05 月 31 日	19Y	20Y	21Y	19Y	20Y	21Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	2.62	3.08	4.12	55.88	47.56	35.61	8.24	2.29	0.14	16.96
最高	2.70	3.55	5.29	58.89	54.51	42.75	8.63	2.41	0.51	20.20
最低	2.49	2.69	3.43	54.31	41.30	27.72	7.97	2.22	0.00	11.11

图表 414：新东方(EDU.US)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 415：新东方(EDU.US)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 416：新东方(EDU.US)财务数据一览

（美元百万，年结5月31日）	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
合并利润表					
总收入	**1,247**	**1,478**	**1,800**	**2,447**	**3,096**
销售成本	(526)	(614)	(750)	(1,066)	(1,376)
毛利	**720**	**864**	**1,050**	**1,382**	**1,720**
营业费用	(567)	(665)	(788)	(1,119)	(1,415)
经营利润	**154**	**199**	**262**	**263**	**306**
净利息支出	67	67	61	85	96
其它	0	2	7	9	(86)
税前利润	220	267	331	357	316
税费	(26)	(38)	(51)	(59)	(86)
净利润	**195**	**229**	**278**	**297**	**240**
摊薄每股盈利	1.227	1.430	1.740	1.870	1.500
每股派息	-	0.400	-	-	-
同比变动					
总收入	30%	19%	22%	36%	27%
毛利	25%	20%	22%	32%	25%
经营利润	25%	30%	32%	0%	16%
净利润	41%	18%	21%	7%	(19%)
摊薄每股盈利	42%	17%	22%	7%	(20%)
资产负债表					
现金、现金等价物及短期投资	1,131	1,647	1,971	2,607	3,083
应收账款	4	4	3	3	3
存货	24	27	32	40	29
其它流动资产	189	191	320	291	351
流动资产	**1,349**	**1,869**	**2,326**	**2,942**	**3,466**
物业厂房设备	231	238	283	450	532
长期投资	326	179	217	433	405
其它非流动资产	45	69	99	153	244
总资产	**1,952**	**2,355**	**2,925**	**3,978**	**4,647**
短期借款	-	-	-	-	-
应付账款	18	21	24	40	34
其它流动负债	707	897	1,178	1,711	1,972
流动负债	**725**	**918**	**1,203**	**1,751**	**2,006**
长期贷款	-	-	-	-	96
其它非流动负债	2	2	2	12	19
总负债	**728**	**920**	**1,205**	**1,763**	**2,121**
归属股东权益	**1,224**	**1,435**	**1,720**	**2,215**	**2,525**
总负债及股东权益	**1,952**	**2,355**	**2,925**	**3,978**	**4,647**
净负债	(1,131)	(1,647)	(1,971)	(2,607)	(2,986)

（美元百万，年结5月31日）	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
现金流量表					
净利润	193	225	274	296	238
折旧摊销	47	49	55	79	114
其它非现金调整	(240)	(273)	(330)	(375)	(352)
已付税费	-	-	-	-	-
经营现金流	**374**	**518**	**623**	**781**	**806**
资本化开支	(55)	(64)	(106)	(220)	(277)
处置固定资产	2	1	3	10	17
其它投资现金	(120)	(247)	(569)	(197)	(315)
投资现金流	**(173)**	**(310)**	**(672)**	**(407)**	**(575)**
借贷净值	-	-	-	-	96
股权融资净值	(48)	(2)	1	0	(56)
已付股息	-	(63)	-	(71)	-
融资现金流	**(44)**	**6**	**5**	**(75)**	**267**
现金净变动	156	214	(45)	300	498
利润率					
毛利率	57.8%	58.4%	58.3%	56.5%	55.6%
经营利润率	12.3%	13.4%	14.6%	10.7%	9.9%
净利率	15.6%	15.5%	15.4%	12.1%	7.8%
利润率变动					
毛利率	-2.2%	0.7%	-0.1%	-1.9%	-0.9%
经营利润率	-0.5%	1.1%	1.1%	-3.8%	-0.9%
净利率	1.3%	-0.1%	-0.1%	-3.3%	-4.4%
资本回报					
平均资本回报率	18.7%	17.3%	17.6%	15.1%	10.1%
平均资产回报率	11.8%	10.6%	10.5%	8.6%	5.6%
平均投入资本回报率	1402.4%	-382.2%	-119.9%	-92.2%	-56.3%
现金周转					
平均应收账款天数	1.1	1.0	0.7	0.5	0.4
平均应付账款天数	9.2	11.7	11.1	11.0	9.8
偿债能力、杠杆率					
流动比率	186%	204%	193%	168%	173%
速动比率	157%	180%	164%	149%	154%
净负债比率	-92%	-115%	-115%	-118%	-118%
杜邦分析					
息税负担(净利润/经营利润)	127%	115%	106%	113%	79%
经营利润率	12.3%	13.4%	14.6%	10.7%	9.9%
期末资产周转率	64%	63%	62%	62%	67%
杠杆率（总资产/总资本）	1.6x	1.6x	1.7x	1.8x	1.8x

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

沃尔玛(WMT.US) –推出付费会员计划与亚马逊竞争

沃尔玛作为全球最大的零售商，截至2020年1月31日财年，公司共运营11,151家店铺，全年收入约为524亿美元，同比增长1.9%，归属股东净利润为148.51亿，每股盈利5.19美元。沃尔玛美国占公司总销售额的66%，而沃尔玛国际和山姆俱乐部则分别贡献了23%和11%。

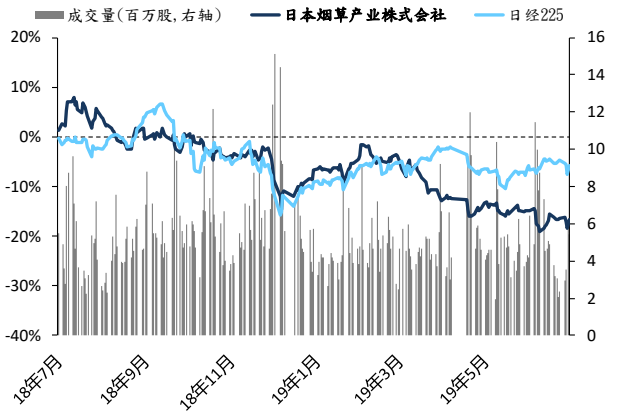
2021财年（截至2021年1月31日）指引：管理层预计全年同店销售增长为2.5%（2020财年为2.5%），EBIT增长范围为1.5%-4.5%，经调整后EPS范围为$5.00-5.15；

沃尔玛将在美国推出付费会员服务计划：根据美国新闻网站 Recode 报道，沃尔玛7月将在美国推出付费会员服务计划,正式与亚马逊的 Prime 客户计划展开竞争。Walmart+ 计划年费为98美元,会员得到的服务包括即日送货承诺、加油价格折扣及其他优惠。报道引述消息人士称,沃尔玛原定3月推出名为 Walmart+ 的会员计划,但因新冠肺炎大流行而推迟。推出会员付费计划将有助于：1）保护沃尔玛的的食品杂货零售地位不受亚马逊侵害；2）增加顾客忠诚度。

线上渠道高速增长：截止2020年4月30日沃尔玛美国来自电商的销售为83亿美金，2019年同期为47亿美元。沃尔玛国际来自电商的销售额为29亿美元，2019年同期为25亿美元。

估值上，彭博市场预计21/22年EPS为5.04/5.43美元，同比增长0%和6%，现价对应21/22年预测市盈率为26.1/24.2倍。目前市场目标价为135美元，潜在上升空间3.35%。

2020 年 7 月 20 日收市价(美元)	131.47
市场平均目标价(美元)	135.88
市场目标价区间(美元)	100.00-150.00
潜在上升空间	3.35%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	9.70	1.75	13.74	15.43
相对标普 500	4.72	(17.08)	15.81	6.18
相对道指变动	6.57	(14.16)	22.35	17.17

市值(百万美元)	372,317
大股东持股比率(%)	55.0
自由流动比率(%)	49.1
过去 3 年盈利复合增速 (%)	-1.9
派息比率(%)	42.0%
贝塔值(Beta)	0.5
200 天移动平均(美元)	119.88
52 周低/高位(美元)	102.00-134.13
宝林通道低/高位(美元)	114.02-135.63

市场最新预测

	每股盈利(美元)			市盈率			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
年结 01 月 31 日	19Y	20Y	21Y	19Y	20Y	21Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	4.84	4.99	5.04	27.17	26.36	26.10	5.02	37.82	1.64	18.58
最高	4.97	5.05	5.46	27.56	26.83	30.86	5.25	38.37	1.88	20.30
最低	4.77	4.90	4.26	26.45	26.03	24.08	4.72	36.83	1.60	13.10

图表 417：沃尔玛(WMT.US)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 418：沃尔玛(WMT.US)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 419：沃尔玛(WMT.US)财务数据一览

（美元百万，年结1月31日）	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
合并利润表					
总收入	**482,130**	**485,873**	**500,343**	**514,405**	**523,964**
销售成本	(360,984)	(361,256)	(373,396)	(385,301)	(394,605)
毛利	**121,146**	**124,617**	**126,947**	**129,104**	**129,359**
营业费用	(97,041)	(101,853)	(106,510)	(107,147)	(108,791)
经营利润	**24,105**	**22,764**	**20,437**	**21,957**	**20,568**
净利息支出	(1,946)	(1,944)	(1,826)	(1,758)	(2,073)
其它	(521)	(323)	(3,488)	(8,739)	1,621
税前利润	21,638	20,497	15,123	11,460	20,116
税费	(6,558)	(6,204)	(4,600)	(4,281)	(4,915)
净利润	**14,694**	**13,643**	**9,862**	**6,670**	**14,881**
摊薄每股盈利	4.570	4.380	3.280	2.260	5.190
每股派息	1.960	2.000	2.04	2.08	2.12
同比变动					
总收入	3%	1%	3%	3%	2%
毛利	4%	3%	2%	2%	0%
经营利润	(13%)	(6%)	(10%)	7%	(6%)
净利润	(14%)	(7%)	(28%)	(32%)	123%
摊薄每股盈利	(9%)	(4%)	(25%)	(31%)	130%
资产负债表					
现金、现金等价物及短期投资	8,705	6,867	6,756	7,722	9,465
应收账款	5,624	5,835	5,614	6,283	6,284
存货	44,469	43,046	43,783	44,269	44,435
其它流动资产	1,441	1,941	3,511	3,623	1,622
流动资产	**60,239**	**57,689**	**59,664**	**61,897**	**61,806**
物业厂房设备	116,516	114,178	114,818	111,395	127,049
长期投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	22,826	26,958	30,040	46,003	47,640
总资产	**199,581**	**198,825**	**204,522**	**219,295**	**236,495**
短期借款	6,004	3,920	9,662	7,830	8,241
应付账款	38,487	41,433	46,092	47,060	46,973
其它流动负债	20,128	21,575	22,767	22,587	22,576
流动负债	**64,619**	**66,928**	**78,521**	**77,477**	**77,790**
长期贷款	40,386	38,809	32,784	46,340	64,192
其它非流动负债	10,965	12,553	12,395	15,844	12,961
总负债	**115,970**	**118,290**	**123,700**	**139,661**	**154,943**
归属股东权益	**83,611**	**80,535**	**80,822**	**79,634**	**81,552**
总负债及股东权益	**199,581**	**198,825**	**204,522**	**219,295**	**236,495**
净负债	37,685	35,862	35,690	46,448	62,968

（美元百万，年结1月31日）	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
现金流量表					
净利润	14,694	13,643	9,862	6,670	14,881
折旧摊销	9,454	10,080	10,529	10,678	10,987
其它非现金调整	(24,148)	(23,723)	(20,391)	(17,348)	(25,868)
已付税费	-	-	-	-	-
经营现金流	**27,552**	**31,673**	**28,337**	**27,753**	**25,255**
资本化开支	(11,477)	(10,619)	(10,051)	(10,344)	(10,705)
处置固定资产	635	456	378	519	321
其它投资现金	167	(3,733)	594	(14,211)	1,256
投资现金流	**(10,675)**	**(13,896)**	**(9,079)**	**(24,036)**	**(9,128)**
借贷净值	(3,158)	(3,591)	(1,437)	12,035	(1,071)
股权融资净值	(4,112)	(8,298)	(8,296)	(7,410)	(5,717)
已付股息	(6,294)	(6,216)	(6,124)	(6,102)	(6,048)
融资现金流	**(16,285)**	**(19,072)**	**(19,875)**	**(2,537)**	**(14,299)**
现金净变动	592	(1,295)	(617)	1,180	1,828
利润率					
毛利率	25.1%	25.6%	25.4%	25.1%	24.7%
经营利润率	5.0%	4.7%	4.1%	4.3%	3.9%
净利率	3.0%	2.8%	2.0%	1.3%	2.8%
利润率变动					
毛利率	0.3%	0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
经营利润率	-0.9%	-0.3%	-0.6%	0.2%	-0.3%
净利率	-0.6%	-0.2%	-0.8%	-0.7%	1.5%
资本回报					
平均资本回报率	17.8%	16.6%	12.2%	8.3%	18.5%
平均资产回报率	7.3%	6.8%	4.9%	3.1%	6.5%
平均投入资本回报率	12.1%	11.5%	8.5%	5.5%	11.0%
现金周转					
平均应收账款天数	4.7	4.3	4.2	4.2	4.4
平均应付账款天数	38.7	40.4	42.8	44.1	43.5
偿债能力、杠杆率					
流动比率	93%	86%	76%	80%	79%
速动比率	22%	19%	16%	18%	20%
净负债比率	45%	45%	44%	58%	77%
杜邦分析					
息税负担(净利润/经营利润)	61%	60%	48%	30%	72%
经营利润率	5.0%	4.7%	4.1%	4.3%	3.9%
期末资产周转率	242%	244%	245%	235%	222%
杠杆率（总资产/总资本）	2.4x	2.5x	2.5x	2.8x	2.9x

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

朝日集团(2502.JP) – 积极开拓高端啤酒市场

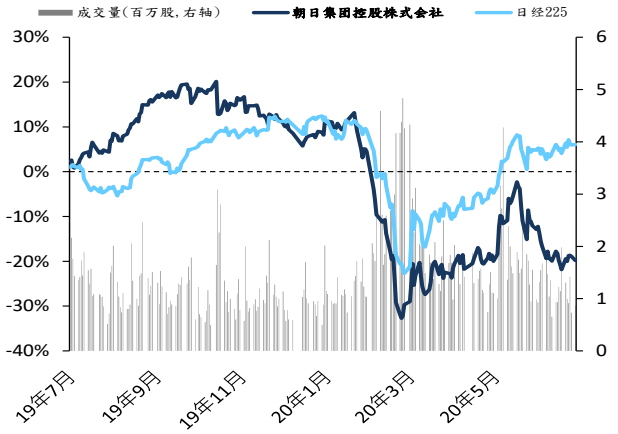
2019年全年公司收入下跌1.5%至20,890亿日元；核心运营利润同比下降3.8%至2130亿日元，归属股东净利润同比下降约5.9%至1422亿日元。公司业务主要包括酒精饮料、软饮料、食品和海外营收板块，收入占比分别达42.5%、18.0%、5.6%、33.5%、和5.2%。

公司2020年第一季度业绩受新冠疫情严重冲击：第一季度集团营收同比下降4.7%，核心营业利润同比下降了36%。分版块看，期内啤酒在日本本地市场销售急剧下降；软饮料方面由于日本政府鼓励人们从3月中旬开始呆在家里，导致高利润的自动售货机销售疲软和产品组合恶化，收入和利润同比下降。食品方面由于对健康的重视和对健康的重视，使得公司主力品牌的销售旺盛，收入和利润录得增长；海外板块由于海外政府正在实行封锁，产品销量下降叠加产品组合恶化。

公司开拓全球高端啤酒市场，积极推进海外并购，完成收购卡尔顿联合啤酒厂（CUB）：集团于6月1日完成收购百威英博澳大利亚子公司卡尔顿联合啤酒厂。在日本啤酒市场截至2018年连续4年萎缩的背景下，朝日力争在海外市场扩大高端啤酒的销路。公司管理层认为，未来随着经济复苏，啤酒市场内高端产品的趋势仍将恢复。

估值上，彭博市场预计20/21财年EPS 为241/321日元，同比增长-22%/33%，现价对应20/21财年预测市盈率为15.1/11.4倍。彭博市场平均目标价为3,680日元，潜在上升空间约为38.13%。

2020 年 7 月 20 日收市价(日元)	3,680.00
市场平均目标价(日元)	5,083.33
市场目标价区间(日元)	4,100.00-6,300.
潜在上升空间	38.13%



(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(9.51)	2.99	(26.40)	(27.45)
相对日经 225	(11.31)	(15.70)	(22.29)	(34.05)
相对东证	(9.50)	(8.80)	(17.63)	(28.65)

市值(百万日元)	1,779,596
大股东持股比率(%)	17.7
自由流动比率(%)	84.2
过去 3 年盈利复合增速 (%)	15.5
派息比率(%)	39.2%
贝塔值(Beta)	0.9
200 天移动平均(日元)	4,483.23
52 周低/高位(日元)	3,006.00-5,578.00
宝林通道低/高位(日元)	3,535.54-3,957.46

市场最新预测

	每股盈利(日元)			市盈率			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
年结 12 月 31 日	19Y	20Y	21Y	19Y	20Y	21Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	314.81	243.60	319.68	11.69	15.11	11.51	1.26	8.83	2.91	8.64
最高	325.30	322.49	382.63	11.89	21.45	12.70	1.46	8.98	3.10	11.40
最低	309.53	171.59	289.70	11.31	11.41	9.62	1.12	8.54	2.72	5.72

图表 420：朝日啤酒(2502.JP)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 421：朝日啤酒(2502.JP)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 422：朝日啤酒(2502.JP)财务数据一览

（日元百万，年结12月31日）	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
合并利润表					
总收入	**1,689,527**	**1,706,900**	**2,084,877**	**2,120,291**	**2,089,048**
销售成本	(1,102,839)	(1,098,173)	(1,295,399)	(1,303,246)	(1,297,302)
毛利	**586,688**	**608,727**	**789,478**	**817,045**	**791,746**
营业费用	(490,062)	(471,838)	(606,286)	(605,273)	(590,310)
经营利润	**96,626**	**136,889**	**183,192**	**211,772**	**201,436**
净利息支出	(3,289)	(3,432)	(5,873)	(5,833)	(8,274)
其它	24,226	16,611	19,665	1,369	4,229
税前利润	117,563	150,068	196,984	207,308	197,391
税费	(42,963)	(62,952)	(58,136)	(56,370)	(56,100)
净利润	**75,770**	**89,221**	**141,003**	**151,077**	**142,207**
摊薄每股盈利	164.750	194.750	307.780	329.790	310.420
每股派息	50.000	54.000	75.00	99.00	100.00
同比变动					
总收入	(1%)	1%	22%	2%	(1%)
毛利	(14%)	4%	30%	3%	(3%)
经营利润	(18%)	42%	34%	16%	(5%)
净利润	23%	18%	58%	7%	(6%)
摊薄每股盈利	30%	18%	58%	7%	(6%)
资产负债表					
现金、现金等价物及短期投资	49,650	51,887	64,950	64,342	99,766
应收账款	361,447	384,529	418,114	410,229	390,491
存货	129,492	136,458	155,936	160,318	171,716
其它流动资产	36,958	62,152	173,426	79,687	73,140
流动资产	**577,547**	**635,026**	**812,426**	**714,576**	**735,113**
物业厂房设备	518,576	570,771	717,914	689,985	735,022
长期投资	236,110	198,586	219,142	184,533	198,657
其它非流动资产	472,441	682,000	1,597,340	1,490,221	1,411,774
总资产	**1,804,674**	**2,086,383**	**3,346,822**	**3,079,315**	**3,080,566**
短期借款	258,920	290,725	367,955	269,790	408,259
应付账款	126,900	159,455	206,342	193,531	198,544
其它流动负债	330,768	369,376	477,860	476,270	468,870
流动负债	**716,588**	**819,556**	**1,052,157**	**939,591**	**1,075,673**
长期贷款	183,933	305,426	916,959	777,256	534,955
其它非流动负债	100,470	115,294	224,958	212,821	281,881
总负债	**1,000,991**	**1,240,276**	**2,194,074**	**1,929,668**	**1,892,509**
归属股东权益	**803,682**	**846,105**	**1,152,748**	**1,149,647**	**1,248,279**
总负债及股东权益	**1,804,673**	**2,086,381**	**3,346,822**	**3,079,315**	**3,140,788**
净负债	393,203	544,264	1,219,964	982,704	843,448

（日元百万，年结12月31日）	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
现金流量表					
净利润	75,770	89,221	141,003	151,077	142,207
折旧摊销	70,745	71,131	101,813	109,206	113,036
其它非现金调整	(146,515)	(160,352)	(242,816)	(260,283)	(255,243)
已付税费	-	-	-	-	-
经营现金流	**116,471**	**154,452**	**231,712**	**252,441**	**253,469**
资本化开支	-	-	-	-	-
处置固定资产	-	-	-	-	-
其它投资现金	(77,083)	(268,507)	(885,823)	22,505	(103,666)
投资现金流	**(77,083)**	**(268,507)**	**(885,823)**	**22,505**	**(103,666)**
借贷净值	(33,018)	146,273	690,607	(228,623)	(111,367)
股权融资净值	-	-	-	-	-
已付股息	(21,629)	(23,817)	(26,571)	(41,229)	(48,556)
融资现金流	**(75,250)**	**119,554**	**661,882**	**(270,564)**	**(158,841)**
现金净变动	(35,862)	5,499	7,771	4,382	(9,038)
利润率					
毛利率	34.7%	35.7%	37.9%	38.5%	37.9%
经营利润率	5.7%	8.0%	8.8%	10.0%	9.6%
净利率	4.5%	5.2%	6.8%	7.1%	6.8%
利润率变动					
毛利率	-5.0%	0.9%	2.2%	0.7%	-0.6%
经营利润率	-1.1%	2.3%	0.8%	1.2%	-0.3%
净利率	0.9%	0.7%	1.5%	0.4%	-0.3%
资本回报					
平均资本回报率	9.3%	10.8%	14.1%	13.1%	11.9%
平均资产回报率	4.2%	4.6%	5.2%	4.7%	4.6%
平均投入资本回报率	6.2%	6.9%	7.5%	6.7%	6.7%
现金周转					
平均应收账款天数	73.0	79.8	70.3	71.3	70.0
平均应付账款天数	40.6	47.6	51.5	56.0	55.2
偿债能力、杠杆率					
流动比率	81%	77%	77%	76%	68%
速动比率	57%	53%	46%	51%	46%
净负债比率	49%	64%	106%	85%	68%
杜邦分析					
息税负担(净利润/经营利润)	78%	65%	77%	71%	71%
经营利润率	5.7%	8.0%	8.8%	10.0%	9.6%
期末资产周转率	94%	82%	62%	69%	68%
杠杆率（总资产/总资本）	2.2x	2.5x	2.9x	2.7x	2.5x

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

SUMCO (3436.JP) – 疫情新常态带来新增下游需求

SUMCO (3436.JP)是一家专注于晶圆生产的半导体生产商，世界第二大的晶圆制造商，市占率接近世界第一的信越化学，共占过半的全球晶圆产量。全球前十大半导体公司均是SUMCO的客户。

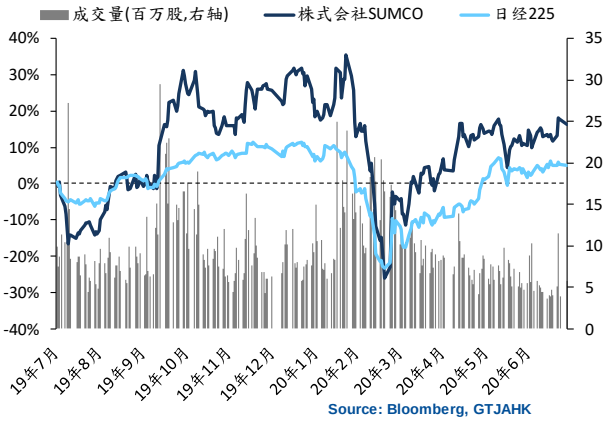
晶圆需求增长，价格稳定 1Q20 12英寸、8英寸晶圆需求均从4Q19提升，在新冠影响下远程办公需求提升，带来新的PCs/平板/数据中心需求。根据SUMCO测算，远程办公带来的硬件需求将提升2020年的晶圆需求至18-44万片/月。加上带来的新增网络流量推动的数据中心需求，2022年前将另有50万片/月的新增需求。另外，虽然手机出货量增速平缓，但晶圆面积需求是4G手机1.7倍的5G手机占比将显著增加。在此影响下，预计未来12英寸需求将继续较强。受汽车和工业驱动的8英寸需求在疫情影响下，尚有不确定性。但一旦疫情受控，在5G、远程办公以及汽车、工业复苏的带动下，预计需求将强势回归。长短期价格均将保持平稳。

龙头优势明显 首先，晶圆生产资本开支巨大，生产规模对降低成本提升盈利意义重大。也使得市场集中度提升，支撑议价能力，确保相对稳定的盈利能力。其次，市场龙头凭借市场份额和客户关系，能够与下游厂商同步研发新技术，构筑专利壁垒。最后，下游大厂为了避免供应风险，通常签订长期协议，降低晶圆制造商的风险。

催化剂 短期：下游厂商提前备货应对供应链风险；中期：疫情过后远程工作新常态带来的需求；长期：5G、IoT提升半导体需求。

彭博市场平均目标价1,953.5日元，对应上升空间17.05%。市场目标价区间1154.0日元- 2,550.0日元。

2020 年 7 月 27 日收市价(日元)	1,669.00
市场平均目标价(日元)	1,953.50
市场目标价区间(日元)	1,154.00-2,550.00
潜在上升空间	17.05%



Source: Bloomberg, GTJAHK

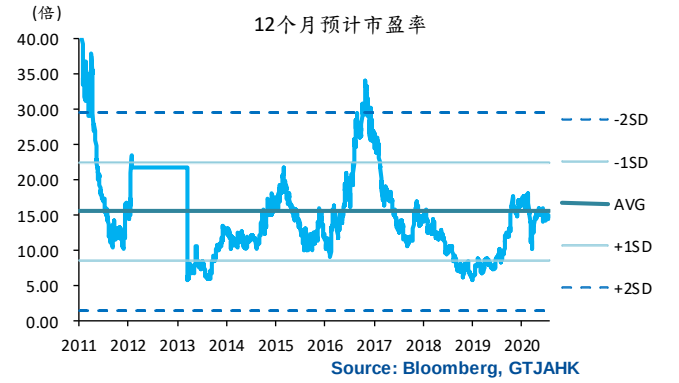
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	3.41	12.01	(8.70)	11.12
相对日经 225	2.67	(4.90)	(4.16)	6.05
相对东证变动	4.07	1.44	0.19	10.62

市值(百万日元)	485,981
大股东持股比率(%)	13.5
自由流动比率(%)	86.4
过去 3 年盈利复合增速 (%)	15.2
派息比率(%)	30.8%
贝塔值(Beta)	1.5
200 天移动平均(日元)	1,633.51
52 周低/高位(日元)	1,041.00-1,983.00
宝林通道低/高位(日元)	1,568.63-1,687.77

最新市场预测

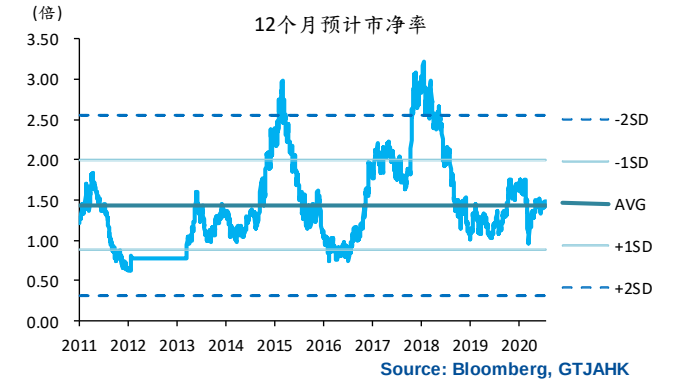
	每股盈利(日元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	19F	20F	21F	19F	20F	21F	20F	20F	20F	20F
平均	112.28	103.56	119.07	14.86	16.12	14.02	1.53	8.31	1.89	9.81
最高	124.90	133.90	153.50	17.14	21.96	21.98	1.56	9.58	2.40	12.40
最低	97.40	76.00	75.94	13.36	12.46	10.87	1.50	7.47	1.32	8.00

图表 423：SUMCO(3436.JP) 12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 424：SUMCO(3436.JP) 12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 425：SUMCO(3436.JP) 财务一览

（百万日元，年结12月31日）	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	325,059	299,460	298,452	313,559	333,461
息税摊销前利润	114,700	93,032	87,433	97,644	109,644
经营利润	85,165	50,636	44,837	52,962	64,408
净利润	58,580	33,112	30,298	34,569	42,685
每股盈利	199.74	112.90	103.56	119.07	146.75
每股派息	62.00	35.00	31.56	36.97	45.07
净负债	74,470	82,005	59,047	20,062	-15,790
同比					
收入	25%	-8%	0%	5%	6%
经营利润率	102%	-41%	-11%	18%	22%
净利润	117%	-43%	-8%	14%	23%
每股盈利	117%	-43%	-8%	15%	23%
利润率					
毛利率	35.1%	26.1%	25.2%	25.9%	28.0%
息税摊销前利润率	35.3%	31.1%	29.3%	31.1%	32.9%
经营利润率	26.2%	16.9%	15.0%	16.9%	19.3%
净利率	18.0%	11.1%	10.2%	11.0%	12.8%
百分比变动					
毛利率	9.0%	-9.0%	-0.9%	0.6%	2.1%
经营利润率	10.1%	-9.3%	-1.9%	1.9%	2.4%
净利率	7.7%	-7.0%	-0.9%	0.9%	1.8%
回报率					
资本回报率	22.3%	11.3%	9.8%	10.0%	11.5%
资产回报率	10.5%	5.7%	4.9%	5.7%	7.1%
估值比率					
市盈率	8.4x	14.8x	16.1x	14.0x	11.4x
市净率	1.7x	1.6x	1.5x	1.4x	1.3x
股息率	3.7%	2.1%	1.9%	2.2%	2.7%

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际
数据截止 2020 年 7 月 27 日日股收市

资生堂(4911.JP)–中国市场有望率先回暖

资生堂(4911.JP)创立于 1872 年，是一间总部位于东京都中央区银座，主要以生产化妆品、护肤品、香水和头发护理产品为主的日本日用品公司。旗下涵盖 The Ginza、Shiseido、CPB、IPSA、NARS 等品牌。目前，日本主要的化妆品品牌中，资生堂在中国以及亚洲其他地区的销售占比约为 20%，处于领先的位置。

中国市场有望率先复苏。资生堂公布 2020 财年第一季度财务数据，截至 2020 年 3 月 31 日，资生堂实现销售额 2268.93 亿日元，同比下降 17.1%；实现营业利润 64.96 亿日元，同比下降 83.3%。主要因疫情影响导致销售下降，叠加产品结构不利导致利润下降。截至一季度末，日本本土、中国以及亚太地区收入占资生堂总销售额的 64%，其中中国市场占比达 19.6%。一季度中国地区销售额同比下降 12.0%，营业利润同比下降 59.3%，但从 3 月下旬开始，中国大陆地区大概有 9 成以上零售店重新开业，伴随直播经济，“网红带货”模式的兴起，中国市场有望率先复苏，为后续业绩提供支撑。

继续加大国际品牌投资。2019 年，资生堂以约 8.45 亿美元的价格收购曾被公认为美国本土发展最快的护肤品牌之一的醉象。一季度醉象因为电子商务的稳健表现抵消了线下下滑的不利影响，实现 14%的增长，优于 SHISEIDO、CPB、怡丽丝尔等其他品牌。目前，醉象电子商务占比超过了 50%。通过对其他品牌投资，多渠道满足市场需求。

此外，资生堂计划通过推迟新品上市和柜台改造，精简市场营销经费投放等来进一步削减开支。彭博市场目标价为 6,916.25 日元，对应 7 月 27 号收市价，潜在上升空间 4.55%。

2020 年 7 月 27 日收市价(日元)	6,615.00
市场平均目标价(日元)	6,916.25
市场目标价区间(日元)	5,350-8,500
潜在上升空间	4.55%

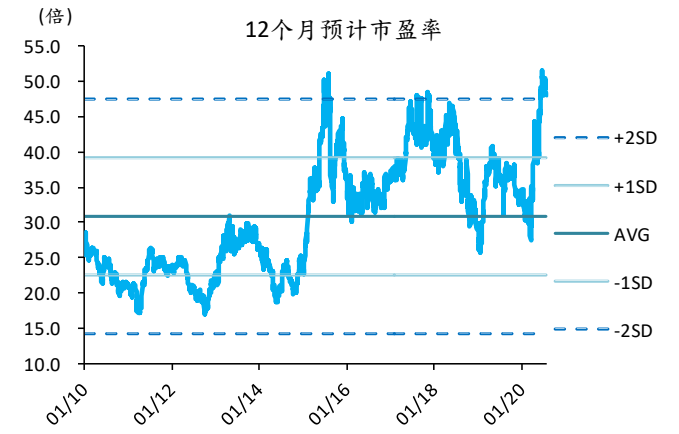
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(5.62)	1.30	(6.30)	(18.05)
相对日经 225	(5.54)	(5.20)	(17.44)	(35.12)
相对东证变动	(5.15)	(4.66)	(16.50)	(30.47)

市值(百万日元)	2,646,000
大股东持股比率(%)	8.9
自由流动比率(%)	98.2
过去 3 年盈利复合增速 (%)	23.0
派息比率(%)	45.4%
贝塔值(Beta)	0.9
200 天移动平均(日元)	7,237.86
52 周低/高位(日元)	5,243.00-9,170.00
宝林通道低/高位(日元)	6,589.55-7,015.55

最新市场预测(年结 2 月 28 日)

	每股盈利(日元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	83.81	179.25	216.13	78.93	36.90	30.61	5.29	14.41	0.88	6.23
最高	223.82	255.61	299.92	1890.00	53.87	40.19	5.62	345.12	1.21	9.90
最低	3.50	122.79	164.60	29.55	25.88	22.06	5.05	5.40	0.33	3.30

图表 426：资生堂(4911.JP)12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 427：资生堂(4911.JP)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 428：资生堂(4911.JP)历史财务一览

(百万日元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	**850,306**	**1,005,062**	**1,094,825**	**1,131,547**
同比	9%	18%	9%	3%
经营费用	-605,973	-693,298	-754,547	-762,872
同比	9%	14%	9%	1%
经营费用率	**71.3%**	**69.0%**	**68.9%**	**67.4%**
百分比变动	0.1%	-2.3%	-0.1%	-1.5%
营业外收入	549	-114	1,138	-5,097
非经常性损益	12,537	-41,767	-5,179	-1,358
所得税	-15,942	-13,201	-39,405	-30,075
归属非控制权益	1,823	2,606	3,501	3,739
净利润	32,101	22,749	61,403	73,562
经调净利润	**23,701**	**64,959**	**64,977**	**74,499**
同比	13%	174%	0%	15%
经调净利润率	**2.8%**	**6.5%**	**5.9%**	**6.6%**
百分比变动	0.1%	3.7%	-0.5%	0.6%
摊薄每股收益	80.30	56.87	153.56	183.99
每股派息	20.00	27.50	45.00	60.00
合并资产负债表				
现金及现金等价物	126,223	172,664	124,108	108,605
贸易及其它应收款	134,835	160,331	164,502	170,164
存货	115,672	129,954	149,787	181,103
其它流动资产	67,018	63,296	44,597	72,751
流动资产	**443,748**	**526,245**	**482,994**	**532,623**
物业、厂房、设备	156,194	158,681	235,185	314,757
其它非流动资产	323,293	240,439	270,704	359,776
非流动资产	**502,259**	**423,180**	**526,624**	**686,172**
应付款	132,406	171,967	196,257	198,012
借款	16,556	10,662	15,201	144,948
其它流动负债	97,725	108,750	128,482	121,313
流动负债	**246,687**	**291,379**	**339,940**	**464,273**
借款	159,273	129,952	114,736	153,526
其它非流动负债	126,177	82,222	86,480	83,139
非流动负债	**285,450**	**212,174**	**201,216**	**236,665**
归属公司所有人权益	393,783	424,322	449,533	497,701
非控制性权益	20,087	21,550	18,929	20,156
总负债及权益	946,007	949,425	1,009,618	1,218,795

(百万日元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	32,101	22,749	61,403	73,562
折旧摊销	39,396	43,849	43,845	58,410
营运现金流	**59,129**	**95,392**	**92,577**	**75,562**
资本性开支	-54,874	-42,930	-93,328	-110,610
其它投资现金流	-15,766	41,869	-9,784	-92,237
投资现金流	**-70,640**	**-1,061**	**-103,112**	**-202,847**
融资现金流		**-53,118**		**113,678**
自由现金流		60,029		-14,079
归属权益所有人的自由现金流		20,023		126,917
杠杆率及偿付能力				
资产负债率	56%	53%	54%	58%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

日立制作所 (6501.JP) –股价后劲十足

由于新冠疫情影响，日立制作所（下称"日立"）所有板块收入录得下跌。2019 年全年收入 8767.2 百万日元，较去年下跌 8%。受业务剥离影响，智能生活业务，日立建机和日立金属等业务的收入下滑。鉴于疫情以及日立化学部的分离，2020 年全年收入预计为 7080 百万日元，较 2019 年下跌 19%。因此，**公司计划通过累计订单和降低成本来提升盈利能力。**

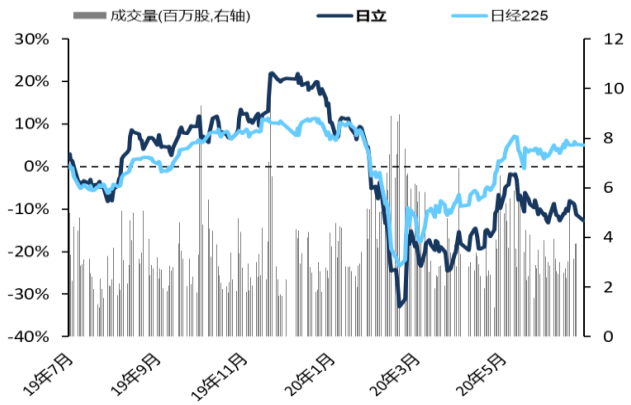
7 月 2 日，日立举行了在线会议，介绍了对 **ABB 电网业务和新公司的收购完成情况**。日立 ABB 电网业务将与日立的 Lumada 相融合打造能源平台，并运用新公司全球化的事业基础，在诸多产业领域扩大社会创新事业。

在 2019 年年报及 2020 年预测中，公司的 Lumada 业务被重新定义为核心业务和相关业务，重点是日立在 Lumada 业务中独特的 IT x OT x 产品战略所产生的协同作用。**我们希望日立公司在全球范围内获得精通现场运营的人才，这将使日立公司能够增强 OT x IT 的能力，扩大 Lumada LoT 平台的使用案例并推动该平台向前发展。**

在 2019 年基于未来三年的预测中，公司在假设未发生新冠疫情的情况下，Lumada 业务将在 2020 年收入为 1160 百万日元，较 2019 年增加 12%；在 2021 的收入为 1400 百万日元，较 2020 年增加 21%；在 2022 年的目标收入为 1600 百万日元。7 月 2 日，公司发布会上称无需过分担心 COVID-19 的影响，并做好充分应对的措施。

估值及建议：目前日立市场平均目标价 4557.78 日元，对应 7 月 27 号 3340.00 收市价，潜在上升空间 36.46%。

2020 年 7 月 27 日收市价(日元)	3,340.00
市场平均目标价(日元)	4,557.78
市场目标价区间(日元)	3,500.-5,400.
潜在上升空间	36.46%



(%)	1 个月	3 个月	6 个	12 个月
绝对变动	(4.12)	8.32	(24.49)	(15.92)
相对日经 225	(5.37)	(6.96)	(22.66)	(21.16)
相对东证变	(4.28)	(0.70)	(17.84)	(16.45)

市值(百万日元)	3,232,737
大股东持股比率(%)	23.4
自由流动比率(%)	97.3
过去 3 年盈利复合增速	-16.6
派息比率(%)	23.2%
贝塔值(Beta)	1.3
200 天移动平均(日元)	3,778.24
52 周低/高位(日元)	2,524.00-4,693.00
宝林通道低/高位(日元)	3,305.70-3,525.61

最新市场预测

	每股盈利(日元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20Y	21Y	22Y	20Y	21Y	22Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	94.83	426.49	429.29	35.22	7.83	7.78	1.05	0.52	2.76	4.37
最高	105.60	556.91	507.10	39.00	9.36	9.55	1.50	0.57	3.29	9.01
最低	85.65	356.86	349.80	31.63	6.00	6.59	0.98	0.47	1.59	2.57

图表 429：日立 HITACHI LTD (6501 JP)12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 430：日立 HITACHI LTD (6501 JP)12 个月滚动预估市净率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 431：日立 HITACHI LTD (6501 JP)历史财务一览

(百万日元，年结12月31日)	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
合并利润表				
总收入	**9,162,264**	**9,368,614**	**9,480,619**	**8,767,263**
销售成本	(6,782,677)	(6,866,522)	(6,964,635)	(6,396,895)
毛利	**2,379,587**	**2,502,092**	**2,515,984**	**2,370,368**
营业费用	(1,838,104)	(1,916,080)	(1,997,296)	(2,227,128)
经营利润	**541,483**	**586,012**	**518,688**	**143,240**
净利息支出	(6,091)	(5,611)	2,596	(3,346)
其它	(66,301)	58,245	(4,782)	40,374
税前利润	469,091	638,646	516,502	180,268
税费	(125,112)	(131,708)	(186,344)	(51,246)
净利润	**231,261**	**362,988**	**222,546**	**87,596**
摊薄每股盈利(人民币)	239.40	375.60	230.25	90.60
每股派息	65.00	75.00	0.35	0.24
同比变动				
总收入	(9%)	2%	1%	(8%)
毛利	(8%)	5%	1%	(6%)
经营利润	(2%)	8%	(11%)	(72%)
净利润	34%	57%	(39%)	(61%)
摊薄每股盈利	34%	57%	(39%)	(61%)
资产负债表				
现金、现金等价物及短期投资	765,242	1,071,288	1,091,860	1,092,282
应收账款	2,475,514	2,501,414	1,967,052	2,260,205
存货	1,225,907	1,375,232	1,356,762	1,408,937
其它流动资产	535,943	203,866	620,119	456,165
流动资产	**5,002,606**	**5,151,800**	**5,035,793**	**5,217,589**
物业厂房设备	1,998,411	2,124,827	1,956,685	2,165,311
长期投资	719,704	716,431	568,349	440,514
其它非流动资产	1,943,196	2,113,545	2,065,765	2,106,667
总资产	**9,663,917**	**10,106,603**	**9,626,592**	**9,930,081**
短期借款	386,590	238,630	296,281	414,540
应付账款	1,402,233	1,536,983	1,406,012	1,270,668
其它流动负债	1,932,036	2,019,781	1,903,267	2,047,970
流动负债	**3,720,859**	**3,795,394**	**3,605,560**	**3,733,178**
长期贷款	790,013	811,664	708,490	1,070,502
其它非流动负债	1,056,050	987,874	898,139	859,662
总负债	**5,566,922**	**5,594,932**	**5,212,189**	**5,663,342**
归属股东权益	**4,096,995**	**4,511,671**	**4,414,403**	**4,266,739**
总负债及股东权益	**9,663,917**	**10,106,603**	**9,626,592**	**9,930,081**
净负债	411,361	(20,994)	(87,089)	392,760

(百万日元，年结12月31日)	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
现金流量表				
净利润	231,261	362,988	222,546	87,596
折旧摊销	415,183	364,432	368,044	433,158
其它非现金调整	91,104	35,816	183,249	159,964
非现金资本变动	(107,966)	(36,068)	(163,814)	(119,798)
经营现金流	**629,582**	**727,168**	**610,025**	**560,920**
资本开支	(316,116)	(349,388)	(382,351)	(322,894)
证券投资	(177,303)	(243,124)	(72,422)	(237,172)
其它投资现金	155,464	118,184	291,901	34,240
投资现金流	**(337,955)**	**(474,328)**	**(162,872)**	**(525,826)**
新增长期贷款	512,898	143,354	87,636	334,919
偿付长期贷款	(397,394)	(256,944)	(133,581)	(279,446)
股本增加	28	49	211	139
其它融资现金流	(341,232)	(206,577)	(291,790)	(85,968)
融资现金流	**(225,700)**	**(320,118)**	**(337,524)**	**(30,356)**
现金净变动	65,927	(67,278)	109,629	4,738
利息现金支出	(20,664)	(21,582)	(22,530)	(24,885)
税费现金支出	(140,302)	(186,911)	(188,267)	(189,113)
自由现金流	**313,466**	**377,780**	**227,674**	**238,026**
利润率				
毛利率	26.0%	26.7%	26.5%	27.0%
经营利润率	5.9%	6.3%	5.5%	1.6%
净利率	2.5%	3.9%	2.3%	1.0%
利润率变动				
毛利率	0.3%	0.7%	-0.2%	0.5%
经营利润率	0.4%	0.3%	-0.8%	-3.8%
净利率	0.8%	1.4%	-1.5%	-1.3%
资本回报				
平均资本回报率	5.6%	8.4%	5.0%	2.0%
平均资产回报率	2.1%	3.7%	2.3%	0.9%
平均投入资本回报率	4.0%	8.1%	5.0%	1.9%
现金周转				
平均应收账款天数	115.7	97.0	86.0	88.0
平均应付账款天数	76.8	78.1	77.1	76.4
偿债能力、杠杆率				
流动比率	134%	136%	140%	140%
速动比率	87%	94%	85%	90%
现金比率	21%	28%	30%	29%
净负债比率	10%	0%	-2%	9%
利息覆盖率	88.9x	104.4x	-199.8x	42.8x
现金流负债比率	11%	13%	12%	10%
杜邦分析				
息税负担(净利润/经营利润)	43%	62%	43%	61%
经营利润率	5.9%	6.3%	5.5%	1.6%
期末资产周转率	95%	93%	98%	88%
杠杆率	2.4x	2.2x	2.2x	2.3x

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

希森美康 (6869.JP) – 血分巨头的二次创业

希森美康作为全球 IVD 行业龙头企业，其市场地位在短期内难以撼动。在血液分析、凝血分析和尿沉渣分析领域，公司在全球市场均处于领先地位，市场份额遥遥领先。近年来，公司亦在着力开发新产品，在生化、免疫及床边诊断等领域加大研发力度并取得一定进展。此外，公司亦在整合其全球销售渠道以降低对分销商的依赖并巩固其市场地位。

血液分析全球领先 希森美康在全球 IVD 市场排名第七，凝血分析排名第一并占有超过 50%的市场份额。公司的检验仪器在全球各主要市场均有较高的渗透率，并凭借其优秀的售后服务体系带来持续的试剂销售收入。公司年经营性现金流入常年维持在 400 亿日元以上，业务基本面稳定。

新产品开发不断加速 公司近年来着力开发新产品并取得了长足的进步。研发费用在过去十年中增长 93%，年复合增长率 7%。公司不断推出小型高效检测仪以适应不断增长的床边检测需求。此外，其用于检测乳腺癌淋巴细胞转移的 OSNA 系统亦于去年在中国获得审批并将逐步投放市场。

整合全球销售资源 公司近年开始整合其在印度、南美及欧洲的销售渠道，取消与部分分销商的合作并转为以直销为主的模式。此举会在短期内增加其销售成本并压缩利润率，但会在长期内增加其对各市场商业决策的主动性，降低对分销商的依赖并巩固其市场地位。

疫情冲击不改增长趋势 公司关于疫情的产品不多，但主营业务受疫情影响较大，故于上个财政年度（年结 2020 年 3 月 31 日）录得盈利下降。但公司基本面未受影响，预计将于疫情缓和后迅速修复。

估值方面，希森美康 7 月 27 日收市价为 8090 日元，市场平均目标价为 8502 日元，潜在上升空间为 5.1%。20/21 年市场预期 P/E 为 42/45 倍。

2020 年 7 月 27 日收市价(日元)	8,090
市场平均目标价(日元)	8,502
市场目标价区间(日元)	6,000-10,700
潜在上升空间	5.10%

(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(0.21)	10.67	1.76	8.96
相对日经 225	(1.11)	(6.43)	6.15	3.73
相对东证变动	0.68	0.36	10.86	8.69

市值(百万日元)	1,693,321
大股东持股比率(%)	18.3
自由流动比率(%)	72.5
过去 3 年盈利复合增速 (%)	5.5
派息比率(%)	40.7%
贝塔值(Beta)	0.8
200 天移动平均(日元)	7,583.78
52 周低/高位(日元)	5,814.00-8,636.00
宝林通道低/高位(日元)	7,885.16-8,249.94

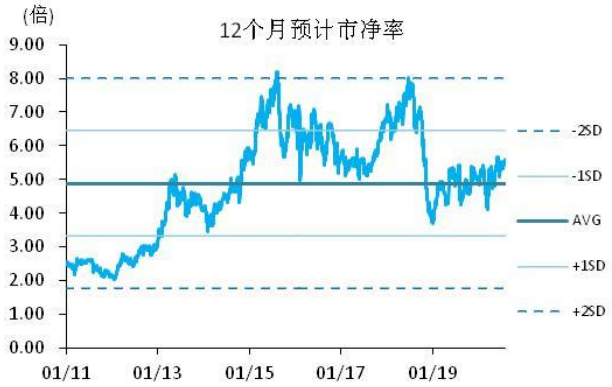
最新市场预测

	每股盈利(日元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	20F	20F	20F
平均	193.70	181.77	166.98	41.76	44.51	48.45	5.87	(1715)	0.87	13.54
最高	232.30	201.21	186.08	44.27	48.79	67.27	6.03	(1818)	0.89	14.30
最低	182.74	165.80	120.27	34.83	40.21	43.48	5.71	(1430)	0.73	12.40

图表 432：希森美康 (6869.JP) 12 个月滚动预估市盈率

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 433：希森美康 (6869.JP) 12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 434: 希森美康 (6869.JP) 财务一览

(百万日元，年结3月31日)	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
合并利润表				
收入	**249,899**	**281,935**	**293,506**	**301,980**
同比	-1%	13%	4%	3%
成本	-108,122	-122,986	-131,899	-142,173
毛利	**141,777**	**158,949**	**161,607**	**159,807**
同比	-6%	12%	2%	-1%
毛利率	**56.7%**	**56.4%**	**55.1%**	**52.9%**
百分比变动	-2.9%	-0.4%	-1.3%	-2.1%
经营费用	-82,913	-98,202	-101,248	-105,687
同比	0%	18%	3%	4%
经营费用率	**33.2%**	**34.8%**	**34.5%**	**35.0%**
百分比变动	0.2%	1.7%	-0.3%	0.5%
营业外收入	-2,754	-2,183	-3,327	-5,850
非经常性损益	-7,906	-1,261	-645	-235
所得税	-8,493	-19,039	-16,789	-14,620
归属非控制权益	-182	-145	-58	-69
净利润	40,636	39,222	41,224	34,883
经调净利润	**48,666**	**40,425**	**41,672**	**35,046**
同比	5%	-17%	3%	-16%
经调净利润率	**19.5%**	**14.3%**	**14.2%**	**11.6%**
百分比变动	1.1%	-5.1%	-0.1%	-2.6%
摊薄每股收益(美元)	194.74	187.84	197.29	166.93
每股派息(美元)	58.00	66.00	70.00	72.00
合并资产负债表				
现金及现金等价物	57,944	61,513	58,700	56,834
贸易及其它应收款	63,084	72,567	84,247	85,650
存货	36,997	40,974	40,230	48,302
其它流动资产	8,293	9,898	12,246	14,918
流动资产	**166,318**	**184,952**	**195,423**	**205,704**
物业、厂房、设备	60,144	67,651	76,312	96,839
长期投资及长期应收款	8,813	17,080	18,034	17,704
其它非流动资产	44,542	52,296	57,006	48,213
非流动资产	**113,499**	**137,027**	**151,352**	**162,756**
应付款	42,257	54,401	55,185	59,688
借款	170	180	192	5,701
其它流动负债	17,525	16,215	15,870	18,756
流动负债	**59,952**	**70,796**	**71,247**	**84,145**
借款	534	356	191	16,935
其它非流动负债	9,079	9,384	10,155	9,864
非流动负债	**9,613**	**9,740**	**10,346**	**26,799**
归属公司所有人权益	209,407	240,750	264,449	277,684
非控制性权益	845	693	733	663
总负债及权益	279,817	321,979	346,775	389,291

(百万日元，年结3月31日)	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
合并现金流量表				
净利润	40,636	39,222	41,224	34,883
折旧摊销	12,381	14,643	15,842	23,955
其它非现金调整	-6,519	5,471	1,106	1,340
营运资本变动	-13,666	-7,096	-13,429	-6,996
停止运营业务调整	0	0	0	0
营运现金流	**32,832**	**52,240**	**44,743**	**53,182**
资本性开支	-18,906	-25,555	-28,487	-26,147
其它投资现金流	-494	-12,273	-11,641	241
投资现金流	**-19,400**	**-37,828**	**-40,128**	**-25,906**
融资现金流	**-10,868**	**-11,545**	**-14,090**	**-20,599**
自由现金流	21,236	35,728	26,067	40,176
归属权益所有人的自由现金流	21,350	35,807	26,508	33,965
回报率				
平均资本回报率(%)	24.8	18.0	16.5	12.9
平均投入资本回报率(%)	24.6	17.8	16.4	12.6
平均资产回报率(%)	17.9	13.4	12.5	9.5
运营效率				
库存周转天数	122.5	115.7	112.4	113.6
应收账款周转天数	88.2	87.8	97.5	102.7
应付账款周转天数	150.2	143.4	151.6	147.5
现金周转天数	60.5	60.1	58.2	68.9
杠杆率及偿付能力				
净负债率	-27%	-25%	-22%	-12%
资产负债率	25%	25%	24%	28%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

任天堂 (7974.JP) – 经典 IP 人气依旧

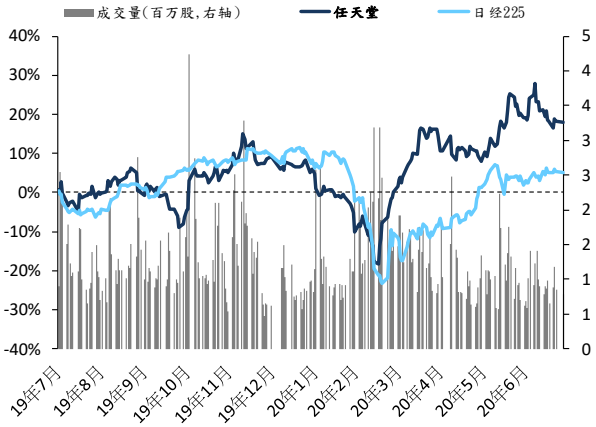
任天堂主要从事电子游戏和玩具的开发、制造与发行，总部设于京都。

疫情下需求不减反增。公司 2019 财年年报显示公司净销售额同比增长 9.0%至 1.3 万亿日元，归母净利同比增长 33.3%至 2586.41 亿日元，净利润率提高 3.6pp。年初疫情冲击导致消费受到抑制，但居家办公等防疫措施提振游戏机和游戏销售。尽管公司 2 月推迟 Switch 游戏机和 Joy-Con 手柄的生产和发货，游戏机销量成绩依旧亮眼。截止今年 3 月 31 日，Switch 全球销量已经超过 Xbox One 系列，达 5577 万台。2019 财年销量为 2103 万台，包括 619 万台 Switch Lite。预计 2020 财年 Switch 销量为 1900 万台，同比降 9.6%。

招牌游戏人气依旧。从 switch 游戏累计销量来看，马里奥、宝可梦和塞尔达系列依旧受到追捧。截止至 3 月底，《马里奥赛车 8：豪华版》、《明星大乱斗》和《塞尔达传说：荒野之息》累计销量分别为 2477、1884、1741 万份。而《宝可梦：剑与盾》和今年人气最强的《集合吧！动物森友会》全球销量也超过 1000 万份。

公司表示设想产量难以全部投入实际生产，预测 2020 财年销售额将同比减少 8.3%至 1.2 万亿日元，净利润将同比减少 22.7%至 2000 亿日元。宝可梦 IP 将会和腾讯天美工作室合作推出宝可梦 MOBA 手游《宝可梦 Unite》或能拓展 TPC 用户。估值方面，任天堂 (7974 JP)7 月 27 日收市价为 47500 日元，市场平均目标价为 52868 日元，潜在上升空间 11.3%。20/21 年市场预期市盈率为 25.11/20.66 倍。

2020 年 7 月 27 日收市价(日元)	47,500.00
市场平均目标价(日元)	52,868.42
市场目标价区间(日元)	39,000.00-63,00
潜在上升空间	11.30%



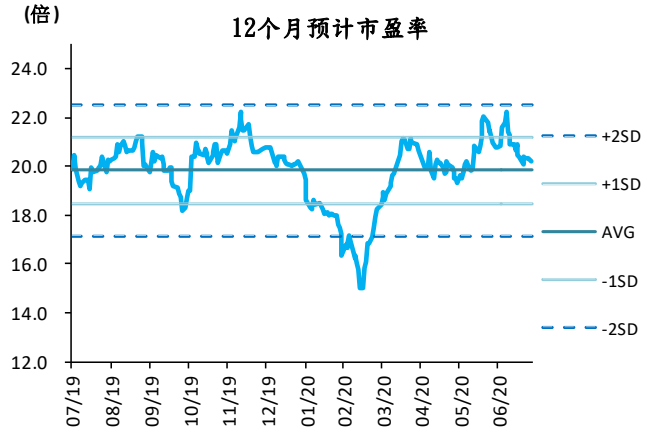
(%)	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对变动	(2.06)	1.41	12.03	18.10
相对日经 225	(2.80)	(15.51)	16.57	13.04
相对东证变动	(1.40)	(9.16)	20.92	17.60

市值(百万日元)	6,254,278
大股东持股比率(%)	9.5
自由流动比率(%)	88.8
过去 3 年盈利复合增速 (%)	44.0
派息比率(%)	50.0%
贝塔值(Beta)	0.9
200 天移动平均(日元)	43,026.05
52 周低/高位(日元)	31,880.00-51,910.00
宝林通道低/高位(日元)	46,448.92-50,796.08

最新市场预测

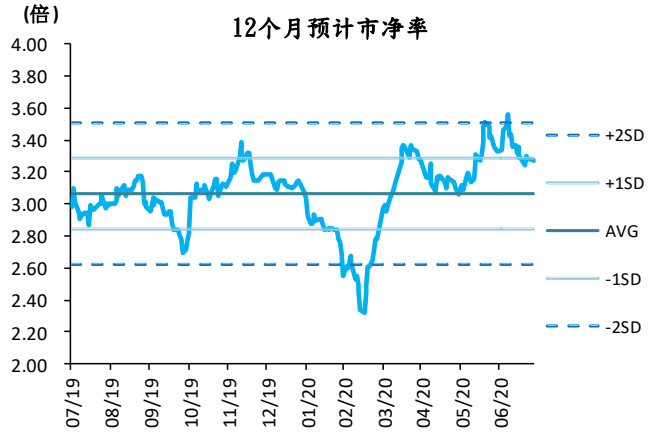
	每股盈利(日元)			市盈率(倍)			市净率(倍)	PEG(倍)	股息率(%)	ROE(%)
	19Y	20Y	21Y	19Y	20Y	21Y	20Y	20Y	20Y	20Y
平均	1579.66	1891.81	2299.14	30.07	25.11	20.66	3.69	11.35	1.98	15.49
最高	1863.01	2053.30	2587.20	36.11	26.94	25.66	3.73	13.63	2.17	16.60
最低	1315.30	1762.90	1851.00	25.50	23.13	18.36	3.68	9.62	1.79	14.30

图表 435：任天堂 (7974 JP)12 月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 436：任天堂 (7974 JP)12 月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 437：任天堂 (7974 JP)历史财务一览

(百万日元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
合并利润表					
收入	**504,459**	**489,095**	**1,055,682**	**1,200,560**	**1,308,519**
同比		-3%	116%	14%	9%
成本	-283,494	-290,197	-652,141	-699,370	-666,817
毛利	**220,965**	**198,898**	**403,541**	**501,190**	**641,702**
同比		-10%	103%	24%	28%
毛利率	**43.8%**	**40.7%**	**38.2%**	**41.7%**	**49.0%**
百分比变动		-3.1%	-2.4%	3.5%	7.3%
经营费用	-188,084	-169,536	-225,984	-251,489	-289,332
同比		-10%	33%	11%	15%
经营费用率	**37.3%**	**34.7%**	**21.4%**	**20.9%**	**22.1%**
百分比变动		-2.6%	-13.3%	-0.5%	1.2%
营业外收入	-10,894	23,201	22,591	28,092	8,091
非经常性损益	5,727	62,167	940	-6,021	811
所得税	-11,196	-12,148	-60,144	-77,205	-102,590
归属非控制权益	13	8	1,354	558	41
净利润	16,505	102,574	139,590	194,009	258,641
经调净利润	**12,668**	**59,554**	**138,940**	**198,194**	**258,077**
同比		370%	133%	43%	30%
经调净利润率	**2.5%**	**12.2%**	**13.2%**	**16.5%**	**19.7%**
百分比变动		9.7%	1.0%	3.3%	3.2%
摊薄每股收益(日元)	137.40	853.87	1,162.30	1,615.51	2,171.20
每股派息(日元)	150.00	430.00	590.00	810.00	1,090.00
合并资产负债表					
现金及现金等价物	909,340	946,070	987,986	1,082,960	1,216,784
贸易及其它应收款	38,362	105,675	69,742	78,087	132,536
存货	40,432	39,128	141,794	135,469	88,992
其它流动资产	33,001	49,869	66,407	48,456	63,271
流动资产	**1,021,135**	**1,140,742**	**1,265,929**	**1,344,972**	**1,501,583**
物业、厂房、设备	87,752	86,558	83,926	81,550	82,866
长期投资及长期应收款	114,179	132,699	164,319	126,373	189,785
其它非流动资产	73,836	108,979	119,300	137,409	159,853
非流动资产	**275,767**	**328,236**	**367,545**	**345,332**	**432,504**
应付款	33,735	115,448	181,405	122,335	164,485
借款	12	0	14	20	553
其它流动负债	64,690	68,661	96,657	122,654	190,645
流动负债	**98,437**	**184,109**	**278,076**	**245,009**	**355,683**
借款	0	0	32	36	1,608
其它非流动负债	37,564	33,897	31,792	30,461	35,896
非流动负债	**37,564**	**33,897**	**31,824**	**30,497**	**37,504**
归属公司所有人权益	1,160,777	1,250,840	1,319,034	1,409,712	1,540,687
非控制性权益	124	132	4,540	5,086	213
总负债及权益	1,296,902	1,468,978	1,633,474	1,690,304	1,934,087

(百万日元，年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
合并现金流量表					
净利润	16,505	102,574	139,590	194,009	258,641
折旧摊销	9,139	8,366	9,064	9,564	9,557
其它非现金调整	1,307	-78,741	50,922	16,850	66,262
营运资本变动	28,239	-13,098	-47,368	-49,894	13,293
停止运营业务调整	0	0	0	0	0
营运现金流	**55,190**	**19,101**	**152,208**	**170,529**	**347,753**
资本性开支	-3,096	-9,914	-8,625	-10,737	-9,010
其它投资现金流	-68,644	79,432	70,012	56,090	-179,423
投资现金流	**-71,740**	**69,518**	**61,387**	**45,353**	**-188,433**
融资现金流	**-2,995**	**-14,435**	**-61,311**	**-109,037**	**-111,032**
自由现金流		8,643	142,599	159,792	
归属权益所有人的自由现金流	52,094	9,187	143,583	159,792	338,743
回报率					
平均资本回报率(%)	1.1	4.9	10.8	14.5	17.5
平均投入资本回报率(%)		4.9	10.9	14.5	
平均资产回报率(%)	1.0	4.3	9.0	11.9	14.2
运营效率					
库存周转天数		50.0	50.6	72.4	61.4
应收账款周转天数		53.7	30.3	22.5	29.4
应付账款周转天数		93.8	83.1	79.3	78.5
现金周转天数		10.0	-2.1	15.6	12.3
杠杆率及偿付能力					
净负债率	-78%	-76%	-75%	-77%	-79%
资产负债率	10%	15%	19%	16%	20%

资料来源: 公司资料，国泰君安国际

图表目录

图表 1：全球宏观经济展望 5
图表 2：全球经济增长指数和贸易指数 6
图表 3：IMF 全球经济增长预期 6
图表 4：环球主要经济体年化季经济增速 6
图表 5：OECD 经济综合领先指数 7
图表 6：花旗经济惊喜指数 7
图表 7：环球主要经济体制造业 PMI 指数 7
图表 8：全球新冠肺炎新增确诊病例走势 8
图表 9：美国新冠疫情新增确诊病例走势 8
图表 10：全球负利率资产 9
图表 11：2019、2020 年国别赤字率、债务率分布 9
图表 12：彭博市场对油价预期 9
图表 13：国际油价和 PPI 指数 9
图表 14：美国综合经济质量指数 10
图表 15：美国 ISM 制造业 PMI 指数和非制造业 PMI 指数 11
图表 16：消费者信心指数 11
图表 17：机构和私人投资者对美国经济预期 11
图表 18：零售销售和耐用品订单 11
图表 19：WEI 和住宅贷款指数 11
图表 20：失业率和续期失业金人数 11
图表 21：美国年化季实际 GDP 增速预期(QoQ%) 12
图表 22：美国 GDP 分项占比 13
图表 23：美国第一季度 GDP 分项增速 13

图表 24：美国年化 GDP 同比和房地产投资增速 13
图表 25：美国新屋开工和 NAHB 地产市场指数 13
图表 26：被动下调评级企业规模 13
图表 27：美国企业破产率与失业率 13
图表 28：中国 GDP 增速预期(YOY%) 16
图表 29：季度中国 GDP 增速预期(YOY%) 16
图表 30：制造业 PMI、新订单、生产指数 17
图表 31：固定资产投资 17
图表 32：社销零售 17
图表 33：工业增加值 17
图表 34：社零消费行业分项 18
图表 35：工业增加值分项 18
图表 36：工业企业利润 19
图表 37：季度中国 GDP 增速预期(YOY%) 20
图表 38：房地产销售和房地产投资 20
图表 39：房地产投资和 GDP 保持一致 20
图表 40：挖掘机销量 21
图表 41：粗钢产量 21
图表 42：三大需求对经济的贡献 % 21
图表 43：三大需求对经济的拉动 % 21
图表 44：人均可支配收入和社会消费品零售总额增速 %..... 22
图表 45：中国城市和农村人均可支配收入增速 （%） 22
图表 46：欧元区 PMI..... 23
图表 47：欧元区调和 CPI 和核心 CPI..... 23
图表 48：欧洲主要国家新冠确诊人数 24

图表 49：Sentix 投资信心指数 25
图表 50：欧盟经济景气指数 25
图表 51：日本私人企业设备投资同比 26
图表 52：日经指数预计资本开支同比 26
图表 53：日本短观指数预测值 27
图表 54：日本私人部门投资增速预测呈下滑趋势 27
图表 55：日本失业率接近底部。 27
图表 56：日本失业率预计将在底部徘徊 27
图表 57：日本消费信心指数在 2019 年反弹 28
图表 58：日本零售增速预测变动情况 28
图表 59：日本出生率和储蓄率的关系 29
图表 60：日本核心 CPI 较 2%目标水平仍有较大距离 29
图表 61：日本出口同比增速预期 29
图表 62：日本出口同比增速变动 29
图表 63：日本 M2 货币乘数已难以进一步下降 30
图表 64：日经指数预期杠杆率 30
图表 65：日本国家债务清偿率 31
图表 66：日本国债依存度 31
图表 67：IMF 日本赤字率/债务率路径预测 31
图表 68：日本政府消费、公共投资同比增速 31
图表 69：日本政府债务与债务率 32
图表 70：日本政府赤字与赤字率 32
图表 71：彭博日本实际 GDP 增速预测 32
图表 72：日本名义 GDP 增速历史 32
图表 73：截止 7 月 3 日，2020 年上半年环球主要资产表现 33

图表 74：主要股票市场表现 34
图表 75：主要债券市场表现 34
图表 76：大宗商品表现 34
图表 77：主要外汇市场表现 34
图表 78：金融流动性指标 35
图表 79：泰德利差 35
图表 80：美国股市/房价/实体经济加速背离 35
图表 81：日本楼价/股市/实体经济背离 35
图表 82：2020 年环球主要股市动态市盈率和盈利增速预期 36
图表 83：全球负利率资产 37
图表 84：MSCI 美股收益率和 10 年期美债收益率比 37
图表 85：2020 年环球股市动态市盈率区间 37
图表 86：主要股市 PB/ROE 估值和资本回报率匹配 38
图表 87：主要股市 PE/EPS 估值和资本回报率匹配 38
图表 88：环球资金流向 39
图表 89：资金净流入各个股市 39
图表 90：上半年主动资金流向（百万美元） 39
图表 91：上半年被动资金流向（百万美元） 39
图表 92：MSCI 中国收益率和 10 年期美债收益率比 40
图表 93：MSCI 日本收益率和 10 年期美债收益率比 40
图表 94：美元指数走势 42
图表 95：美德息差和美元走势 42
图表 96：美联储资产负债表 43
图表 97：美元指数、新兴市场相对发达市场估值 43
图表 98：美国实际利率和国际黄金价格 44

图表 99：2010 年以来美元汇率和黄金价格走势 44
图表 100：原油价格和 PPI 走势 45
图表 101：国际原油价格预期走势 45
图表 102：金银比 45
图表 103：全球大类资产配置展望 46
图表 104：美国不同期限国债收益率（%） 47
图表 105：2-10 年美国国债利差 47
图表 106：中资高收益美元债收益率 48
图表 107：中资投资级美元债收益率 48
图表 108：Markit iBoxx 中资美元债地产板块指数 49
图表 109：中国房地产商品房销售 49
图表 110： Markit iBoxx 中资美元地产债指数 49
图表 111：全球能源行业盈利能力 50
图表 112：全球能源行业短期偿债能力 50
图表 114：部分央行当前利率 51
图表 116：特朗普与拜登的相对支持率（%） 53
图表 118：上半年英镑兑美元最低跌至 1.1485 55
图表 119：彭博市场预期今年中国 GDP 增速在 2.0%左右 55
图表 120：2020 年下半年美元对人民币维持稳定 55
图表 121：上半年部分商品价格变化 57
图表 122：过去一年螺纹钢（12mm）价格中枢下移 58
图表 123：2019 年 3 月-2019 年 11 月我国粗钢与钢材产量(万吨) 58
图表 125：大型投资者黄金期货净多仓位回升 59
图表 126：过去一年金价实际和模拟走势 59
图表 129：布伦特和纽约期油价格 62

图表 130：彭博一致市场布伦特期油价格预期（美元/桶）..... 62
图表 131：美国原油产量（千桶/天）..... 63
图表 132：OPEC 原油产量（千桶/天）..... 63
图表 133：美国原油需求量（千桶/天）..... 63
图表 134：中国原油表观消费量及加工量（千桶/天）..... 63
图表 135：2020 年上半年美股主要指数表现..... 64
图表 136：2020 年上半年各行业表现..... 64
图表 137：过去五年预期标普 500 盈利增速..... 65
图表 138：过去五年预期标普 500 营收增速..... 65
图表 139：标普 500 指数每股盈利增速 (同比%)..... 65
图表 140：纳斯达克指数每股盈利增速 (同比%)..... 65
图表 141：2020 年预期标普 500 指数行业盈利增速(%)..... 66
图表 142：2020 年预期标普 500 指数行业营收增速(%)..... 66
图表 143：子行业投资回报率（%）..... 67
图表 144：2020 年分析师预期标普 500 点位..... 68
图表 145：敏感度测试标普 500 点位区间..... 68
图表 146：过去 10 年标普 500 指数预期市盈率(倍)..... 69
图表 147：过去 10 年纳斯达克指数预期市盈率(倍)..... 69
图表 148：过去 10 年道琼斯工业指数预期市盈率(倍)..... 69
图表 149：标普 500 指数各行业估值..... 70
图表 150：泛欧 STOXX600 年初至今股价表现..... 73
图表 151：泛欧 STOXX600 年初至今股价表现..... 74
图表 152：小盘股和到大盘股表现差，基于斯托克小盘股指数和斯托克大盘股指数..... 74
图表 153：成长型和价值性表现差距，基于 MSCI 欧洲成长性指数和 MSCI 欧洲价值性指数..... 74
图表 154：环球股市估值情况..... 75

图表 155：欧洲股市分行业估值情况，基于泛欧 600 行业指数 75
图表 156：市场共识预测泛欧 600 指数每股盈利走势 76
图表 157：泛欧 600 指数 12 个月滚动预估市盈率 76
图表 158：泛欧 600 指数 12 个月滚动预估市净率 76
图表 159：泛欧 600 指数各行业估值 77
图表 160：日经指数与 MSCI 环球指数一年走势图。 78
图表 161：东证 17 指数上半年分行业表现。 78
图表 162：日本十年期国债收益率(%) 79
图表 163：日本十年期国债收益率预测变动 79
图表 164：美国十年期国债收益率预测变动 79
图表 165：日元兑美元汇率与美日息差的历史走势对比 80
图表 166：日元兑美元汇率与息差拟合汇率的背离度 80
图表 167：日经指数对数与日元兑美元汇率历史走势对比 81
图表 168：日经指数动态市盈率与日元兑美元汇率历史走势对比。 81
图表 169：日经指数定价隐含的市场回报率与日本无风险利率历史走势对比 82
图表 170：日经指数动态市盈率 82
图表 171：日经指数共识 EPS 预测变动趋势 82
图表 172：国外投资者周均权益证券净买入(亿日元) 83
图表 173：国外投资者周均权益证券净买入-按月(亿日元) 83
图表 174：GPIF 本地股票仓位占比 83
图表 175：日经相对标普动态市盈率比 84
图表 176：东证 17 行业指数 ROE-PB 分布 84
图表 177：日本股市推荐关注名单。 84
图表 178：MSCI 新兴市场与发达市场表现（年初至 7 月 24 日） 85
图表 179：部分新兴市场指数变幅（年初至 7 月 24 日） 85

图表 180：MSCI 发达市场与新兴市场走势 86
图表 181：中国与美国十年期国债息差(%) 86
图表 182：印度与美国十年期国债息差(%) 86
图表 183：俄罗斯与美国十年期国债息差(%) 87
图表 184：巴西与美国十年期国债息差(%) 87
图表 185：彭博巴克莱新兴市场债券 OAS 87
图表 186：新兴市场主要国家或地区 PMI 88
图表 187：主要新兴市场 2020-2021 年 EPS 增速预测 88
图表 188：主要新兴市场 2020 年 ROE 预测 89
图表 189：2020 年上半年环球指数表现 90
图表 190：港股触及长周期及中周期底部 90
图表 191：港股细分行业表现 91
图表 192：2020 年预期港股行业 EPS 增速 91
图表 193：港股行业动态市盈率区间 92
图表 194：恒生指数预期 EPS 和走势 93
图表 195：国企指数预期 EPS 和走势 93
图表 196：2020-2021 年恒生指数预期 EPS 94
图表 197：2020-2021 年国企指数预期 EPS 94
图表 198：恒生指数动态市净率 95
图表 199：恒生国企指数动态市净率 95
图表 200：恒生指数风险溢价 95
图表 201：A/H 溢价指数 95
图表 202：香港股市和环球股市性价比比较 96
图表 203：香港流动性风险指标 97
图表 204：国泰君安国际投资者情绪指数 97

图表 205：3 个月 Libor-Hibor 和美元对港元汇率 98
图表 206：南下资金净流入香港 98
图表 207：美元周期和港股表现 99
图表 208：美元弱周期和港股表现 100
图表 209：恒生指数行业权重占比 101
图表 210：中概股行业市值比较 101
图表 211：恒生指数行业市盈率 101
图表 212：香港价值股/成长股估值比 102
图表 213：港股价值股估值区间 102
图表 214：港股成长股估值区间 102
图表 215：PPI vs 恒生原材料股指数 102
图表 216：科技和消费股占比对应恒生指数估值 103
图表 217：科技和消费股占比对应恒生指数点位 103
图表 218：MSCI 全球高息股股息率与美国十年期国债利率比较(%) 106
图表 219：MSCI 全球指数及 MSCI 全球高息股指数 107
图表 220：香港恒生指数及中证香港红利指数 107
图表 221：MSCI 全球指数及 MSCI 全球高息股指数市盈率（x） 108
图表 222：香港恒生指数及中证香港红利指数市盈率（x） 108
图表 223：恒指与中证香港红利指数对比 108
图表 224：全球主要国家及地区 2019 股息率比较(%) 109
图表 225：港股股息率(%) 109
图表 226：精选高息股相关信息 111
图表 227：精选高息股个股估值 111
图表 228：股息率稳定前 20 个股 112
图表 229：2020 年预计股息率前 20 个股 112

图表 230：全球生物制剂市场规模 115
图表 231：2018 年全球生物制剂市场构成 115
图表 232：单抗药物发展历程与预计市场规模 116
图表 233：全球单抗药物新药获批数量 116
图表 234：全球单抗临床项目分期分布情况 116
图表 235：全球单抗临床项目 I-III 期地理分布情况 117
图表 236：全球单抗产品市场规模 117
图表 237：中国单抗市场规模 117
图表 238：国产单抗替代趋势(以 PD-1 为例) 117
图表 239：医疗保健在人均消费开支中的占比逐年提升 118
图表 240：中国人均医疗开支(人民币元) 118
图表 241：中国分年龄组别人口构成趋势与预测 118
图表 242：中国癌症发病率趋势与预测(千人) 119
图表 243：中国 PD-1 年度治疗成本 120
图表 244：中国 PD-1 预计经治疗患者人数 120
图表 245：2020 上半年国内新药临床试验-疾病类型 120
图表 246：2020 上半年国内新药临床试验-药品类型 120
图表 247：港股主要单抗公司一览 121
图表 248：商业银行不良贷款：贷款拨备率（季度，%） 124
图表 249：各类银行资产质量 124
图表 250：各类型银行净息差 （%） 125
图表 251： 中国十年期国债收益率（%） 125
图表 252：1-5 年期 LPR （%） 125
图表 253：商业银行资本充足率指标 126
图表 254：各类型银行资本充足率（%） 126

图表 255：2020 年上半年政策摘取 127
图表 256： H 股中资银行 PE\PB 128
图表 257：港股中资银行股息率一览 128
图表 258：行业平均 12 个月预计市盈率 128
图表 259：行业平均 12 个月预计市净率 128
图表 260：百城土地供应与成交情况 130
图表 261：土地成交溢价率 130
图表 262：五年期贷款市场报价利率(LPR) 130
图表 263：房地产开发资金来源累计同比(%) 130
图表 264：一、二、三线城市平均去化周期(月) 132
图表 265：八十城总供应面积(万平方米) 132
图表 266：商品房销售数据同比变化(%) 133
图表 267：房地产开发投资完成情况(亿元；%) 133
图表 268：70 个大中城市新建商品住宅价格指数(同比%) 133
图表 269：70 个大中城市新建商品住宅价格指数(环比%) 133
图表 270：十大城市商品房存销比 133
图表 271：首套房、二套房贷款利率(%) 133
图表 272: 部分香港上市的中资地产公司 2020 年 1-6 月份销售数据 134
图表 273：港股地产股平均 12 个月预期市盈率 135
图表 274：港股地产股平均 12 个月预期市净率 135
图表 275：中资地产板块估值情况 135
图表 276：百强企业在管面积与市场份额(十万平米；%) 137
图表 277：近年来房屋竣工情况(万平米；%) 137
图表 278: 重点物业管理公司运营情况 138
图表 279：港股物业管理重点公司平均 12 个月预期市盈率 138

图表 280：港股物业管理重点公司平均 12 个月预期市净率 138

图表 281：物业板块估值情况 139

图表 282：固定资产投资完成额累计值及同比变动（%）。 140

图表 283：房屋新开工面积、房屋施工面积、房地产开发增速和商品房销售面积同比变动（%）。 140

图表 284：固定资产投资完成额累计值及同比变动（%）。 140

图表 285：地方政府专项债券发行额（亿元）。 140

图表 286：今年 6 月全国水泥产量同比上升 8.4%。 141

图表 287：各地区 6 月水泥产量（万吨） 141

图表 288：今年 4-6 月固定资产投资完成额累计同比（%）。 141

图表 289：全国 PO42.5 散装水泥平均价（元/吨） 141

图表 290：全国 PO42.5 散装水泥平均价（元/吨） 142

图表 291：2019 年至今秦皇岛动力煤（Q5500K）平仓价（元/吨）。 142

图表 292：水泥煤炭价差(元/吨)中枢上抬 142

图表 293：广西已公示拟、在建项目及万吨线储备项目 144

图表 294：西部地区城镇化率偏低 145

图表 295：西部大开发规划 146

图表 296：部分省市重大项目统计 147

图表 297：必选消费个股表现 148

图表 298：可选消费个股表现 148

图表 299：必选消费个股 12 个月滚动市盈率 149

图表 300：可选消费个股 12 个月滚动市盈率 149

图表 301：必选消费个股市盈率 vs. 19-22E EPS 增长率 149

图表 302：可选消费个股市盈率 vs.19-22E EPS 增长率 149

图表 303：近两年中国 CPI/PPI 数据 150

图表 304：近两年中国社零数据 150

图表 305：近两年中国消费者信心指数 150
图表 306：2018 年以来中国季度城镇居民可支配收入/人均消费支出 150
图表 307：实物网上零售额占社零总额比重（%） 151
图表 308：网上零售额累计增长(%) 151
图表 309：中国啤酒年产量(万千升) 152
图表 310：上市公司年销售量（百万升） 152
图表 311：上市公司年平均销售价格（每千升人民币） 152
图表 312：服装鞋帽、针、纺织品类商品零售值同比变化（%） 154
图表 313：体育、娱乐类商品零售值同比变化（%） 154
图表 314：港股运动鞋服股 12 个月滚动预估市盈率 155
图表 315：港股运动鞋服股整体 12 个月滚动预估市净率 155
图表 316：香港零售业总销货同比变化 156
图表 317：访港旅客人数同比变化 156
图表 318：港股零售股 12 个月滚动预估市盈率 157
图表 319：港股零售股 12 个月滚动预估市净率 157
图表 320：估值比较 158
图表 321：教育个股表现 159
图表 322：教育个股 12 个月滚动市盈率 160
图表 323：教育个股市盈率 vs.FY19-22E EPS 增长率 160
图表 324：港股教育股 12 个月滚动预估市盈率 161
图表 325：港股教育股 12 个月滚动预估市净率 161
图表 326：估值比较 162
图表 327：过去一年澳门 GGR 同比增速 163
图表 328：过去一年澳门赌收中贵宾收入占比 163
图表 329：1-5 月游客平均博彩收入 164

图表 330：入境过夜游客与不过夜游客增速 164
图表 331：2020Q1 和 2019 年全年各博企赌收占比（新濠国际变动较大） 164
图表 332：2020Q1 和 2019 年全年各博企贵宾业务收入占比 164
图表 333：2020Q1 和 2019 年全年各博企中场业务收入占比 165
图表 334：澳门已经连续 11 天无新增确诊病例 165
图表 335：过去十年三线城市住宅平均价和澳门赌收同比变动 165
图表 336：2018 年 8 月至今中国制造业 PMI 166
图表 337：三线城市新建和二手住宅均价同比下滑 166
图表 338：2020 年澳门部分出入境政策 167
图表 339：2020Q1 博企赌桌数及 2020 年底客房数量预估 168
图表 340：2019 年澳门入境旅客结构（按证件签发地统计） 169
图表 341：主要博企比较 169
图表 342：粤海投资(270.HK) 12 个月滚动预估市盈率 172
图表 343：粤海投资(270.HK) 12 个月滚动预估市净率 172
图表 344: 粤海投资(270.HK) 财务一览 172
图表 345：华润啤酒(291.HK)12 个月滚动预估市盈率 174
图表 346：华润啤酒(291.HK)12 个月滚动预估市净率 174
图表 347：华润啤酒(291.HK)财务数据一览 174
图表 348：中国金茂(00817.HK)12 个月滚动预估市盈率 176
图表 349：中国金茂(00817.HK)12 个月滚动预估市净率 176
图表 350：中国金茂(00817.HK)历史财务一览 176
图表 354：建设银行 (0939.HK)12 个月滚动预估市盈率 180
图表 355：建设银行 (0939.HK)12 个月滚动预估市净率 180
图表 356：建设银行 (0939.HK)历史财务一览 180
图表 360：信达生物(01801.HK) 市场目标价变动趋势 184

图表 361：信达生物(01801.HK)市场评级、目标价分布 184
图表 362：信达生物(01801.HK)市场共识预测一览 184
图表 363：君实生物(01877.HK) 市场目标价变动趋势 186
图表 364：君实生物(01877.HK) 市场评级、目标价分布 186
图表 365：君实生物(01877.HK) 市场共识预测一览 186
图表 366：融创中国(01918.HK)12 个月滚动预估市盈率 188
图表 367：融创中国(01918.HK)12 个月滚动预估市净率 188
图表 368：融创中国(01918.HK)历史财务一览 188
图表 369：李宁(2331.HK)12 个月滚动预估市盈率 190
图表 370：李宁(2331.HK)12 个月滚动预估市净率 190
图表 371：李宁(2331.HK)财务数据一览 190
图表 372：新奥能源(2688.HK) 12 个月滚动预估市盈率 192
图表 373：新奥能源(2688.HK) 12 个月滚动预估市净率 192
图表 374: 新奥能源(2688.HK) 财务一览 192
图表 375：复宏汉霖-B (2696.HK) 市场目标价变动趋势 194
图表 376：复宏汉霖-B (2696.HK) 市场评级、目标价分布 194
图表 377：复宏汉霖-B (2696.HK) 市场共识预测一览 194
图表 381：龙光地产(03380.HK)12 个月滚动预估市盈率 198
图表 382：龙光地产(03380.HK)12 个月滚动预估市净率 198
图表 383：龙光地产(03380.HK)历史财务一览 198
图表 386：招商银行 (03968 HK)历史财务一览 200
图表 387：美的置业(03990.HK)12 个月滚动预估市盈率 202
图表 388：美的置业(03990.HK)12 个月滚动预估市净率 202
图表 389：美的置业(03990.HK)历史财务一览 202
图表 390：碧桂园服务(06098.HK)12 个月滚动预估市盈率 204

图表 391：碧桂园服务(06098.HK)12 个月滚动预估市净率 204
图表 392：碧桂园服务(06098.HK)历史财务一览 204
图表 393：京东 (9618.HK) 12 个月滚动预估市盈率 206
图表 394：京东 (9618.HK)12 个月滚动预估市净率 206
图表 395：京东 (9618.HK)历史财务一览 206
图表 396：康方生物-B(9926.HK) 市场目标价变动趋势 208
图表 397：康方生物-B(9926.HK) 市场评级、目标价分布 208
图表 398：康方生物-B(9926.HK) 市场共识预测一览 208
图表 399：阿里巴巴(9988.HK) 12 个月滚动预估市盈率 210
图表 400：阿里巴巴(9988.HK) 12 个月滚动预估市净率 210
图表 401：阿里巴巴(9988.HK)历史财务一览 210
图表 402：网易 (9999.HK) 12 个月滚动预估市盈率 212
图表 403：网易 (NTES.US) 12 个月滚动预估市净率 212
图表 404：网易 (9999.HK)历史财务一览 212
图表 408：亚马逊 (AMZN.US)12 个月滚动预估市盈率 216
图表 409：亚马逊 (AMZN.US)12 个月滚动预估市净率 216
图表 410：亚马逊 (AMZN.US)历史财务一览 216
图表 411：苹果 (AAPL.US) 12 个月滚动预估市盈率 218
图表 412：苹果 (AAPL.US) 12 个月滚动预估市净率 218
图表 413：苹果 (AAPL.US) 历史财务一览 218
图表 414：新东方(EDU.US)12 个月滚动预估市盈率 220
图表 415：新东方(EDU.US)12 个月滚动预估市净率 220
图表 416：新东方(EDU.US)财务数据一览 220
图表 417：沃尔玛(WMT.US)12 个月滚动预估市盈率 222
图表 418：沃尔玛(WMT.US)12 个月滚动预估市净率 222

图表 419：沃尔玛(WMT.US)财务数据一览 222

图表 420：朝日啤酒(2502.JP)12 个月滚动预估市盈率 224

图表 421：朝日啤酒(2502.JP)12 个月滚动预估市净率 224

图表 422：朝日啤酒(2502.JP)财务数据一览 224

图表 423：SUMCO(3436.JP) 12 个月滚动预估市盈率 226

图表 424：SUMCO(3436.JP) 12 个月滚动预估市净率 226

图表 425：SUMCO(3436.JP) 财务一览 226

图表 426：资生堂(4911.JP)12 个月滚动预估市盈率 228

图表 427：资生堂(4911.JP)12 个月滚动预估市净率 228

图表 428：资生堂(4911.JP)历史财务一览 228

图表 429：日立 HITACHI LTD (6501 JP)12 个月滚动预估市盈率 230

图表 430：日立 HITACHI LTD (6501 JP)12 个月滚动预估市净率 230

图表 431：日立 HITACHI LTD (6501 JP)历史财务一览 230

图表 432：希森美康 (6869.JP) 12 个月滚动预估市盈率 232

图表 433：希森美康 (6869.JP) 12 个月滚动预估市净率 232

图表 434: 希森美康 (6869.JP) 财务一览 232

港股股票池

投资咨询部 Investment Strategy

黄　博	Victor Bo Huang	victor.huang@gtjas.com.hk
吴效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtjas.com.hk
王旻楠	Miranda Wang	miranda.wang@gtjas.com.hk
曾新芫	Xinyuan Zeng	xinyuan.zeng@gtjas.com.hk
赵欣玥	Sherry Zhao	sherry.zhao@gtjas.com.hk
王玟晓	Mary Wang	mary.wang@gtjas.com.hk
李恒钊	Tony Li	tony.li@gtjas.com.hk
施亚莹	Sharon Shi	sharon.shi@gtjas.com.hk

【国泰君安国际】大数据系列 |【国泰君安国际】港股股票池（20200730更新）

投資咨询部

	股票代码	收市价 (LC)	市值 (HKDm)	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	1年股价走势 (%)	每股盈利 19A (HKD)	每股盈利 20F (HKD)	每股盈利 21F (HKD)	每股盈利 22F (HKD)	每股盈利增长 20F (%)	每股盈利增长 21F (%)	每股盈利增长 22F (%)	每股盈利 19-22年 CAGR (%)	PEG 21F (倍)	市盈率 20F (倍)	市盈率 21F (倍)	市盈率 22F (倍)	市净率 20F (倍)	市净率 21F (倍)	市净率 22F (倍)	股息率 20F (%)	股息率 21F (%)	股息率 22F (%)	ROE 20F (%)	贝塔值
中资银行																										
建设银行	939 HK	5.86	1,474,089	7.88	34.44	0.93	1.19	1.20	1.26	1.34	1.08	4.57	6.67	4.08	1.30	4.87	4.65	4.36	0.57	0.53	0.49	6.28	6.58	6.97	12.21	0.89
中信银行	998 HK	3.41	246,875	4.81	41.09	16.83	1.08	1.08	1.15	1.22	0.21	6.02	6.90	4.33	0.63	3.15	2.97	2.79	0.31	0.29	0.26	8.22	8.54	9.19	10.40	0.91
中原银行	1216 HK	1.08	21,681	-	-	44.87	0.18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.45
农业银行	1288 HK	2.81	1,235,560	3.88	37.97	6.77	0.67	0.68	0.70	0.75	0.85	4.15	6.40	3.77	1.18	4.16	4.00	3.75	0.47	0.43	0.40	7.41	7.73	8.16	11.46	0.78
工商银行	1398 HK	4.70	1,907,017	6.31	34.17	7.32	0.98	0.98	1.03	1.08	0.45	4.59	5.66	3.54	1.70	4.79	4.58	4.34	0.56	0.52	0.48	6.32	6.62	6.95	11.92	0.87
邮储银行	1658 HK	4.48	435,402	5.83	30.22	3.42	0.82	0.83	0.92	1.04	1.13	11.14	12.85	8.25	1.11	5.42	4.88	4.32	0.63	0.58	0.53	5.69	6.26	7.07	11.99	0.68
重庆银行	1963 HK	4.04	12,633	4.50	11.39	7.23	1.42	1.56	1.65	1.77	10.01	5.64	7.28	7.63	-	2.55	2.42	2.25	0.33	0.29	0.26	6.85	7.13	7.68	13.59	0.90
民生银行	1988 HK	4.99	261,081	5.84	17.03	1.42	1.38	1.37	1.44	1.54	1.01	5.26	6.66	3.58	0.83	3.64	3.45	3.24	0.40	0.37	0.34	7.86	8.26	8.66	11.23	0.81
浙商银行	2016 HK	3.57	93,273	5.86	64.20	2.83	0.73	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.55
盛京银行	2066 HK	7.14	62,808	-	-	27.50	2.45	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.57
晋商银行	2558 HK	1.47	8,583	-	-	58.29	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.52
交通银行	3328 HK	4.37	361,678	5.68	30.02	18.59	1.13	1.14	1.18	1.25	0.22	3.69	5.68	3.18	0.97	3.84	3.70	3.51	0.39	0.36	0.34	8.03	8.34	8.82	10.37	0.85
渝农商行	3618 HK	3.18	58,928	3.76	18.30	16.62	1.08	0.97	1.02	1.11	9.90	5.25	8.32	0.90	13.52	3.27	3.11	2.87	0.34	0.31	0.29	7.28	7.91	8.60	11.01	1.05
徽商银行	3698 HK	2.56	31,116	2.67	4.30	10.93	0.88	0.90	0.96	1.05	1.20	6.93	9.51	5.82	-	2.86	2.68	2.44	0.32	0.29	0.27	6.75	7.18	7.87	11.73	0.50
青岛银行	3866 HK	4.83	24,122	-	-	21.27	0.45	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.18
招商银行	3968 HK	37.15	971,865	42.04	13.17	3.93	4.18	4.38	4.91	5.67	4.65	12.27	15.51	10.72	0.77	8.47	7.54	6.56	1.29	1.15	1.02	3.89	4.38	4.99	16.03	1.11
中国银行	3988 HK	2.66	1,009,141	3.67	37.82	11.75	0.70	0.69	0.72	0.75	0.64	3.47	4.76	2.50	1.19	3.85	3.72	3.55	0.40	0.37	0.34	8.04	8.37	8.70	10.35	0.83
哈尔滨银行	6138 HK	1.20	13,195	-	-	17.81	0.36	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.78
郑州银行	6196 HK	1.86	23,012	-	-	23.20	1.24	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.76
贵州银行	6199 HK	2.40	35,011	-	-	-	0.33	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.37
光大银行	6818 HK	2.92	205,905	3.87	32.67	12.55	0.77	0.79	0.85	0.94	2.80	7.44	10.56	6.89	2.74	3.68	3.42	3.10	0.40	0.37	0.34	8.12	8.76	9.71	11.33	1.02
简单平均					29.06	12.52	1.10	1.27	1.37	1.50	0.85	6.19	8.21	5.01	0.10	4.20	3.93	3.62	0.49	0.45	0.41	6.98	7.39	7.95	11.82	0.73
市值加权					32.09	6.11	1.31	1.35	1.45	1.60	0.96	5.75	7.62	4.73	1.17	4.89	4.59	4.25	0.59	0.54	0.49	6.60	6.96	7.42	12.04	0.86
中位数					31.45	11.34	0.93	0.98	1.03	1.11	0.85	5.26	6.90	4.08	1.11	3.84	3.70	3.51	0.40	0.37	0.34	7.28	7.73	8.16	11.46	0.78
非中资银行																										
汇丰控股	5 HK	35.75	728,087	41.32	15.58	42.42	5.74	2.20	3.63	4.63	61.72	65.03	27.69	6.91	0.43	16.24	9.86	7.71	0.54	0.53	0.53	2.75	7.67	9.11	2.86	0.92
恒生银行	11 HK	123.90	236,877	129.47	4.50	31.52	12.55	10.29	10.43	10.91	18.05	1.36	4.58	4.58	99.00	12.04	11.88	11.36	1.34	1.30	1.27	5.47	5.83	5.82	11.73	0.91
东亚银行	23 HK	17.20	50,134	16.56	3.72	21.40	0.70	1.20	1.38	1.69	70.79	14.63	22.77	33.95	0.60	14.30	12.47	10.16	0.48	0.47	0.48	3.42	3.95	4.63	3.52	1.02
大新银行集团	2356 HK	6.97	9,798	8.38	20.16	46.16	1.59	1.07	1.32	1.40	32.70	23.18	6.37	4.11	-	6.51	5.29	4.97	0.34	0.32	0.32	4.56	5.71	5.95	6.59	1.01
中银香港	2388 HK	21.85	231,015	28.17	28.94	23.65	3.04	2.68	2.77	2.96	12.12	3.51	7.01	0.89	8.09	8.17	7.89	7.37	0.78	0.74	0.71	6.38	6.61	7.02	9.94	1.04
渣打集团	2888 HK	42.60	134,453	49.19	15.47	34.47	5.93	2.66	4.48	6.30	55.20	68.65	40.68	2.05	1.23	16.03	9.51	6.76	0.40	0.38	0.37	2.09	4.31	6.08	2.14	1.21
简单平均					13.49	33.27	4.93	3.35	4.00	4.65	18.17	29.39	18.18	3.25	17.73	12.21	9.48	8.06	0.65	0.62	0.61	4.11	5.68	6.43	6.13	1.02
市值加权					15.24	35.94	6.26	3.66	4.63	5.46	40.43	42.20	21.25	3.15	15.26	14.03	9.90	8.26	0.70	0.68	0.66	3.79	6.71	7.72	5.53	0.97
中位数					15.53	33.00	4.39	2.43	3.20	3.80	25.38	18.90	14.89	2.50	0.60	13.17	9.68	7.54	0.51	0.50	0.50	3.99	5.77	6.02	5.06	1.01
金融机构																										
新鸿基公司	86 HK	2.96	5,892	7.90	166.89	11.54	0.99	1.05	1.13	1.20	6.32	7.62	6.19	6.71	-	2.82	2.62	2.47	0.32	0.29	0.27	8.78	8.78	8.78	9.60	0.85
中国光大控股	165 HK	12.62	21,268	17.00	34.71	25.91	1.33	1.37	1.58	1.78	3.24	15.55	12.13	10.18	-	9.21	7.97	7.11	0.48	0.44	0.44	3.84	4.48	4.99	5.42	1.26
香港交易所	388 HK	367.40	465,803	351.94	4.21	41.71	7.49	8.35	9.56	10.63	11.51	14.44	11.26	12.39	2.36	43.99	38.44	34.55	9.85	9.34	8.80	2.05	2.34	2.59	23.01	1.03
海通国际	665 HK	2.03	12,253	2.45	20.44	8.23	0.27	0.26	0.31	0.37	5.03	22.75	19.49	11.68	6.12	7.96	6.49	5.43	0.42	0.40	0.38	6.21	7.73	9.36	5.75	1.42
惠理集团	806 HK	3.92	7,272	3.80	3.06	12.21	0.28	0.28	0.42	0.48	2.17	49.47	13.48	20.11	-	13.85	9.27	8.17	1.64	1.49	1.36	3.90	5.79	6.63	12.12	1.36
中国信达	1359 HK	1.48	56,484	2.22	50.00	7.79	0.33	0.39	0.42	0.43	16.86	9.02	2.36	9.26	3.92	3.81	3.49	3.37	0.34	0.32	0.29	8.08	9.06	9.21	8.42	1.15
中原证券	1375 HK	1.61	18,893	5.51	241.99	2.84	0.01	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.21
国联证券	1456 HK	3.43	6,525	-	-	41.15	0.31	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.01
国银租赁	1606 HK	1.00	12,642	1.30	30.00	30.36	0.21	0.22	0.27	0.29	4.12	23.26	10.57	12.37	-	4.63	3.76	3.41	0.42	0.40	0.37	7.97	10.41	11.08	11.20	0.74
广发证券	1776 HK	9.25	118,281	11.23	21.36	9.55	1.12	1.19	1.29	1.45	6.13	8.22	12.40	8.89	3.29	7.74	7.15	6.39	0.65	0.61	0.56	4.48	5.03	5.51	8.80	1.37
国泰君安国际	1788 HK	1.09	10,480	1.30	18.99	10.14	0.12	0.12	0.14	0.15	3.42	14.05	7.25	8.15	2.75	9.01	7.90	7.36	0.69	0.66	0.65	5.78	6.79	7.16	8.28	1.25
海通恒信	1905 HK	1.26	10,376	1.12	11.11	16.39	0.18	0.17	0.18	0.19	8.55	6.63	6.78	1.36	-	7.58	7.11	6.69	0.63	0.59	0.55	3.16	3.43	3.69	8.31	0.33
华兴资本控股	1911 HK	16.78	8,975	18.54	10.49	7.83	0.53	4.03	5.58	7.02	655.83	38.47	25.69	136.06	-	4.17	3.01	2.39	0.20	0.19	0.17	0.00	0.00	0.00	5.47	0.89
国泰君安	2611 HK	13.10	175,323	14.73	12.41	8.01	1.02	1.20	1.38	1.55	17.43	15.10	12.61	15.03	-	10.89	9.47	8.43	0.81	0.77	0.72	3.44	3.90	4.38	7.16	1.24
中国华融	2799 HK	0.91	35,554	0.74	18.68	31.11	0.05	0.16	0.23	0.22	254.79	40.99	5.29	67.96	-	5.55	3.95	4.17	0.25	0.24	0.23	3.65	5.48	7.30	4.48	1.28
交银国际	3329 HK	1.02	2,789	-	-	14.29	0.18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.98
远东宏信	3360 HK	6.40	25,367	9.75	52.27	9.26	1.32	1.27	1.43	1.53	4.07	12.75	6.84	4.94	-	5.04	4.47	4.19	0.69	0.63	0.58	5.43	6.20	6.75	13.58	0.93
中金公司	3908 HK	18.54	80,995	20.65	11.40	22.46	1.12	1.33	1.53	1.81	17.94	15.69	17.99	17.20	0.70	13.95	12.05	10.26	1.37	1.26	1.16	1.71	1.92	2.16	10.34	1.36
东方证券	3958 HK	5.20	82,331	5.56	6.92	11.95	0.40	0.48	0.52	0.52	20.13	9.22	0.00	9.48	-	10.87	9.95	9.95	0.58	0.55	0.55	3.58	3.73	3.94	5.70	1.16
中信证券	6030 HK	18.44	393,126	22.23	20.57	24.71	1.15	1.39	1.59	1.80	21.66	13.70	13.25	16.14	-	13.19	11.60	10.30	1.15	1.08	1.02	3.38	3.80	4.40	9.15	1.37
中信建投	6066 HK	11.72	367,340	13.37	14.04	110.41	0.76	1.00	1.07	1.20	31.56	6.80	12.73	16.57	72.95	11.68	10.94	9.71	1.29	1.18	1.12	2.64	2.75	3.33	12.37	1.60
招商证券	6099 HK	9.88	151,188	10.35	4.77	13.32	1.05	1.20	1.37	1.55	14.33	14.48	13.38	14.06	-	8.25	7.20	6.38	0.80	0.75	0.70	4.62	5.22	5.78	9.08	1.14
光大证券	6178 HK	8.92	109,870	8.50	4.71	47.24	0.14	0.82	0.82	0.75	484.07	0.61	8.17	75.40	-	10.91	10.84	11.84	0.73	0.70	0.70	2.52	2.32	2.55	6.47	1.24
申万宏源	6806 HK	2.47	151,207	2.85	15.30	2.10	0.27	0.34	0.35	0.37	24.14	3.25	4.87	10.36	-	7.31	7.08	6.76	0.57	0.54	0.51	4.26	4.71	4.71	7.80	1.12
海通证券	6837 HK	7.32	151,962	9.64	31.75	9.18	0.94	0.95	1.08	1.19	1.32	13.52	10.16	8.21	-	7.66	6.74	6.15	0.55	0.52	0.49	3.95	4.46	4.84	7.61	1.39
中国银河	6881 HK	4.80	112,107	6.70	39.60	15.41	0.59	0.65	0.67	0.73	10.86	2.45	8.81	7.31	-	7.35	7.17	6.60	0.58	0.55	0.52	4.04	4.06	4.38	8.11	1.39
华泰证券	6886 HK	14.00	195,202	17.92	27.99	11.32	1.18	1.38	1.51	1.68	16.80	9.58	11.46	12.57	-	10.13	9.25	8.33	0.88	0.82	0.77	3.36	3.59	4.09	8.72	1.39
简单平均					31.60	8.35	0.86	1.23	1.43	1.62	66.96	15.32	9.43	21.35	9.50	9.90	8.66	7.93	1.08	1.01	0.95	4.20	4.83	5.32	9.04	1.16
市值加权					16.29	29.60	1.94	2.27	2.57	2.86	40.53	11.36	10.20	16.53	25.21	15.77	14.05	12.72	2.39	2.26	2.12	3.37	3.73	4.16	11.29	1.28
中位数					18.99	7.83	0.53	0.98	1.08	1.20	12.92	13.61	10.91	12.03	0.70	8.11	7.19	6.72	0.64	0.60	0.56	3.87	4.47	4.78	8.36	1.24
保险																										
宏利金融－S	945 HK	107.20	207,911	126.18	17.70	21.35	17.54	14.28	17.29	18.85	18.56	21.02	9.05	2.43	3.44	7.49	6.19	5.67	0.69	0.64	0.57	6.07	6.15	6.38	9.33	0.89
中国太平	966 HK	13.94	50,101	19.30	38.44	36.02	2.41	2.32	2.63	2.95	3.85	13.51	12.36	7.04	-	6.02	5.30	4.72	0.60	0.54	0.48	2.20	2.79	3.21	10.35	1.42
友邦保险	1299 HK	72.60	877,813	85.44	17.68	10.46	4.31	3.41	4.58	5.12	20.78	34.24	11.80	5.94	2.24	21.29	15.85	14.17	1.80	1.65	1.54	1.83	2.07	2.39	8.92	1.17
新华保险	1336 HK	30.65	155,526	35.04	14.31	18.75	5.30	4.69	5.19	5.91	11.47	10.72	13.86	3.73	1.02	6.54	5.90	5.19	0.92	0.82	0.73	4.38	4.89	5.55	14.54	1.32
中国人保	1339 HK	2.55	307,302	3.50	37.10	19.46	0.57	0.49	0.54	0.61	13.09	8.72	13.06	2.23	1.58	5.16	4.75	4.20	0.51	0.47	0.43	4.69	5.30	6.17	10.22	1.13
中国再保险	1508 HK	0.86	36,247	1.11	29.30	32.97	0.17	0.15	0.18	0.20	14.64	22.07	10.17	4.70	-	5.93	4.85	4.39	0.36	0.35	0.33	5.80	7.21	8.11	6.32	1.04
中国平安	2318 HK	83.30	1,547,862	103.37	24.09	10.04	12.76	8.39	9.74	11.14	34.28	16.13	14.35	4.43	1.09	9.94	8.56	7.48	1.80	1.56	1.35	2.97	3.44	3.99	18.75	1.02
中国财险	2328 HK	6.28	139,685	9.54	51.93	30.04	1.24	1.11	1.19	1.28	10.64	7.41	7.82	1.15	0.63	5.67	5.28	4.90	0.69	0.63	0.58	7.41	8.06	8.70	12.59	0.98
保诚	2378 HK	115.40	301,062	137.71	19.34	21.70	13.71	11.18	13.52	14.69	18.46	20.96	8.60	2.32	0.81	10.31	8.52	7.84	1.95	1.95	1.74	2.71	2.81	3.00	13.11	1.39
中国太保	2601 HK	23.05	291,342	32.27	40.00	28.81	3.47	3.12	3.46	3.86	10.10	10.70	11.69	3.59	0.75	7.36	6.65	5.96	0.97	0.89	0.77	6.24	6.84	7.92	13.73	1.26
中国人寿	2628 HK	18.38	989,001	22.64	23.17	6.38	2.33	1.88	2.12	2.51	19.33	12.95	18.50	2.59	0.30	9.77	8.65	7.30	1.09	1.00	0.92	3.66	4.06	4.85	11.26	1.29
众安在线	6060 HK	44.85	65,921	39.76	11.36	140.10	0.35	0.10	0.45	0.82	转盈	361.86	83.26	NM	-	460.14	100.23	54.65	3.96	3.82	3.63	0.00	0.00	0.02	1.12	1.56
简单平均					25.14	7.99	5.29	4.26	5.07	5.66	15.93	45.02	17.88	2.84	0.55	46.30	15.06	10.54	1.28	1.19	1.09	4.00	4.47	5.02	10.85	1.21
市值加权					24.14	11.52	7.22	5.28	6.27	7.08	22.29	22.61	14.59	1.03	0.92	17.06	10.40	8.71	1.44	1.30	1.17	3.46	3.86	4.44	13.25	1.16
中位数					23.63	20.40	2.94	2.72	3.04	3.41	14.64	14.82	12.08	2.59	0.81	7.43	6.42	5.82	0.95	0.85	0.75	4.02	4.48	5.20	10.80	1.21
中资地产																										
中国海外宏洋集团	81 HK	4.68	16,021	6.16	31.67	21.68	0.97	1.27	1.51	1.73	30.52	18.90	14.57	21.15	0.15	3.69	3.10	2.71	0.67	0.57	0.51	6.39	7.67	8.25	19.69	1.33
保利置业集团	119 HK	2.42	8,861	3.50	44.63	10.04	0.95	0.79	0.97	0.97	16.70	22.78	0.00	0.75	-	3.06	2.49	2.49	0.26	0.24	0.22	6.61	7.85	7.85	-	1.21
越秀地产	123 HK	1.41	21,830	2.12	50.43	15.47	0.28	0.30	0.35	0.38	8.89	17.00	7.98	11.22	-	4.71	4.03	3.73	0.45	0.42	0.40	8.33	9.82	10.60	9.71	0.98
大悦城地产	207 HK	0.57	8,112	0.70	22.81	34.78	0.09	0.07	0.08	0.10	21.43	16.67	21.43	3.64	0.46	7.92	6.77	5.59	0.23	0.22	0.22	5.44	6.41	6.80	3.67	0.98
瑞安房地产	272 HK	1.16	9,352	-	-	26.95	0.23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.08
绿地香港	337 HK	2.51	7,008	-	-	7.62	1.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.14
ＳＯＨＯ中国	410 HK	2.91	15,131	3.34	14.60	13.23	0.29	0.09	0.11	0.13	67.44	22.58	15.79	22.68	18.78	30.91	25.26	21.89	0.37	0.37	0.37	1.10	1.37	0.95	1.18	0.77
深圳控股	604 HK	2.45	21,642	2.55	4.08	6.95	0.45	0.41	0.42	0.43	7.07	1.45	3.33	0.87	-	5.92	5.83	5.65	0.47	0.45	0.42	7.27	7.27	7.35	8.34	1.08
中国海外发展	688 HK	23.40	256,365	31.37	34.04	11.66	4.29	3.99	4.61	5.19	7.11	15.55	12.74	6.56	0.41	5.87	5.08	4.51	0.76	0.68	0.62	4.82	5.54	6.23	13.45	1.07
合生创展集团	754 HK	9.57	21,299	-	-	22.11	1.45	1.66	1.94	-	14.44	16.87	-	-	-	5.77	4.93	-	-	-	-	5.22	6.06	-	-	1.04
世茂集团	813 HK	32.60	115,329	38.34	17.62	54.47	3.76	4.14	4.98	5.88	10.11	20.45	18.00	16.11	0.38	7.88	6.54	5.55	1.29	1.12	0.97	5.07	6.10	7.10	17.47	1.17
中国金茂	817 HK	5.23	64,774	6.87	31.26	4.94	0.46	0.70	0.86	1.07	52.69	23.43	23.50	32.52	0.35	7.47	6.06	4.89	1.20	1.04	0.90	5.34	6.67	8.22	17.42	1.28
建业地产	832 HK	3.74	10,456	5.87	57.01	12.45	0.54	1.03	1.37	1.51	90.58	33.66	10.15	41.04	0.27	3.64	2.72	2.48	0.80	0.66	0.61	9.33	11.25	14.07	20.58	0.98
恒盛地产	845 HK	0.30	2,338	-	-	14.29	0.24	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.78
旭辉控股集团	884 HK	6.69	54,422	8.10	21.00	36.95	0.81	1.16	1.40	1.69	42.60	20.87	20.70	27.66	0.38	5.77	4.78	3.96	1.31	1.09	0.90	6.19	7.47	9.04	22.53	1.44
龙湖集团	960 HK	37.95	227,594	42.43	11.80	32.94	3.01	3.56	4.22	4.73	18.09	18.64	12.16	16.26	0.56	10.64	8.97	8.00	1.92	1.68	1.50	4.14	4.94	5.51	18.73	1.04
新城发展	1030 HK	7.29	45,271	9.82	34.73	11.95	1.30	1.58	1.81	2.03	21.18	14.56	11.93	15.83	0.29	4.60	4.02	3.59	1.18	0.96	0.80	6.59	7.66	8.65	30.79	1.38
当代置业	1107 HK	0.98	2,739	-	-	8.75	0.17	0.32	0.35	0.40	89.58	10.38	12.54	33.04	-	3.05	2.76	2.46	0.25	0.22	0.20	7.91	9.04	10.17	12.25	0.96
华润置地	1109 HK	32.60	232,469	41.88	28.47	1.56	4.67	3.84	4.43	4.76	17.84	15.45	7.54	0.66	0.50	8.50	7.36	6.84	1.10	0.99	0.91	4.11	4.74	5.03	13.30	1.06
中渝置地	1224 HK	1.73	6,716	-	-	2.81	0.01	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.51
宝龙地产	1238 HK	4.66	19,304	6.80	46.01	2.40	0.48	1.06	1.33	1.69	122.14	25.95	27.07	52.62	-	4.42	3.51	2.76	0.50	0.46	0.42	9.82	11.96	14.76	12.59	1.10
毅德国际	1396 HK	0.44	1,974	-	-	0.00	0.02	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.64
福寿园	1448 HK	7.38	16,909	9.50	28.73	8.48	0.29	0.32	0.38	0.43	9.25	19.00	13.09	13.71	-	22.98	19.31	17.08	3.33	3.00	2.67	1.34	1.56	1.70	15.10	0.85
招商局商业房托	1503 HK	2.64	2,977	3.70	40.15	-	-	0.23	0.25	0.26	-	9.61	4.38	-	-	11.35	10.36	9.93	-	-	-	8.81	9.65	10.07	-	0.98
禹洲集团	1628 HK	3.45	18,040	4.81	39.54	3.82	0.47	0.96	1.14	1.30	105.23	17.74	14.36	40.33	-	3.57	3.03	2.65	0.

【国泰君安国际】大数据系列 |【国泰君安国际】港股股票池（20200730更新）

投資客询部

	股票代码	收市价 (LC)	市值 (HKDm)	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	1年股价走势 (%)	每股盈利 19A (HKD)	每股盈利 20F (HKD)	每股盈利 21F (HKD)	每股盈利 22F (HKD)	每股盈利增长 20F (%)	每股盈利增长 21F (%)	每股盈利增长 22F (%)	每股盈利 19-22年 CAGR (%)	PEG 21F (倍)	市盈率 20F (倍)	市盈率 21F (倍)	市盈率 22F (倍)	市净率 20F (倍)	市净率 21F (倍)	市净率 22F (倍)	股息率 20F (%)	股息率 21F (%)	股息率 22F (%)	ROE 20F (%)	贝塔值
万 科	2202 HK	24.80	338,953	31.20	25.79	14.58	3.87	4.27	4.77	5.17	10.29	11.63	8.45	10.12	0.59	5.79	5.19	4.78	1.14	0.98	0.88	5.22	5.97	6.04	20.28	1.14
佳源国际控股	2768 HK	3.42	13,489	-	-	2.73	0.52	0.72	0.91	-	38.26	25.80	-	-	-	4.68	3.72	-	0.81	0.66	-	4.21	5.18	-	20.70	0.54
中梁控股	2772 HK	5.35	19,163	8.18	52.80	4.68	1.34	1.47	1.85	2.15	10.22	25.34	16.69	17.25	-	3.60	2.87	2.46	1.32	0.93	0.70	10.66	13.15	15.53	28.35	1.00
富力地产	2777 HK	9.01	31,493	14.76	63.85	27.98	3.40	3.32	3.91	4.52	2.45	17.96	15.43	9.93	0.69	2.71	2.30	1.99	0.34	0.31	0.28	15.33	17.12	19.77	13.06	1.25
首创置业	2868 HK	1.51	6,588	-	-	34.66	0.49	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.14
融信中国	3301 HK	6.90	11,744	11.86	71.93	26.85	2.12	2.61	3.13	3.61	22.79	20.04	15.48	19.40	-	2.65	2.21	1.91	0.55	0.47	0.40	10.51	12.33	13.85	18.00	1.28
中国恒大	3333 HK	21.45	280,032	17.60	17.95	12.49	1.48	2.77	3.12	3.31	87.38	12.75	5.99	30.83	0.26	7.77	6.89	6.48	1.50	1.34	1.20	5.63	6.69	7.05	20.60	1.46
远洋集团	3377 HK	1.89	14,394	2.00	5.61	37.69	0.29	0.38	0.44	0.49	31.44	16.36	10.88	19.25	0.81	4.99	4.29	3.87	0.25	0.24	0.23	8.67	10.14	11.90	5.22	1.25
龙光集团	3380 HK	13.46	74,293	16.98	26.18	18.94	2.07	2.47	2.96	3.53	19.43	19.65	19.40	19.49	-	5.44	4.55	3.81	1.60	1.29	1.05	7.18	8.67	10.32	30.69	1.36
雅居乐集团	3383 HK	9.76	38,230	10.98	12.52	5.15	1.97	2.25	2.49	2.66	14.04	10.76	6.66	10.45	0.46	4.34	3.92	3.67	0.71	0.65	0.60	10.59	11.55	12.65	14.80	1.26
中国奥园	3883 HK	9.64	26,056	13.43	39.26	0.90	1.72	2.58	3.29	3.93	49.89	27.80	19.26	31.70	0.15	3.73	2.92	2.45	1.22	0.95	0.76	9.74	12.43	14.75	35.48	1.40
绿城中国	3900 HK	8.92	22,246	7.82	12.33	54.70	1.21	1.24	1.35	1.51	2.52	8.63	12.03	7.65	0.46	7.20	6.63	5.92	0.62	0.59	0.55	3.79	4.06	4.62	7.86	1.23
正荣地产	6158 HK	4.87	21,271	5.86	20.29	5.92	0.66	0.79	1.00	1.20	20.09	25.94	19.90	21.95	0.36	6.13	4.87	4.06	1.03	0.92	0.80	2.66	3.82	5.23	13.78	0.80
简单平均					29.99	3.35	1.31	1.75	2.07	2.47	27.98	18.86	14.13	18.07	0.55	6.47	5.47	4.98	0.92	0.79	0.71	6.70	7.87	9.18	17.39	1.10
市值加权					22.98	6.44	2.82	3.21	3.74	4.26	21.39	16.44	12.50	15.63	0.31	6.68	5.74	5.16	1.18	1.02	0.90	5.68	6.63	7.43	19.50	1.20
中位数					29.99	1.91	0.66	1.20	1.38	1.69	19.43	18.95	14.36	16.76	0.38	5.01	4.16	3.73	0.81	0.67	0.65	6.48	7.48	8.25	17.47	1.14
物业管理																										
新城悦服务	1755 HK	22.95	18,775	27.46	19.63	243.67	0.39	0.57	0.85	1.19	48.04	47.99	41.18	45.70	1.00	40.23	27.19	19.26	14.12	10.57	7.63	1.28	1.94	2.77	37.01	1.15
彩生活	1778 HK	3.95	5,747	4.65	17.72	27.08	0.41	0.43	0.47	0.51	2.87	9.39	9.87	7.33	0.50	9.29	8.49	7.72	1.17	1.03	0.96	2.89	3.11	3.45	13.42	1.26
中海物业	2669 HK	8.21	26,985	9.18	11.85	103.98	0.16	0.21	0.27	0.34	28.36	28.57	25.93	27.61	1.36	39.10	30.41	24.15	13.24	9.99	7.69	0.76	0.97	1.21	36.72	1.06
绿城服务	2869 HK	10.86	34,936	11.18	2.90	59.78	0.19	0.24	0.31	0.40	24.35	30.13	27.65	27.35	2.35	45.39	35.02	27.39	6.70	5.94	5.19	0.84	1.16	1.51	16.54	1.03
雅生活服务	3319 HK	44.80	59,733	50.26	12.18	188.51	1.04	1.43	1.87	2.36	37.40	30.61	25.89	31.22	0.81	31.23	23.92	19.04	7.31	6.28	5.22	1.31	1.68	2.07	25.15	1.18
奥园健康	3662 HK	8.29	6,021	11.10	33.84	74.60	0.28	0.37	0.52	0.65	29.27	40.87	26.11	31.94	-	22.61	16.06	12.73	5.40	4.39	3.64	1.79	2.55	3.23	26.80	1.32
保利物业	6049 HK	84.20	46,591	88.93	5.62	-	1.38	1.48	2.02	2.74	6.81	36.88	35.76	25.67	1.42	57.16	41.75	30.75	7.28	6.46	5.63	0.54	0.74	0.99	13.23	1.01
碧桂园服务	6098 HK	46.50	128,311	44.83	3.59	143.30	0.71	0.92	1.20	1.60	29.14	30.47	33.44	31.00	1.37	50.64	38.84	29.09	15.75	11.99	9.07	0.48	0.66	0.86	33.76	0.99
宝龙商业	9909 HK	20.00	12,430	24.85	24.24	-	0.50	0.52	0.75	1.01	3.75	44.98	35.02	26.64	0.65	38.58	26.63	19.73	5.99	5.22	4.44	1.16	1.97	2.63	15.72	0.90
时代邻里	9928 HK	12.02	11,848	14.79	23.05	-	0.19	0.27	0.47	0.69	45.31	72.96	46.68	54.48	0.40	44.66	25.78	17.56	7.40	6.10	4.83	0.65	1.11	1.62	19.53	1.26
简单平均					14.74	112.39	0.53	0.64	0.87	1.15	25.53	37.29	30.75	30.89	1.09	37.89	27.41	20.74	8.44	6.80	5.43	1.17	1.59	2.03	23.79	1.12
市值加权					6.26	140.50	0.71	0.89	1.18	1.56	27.28	33.88	31.72	30.76	1.28	44.46	33.28	25.18	10.97	8.71	6.86	0.82	1.12	1.45	26.69	1.06
中位数					14.95	103.98	0.40	0.47	0.63	0.85	28.75	33.75	30.55	29.31	1.00	39.66	26.91	19.50	7.29	6.19	5.20	1.00	1.42	1.85	22.34	1.11
香港地产																										
九龙仓集团	4 HK	13.10	39,947	18.78	43.35	32.04	0.89	1.84	1.98	2.06	106.67	7.90	3.84	32.29	1.54	7.14	6.61	6.37	0.27	0.26	0.25	3.83	4.20	4.48	3.63	1.12
恒隆集团	10 HK	18.34	24,972	-	-	4.54	2.30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.03
恒基地产	12 HK	28.95	140,158	36.51	26.13	25.50	3.02	3.16	2.95	3.39	4.47	6.53	15.06	3.96	7.89	9.18	9.82	8.53	0.43	0.43	0.42	6.30	6.44	6.35	4.76	0.98
希慎兴业	14 HK	20.85	21,724	28.20	35.24	43.06	2.47	2.26	2.30	2.54	8.42	1.46	10.68	0.94	-	9.22	9.08	8.21	0.28	0.27	0.27	6.91	6.93	6.99	3.05	0.95
新鸿基地产	16 HK	92.45	267,900	134.06	45.01	24.50	10.89	11.01	11.74	-	1.15	6.58	-	-	25.01	8.40	7.88	-	0.45	0.44	-	5.50	5.71	-	5.46	1.01
会德丰	20 HK	61.30	125,840	59.50	2.94	24.56	6.04	6.68	7.72	7.62	10.61	15.54	1.24	8.07	-	9.18	7.94	8.04	0.45	0.44	0.42	2.81	2.94	2.89	4.63	0.93
鹰君	41 HK	17.58	12,656	-	-	42.02	0.48	3.97	4.03	-	转盈	1.51	-	NM	-	4.43	4.36	-	-	-	-	5.69	5.69	-	4.00	0.81
信和置业	83 HK	9.27	65,309	12.60	35.92	24.02	0.85	1.05	1.34	-	23.42	26.76	-	-	0.57	8.80	6.94	-	0.42	0.41	-	6.24	6.47	-	4.86	0.97
恒隆地产	101 HK	19.18	86,266	22.38	16.69	7.82	0.99	1.03	1.12	1.25	4.44	8.61	11.67	8.20	0.21	18.55	17.08	15.30	0.61	0.60	0.59	4.03	4.16	4.21	3.34	0.93
嘉华国际	173 HK	3.28	10,253	-	-	17.77	1.01	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.25	6.40	-	7.50	1.11
嘉里建设	683 HK	18.26	26,596	23.88	30.75	35.41	3.71	2.85	3.14	3.55	23.28	10.51	12.91	1.44	82.97	6.42	5.81	5.14	0.26	0.25	0.24	7.39	7.43	7.46	3.83	1.00
长实集团	1113 HK	42.70	157,708	59.62	39.63	27.03	7.78	5.43	6.31	6.33	30.26	16.22	0.44	6.62	-	7.87	6.77	6.74	0.44	0.42	0.41	4.97	5.12	5.26	5.53	1.05
美联集团	1200 HK	0.74	531	1.01	36.49	44.36	0.02	0.08	0.11	0.17	-	转盈	61.90	NM	-	-	7.05	4.35	0.42	0.40	0.37	0.00	2.30	7.30	4.95	0.75
太古地产	1972 HK	17.42	101,907	25.71	47.60	37.12	1.30	1.22	1.32	1.40	5.92	7.52	6.62	2.55	3.51	14.24	13.25	12.43	0.35	0.35	0.35	5.11	5.22	5.34	2.49	0.94
九龙仓置业	1997 HK	28.10	85,318	38.43	36.78	40.16	3.22	2.69	2.82	2.93	16.34	4.65	4.09	3.05	15.60	10.45	9.98	9.59	0.39	0.38	0.38	6.15	6.43	6.75	3.75	1.06
简单平均					32.55	24.34	2.93	3.32	3.60	3.13	6.05	8.39	12.60	4.99	4.65	9.49	8.66	8.47	0.40	0.39	0.37	5.08	5.39	5.70	3.71	0.98
市值加权					32.80	20.07	5.25	5.17	5.61	4.03	0.77	8.53	6.13	3.14	8.09	9.87	9.15	9.22	0.43	0.42	0.40	5.19	5.36	5.21	4.56	1.00
中位数					36.20	27.03	2.30	2.69	2.82	2.74	1.15	7.71	8.65	2.55	0.66	8.99	7.88	8.13	0.42	0.40	0.38	5.60	5.70	5.85	3.92	0.98
地产信托基金#																										
越秀房产信托基金	405 HK	3.47	11,173	4.60	32.56	31.92	0.27	0.27	0.27	0.27	2.57	2.50	1.22	0.45	0.73	13.05	12.74	12.89	0.71	0.73	0.74	7.66	7.85	7.76	3.36	0.75
阳光房地产基金	435 HK	3.60	5,981	4.78	32.78	34.55	0.26	0.27	0.28	-	4.21	2.75	-	-	-	13.21	12.86	-	0.38	0.37	-	7.57	7.78	-	2.55	0.84
置富产业信托	778 HK	6.71	13,086	8.02	19.52	31.26	0.51	0.47	0.48	0.49	8.74	3.42	1.86	1.30	19.97	14.34	13.86	13.61	0.42	0.42	0.42	6.97	7.21	7.35	2.60	0.74
泓富产业信托	808 HK	2.31	3,494	2.93	26.84	24.58	0.18	0.18	0.18	0.20	1.53	0.00	11.11	3.04	-	12.83	12.83	11.55	0.42	0.42	0.40	7.79	7.79	8.66	2.30	0.79
领展房产基金	823 HK	59.25	121,930	77.65	31.06	33.21	2.75	2.91	3.03	3.13	5.84	4.20	3.00	4.34	3.50	20.34	19.52	18.96	0.76	0.75	0.75	4.92	5.12	5.28	0.29	0.75
朗廷－ＳＳ	1270 HK	0.94	2,017	1.13	20.21	64.67	0.12	0.06	0.05	0.06	52.07	8.62	9.43	21.74	-	16.21	17.74	16.21	0.20	0.20	0.20	6.17	5.64	6.17	0.22	1.21
招商局商业房托	1503 HK	2.64	2,977	3.70	40.15	-	-	0.23	0.25	0.26	-	9.61	4.38	-	-	11.35	10.36	9.93	-	-	-	8.81	9.65	10.07	-	0.98
冠君产业信托	2778 HK	4.00	23,555	4.66	16.55	28.07	0.27	0.25	0.25	0.25	5.48	0.79	0.40	1.99	5.24	15.87	16.00	15.94	0.37	0.38	0.37	6.30	6.25	6.28	2.20	0.75
金茂酒店－ＳＳ	6139 HK	4.63	9,260	-	-	13.84	0.33	0.23	0.29	0.32	29.96	26.09	10.34	0.86	-	20.13	15.97	14.47	2.02	1.77	1.87	4.97	6.26	6.91	3.09	1.14
汇贤产业信托	87001 HK	1.88	12,397	-	-	40.18	0.25	0.18	0.18	0.18	27.12	0.00	0.00	10.01	-	10.44	10.44	10.44	0.43	0.43	0.44	9.57	9.57	9.57	3.78	0.69
简单平均					27.46	30.51	0.55	0.50	0.53	0.57	13.05	3.91	4.37	3.62	2.62	14.78	14.23	13.78	0.63	0.61	0.65	7.07	7.31	7.56	2.22	0.87
市值加权					28.48	30.90	1.77	1.83	1.91	2.02	1.28	4.06	2.76	1.50	1.75	17.94	17.23	16.88	0.70	0.69	0.70	5.83	6.04	6.15	1.27	0.78
中位数					28.95	31.92	0.27	0.24	0.26	0.26	5.48	2.63	3.00	1.08	2.12	13.77	13.36	13.61	0.42	0.42	0.43	7.27	7.50	7.35	2.55	0.77
食品餐饮																										
卜蜂国际	43 HK	0.73	17,572	0.90	23.29	15.51	0.11	0.16	0.08	-	44.93	49.68	-	-	-	4.71	9.42	-	1.18	1.05	-	10.62	0.00	-	25.00	0.63
中国旺旺	151 HK	5.97	74,119	6.84	14.64	0.18	0.33	0.33	0.36	0.38	1.96	9.22	5.01	5.36	2.44	17.67	16.35	15.61	4.23	4.06	4.02	4.14	5.48	5.77	24.87	0.96
青岛啤酒	168 HK	68.55	110,919	62.01	9.53	48.09	1.56	1.60	1.99	2.33	3.06	24.39	16.70	14.37	2.32	42.80	34.40	29.46	4.02	3.73	3.43	0.90	1.06	1.31	8.77	1.06
统一企业中国	220 HK	8.33	35,980	8.97	7.65	8.24	0.36	0.38	0.41	0.44	5.08	8.75	8.29	7.36	1.88	22.12	20.33	18.76	2.36	2.34	2.30	4.41	4.81	5.27	10.84	0.69
万洲国际	288 HK	6.85	100,898	10.33	50.82	10.22	0.78	0.80	0.83	0.88	2.13	4.27	5.66	4.01	2.96	8.58	8.26	7.82	1.36	1.23	1.15	4.64	4.98	5.20	16.39	1.16
华润啤酒	291 HK	53.60	173,888	50.69	5.43	41.68	0.41	0.83	1.23	1.53	102.55	48.67	23.91	55.10	1.62	64.61	43.44	35.07	7.35	6.65	5.97	0.62	0.97	1.19	12.09	0.91
康师傅控股	322 HK	14.02	78,848	16.07	14.63	19.96	0.53	0.62	0.67	0.72	15.23	8.94	7.76	10.60	3.32	22.81	20.92	19.41	3.61	3.49	3.28	3.94	4.18	4.47	15.61	0.79
华宝国际	336 HK	8.49	26,386	3.90	54.06	169.95	0.41	0.40	0.42	0.45	2.01	5.00	7.14	3.30	-	21.23	20.21	18.87	1.66	1.57	1.48	2.24	2.36	2.47	-	1.10
大家乐集团	341 HK	15.00	8,786	19.22	28.13	40.00	0.82	0.62	0.89	0.99	23.85	42.51	11.86	6.68	-	24.15	16.95	15.15	2.97	2.74	2.65	3.24	4.36	4.18	11.95	0.87
VITASOY INT'L	345 HK	30.50	32,468	29.45	3.45	18.17	0.61	0.57	0.70	0.83	8.06	23.14	18.97	10.44	-	53.98	43.84	36.85	9.73	8.74	7.92	1.20	1.48	1.67	18.24	0.61
中国食品	506 HK	2.75	7,692	3.73	35.64	16.72	0.15	0.18	0.22	0.25	22.09	21.79	15.60	19.79	-	15.33	12.60	10.89	1.43	1.33	1.24	2.09	2.62	3.75	9.37	0.83
呷哺呷哺	520 HK	7.92	8,566	9.26	16.97	26.58	0.36	0.13	0.54	0.65	62.32	305.22	19.89	22.32	0.42	59.10	14.53	12.16	2.98	2.52	2.12	1.20	3.33	4.22	4.97	1.17
味千（中国）	538 HK	1.22	1,332	-	-	61.55	0.13	0.20	-	-	57.20	-	-	-	-	6.12	-	-	-	-	-	-	-	-	4.85	0.90
阜丰集团	546 HK	2.74	6,942	2.95	7.66	28.14	0.51	0.39	0.49	0.54	23.57	26.80	8.94	1.83	-	6.97	5.50	5.05	0.53	0.49	0.46	4.85	5.86	6.06	7.90	1.05
中国粮油控股	606 HK	-	-	-	-	-	-	0.26	0.31	-	-	19.23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.61	0.68
H&H国际控股	1112 HK	31.55	20,323	42.32	34.14	30.51	1.78	2.02	2.42	2.85	13.29	19.90	17.84	16.98	0.74	15.61	13.02	11.05	2.99	2.66	2.37	3.12	3.80	4.62	19.89	1.15
现代牧业	1117 HK	1.08	6,920	1.57	45.74	13.60	0.07	0.08	0.10	0.18	9.67	35.06	70.19	36.10	-	14.13	10.37	6.09	0.81	0.74	0.67	0.00	0.00	0.00	7.15	0.99
天噬国际	1219 HK	0.38	838	-	-	0.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.34
雅士利国际	1230 HK	0.60	2,847	0.86	42.50	41.75	0.02	0.02	0.03	0.04	5.36	45.00	37.93	23.70	-	28.51	20.06	14.64	0.45	0.44	0.43	0.00	0.00	1.85	1.70	0.60
翠华控股	1314 HK	0.28	395	-	-	52.46	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.83
原生态牧业	1431 HK	0.46	2,134	0.51	12.09	71.70	0.08	0.08	0.10	0.12	11.25	20.24	18.81	16.70	-	5.33	4.42	3.73	0.44	0.43	0.41	-	-	-	8.30	0.76
中国圣牧	1432 HK	0.42	2,958	-	-	20.00	0.06	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.75
周黑鸭	1458 HK	5.67	13,512	5.62	0.86	33.16	0.20	0.12	0.24	0.31	40.37	99.18	27.98	14.98	-	46.54	23.37	18.22	2.81	2.60	2.41	1.02	2.25	2.91	6.17	1.08
颐海国际	1579 HK	95.75	100,241	92.58	3.32	132.87	0.84	1.06	1.44	1.89	26.46	36.39	30.84	31.17	1.81	90.24	66.14	50.58	25.40	19.17	14.74	0.29	0.38	0.51	31.41	1.05
中粮肉食	1610 HK	3.29	12,838	3.39	2.98	11.75	0.49	0.63	0.69	0.68	30.18	8.52	0.58	11.99	-	5.18	4.78	4.81	1.46	1.11	0.92	1.48	1.45	1.21	28.76	1.06
五谷磨房	1837 HK	0.67	1,466	0.85	26.87	63.11	0.07	0.43	0.36	0.68	533.41	16.67	88.61	115.12	-	1.55	1.86	0.98	1.15	1.03	0.90	5.62	15.70	29.76	7.45	1.32
百威亚太	1876 HK	25.50	337,707	26.14	2.53	-	0.59	0.40	0.69	0.78	31.33	70.30	13.37	9.86	3.70	63.27	36.97	32.58	4.25	3.98	3.68	0.61	0.82	1.06	6.84	0.86
老恒和酿造	2226 HK	2.35	1,360	-	-	36.04	0.39	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.60
蒙牛乳业	2319 HK	37.15	146,319	35.63	4.09	16.50	1.20	0.94	1.41	1.68	22.05	49.95	19.50	11.78	1.81	39.65	26.43	22.07	4.14	3.65	3.20	0.54	0.80	1.08	10.58	0.90
达利食品	3799 HK	4.70	64,362	5.61	19.32	1.05	0.32	0.32	0.35	0.38	0.74	9.06	8.31	5.97	2.44	14.68	13.47	12.44	3.42	3.16	2.98	4.76	5.18	5.80	23.44	0.74
中烟香港	6055 HK	16.80	11,620	-	-	36.98	0.53	0.51	0.58	0.64	3.21	13.06	9.48	6.21	-	32.75	28.97	26.46	6.36	5.58	-	1.01	1.13	-	19.27	1.33
中国飞鹤	6186 HK	15.26	136,323	18.50	21.21	-	0.55	0.66	0.85	1.04	21.22	28.25	22.38	23.91	-	23.08	18.01	14.72	7.13	5.51	4.31	1.53	2.00	2.47	32.51	0.83
海底捞	6862 HK	35.30	187,090	37.55	6.37	13.96	0.50	0.31	0.91	1.18	38.94	198.69	29.54	33.19	0.64	115.06	38.63	29.79	14.37	10.62	8.02	0.21	0.67	0.88	12.82	0.83
简单平均					12.79	3.73	0.49	0.52	0.69	0.86	22.83	39.83	20.92	19.95	2.01	30.92	21.23	18.20	4.39	3.73	3.24	2.47	2.91	4.07	13.99	0.89
市值加权					6.82	26.83	0.66	0.66	0.94	1.13	2.99	55.22	17.73	19.45	2.32	50.61	30.68	25.85	6.75	5.60	4.77	1.63	1.89	2.21	15.29	0.90
中位数					13.36	4.21	0.41	0.40	0.56	0.68	2.60	22.46	17.27	13.18	1.88	22.46	18.01	15.38	2.98	2.66	2.41	1.51	2.12	2.69	11.39	0.87
百货零售																										
周生生	116 HK	8.28	5,609	9.70	17.15	19.87	1.23	0.90	1.38	1.47	27.19	53.40	6.47	5.95	-	9.23	6.02	5.65	0.51	0.49	0.46	3.94	6.24	7.34	4.97	0.92
莎莎国际	178 HK	1.12	3,476	1.22	8.66	46.99	0.10	0.20	0.03	0.08	转亏	转盈	192.23	8.81	-	-	43.50	14.88	2.02	1.92	1.95	0.33	2.79	4.78	7.09	1.33
东方表行集团	398 HK	1.95	1,112	-	-	1.96	0.23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.80
国美零售	493 HK	1.14	24,576	0.64	43.86	34.12	0.12	0.09	0.05	0.02	-	-	-	NM	-	-	-	-	2.12	2.36	2.24	0.00	-	-	13.65	1.01
六福集团	590 HK	16.80	9,863	18.66	11.07	24.68	2.23	1.26	1.83	2.16	43.55	45.10	18.12	1.09	-	13.33	9.19	7.78	0.92	0.88	0.82	5.30	5.91	6.74	8.33	1.12
卓悦控股	653 HK	0.13	454	-	-	14.19	0.04	-	-	-	-	-	-	N

【国泰君安国际】大数据系列 |【国泰君安国际】港股股票池（20200730更新）

投资咨询部

	股票代码	收市价 (LC)	市值 (HKDm)	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	1年股价走势 (%)	每股盈利 19A (HKD)	每股盈利 20F (HKD)	每股盈利 21F (HKD)	每股盈利 22F (HKD)	每股盈利增长 20F (%)	每股盈利增长 21F (%)	每股盈利增长 22F (%)	每股盈利 19-22年 CAGR (%)	PEG 21F (倍)	市盈率 20F (倍)	市盈率 21F (倍)	市盈率 22F (倍)	市净率 20F (倍)	市净率 21F (倍)	市净率 22F (倍)	股息率 20F (%)	股息率 21F (%)	股息率 22F (%)	ROE 20F (%)	贝塔值
华地国际控股	1700 HK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.45
新秀丽	1910 HK	7.20	10,323	10.68	48.39	54.14	1.18	2.97	0.37	0.92	转亏	转盈	146.24	8.18	0.68	-	19.35	7.87	1.18	1.13	1.03	1.83	2.80	4.52	46.80	1.77
普拉达	1913 HK	28.30	72,415	26.61	5.96	10.98	0.88	0.02	0.56	0.80	97.38	-	43.63	3.02	3.22	1,036.08	50.95	35.32	2.68	2.58	2.47	0.48	1.25	1.87	0.26	1.04
周大福	1929 HK	8.24	82,400	8.70	5.55	19.25	0.43	0.32	0.48	0.57	25.97	51.09	17.79	9.63	1.09	25.75	17.04	14.47	3.04	2.91	2.77	3.78	4.66	5.50	13.81	1.10
敏华控股	1999 HK	8.50	32,308	8.58	0.91	129.85	0.37	0.46	0.54	0.61	24.63	16.39	13.62	18.12	-	18.39	15.80	13.91	4.33	3.80	3.33	2.65	3.28	3.74	24.69	1.14
金鹰商贸集团	3308 HK	7.70	12,860	9.04	17.40	10.79	0.73	0.61	0.82	-	16.20	34.53	-	-	-	12.64	9.39	-	1.57	1.39	-	2.88	3.88	-	13.85	0.47
百盛集团	3368 HK	0.35	909	-	-	46.09	0.11	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.93
亨得利	3389 HK	0.33	1,515	-	-	13.56	0.01	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.38
高鑫零售	6808 HK	10.90	103,983	13.35	22.49	37.78	0.34	0.36	0.42	0.46	5.82	15.15	9.33	10.03	2.50	30.00	26.10	23.83	3.60	3.32	3.09	1.40	1.59	1.83	12.59	0.65
简单平均					15.23	8.56	0.48	0.21	0.70	0.84	25.45	33.95	45.60	3.09	2.69	118.50	18.98	13.50	2.01	1.89	1.81	2.35	3.91	4.69	3.52	0.89
市值加权					10.60	19.88	0.59	0.30	0.58	0.69	24.08	27.69	24.29	5.85	2.48	212.26	23.77	19.14	2.66	2.50	2.37	2.16	3.06	3.56	7.95	0.95
中位数					16.30	15.62	0.36	0.46	0.56	0.84	26.58	34.53	17.79	5.67	2.50	15.86	16.42	13.91	2.02	1.85	1.80	2.39	3.58	4.78	8.33	0.92
服饰鞋帽纺织																										
达芙妮国际	210 HK	0.18	300	0.82	350.55	10.98	0.61	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.63
长兴国际	238 HK	0.26	242	-	-	42.05	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.39
德永佳集团	321 HK	1.15	1,589	1.22	6.09	45.73	-	-	0.19	0.24	-	-	28.38	-	-	-	6.22	4.84	0.32	0.31	0.30	8.70	11.96	15.65	3.67	1.06
思捷环球	330 HK	0.94	1,774	0.93	1.06	32.37	0.90	0.48	0.20	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	0.36	0.39	-	-	-	-	17.61	1.13
利丰	494 HK	-	-	-	-	-	0.02	0.08	0.08	-	340.69	0.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.01	0.01	-	-	1.36
裕元集团	551 HK	12.14	19,572	14.92	22.90	41.59	1.42	0.23	1.35	1.71	84.13	501.33	26.02	6.33	1.20	54.01	8.95	7.12	0.63	0.61	0.59	4.40	8.17	8.94	1.78	1.06
依丹奴国际	709 HK	1.14	1,798	1.23	7.46	54.58	0.15	0.09	0.08	0.17	转亏	转盈	104.82	5.08	-	-	13.73	6.71	0.74	0.72	0.70	-	7.28	14.91	7.80	1.06
利邦	891 HK	0.10	360	-	-	66.67	0.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.03
I.T	999 HK	1.02	1,220	-	-	62.24	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.77
时代集团控股	1023 HK	0.37	357	-	-	66.82	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.61
千百度	1028 HK	0.15	318	-	-	55.65	0.07	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.62
好孩子国际	1086 HK	1.30	2,168	0.94	27.69	21.69	0.12	0.08	0.15	0.21	32.42	83.13	34.87	18.62	-	15.66	8.55	6.34	0.42	0.40	0.38	0.00	2.46	3.92	2.72	1.12
中国利郎	1234 HK	4.18	5,005	5.98	43.13	33.45	0.77	0.64	0.79	0.87	17.09	23.51	10.79	4.30	-	6.56	5.32	4.80	1.19	1.07	0.98	10.20	13.25	14.84	17.99	0.96
３６１度	1361 HK	1.07	2,212	1.51	41.12	20.27	0.11	0.22	0.26	0.29	102.97	19.72	11.49	39.41	-	4.90	4.11	3.69	0.28	0.27	0.27	9.32	11.39	12.94	6.53	0.87
特步国际	1368 HK	2.36	5,946	3.00	27.12	56.04	0.35	0.22	0.31	0.37	36.30	39.64	20.32	2.29	-	10.60	7.58	6.30	0.74	0.71	0.68	5.44	7.74	9.10	6.91	1.04
互太纺织	1382 HK	3.73	5,264	5.13	37.59	35.22	0.59	0.51	0.53	0.60	13.52	4.96	11.99	0.55	-	7.33	6.99	6.24	1.75	1.68	1.64	11.21	12.27	13.83	22.71	0.69
基尚集团控股	1817 HK	5.72	5,434	-	-	14.40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.16
九兴控股	1836 HK	7.54	5,993	9.59	27.15	34.70	1.20	0.26	0.90	1.15	78.46	248.06	28.40	1.25	-	29.48	8.39	6.53	0.83	0.80	0.77	3.19	8.22	11.10	3.25	0.76
南旋控股	1982 HK	0.38	866	-	-	18.80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.86
安踏体育	2020 HK	73.10	197,577	82.11	12.33	24.21	2.25	2.18	3.14	3.94	3.47	44.44	25.49	20.50	1.06	33.50	23.19	18.49	7.36	6.01	4.97	1.05	1.70	2.29	24.48	1.10
维珍妮	2199 HK	2.14	2,620	2.61	21.82	63.13	0.22	0.17	0.25	0.32	22.03	42.75	28.22	12.59	-	12.41	8.69	6.78	0.85	0.79	0.74	3.26	3.97	4.22	7.33	0.69
都市丽人	2298 HK	0.50	1,113	-	-	67.00	0.66	0.04	0.13	-	转盈	200.00	-	NM	-	11.17	3.72	-	0.34	0.32	-	2.24	8.95	-	3.70	0.94
申洲国际	2313 HK	94.40	141,904	102.46	8.53	15.26	3.85	3.58	4.41	5.08	6.93	23.02	15.11	9.64	2.15	26.35	21.42	18.61	4.64	4.14	3.68	1.93	2.42	2.81	18.38	1.22
李宁	2331 HK	26.10	64,581	29.09	11.46	31.08	0.73	0.70	0.94	1.17	4.36	34.72	24.92	17.19	1.10	37.34	27.72	22.19	6.96	5.72	4.83	0.77	1.12	1.50	19.85	1.10
天虹纺织	2678 HK	6.12	5,600	7.80	27.45	19.05	0.87	1.18	1.61	1.97	35.47	37.01	22.18	31.38	-	5.20	3.80	3.11	0.64	0.57	0.50	5.90	8.18	10.04	12.58	1.27
江南布衣	3306 HK	7.68	3,984	11.73	52.77	44.75	1.02	1.04	1.18	-	1.87	14.00	-	-	-	7.41	6.50	-	2.29	2.13	-	9.07	10.82	-	30.51	1.35
中国动向	3818 HK	1.01	5,945	0.98	2.97	7.45	-	0.09	0.09	0.11	-	2.17	16.34	-	-	10.89	11.05	9.47	0.50	0.49	0.48	4.63	5.89	6.52	4.75	0.80
波司登	3998 HK	2.20	23,635	3.26	48.27	14.96	0.11	0.15	0.18	0.23	29.39	24.23	25.03	26.20	0.42	15.08	12.15	9.72	1.98	1.85	1.75	4.72	5.50	6.46	13.29	1.03
滔搏	6110 HK	9.26	57,423	11.88	28.34	-	-	0.40	0.62	0.66	-	54.21	6.68	-	0.83	22.80	14.75	14.05	4.45	3.87	3.30	2.32	3.13	3.76	24.36	1.13
上海拉夏贝尔服饰	6116 HK	0.70	1,079	-	-	79.83	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.03
简单平均					37.12	32.28	0.55	0.56	0.81	1.12	14.11	77.37	25.94	13.77	0.73	18.28	10.68	9.12	1.86	1.64	1.56	4.65	6.72	8.40	9.97	0.93
市值加权					16.04	3.12	2.22	1.87	2.53	3.07	7.03	55.15	20.61	15.69	1.23	29.09	20.01	16.71	5.26	4.44	3.81	2.11	2.99	3.56	19.74	1.10
中位数					25.01	34.96	0.22	0.22	0.31	0.60	6.93	35.87	24.92	11.11	0.95	12.41	8.55	6.71	0.79	0.75	0.74	4.40	7.51	8.94	7.12	1.03
文娱休闲旅游																										
大酒店	45 HK	6.33	10,441	7.75	22.43	38.98	0.25	0.43	0.23	0.30	转亏	转盈	33.33	6.32	2.02	-	28.13	21.10	-	-	-	0.00	1.58	2.37	2.71	0.90
香格里拉（亚洲）	69 HK	5.55	19,900	7.10	27.93	41.62	0.26	0.48	0.13	0.33	转亏	转盈	152.27	8.76	0.60	-	42.12	16.65	0.42	0.41	0.40	0.00	2.09	3.77	6.05	0.88
星美控股	198 HK	2.34	6,342	-	-	0.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.33
香港中旅	308 HK	1.14	6,312	1.07	6.14	21.22	0.08	0.04	0.07	0.07	转亏	转盈	7.58	2.67	-	-	17.27	16.06	0.40	0.39	-	2.63	2.72	2.81	1.77	1.05
电视广播	511 HK	9.10	3,986	-	-	28.76	0.08	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.89
IMAX CHINA	1970 HK	11.54	4,017	15.90	37.79	35.01	0.98	0.37	0.94	1.03	62.54	156.28	9.81	1.78	-	31.68	12.31	11.20	2.18	1.88	1.67	1.07	2.48	2.62	4.87	0.93
复星旅游文化	1992 HK	6.60	8,151	11.65	76.52	39.75	0.59	0.42	0.67	1.05	转亏	转盈	56.02	21.29	-	-	9.82	6.29	0.94	0.88	0.75	0.08	1.34	2.47	10.09	1.23
锦江资本	2006 HK	1.33	7,403	1.95	46.24	1.85	0.12	0.01	0.11	0.16	转亏	转盈	48.15	9.56	2.20	-	12.38	8.28	0.72	0.67	0.61	3.08	4.91	6.08	3.80	1.01
海昌海洋公园	2255 HK	0.50	1,980	0.80	61.62	60.40	0.01	0.01	0.10	-	53.91	809.09	-	-	-	44.69	4.97	-	-	-	-	-	-	-	-	1.05
猫眼娱乐	1896 HK	13.06	14,781	15.28	16.96	1.40	0.72	0.09	1.01	1.27	87.41	-	26.37	20.66	-	143.80	12.96	10.28	1.64	1.48	1.34	0.00	0.00	0.00	0.93	1.49
简单平均					35.42	26.62	0.32	0.11	0.41	0.60	32.01	482.69	47.65	9.39	0.14	73.39	17.49	12.84	1.05	0.95	0.95	0.98	2.16	2.87	1.57	0.98
市值加权					30.72	24.74	0.37	0.20	0.42	0.60	19.68	38.31	65.75	10.41	0.44	112.68	22.79	13.56	0.94	0.86	0.83	0.63	1.87	2.72	2.54	1.02
中位数					32.86	31.89	0.25	0.03	0.18	0.33	62.54	482.69	33.33	8.76	0.60	44.69	12.67	11.20	0.83	0.78	0.75	0.08	2.09	2.62	1.77	0.97
教育																										
中汇集团	382 HK	6.02	6,131	7.94	31.96	104.21	0.33	0.36	0.46	-	9.24	26.08	-	-	0.78	16.62	13.18	-	2.71	2.31	-	1.97	2.47	-	17.41	1.19
中国东方教育	667 HK	17.94	39,327	16.56	7.69	37.83	0.49	0.52	0.64	0.77	5.73	21.65	20.47	15.72	0.48	34.24	28.17	23.47	5.11	4.48	3.87	0.96	1.30	1.64	14.96	0.94
中教控股	839 HK	14.82	29,940	15.47	4.40	22.49	0.45	0.50	0.65	-	11.48	30.27	-	-	1.13	29.51	22.78	-	3.70	3.31	-	1.55	1.82	-	13.78	1.15
枫叶教育	1317 HK	2.57	7,698	2.86	11.40	11.68	0.24	0.24	0.29	-	0.59	19.97	-	-	2.39	10.55	8.84	-	1.46	1.31	-	3.78	4.54	-	14.04	1.36
成实外教育	1565 HK	2.49	7,691	2.27	9.04	5.93	0.15	0.14	0.18	0.23	3.10	26.57	24.31	15.09	-	17.29	13.62	10.97	2.32	2.21	2.00	3.20	3.20	1.60	14.25	0.71
民生教育	1569 HK	1.05	4,429	1.60	52.38	26.73	0.10	0.12	0.14	0.16	16.19	17.50	10.64	14.74	-	8.78	7.46	6.72	0.89	0.82	0.75	3.38	4.11	4.64	10.41	1.20
辰林教育	1593 HK	2.11	2,110	3.08	45.97	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19.70	0.39
２１世纪教育	1598 HK	0.53	619	-	-	34.49	0.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.06
华立大学集团	1756 HK	3.20	3,840	5.27	64.69	-	-	0.30	0.38	-	-	25.22	-	-	-	10.44	8.33	-	1.27	1.13	-	3.35	4.04	-	12.49	1.15
希望教育	1765 HK	2.58	17,428	3.08	19.50	101.88	0.08	0.10	0.14	0.16	22.83	35.00	17.04	24.73	0.79	25.88	18.94	16.40	3.16	2.83	2.44	1.33	1.80	2.36	12.58	1.17
思考乐教育	1769 HK	15.46	8,591	16.60	7.37	251.44	0.31	0.32	0.42	0.57	2.64	31.13	36.45	22.46	-	48.63	37.02	27.21	9.32	7.71	6.13	0.68	0.97	1.33	22.45	0.60
天立教育	1773 HK	7.63	15,832	6.65	12.91	129.89	0.14	0.19	0.23	0.26	33.66	19.79	13.91	22.18	-	39.36	32.80	28.70	5.10	4.42	3.83	-	-	-	12.86	1.17
新东方在线	1797 HK	34.35	32,284	37.48	9.12	213.99	0.28	0.79	0.26	0.21	-	-	转盈	NM	-	-	-	161.46	15.27	16.91	15.14	0.00	0.00	-	23.27	1.11
银杏教育	1851 HK	3.15	1,575	-	-	59.09	0.06	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.33
中国科培	1890 HK	5.97	11,945	7.38	23.62	62.63	0.25	0.33	0.41	0.47	34.48	22.75	14.88	23.78	-	17.85	14.57	12.68	3.09	2.69	2.36	2.19	2.75	3.12	18.95	1.05
嘉宏教育	1935 HK	2.95	4,722	2.70	8.47	70.13	0.15	0.18	0.22	0.24	14.60	25.14	10.05	16.43	-	16.65	13.32	12.11	1.97	1.70	1.46	0.60	0.75	0.83	12.80	0.50
中国春来	1969 HK	1.54	1,848	-	-	6.10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.55
新高教集团	2001 HK	5.08	7,829	5.60	10.16	67.22	0.30	0.38	0.45	0.53	27.33	20.21	16.59	21.30	0.73	13.53	11.21	9.64	2.43	2.07	1.79	2.09	2.44	2.62	18.62	1.19
中国新华教育	2779 HK	2.38	3,828	3.18	33.74	17.33	0.19	0.22	0.25	0.29	20.18	13.90	14.96	16.32	-	10.69	9.38	8.17	1.19	1.06	0.93	3.02	3.58	4.28	11.00	1.13
卓越教育集团	3978 HK	3.11	2,643	5.14	65.27	37.73	0.24	0.21	0.31	0.43	12.95	50.96	36.94	21.64	-	14.78	9.75	7.14	2.67	2.26	1.89	2.17	3.56	4.63	18.60	0.67
睿见教育	6068 HK	4.26	8,721	4.75	11.48	19.23	0.24	0.28	0.34	-	18.79	20.94	-	-	0.65	14.98	12.38	-	3.03	2.59	-	2.89	3.43	-	20.74	1.29
宇华教育	6169 HK	7.29	24,346	8.51	16.76	87.45	0.24	0.35	0.42	-	47.01	21.74	-	-	0.84	20.78	17.20	-	4.91	4.13	-	2.33	2.85	-	19.97	1.01
简单平均					19.46	58.15	0.20	0.22	0.32	0.36	15.54	25.23	19.66	19.49	0.97	20.62	16.41	27.06	3.87	3.55	3.55	2.09	2.57	2.70	13.81	0.95
市值加权					9.38	81.89	0.22	0.19	0.33	0.41	18.29	24.83	15.20	15.48	0.86	25.53	20.44	48.28	5.47	5.25	5.58	1.59	1.95	2.21	10.51	1.04
中位数					11.48	48.46	0.24	0.26	0.33	0.28	15.40	22.75	16.59	21.30	0.78	16.65	13.32	12.39	2.87	2.45	2.18	2.17	2.75	2.49	14.25	1.08
澳门博彩																										
银河娱乐	27 HK	51.80	224,589	59.24	14.36	3.87	3.04	0.27	2.51	3.39	90.98	816.06	35.06	3.72	4.06	189.05	20.64	15.28	3.20	2.88	2.58	0.58	1.51	1.90	1.05	1.39
新濠国际发展	200 HK	14.00	21,205	18.41	31.53	28.52	0.46	3.09	0.38	1.07	转亏	转盈	182.49	31.89	0.74	-	37.14	13.15	1.96	1.90	1.84	0.31	0.30	0.31	35.34	1.46
澳博控股	880 HK	8.58	48,626	9.85	14.80	1.96	0.57	0.26	0.29	0.55	转亏	转盈	86.05	1.24	12.16	-	29.18	15.69	1.88	1.80	1.68	0.89	2.48	4.02	4.45	1.37
永利澳门	1128 HK	12.90	67,044	16.02	24.18	27.86	0.99	0.67	0.66	0.89	转亏	转盈	35.66	3.21	3.52	-	19.58	14.43	-	-	-	1.40	5.09	5.83	356.59	1.49
澳门励骏	1680 HK	0.98	6,077	-	-	10.09	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.67
金沙中国有限公司	1928 HK	29.25	236,605	37.82	29.29	22.60	1.98	0.52	1.67	2.22	转亏	转盈	32.99	3.78	7.19	-	17.55	13.20	11.17	9.46	8.84	2.76	5.91	6.49	14.87	1.28
美高梅中国	2282 HK	9.25	35,150	11.31	22.26	30.08	0.56	0.76	0.46	0.50	转亏	转盈	9.15	3.40	6.99	-	20.15	18.46	5.78	4.91	4.71	0.77	2.02	2.34	35.60	1.44
金界控股	3918 HK	8.13	35,292	11.83	45.45	27.25	0.94	0.42	0.82	0.94	55.89	98.07	14.72	0.07	2.18	19.43	9.90	8.60	2.72	2.30	2.17	2.67	5.15	6.58	7.97	1.16
DYNAM JAPAN	6889 HK	5.61	4,297	-	-	40.62	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.74
简单平均					25.98	20.99	1.22	0.66	0.97	1.37	73.44	457.07	56.59	4.52	4.26	104.24	22.02	14.11	4.45	3.87	3.64	1.34	3.21	3.92	39.33	1.22
市值加权					23.26	15.98	1.96	0.30	1.60	2.16	33.52	279.34	40.34	3.01	4.95	166.02	19.99	14.23	6.30	5.43	5.04	1.57	3.68	4.29	27.95	1.34
中位数					24.18	27.25	0.94	0.52	0.66	0.94	73.44	457.07	35.06	0.07	4.06	104.24	20.15	14.43	2.96	2.59	2.37	0.89	2.48	4.02	4.45	1.37
医药及生物科技																										
四环医药	460 HK	0.78	7,383	0.80	2.56	42.69	0.02	0.10	0.12	0.15	376.84	21.21	27.50	94.60	-	7.82	6.40	5.03	0.65	0.59	0.54	1.42	1.42	1.42	8.90	1.06
中国中药	570 HK	3.86	19,438	5.32	37.80	8.24	0.36	0.41	0.50	0.57	14.72	20.58	13.45	16.21	-	9.34	7.76	6.85	0.97	0.89	0.81	3.01	3.70	4.30	10.30	1.22
康哲药业	867 HK	9.40	23,225	12.50	32.98	30.19	0.90	1.05	1.14	1.23	16.48	8.59	7.82	10.90	-	8.99	8.28	7.67	1.90	1.67	1.49	4.62	4.97	5.07	22.60	1.02
维亚生物	1873 HK	9.28	17,056	7.77	16.33	125.41	0.27	0.29	0.40	0.57	5.78	39.58	40.80	27.63	-	32.22	23.08	16.43	5.87	4.73	3.74	0.95	1.43	2.03	19.65	0.98
白云山	874 HK	23.05	61,657	24.10	4.56	28.53	-	2.28	2.58	2.44	-	12.88	5.24	-	-	10.12	8.96	9.46	1.28	1.16	1.08	2.78	3.09	3.12	12.89	1.27
李氏大药厂	950 HK	5.90	3,470	9.27	57.07	20.58	0.21	0.39	0.44	0.49	83.79	12.05	12.81	32.44	-	15.13	13.50	11.97	1.41	1.30	1.20	0.53	0.53	0.61	8.56	1.06
ＢＢＩ生命科学	1035 HK	-	-	-	-	-	0.18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.47
石药集团	1093 HK	15.28	114,349	17.80	16.50	35.14	0.57	0.68	0.81	0.95	19.27	18.91	17.39	18.52	1.32	22.54	18.98	16.17	4.66	4.02	3.40	1.23	1.47	1.62	21.17	1.18
国药控股	1099 HK	18.60	58,044	26.92	44.74	34.42	2.39	2.45	2.75	3.16	2.18	12.55	14.71	9.68	-	7.60	6.75	5.89	0.97	0.90	0.81	3.93	4.39	5.21	12.99	1.00
中国生物制药	1177 HK	9.99	188,538	9.71	2.82	57.47	0.16	0.20	0.24	0.29	23.06	20.30	18.93	20.75	2.18	49.56	41.00	34.56	4.91	4.43	4.01	0.49	0.58	0.61	10.21	1.17
复旦张江	1349 HK	5.94	26,726	-	-	0.64	0.27	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.99
丽珠集团	1513 HK	37.15	49,549	39.58	6.53	99.12	1.58	1.83	2.12	2.40	15.99	15.86	13.40	15.08	-	20.25	17.49	15.42	2.62	2.40	2.16	2.92	2.90	2.01	13.36	1.12
方达控股	1521 HK	4.13	8,374	4.28	3.51	25.91	0.09	0.10	0.13	0.16	7.65	38.14	22.39	22.10	-	40.99	31.35	25.38	3.65	3.33	2.96	-	-	-	9.77	1.21
三生制药	1530 HK	9.80	24,878	13.48	37.54	27.51	0.43	0.61	0.72	0.82	42.06	16.78	14.50	23.85	0.90	15.97	13.70	11.97	2.01	1.88	1.50	0.00	0.00	0.00	13.18	1.27
金斯瑞生物科技	1548 HK	15.98	30,648	21.94	37.27	19.13	0.41	0.42	0.19

【国泰君安国际】大数据系列 |【国泰君安国际】港股股票池（20200730更新）

投資客询部

	股票代码	收市价 (LC)	市值 (HKDm)	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	1年股价走势 (%)	每股盈利 19A (HKD)	20F (HKD)	21F (HKD)	22F (HKD)	每股盈利增长 20F (%)	21F (%)	22F (%)	每股盈利 19-22年 CAGR (%)	PEG 21F (倍)	市盈率 20F (倍)	21F (倍)	22F (倍)	市净率 20F (倍)	21F (倍)	22F (倍)	股息率 20F (%)	21F (%)	22F (%)	ROE 20F (%)	贝塔值
东阳光药	1558 HK	12.12	10,665	20.46	68.80	36.72	2.43	2.32	2.55	2.76	4.36	9.81	8.15	4.34	-	5.21	4.75	4.39	1.58	1.30	1.06	6.46	7.25	7.55	33.48	0.92
同仁堂科技	1666 HK	5.81	7,441	7.20	23.92	36.35	0.38	0.40	0.46	0.55	4.84	16.71	18.66	13.23	-	14.69	12.58	10.49	1.14	1.06	0.95	3.18	2.34	2.19	7.92	0.87
歌礼制药	1672 HK	3.17	3,507	3.85	21.45	38.33	0.10	0.04	0.02	0.01	-	-	-	NM	-	-	-	-	0.93	0.89	0.85	0.00	0.00	-	0.17	0.78
康臣药业	1681 HK	2.88	2,407	7.00	143.06	37.40	0.54	0.61	0.70	0.73	13.57	14.80	5.16	11.09	-	4.64	4.04	3.88	0.69	0.62	0.55	6.54	7.31	8.08	22.73	1.14
信达生物	1801 HK	49.10	65,947	56.84	15.75	93.31	1.66	1.07	0.70	0.09	-	-	转盈	NM	-	-	-	534.09	11.60	13.66	12.42	0.00	0.00	0.00	33.04	0.76
东曜药业	1875 HK	4.80	2,736	5.35	11.46	-	1.01	0.68	0.40	0.14	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	51.00	0.66
石四药集团	2005 HK	4.93	14,937	6.77	37.26	29.70	0.34	0.42	0.50	0.55	23.52	19.57	10.18	17.62	-	11.77	9.84	8.93	2.52	2.13	1.86	2.84	3.49	4.20	23.27	1.23
迈博药业	2181 HK	1.23	5,073	1.50	21.95	3.15	-	0.07	0.08	0.08	-	22.06	3.61	-	-	18.20	14.81	15.42	-	-	-	-	-	-	32.00	0.51
绿叶制药	2186 HK	4.83	15,693	6.22	28.84	19.69	0.53	0.54	0.60	0.66	2.83	11.11	10.67	8.14	-	8.95	8.06	7.29	1.34	1.18	1.04	2.00	2.13	2.71	15.94	1.19
复星医药	2196 HK	37.05	144,937	32.18	13.14	57.67	1.47	1.47	1.76	2.08	0.12	19.69	18.04	12.16	-	25.21	21.06	17.85	2.53	2.30	2.12	1.20	1.46	1.74	9.40	0.96
药明生物	2269 HK	156.00	211,739	154.62	0.88	86.94	1.11	1.19	1.66	2.44	6.95	39.36	46.95	29.87	3.73	131.02	94.08	64.02	12.53	11.31	9.61	0.00	0.00	-	9.80	1.24
东瑞制药	2348 HK	0.88	1,365	-	-	35.53	0.18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.75
药明康德	2359 HK	112.10	278,391	116.18	3.64	113.05	0.92	1.39	1.79	2.17	49.93	29.46	21.19	32.99	-	80.90	62.47	51.53	13.04	10.42	9.56	0.30	0.43	0.49	13.82	1.01
华领医药	2552 HK	6.77	7,142	10.35	52.88	3.29	0.42	0.62	0.67	0.34	-	-	-	NM	-	-	-	-	10.54	21.08	14.21	-	-	-	346.37	0.65
上海医药	2607 HK	13.86	56,487	17.77	28.20	4.57	1.63	1.75	1.96	2.16	7.06	11.95	10.47	9.81	1.01	7.94	7.09	6.42	0.80	0.74	0.69	3.83	4.26	4.74	9.88	0.95
基石药业	2616 HK	10.30	10,595	15.45	50.00	14.17	-	1.67	1.79	1.52	-	-	-	NM	-	-	-	-	4.43	6.99	-	0.00	0.00	-	92.40	0.74
雅各臣科研制药	2633 HK	1.15	2,224	1.65	43.48	19.24	-	-	0.15	0.18	-	-	14.19	-	-	-	7.50	6.57	-	-	-	-	-	-	9.65	0.75
复宏汉霖	2696 HK	58.00	31,523	65.99	13.78	-	1.97	1.46	0.75	0.54	-	-	转盈	NM	-	-	-	107.97	8.87	7.27	6.69	0.00	0.00	0.00	27.02	0.69
神威药业	2877 HK	5.09	4,209	6.38	25.28	17.93	0.74	0.74	0.83	0.90	1.15	10.89	9.45	7.08	-	6.86	6.19	5.65	0.62	0.58	0.55	3.70	4.35	4.57	8.03	0.78
华润医药	3320 HK	4.45	27,957	5.85	31.46	45.97	0.76	0.56	0.61	0.66	26.38	8.53	8.02	4.79	1.35	7.90	7.28	6.74	0.63	0.58	0.54	2.58	2.83	3.10	8.38	1.09
同仁堂国药	3613 HK	9.41	7,877	13.08	39.00	21.97	0.66	0.69	0.78	0.84	3.62	13.41	7.97	8.26	-	13.72	12.10	11.20	2.59	2.27	2.04	2.53	2.90	3.03	19.90	0.84
中国抗体	3681 HK	3.66	3,683	3.00	18.03	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.57
翰森制药	3692 HK	34.25	202,725	42.57	24.28	58.56	0.53	0.59	0.73	0.88	10.61	23.39	20.33	17.98	-	58.13	46.99	39.09	12.37	10.35	8.80	0.49	0.47	0.54	21.17	0.67
康龙化成	3759 HK	86.40	93,902	86.38	0.03	-	0.94	1.25	1.51	2.03	33.50	20.26	34.55	29.27	-	68.85	57.23	42.56	6.85	6.16	5.29	0.24	0.28	0.33	9.73	1.16
联邦制药	3933 HK	7.30	13,302	8.67	18.75	72.90	0.57	0.52	0.59	0.67	9.15	12.69	13.48	5.13	-	13.99	12.41	10.95	1.50	1.35	1.20	1.02	1.09	1.44	11.21	1.00
百济神州	6160 HK	129.10	149,967	136.45	5.69	60.17	9.56	9.12	14.11	10.02	-	-	-	NM	-	-	-	-	4.90	6.80	6.24	0.00	0.00	-	54.74	0.95
康希诺	6185 HK	246.00	54,772	169.56	31.07	562.18	0.81	0.84	2.20	6.18	-	转盈	180.94	NM	-	-	112.17	39.92	37.20	17.18	8.52	-	-	-	14.01	0.88
亚盛医药	6855 HK	33.30	7,456	55.95	68.02	-	13.82	4.26	3.99	2.86	-	-	-	NM	-	-	-	-	11.91	6.36	4.67	0.00	0.00	0.00	114.30	1.17
康宁杰瑞制药	9966 HK	15.68	14,637	21.50	37.12	-	1.76	0.74	0.99	0.98	-	-	-	NM	-	-	-	-	7.11	11.90	8.24	-	-	-	24.28	0.95
简单平均					24.70	26.79	0.26	0.10	0.19	0.62	27.90	18.61	21.11	19.00	1.75	25.66	23.26	36.53	5.67	4.77	3.75	1.84	2.03	2.53	8.90	0.96
市值加权					9.80	67.82	0.18	0.10	0.04	0.73	20.57	22.34	24.79	17.51	2.36	53.49	43.89	52.23	8.18	6.84	5.83	0.97	1.10	1.49	2.58	1.02
中位数					23.92	3.29	0.36	0.42	0.54	0.61	9.13	16.74	13.84	15.64	1.34	14.34	12.50	11.97	2.59	2.29	2.04	1.21	1.44	2.02	9.78	0.99
医疗服务及器材																										
微创医疗	853 HK	40.10	72,281	39.56	1.36	488.32	0.05	0.14	0.17	0.25	转盈	20.00	50.60	NM	-	287.45	235.18	156.79	15.08	14.18	12.32	0.04	0.12	0.10	5.91	0.63
威高股份	1066 HK	20.35	92,029	17.68	13.12	171.22	0.46	0.54	0.65	0.75	16.30	20.71	15.15	17.36	-	37.88	31.41	27.30	4.77	4.27	3.83	0.76	0.90	1.05	12.77	0.81
普华和顺	1358 HK	1.53	2,401	-	-	47.12	0.04	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.72
和美医疗	1509 HK	2.04	1,547	-	-	0.00	-	0.02	-	-	-	-	-	-	-	92.09	-	-	1.06	-	-	-	-	-	1.32	0.37
华润医疗	1515 HK	5.26	6,821	5.20	1.14	6.97	0.36	0.35	0.39	0.40	3.16	11.43	1.79	3.18	-	15.03	13.53	13.27	0.98	0.93	0.89	1.85	2.27	2.46	5.70	1.46
新世纪医疗	1518 HK	1.19	583	2.00	68.07	64.79	0.04	0.04	0.07	0.10	转盈	83.78	51.47	NM	-	32.56	17.61	11.55	-	-	-	-	-	-	1.00	0.26
复锐医疗科技	1696 HK	2.68	1,185	-	-	31.63	0.37	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.06
平安好医生	1833 HK	123.30	131,597	137.23	11.29	261.58	0.78	0.70	0.21	0.41	-	-	转盈	NM	-	-	-	300.06	12.71	12.62	11.77	0.00	0.00	0.00	6.77	0.83
华检医疗	1931 HK	2.85	3,800	4.50	57.89	8.77	0.28	0.28	0.32	0.37	0.56	15.83	13.66	9.39	-	10.29	8.87	7.80	-	-	-	-	-	-	11.00	0.65
锦欣生殖	1951 HK	10.84	26,336	13.24	22.17	14.77	0.24	0.23	0.30	0.37	7.22	33.63	23.84	15.36	-	47.97	35.98	29.04	3.08	2.94	2.67	0.59	0.78	0.97	6.21	1.05
康宁医院	2120 HK	22.30	1,609	17.00	23.77	42.08	0.62	1.42	1.32	1.60	127.04	6.77	20.97	36.81	-	15.77	16.92	13.98	1.10	-	-	1.64	0.89	1.04	9.01	0.55
启明医疗	2500 HK	76.30	30,861	97.28	27.49	-	1.31	0.03	0.86	1.66	-	转盈	94.28	NM	-	-	89.23	45.93	9.11	8.16	6.58	-	-	-	0.45	1.23
环球医疗	2666 HK	4.85	8,324	7.37	51.90	14.14	0.99	1.18	1.34	1.41	19.35	13.67	4.93	12.49	-	4.08	3.59	3.42	0.70	0.59	0.50	7.31	8.45	8.68	16.15	1.11
康华医疗	3689 HK	3.10	1,037	4.80	54.84	38.74	0.46	0.27	0.37	0.56	41.67	37.59	51.64	6.77	-	11.66	8.48	5.60	-	-	-	-	-	-	5.00	0.39
简单平均					23.12	59.68	0.13	0.31	0.51	0.72	15.73	25.54	32.83	14.48	#DIV/0!	55.48	46.08	55.88	5.40	6.24	5.51	1.74	1.92	2.04	5.57	0.79
市值加权					6.17	244.88	0.22	0.03	0.26	0.59	7.56	18.74	23.48	5.94	#DIV/0!	120.83	97.64	148.42	9.64	9.28	8.35	0.49	0.59	0.65	2.92	0.85
中位数					22.17	6.97	0.28	0.25	0.37	0.41	0.56	20.00	22.41	12.49	#NUM!	24.16	17.27	13.98	3.08	4.27	3.83	0.76	0.89	1.04	5.81	0.76
造纸包装																										
纷美包装	468 HK	2.99	3,998	4.40	47.16	24.53	0.28	0.27	0.29	0.31	6.23	8.27	7.64	3.00	-	11.25	10.38	9.64	1.48	1.45	1.43	9.63	8.89	10.00	13.02	0.70
中粮包装	906 HK	3.24	3,632	2.80	13.58	11.92	0.30	0.33	0.32	-	10.63	3.05	-	-	-	9.75	10.09	-	0.66	0.64	-	4.44	4.79	-	6.10	0.84
恒安国际	1044 HK	66.45	79,055	74.55	12.19	16.26	3.76	4.12	4.37	4.61	9.68	6.17	5.46	7.09	1.93	16.13	15.19	14.40	3.68	3.41	3.15	4.16	4.40	4.63	23.23	0.70
晨鸣纸业	1812 HK	3.58	14,448	3.40	5.03	9.61	-	0.56	0.58	0.51	-	3.20	12.22	-	-	6.30	6.10	6.95	0.40	0.38	0.39	3.25	2.94	0.00	7.54	0.94
理文造纸	2314 HK	4.81	20,907	5.29	9.90	3.11	0.74	0.63	0.71	0.77	15.22	13.54	7.99	1.30	2.78	7.66	6.75	6.25	0.83	0.77	0.73	4.89	5.24	5.74	11.29	1.14
玖龙纸业	2689 HK	7.90	37,069	8.37	5.99	27.11	0.95	0.85	1.12	-	10.45	31.65	-	-	1.31	9.14	7.05	-	0.79	0.73	-	4.33	4.94	-	10.59	1.16
维达国际	3331 HK	29.65	35,534	36.55	23.28	93.34	0.95	1.56	1.70	1.89	64.06	8.38	11.62	25.67	1.02	18.96	17.49	15.67	3.27	2.87	2.51	1.60	1.64	1.80	18.28	0.78
简单平均					11.42	19.55	1.16	1.19	1.30	1.62	8.75	9.74	4.10	9.26	1.76	11.31	10.44	10.58	1.59	1.46	1.64	4.61	4.69	4.43	12.87	0.90
市值加权					11.75	29.57	2.13	2.24	2.43	2.97	13.04	11.87	5.63	10.84	1.71	13.46	12.28	12.76	2.40	2.20	2.37	3.85	4.08	3.83	16.94	0.87
中位数					9.90	11.92	0.85	0.63	0.71	0.77	1.73	8.27	7.64	5.05	1.62	9.75	10.09	9.64	0.83	0.77	1.43	4.33	4.79	4.63	11.29	0.84
电子科技制造商																										
比亚迪电子	285 HK	26.00	58,583	19.97	23.21	126.70	0.81	2.15	1.48	1.60	166.80	31.36	8.34	25.65	-	12.07	17.58	16.22	2.47	2.23	1.95	1.29	0.74	0.72	20.97	1.54
VTECH HOLDINGS	303 HK	42.00	10,589	60.80	44.76	34.52	5.49	3.93	4.76	5.36	28.38	20.94	12.76	0.78	-	10.72	8.83	7.83	2.28	2.17	2.12	7.52	10.83	12.46	22.83	0.80
百富环球	327 HK	3.58	3,880	4.00	11.73	17.22	0.57	0.58	0.68	0.78	1.41	17.39	15.56	11.22	-	6.23	5.30	4.59	0.78	0.74	0.72	3.07	3.91	4.47	12.90	0.88
科通芯城	400 HK	1.23	1,743	-	-	40.87	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.16
ASM PACIFIC	522 HK	95.00	38,845	108.43	14.13	3.90	1.52	2.92	4.76	5.78	91.84	63.31	21.44	56.11	0.79	32.58	19.95	16.43	3.19	2.93	2.70	1.98	2.60	3.12	9.50	1.19
通达集团	698 HK	0.45	2,883	0.48	7.19	23.28	0.06	0.07	0.09	0.10	9.68	32.35	12.22	17.66	-	6.54	4.94	4.41	0.46	0.43	0.41	2.47	3.37	3.82	5.62	1.50
信利国际	732 HK	0.92	3,026	-	-	17.86	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.28
伟仕佳杰	856 HK	4.50	6,533	-	-	9.70	0.57	0.54	0.66	0.75	5.80	22.35	13.39	9.33	-	8.38	6.85	6.04	1.05	0.94	0.85	3.67	4.33	4.89	6.05	0.69
中芯国际	981 HK	28.60	304,321	23.98	16.15	210.20	0.04	0.33	0.37	0.47	803.31	10.57	28.69	134.25	3.70	85.82	78.52	60.50	2.60	2.50	2.31	0.00	0.00	0.00	3.55	1.51
同方泰德	1206 HK	0.83	649	-	-	10.75	0.16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.87
鹰普精密	1286 HK	2.69	5,066	2.65	1.49	34.36	0.32	0.18	0.22	0.27	45.19	25.71	22.73	5.43	-	15.37	12.23	9.96	1.21	1.13	1.05	1.49	2.23	2.60	7.87	0.88
雷蛇	1337 HK	1.62	14,465	1.73	6.98	1.22	0.08	0.96	0.23	1.24	-	转盈	452.44	NM	-	-	7.21	1.31	3.12	2.86	2.61	-	-	-	5.88	1.29
华虹半导体	1347 HK	33.65	43,517	23.08	31.43	107.20	0.99	0.64	0.76	0.96	34.77	17.55	26.16	1.10	4.92	52.31	44.30	35.30	2.44	2.34	2.20	0.58	0.53	0.81	4.62	1.78
上海复旦	1385 HK	13.14	9,126	15.00	14.16	71.32	0.26	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.91
高伟电子	1415 HK	3.20	2,661	3.71	15.94	185.71	0.27	0.38	0.46	0.49	38.57	19.74	7.91	21.43	-	8.43	7.00	6.55	1.03	0.98	0.94	7.27	8.96	9.20	11.23	1.67
丘钛科技	1478 HK	10.36	12,145	14.25	37.58	34.95	0.55	0.67	0.85	0.97	20.99	26.31	14.32	20.44	0.79	15.51	12.27	10.74	3.12	2.57	2.15	1.27	1.60	1.96	21.58	1.59
建滔积层板	1888 HK	8.50	26,189	11.20	31.76	45.72	0.82	0.89	1.06	1.06	8.39	19.21	0.47	9.09	-	9.60	8.06	8.02	1.35	1.30	1.26	3.65	5.06	5.88	16.40	1.44
瑞声科技	2018 HK	58.70	70,939	54.08	7.86	36.48	2.09	1.93	2.75	3.22	7.49	42.31	17.14	15.53	1.35	30.39	21.34	18.22	3.01	2.74	2.48	1.09	1.51	1.79	10.55	1.50
富智康集团	2038 HK	0.84	6,891	0.95	13.10	18.45	0.01	0.05	0.07	0.08	转盈	40.00	11.43	NM	-	15.48	12.04	10.84	0.45	0.45	0.43	0.00	0.00	3.69	4.90	1.37
舜宇光学科技	2382 HK	145.30	159,372	145.75	0.31	56.22	4.14	4.66	6.04	7.43	12.48	29.75	22.95	21.52	1.17	31.21	24.05	19.60	8.84	6.77	5.23	0.70	0.91	1.09	31.21	1.60
金邦达宝嘉	3315 HK	1.47	1,225	2.46	67.35	13.93	0.25	0.23	0.24	0.24	8.78	4.82	0.00	1.48	-	6.32	6.03	6.03	-	-	-	14.32	14.32	15.07	-	0.67
巨腾国际	3336 HK	2.63	3,067	3.11	18.25	47.34	0.16	0.32	0.28	0.29	98.11	11.11	3.57	22.18	-	8.35	9.39	9.07	0.44	0.43	0.42	3.80	3.80	3.80	5.52	0.86
鸿腾六零八八精密科	6088 HK	3.67	25,254	2.78	24.33	12.23	0.28	0.21	0.26	0.30	25.28	26.32	12.50	2.02	0.40	17.54	13.93	12.46	1.43	1.32	1.19	1.27	1.48	1.48	8.24	1.19
简单平均					9.41	33.46	0.89	1.04	1.37	1.65	64.46	20.90	37.05	21.04	0.47	20.71	16.83	13.90	2.18	1.94	1.72	3.08	3.68	4.27	10.98	1.23
市值加权					7.38	111.23	1.32	1.66	2.11	2.57	329.23	18.57	29.70	61.82	1.90	49.66	42.89	33.85	3.76	3.23	2.76	0.88	1.07	1.28	12.43	1.48
中位数					11.73	12.23	0.32	0.54	0.66	0.78	8.39	21.64	13.39	15.53	0.79	13.72	12.04	9.96	1.86	1.74	1.60	1.73	2.41	3.41	8.87	1.28
计算机及电子消费品																										
创维集团	751 HK	2.49	7,622	2.32	6.83	16.36	0.28	0.31	0.36	0.44	11.04	15.16	23.25	16.37	-	8.03	6.97	5.66	0.39	0.37	0.32	4.22	5.10	6.51	5.06	1.28
海信家电	921 HK	8.28	14,889	11.87	43.30	2.19	1.41	1.02	1.36	1.57	27.99	34.06	15.20	3.60	-	8.14	6.08	5.28	1.06	0.94	0.89	3.52	5.04	5.95	13.11	1.16
联想集团	992 HK	4.66	55,989	5.65	21.27	22.71	0.41	0.35	0.53	0.65	12.41	48.46	23.86	17.22	1.05	12.90	8.84	7.14	1.77	1.50	1.32	5.60	6.11	5.70	19.35	1.13
ＴＣＬ电子	1070 HK	4.74	11,241	5.33	12.49	38.23	0.83	0.45	0.55	0.69	45.67	21.78	25.91	5.91	1.54	10.53	8.65	6.87	0.90	0.83	0.77	4.09	4.89	6.39	8.77	1.28
海尔电器	1169 HK	26.85	75,636	25.41	5.35	44.50	2.78	1.49	1.76	1.95	46.41	17.86	11.28	11.09	1.81	18.02	15.29	13.74	2.17	1.94	1.75	1.69	2.14	2.33	12.63	1.09
JS环球生活	1691 HK	7.92	27,028	9.58	20.96	-	0.30	0.40	0.51	0.63	34.93	27.93	22.42	28.32	-	19.65	15.48	12.62	2.49	2.18	1.62	0.68	1.27	2.45	10.45	1.83
小米集团	1810 HK	14.90	358,887	15.55	4.35	65.19	0.55	0.52	0.68	0.85	5.25	30.65	24.05	15.37	1.05	28.44	21.80	17.56	3.60	3.11	2.68	0.01	0.05	0.14	12.58	1.07
酷派集团	2369 HK	0.19	1,140	-	-	46.00	0.02	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.04
简单平均					12.88	13.34	0.82	0.65	0.82	0.97	13.11	27.99	20.85	9.13	0.59	15.10	11.87	9.84	1.77	1.55	1.33	2.83	3.52	4.21	11.71	1.23
市值加权					6.61	49.41	0.85	0.64	0.82	0.98	10.87	30.27	21.98	11.82	1.11	23.81	18.39	15.02	2.99	2.60	2.24	1.08	1.32	1.49	13.00	1.12
中位数					12.49	16.36	0.48	0.45	0.55	0.69	12.41	27.93	23.25	15.37	1.05	12.90	8.84	7.14	1.77	1.50	1.32	3.52	4.89	5.70	12.58	1.14
互联网及软件																										
金蝶国际	268 HK	20.35	67,786	16.42	19.30	166.64	0.14	0.09	0.12	0.18	38.57	42.53	44.35	8.12	53.43	232.57	164.04	114.12	9.71	9.30	8.42	0.04	0.07	0.10	3.83	1.34
中手游	302 HK	3.22	7,503	4.34	34.63	-	0.15	0.39	0.45	0.53	160.76	14.40	19.55	52.78	0.48	8.24	7.21	5.99	1.53	1.28	-	3.10	3.61	-	20.13	1.13
中国软件国际	354 HK	5.84	15,328	5.94	1.64	48.56	0.35	0.39	0.47	0.55	11.73	20.46	17.41	16.48	-	14.98	12.44	10.55	1.91	1.69	1.47	0.40	0.49	0.53	12.73	1.54
科通芯城	400 HK	1.23	1,743	-	-	40.87	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.16
博雅互动	434 HK	0.71	508	-	-	47.41	0.06	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.87
中国民航信息网络	696 HK	14.46	42,313	17.44	20.62	6.00	0.99	0.41	0.94	1.05	58.97	132.10	12.13	2.21	-	35.67	15.34	13.68	1.98	1.80	1.64	1.03	2.09	2.44	5.74	1.12
腾讯控股	700 HK	541.50	5,174,122	556.54	2.78	45.50	11.04	13.71	16.97	20.54	24.22	23.76	21.06	23.01	1.41	39.39	31.83	26.29	8.48	6.73	5.36	0.24	0.29	0.35	22.38	1.15
阅文集团	772 HK	50.45	51,246	49.43	2.03	58.15	1.36	1.45	1.73	2.07	6.82	19.06	19.42	14.95	-	34.72	29.16	24.48	2.28	2.10	1.90	0.00	0.00	0.00	5.58	1.26
网龙	777 HK	22.20	12,519	33.33	50.11	13.87	1.73	2.15	2.74	3.19	24.24	27.09	16.71	22.60	-	10.29	8.09	6.96	1.70	1.43	1.28	2.09	2.38	2.89	15.03	1.28
同程艺龙	780 HK	14.00	30,168	16.39	17.05	5.79	0.44	0.54	1.03

【国泰君安国际】大数据系列 |【国泰君安国际】港股股票池（20200730更新）

投资咨询部

	股票代码	收市价 (LC)	市值 (HKDm)	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	1年股价走势 (%)	每股盈利 19A (HKD)	每股盈利 20F (HKD)	每股盈利 21F (HKD)	每股盈利 22F (HKD)	每股盈利增长 20F (%)	每股盈利增长 21F (%)	每股盈利增长 22F (%)	每股盈利 19-22年 CAGR (%)	PEG 21F (倍)	市盈率 20F (倍)	市盈率 21F (倍)	市盈率 22F (倍)	市净率 20F (倍)	市净率 21F (倍)	市净率 22F (倍)	股息率 20F (%)	股息率 21F (%)	股息率 22F (%)	ROE 20F (%)	贝塔值
中国擎天软件	1297 HK	2.01	2,457	1.75	12.94	8.22	0.26	0.24	0.25	0.29	10.26	6.78	13.10	2.72	-	8.44	7.89	6.98	1.19	1.05	0.93	1.60	1.65	1.71	14.30	1.50
美图公司	1357 HK	1.53	6,598	1.60	4.58	35.44	0.05	0.03	0.02	0.06	-	转盈	273.33	NM	-	-	98.67	27.09	1.64	1.61	1.50	-	-	-	3.50	1.25
华夏文化科技	1566 HK	2.18	2,102	-	-	3.07	0.01	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.38
畅捷通	1588 HK	12.90	2,802	15.00	16.28	64.00	0.37	0.49	0.56	-	34.14	13.18	-	-	-	25.88	22.84	-	1.90	1.87	-	3.52	3.95	-	7.20	0.68
新意网集团	1686 HK	6.06	14,115	6.45	6.44	5.35	0.18	0.19	0.19	-	3.60	1.05	-	-	-	31.89	31.56	-	5.57	5.24	-	2.52	2.59	-	17.85	1.06
兄吧	1753 HK	3.35	3,609	4.73	41.04	19.35	21.70	0.34	0.45	0.54	转盈	32.84	20.90	NM	-	9.92	7.47	6.17	0.33	0.28	0.24	1.12	2.74	5.12	20.77	1.18
宝宝树集团	1761 HK	1.38	2,294	-	-	63.30	0.31	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.64
天鸽互动	1980 HK	0.97	1,237	-	-	47.85	0.09	0.37	-	-	317.67	-	-	-	-	2.58	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.87
微盟集团	2013 HK	10.94	24,488	9.90	9.52	168.14	0.17	0.01	0.09	0.14	92.45	561.54	62.79	6.67	13.47	823.09	128.27	77.77	10.62	9.79	8.59	-	-	-	1.89	1.65
百奥家庭互动	2100 HK	1.13	3,103	1.43	26.55	159.77	0.06	0.17	0.21	0.27	156.97	29.70	28.04	62.20	-	6.80	5.23	4.08	1.55	1.32	1.10	5.88	7.65	9.90	22.70	0.71
慧聪集团	2280 HK	1.21	1,585	-	-	41.83	0.22	0.44	-	-	转盈	-	-	NM	-	2.73	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.23
心动公司	2400 HK	41.20	18,709	38.53	6.47	-	1.11	1.40	1.85	2.42	25.48	32.26	31.38	29.67	-	29.45	22.27	16.94	6.52	5.17	4.33	0.54	0.74	1.94	25.42	1.06
美团点评	3690 HK	193.00	1,134,349	180.16	6.65	198.07	0.92	0.55	2.91	4.63	40.78	433.94	59.21	71.39	0.44	354.16	66.33	41.67	10.63	9.41	7.72	0.00	0.00	0.00	2.30	0.89
映客	3700 HK	1.37	2,750	-	-	6.80	0.03	0.12	0.28	-	252.59	136.67	-	-	-	11.24	4.76	-	-	-	-	0.00	0.00	-	-	1.20
金山软件	3888 HK	39.50	54,223	35.30	10.62	130.60	1.28	0.36	0.69	1.07	转盈	92.74	54.78	NM	-	110.41	57.24	36.99	3.04	2.66	2.15	0.45	0.19	0.24	4.20	1.52
友谊时光	6820 HK	2.84	6,213	4.00	40.85	-	-	0.31	0.37	0.42	-	20.85	13.21	-	-	9.22	7.65	6.69	2.85	2.13	1.65	3.32	3.90	4.29	33.40	1.21
联众	6899 HK	0.50	539	-	-	30.56	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.47
人瑞人才	6919 HK	29.90	4,595	45.89	53.47	-	2.43	1.37	2.13	3.09	43.57	55.88	44.61	8.35	1.09	21.89	14.05	9.69	3.24	2.64	-	-	-	-	15.84	0.87
阿里巴巴	9988 HK	243.00	5,215,214	282.14	16.10	-	-	7.56	10.44	13.55	-	38.15	29.81	-	0.99	32.14	23.33	17.96	5.36	4.41	3.63	0.00	0.00	0.00	17.33	0.99
简单平均					12.11	26.35	0.00	1.29	1.87	2.65	43.83	78.36	39.31	25.48	5.22	73.74	32.32	22.22	3.70	3.33	2.95	1.46	1.82	2.13	13.25	1.07
市值加权					7.70	72.86	8.68	9.33	12.24	15.35	11.66	71.15	29.02	30.68	0.83	68.92	32.20	24.53	7.18	5.88	4.77	0.13	0.16	0.18	17.80	1.06
中位数					8.72	0.52	0.17	0.39	0.55	0.87	12.88	30.98	20.98	16.48	0.99	20.54	14.05	10.96	2.13	1.96	1.64	1.03	1.65	1.71	13.51	1.13
汽车及零部件																										
吉利汽车	175 HK	16.42	161,131	17.77	8.23	35.43	1.01	0.98	1.21	1.36	3.38	24.31	11.80	10.32	4.47	16.88	13.58	12.14	2.23	1.98	1.73	1.44	1.86	2.15	14.12	1.53
敏实集团	425 HK	24.40	28,091	26.39	8.16	10.22	1.65	1.41	1.87	2.18	14.51	32.46	16.73	9.74	1.55	17.32	13.07	11.21	1.65	1.51	1.39	2.35	2.96	3.64	9.82	1.32
东风集团股份	489 HK	5.52	47,561	7.08	28.28	17.95	1.69	1.42	1.64	1.71	16.18	15.50	4.03	0.24	-	3.89	3.37	3.24	0.31	0.29	0.27	5.84	6.58	6.68	8.36	1.15
天能动力	819 HK	18.48	20,811	22.87	23.77	206.26	1.69	1.84	1.99	2.39	8.70	8.17	20.14	12.20	-	10.04	9.28	7.72	2.33	1.97	1.66	2.53	2.77	2.79	23.62	1.43
超威动力	951 HK	3.95	4,361	2.20	44.30	37.92	0.61	0.61	0.64	0.62	1.07	4.40	2.50	0.95	-	6.37	6.10	6.26	0.78	0.71	0.66	2.52	2.52	-	12.85	0.93
BRILLIANCE CHI	1114 HK	7.90	39,858	9.59	21.33	4.21	1.52	1.52	1.75	1.63	0.33	15.70	7.13	2.31	0.46	5.21	4.50	4.86	0.93	0.80	0.71	5.08	4.81	3.59	19.06	1.56
庆铃汽车股份	1122 HK	1.39	3,450	-	-	24.21	0.18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.79
新晨动力	1148 HK	0.31	391	-	-	20.78	0.00	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.97
比亚迪	1211 HK	75.35	243,521	62.69	16.80	51.77	0.57	1.07	1.25	1.69	89.34	16.11	35.28	43.81	5.27	69.92	60.26	44.55	3.15	3.00	2.77	0.16	0.22	0.24	4.45	1.29
耐世特	1316 HK	5.02	12,588	6.02	19.84	36.76	0.72	0.47	0.69	0.82	34.48	45.55	19.36	4.41	-	10.62	7.28	6.11	0.85	0.77	0.72	3.40	4.17	4.79	8.50	1.65
信邦控股	1571 HK	1.60	1,605	-	-	7.89	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.11
雅迪控股	1585 HK	6.79	20,336	5.77	15.02	324.38	0.16	0.29	0.34	0.39	75.61	18.95	16.22	34.40	-	23.58	19.78	17.03	4.75	4.23	3.74	1.79	2.12	2.45	-	0.89
中集车辆	1839 HK	6.58	11,614	9.39	42.63	18.77	0.84	0.79	0.96	1.12	6.18	21.72	16.08	9.85	-	8.31	6.83	5.88	1.02	0.94	0.87	-	-	-	12.28	0.75
北京汽车	1958 HK	3.79	30,378	3.57	5.70	23.47	0.58	0.45	0.60	0.68	22.80	33.93	14.43	5.77	10.51	8.51	6.36	5.55	0.53	0.50	0.47	4.30	5.20	6.11	6.26	1.57
广汽集团	2238 HK	7.00	102,505	8.13	16.17	13.10	0.74	0.73	0.94	1.07	1.00	29.18	13.04	13.07	0.39	9.59	7.43	6.57	0.76	0.71	0.65	3.34	4.13	4.65	8.17	1.31
长城汽车	2333 HK	8.11	117,016	7.56	6.84	57.69	0.56	0.49	0.63	0.70	12.39	29.77	11.39	8.19	1.70	16.60	12.78	11.49	1.18	1.12	1.06	2.75	3.46	3.91	7.41	1.37
潍柴动力	2338 HK	17.30	143,763	20.05	15.92	43.87	1.30	1.37	1.56	1.67	4.78	14.05	7.25	8.62	2.22	12.66	11.10	10.34	2.35	2.05	1.81	2.55	3.07	3.19	19.64	1.12
中国重汽	3808 HK	24.10	66,540	24.59	2.04	105.61	1.28	1.94	2.00	2.06	50.98	3.15	3.15	17.12	-	12.40	12.01	11.71	1.93	1.75	1.59	3.01	3.01	3.38	16.87	1.34
简单平均					6.51	42.65	0.89	1.02	1.20	1.34	7.95	20.86	11.95	12.07	3.20	15.46	12.91	10.98	1.65	1.49	1.34	2.93	3.35	3.66	12.24	1.23
市值加权					3.34	44.22	0.93	1.07	1.25	1.44	21.97	20.24	15.62	17.79	3.35	26.09	22.10	17.71	2.00	1.82	1.65	2.24	2.63	2.84	11.10	1.32
中位数					8.23	14.50	0.74	0.98	1.21	1.36	1.00	18.95	13.04	9.74	1.96	10.62	9.28	7.72	1.18	1.12	1.06	2.65	3.04	3.59	11.05	1.30
汽车经销商及后市场																										
神州租车	699 HK	2.29	4,857	5.50	140.17	60.52	0.16	0.26	0.31	-	67.99	16.73	-	-	-	8.61	7.38	-	0.53	0.49	-	-	-	-	-	0.82
中升控股	881 HK	47.70	108,360	53.22	11.56	117.81	2.25	2.43	3.04	3.61	8.02	24.87	18.80	17.02	0.65	19.55	15.66	13.18	3.81	3.17	2.60	1.06	1.30	1.55	21.36	0.99
美东汽车	1268 HK	21.65	26,922	20.22	6.60	274.05	0.53	0.67	0.93	1.20	27.08	37.80	29.05	31.23	-	32.15	23.33	18.07	8.98	7.07	5.59	1.42	2.00	2.64	35.07	0.95
广汇宝信	1293 HK	1.23	3,490	1.94	57.97	30.51	0.24	0.24	0.30	0.32	1.43	22.41	7.80	9.16	-	5.05	4.13	3.83	0.38	0.35	0.33	2.97	3.60	2.43	8.58	1.56
正通汽车	1728 HK	0.82	2,212	1.68	104.39	71.69	0.30	0.29	0.35	0.39	5.44	22.38	11.71	8.94	-	2.87	2.35	2.10	0.14	0.13	0.13	15.40	15.13	16.88	4.58	1.59
大昌行集团	1828 HK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.10	0.88
永达汽车	3669 HK	8.26	16,266	11.29	36.71	19.23	0.90	0.95	1.17	1.36	5.84	22.61	16.38	14.73	0.35	8.66	7.07	6.07	1.21	1.09	0.95	4.55	4.41	5.04	15.24	1.31
和谐汽车	3836 HK	3.50	5,511	4.37	24.77	41.47	0.39	0.40	0.47	0.53	4.48	16.63	13.19	11.31	-	8.68	7.45	6.58	0.62	0.58	0.55	2.31	2.78	3.10	7.30	1.11
简单平均					52.71	41.41	0.68	0.75	0.94	1.23	15.22	23.34	16.15	15.40	0.50	12.22	9.62	8.31	2.24	1.84	1.69	4.62	4.87	5.28	14.03	1.15
市值加权					17.44	120.07	1.65	1.80	2.26	2.77	12.12	26.13	19.73	18.67	0.61	19.32	15.13	12.70	4.07	3.34	2.78	1.74	2.02	2.36	22.03	1.04
中位数					36.71	19.23	0.39	0.40	0.47	0.86	5.84	22.41	14.79	13.02	0.50	8.66	7.38	6.33	0.62	0.58	0.75	2.64	3.19	2.87	8.58	1.05
电信运营商																										
电讯盈科	8 HK	4.37	33,779	5.16	18.12	4.22	0.08	0.09	0.12	0.14	5.02	43.53	13.11	19.47	-	51.41	35.82	31.67	2.42	2.69	2.97	7.37	7.55	7.67	5.57	0.66
和记电讯香港	215 HK	1.30	6,265	1.55	19.08	24.99	0.09	0.06	0.06	0.05	33.71	6.78	7.27	16.94	-	22.03	23.64	25.49	0.51	0.52	0.53	3.15	2.85	2.69	2.15	0.96
数码通电讯	315 HK	4.06	4,556	5.01	23.30	41.23	0.49	0.38	0.34	0.35	22.41	11.59	4.32	10.55	-	10.70	12.10	11.60	0.87	0.81	-	6.91	6.31	6.40	7.91	0.80
中国电信	728 HK	2.30	186,144	3.33	44.70	31.89	0.28	0.28	0.30	0.32	3.04	8.00	7.41	4.00	1.19	8.37	7.75	7.21	0.46	0.44	0.43	5.30	5.63	6.21	5.61	0.73
中国联通	762 HK	4.32	132,184	6.60	52.85	42.19	0.42	0.45	0.52	0.57	7.44	15.96	8.03	10.41	0.75	9.58	8.26	7.62	0.36	0.35	0.34	4.15	4.90	5.51	3.82	0.99
中国移动	941 HK	53.45	1,094,415	73.14	36.84	16.37	5.91	5.83	6.01	6.11	1.35	3.17	1.68	1.15	1.58	9.17	8.89	8.72	0.86	0.83	0.79	6.26	6.47	6.77	9.67	0.73
香港宽频	1310 HK	14.04	18,415	16.93	20.61	4.19	0.29	0.37	0.53	-	27.59	46.03	-	-	0.53	38.40	26.29	-	3.08	3.44	-	5.82	6.81	-	9.96	0.71
中信国际电讯	1883 HK	2.44	8,940	3.41	39.75	21.11	0.28	0.29	0.31	0.32	4.21	9.06	3.19	5.46	-	8.50	7.80	7.55	0.87	0.86	0.82	8.73	9.43	9.84	10.73	0.69
香港电讯－ＳＳ	6823 HK	11.50	87,121	13.81	20.11	2.87	0.69	0.70	0.73	0.75	1.32	4.01	2.75	2.69	2.33	16.48	15.84	15.42	2.30	2.29	2.28	6.21	6.43	6.58	14.15	0.62
简单平均					30.60	19.14	0.95	0.94	0.99	1.08	1.66	12.38	4.15	1.96	1.28	19.41	16.27	14.41	1.30	1.36	1.17	5.99	6.26	6.46	7.73	0.77
市值加权					37.51	19.08	4.23	4.18	4.32	4.44	0.35	6.19	3.20	2.68	1.49	10.82	9.93	9.39	0.91	0.89	0.84	5.99	6.26	6.61	8.83	0.74
中位数					23.30	21.11	0.29	0.37	0.34	0.34	1.32	8.00	3.76	3.34	1.19	10.70	12.10	10.16	0.87	0.83	0.79	6.21	6.43	6.49	7.91	0.73
通信设备																										
中国通信服务	552 HK	5.07	35,115	6.56	29.43	5.90	0.52	0.52	0.60	0.66	0.12	14.62	10.91	8.28	-	9.76	8.51	7.67	0.87	0.80	0.76	3.52	4.00	3.87	8.98	0.91
中兴通讯	763 HK	23.10	186,411	29.69	28.51	5.28	1.38	1.29	1.67	1.99	7.01	29.37	19.52	12.87	-	17.93	13.86	11.60	2.69	2.34	1.96	1.36	1.76	2.09	14.45	1.51
中国铁塔	788 HK	1.41	248,172	2.10	48.58	31.52	0.03	0.04	0.06	0.08	30.59	40.91	24.19	31.72	0.64	31.83	22.33	18.19	1.20	1.16	1.13	1.73	2.59	3.22	3.83	0.91
微知集团	1300 HK	1.04	1,863	2.00	92.31	30.20	0.23	0.25	0.30	0.34	10.84	17.46	14.53	14.25	-	4.08	3.48	3.03	0.43	0.39	0.35	-	-	-	10.40	1.20
中信国际电讯	1883 HK	2.44	8,940	3.41	39.75	21.11	0.28	0.29	0.31	0.32	4.21	9.06	3.19	5.46	-	8.50	7.80	7.55	0.87	0.86	0.82	8.73	9.43	9.84	10.73	0.69
京信通信	2342 HK	3.21	8,799	4.00	24.61	62.12	0.06	0.10	0.17	0.19	66.67	62.14	13.77	45.41	-	31.17	19.22	16.89	2.07	1.91	1.74	0.93	1.71	2.02	5.40	0.97
长飞光纤	6869 HK	13.86	19,113	15.98	15.27	1.37	1.20	1.15	1.42	1.53	4.20	23.26	8.03	8.45	1.38	12.07	9.78	9.06	1.00	0.93	0.89	2.25	2.78	3.10	8.68	1.18
简单平均					39.78	4.75	0.53	0.52	0.65	0.73	14.43	28.12	13.45	18.06	1.01	16.48	12.14	10.57	1.30	1.20	1.09	3.09	3.71	4.02	8.92	1.05
市值加权					38.24	17.19	0.61	0.58	0.74	0.88	13.46	33.92	20.37	22.02	0.69	23.94	17.42	14.44	1.72	1.57	1.40	1.85	2.50	2.94	8.44	1.14
中位数					29.43	5.90	0.28	0.29	0.31	0.34	4.21	23.26	13.77	12.87	1.01	12.07	9.78	9.06	1.00	0.93	0.89	1.99	2.69	3.16	8.98	0.97
石油石化																										
上海石化	338 HK	1.73	35,594	2.00	15.43	33.59	0.23	0.13	0.23	0.23	42.38	68.66	0.00	0.95	1.52	13.02	7.69	7.66	0.57	0.55	0.55	5.44	7.23	7.55	5.89	0.99
中国石化	386 HK	3.42	512,738	4.58	34.04	26.67	0.54	0.10	0.33	0.46	81.67	234.34	38.97	5.20	1.92	34.69	10.33	7.44	0.50	0.49	0.47	3.95	5.99	8.32	1.44	0.94
中国石油	857 HK	2.72	864,441	3.32	22.17	32.30	-	0.10	0.10	0.24	-	转盈	136.27	-	2.38	-	26.41	11.21	0.36	0.36	0.35	1.59	2.36	4.36	1.03	0.98
中国海洋石油	883 HK	8.52	380,396	10.64	24.88	29.97	1.46	0.39	0.78	1.19	73.01	98.22	52.25	6.61	4.69	21.67	10.93	7.18	0.76	0.74	0.69	3.28	4.64	6.62	3.63	1.10
亚美能源	2686 HK	1.07	3,631	-	-	15.75	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.65
简单平均					24.13	27.66	0.74	0.13	0.36	0.53	65.69	133.74	56.87	4.26	0.68	23.13	13.84	8.37	0.55	0.53	0.51	3.56	5.06	6.71	2.48	0.93
市值加权					26.00	30.19	0.90	0.06	0.31	0.50	76.62	89.21	87.92	5.62	0.37	28.53	18.15	9.21	0.49	0.48	0.46	2.70	3.98	6.03	0.80	0.99
中位数					23.53	29.97	0.54	0.12	0.28	0.35	73.01	98.22	45.61	5.20	0.20	21.67	10.63	7.55	0.54	0.52	0.51	3.61	5.32	7.09	2.54	0.98
石油设备服务																										
宏华集团	196 HK	0.29	1,526	0.61	112.28	54.03	0.01	0.03	0.04	0.05	71.51	48.00	21.62	45.61	-	11.19	7.80	6.28	0.32	0.30	0.29	0.00	0.00	0.00	3.18	1.43
中石化冠德	934 HK	3.40	8,453	4.29	26.26	14.32	0.52	0.54	0.50	0.52	3.67	6.53	3.39	0.06	-	6.34	6.79	6.56	0.65	0.62	0.59	6.59	5.53	5.71	10.75	0.94
石化油服	1033 HK	0.57	30,741	0.65	14.04	38.71	0.05	0.06	0.06	0.07	2.84	8.93	13.11	8.21	-	10.29	9.36	8.30	1.18	0.97	0.77	0.00	0.00	0.58	11.06	1.20
华油能源	1251 HK	0.29	538	0.42	44.83	62.34	0.12	0.08	0.09	0.10	38.21	21.33	13.19	5.33	-	3.85	3.15	2.82	0.32	0.30	0.28	0.00	0.00	-	11.94	1.28
海隆控股	1623 HK	0.21	356	0.26	21.43	71.62	0.12	0.09	0.10	0.11	22.17	4.35	14.58	2.37	-	2.28	2.18	1.90	0.09	0.08	0.08	10.02	10.02	10.55	4.65	1.30
珠江钢管	1938 HK	0.19	188	-	-	66.18	0.65	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.82
中海油服	2883 HK	6.26	57,375	9.32	48.91	25.95	-	0.66	0.77	0.85	-	17.25	11.20	-	-	9.53	8.13	7.31	0.70	0.67	0.63	2.88	3.10	3.59	7.15	1.24
安东油田服务	3337 HK	0.44	1,323	0.49	12.05	52.69	0.10	0.06	0.10	0.11	42.81	68.97	12.24	2.74	-	7.50	4.46	4.01	0.39	0.36	0.33	0.00	1.01	1.26	6.36	1.18
中集安瑞科	3899 HK	3.30	6,635	4.85	47.03	37.88	0.51	0.48	0.57	0.63	5.93	17.15	11.64	7.15	-	6.82	5.82	5.22	0.77	0.71	0.66	6.08	7.25	8.26	11.76	1.42
简单平均					40.85	43.90	0.10	0.25	0.28	0.31	4.44	22.43	12.62	8.01	#DIV/0!	7.23	5.96	5.30	0.55	0.50	0.45	3.20	3.36	4.28	8.36	1.20
市值加权					37.32	28.31	0.19	0.44	0.51	0.56	2.08	14.03	11.34	7.43	#DIV/0!	9.28	8.14	7.31	0.83	0.74	0.65	2.48	2.59	3.12	8.79	1.22
中位数					35.55	52.69	0.11	0.08	0.10	0.11	5.93	17.20	12.68	2.74	#NUM!	7.16	6.30	5.75	0.52	0.49	0.46	1.44	2.05	3.59	8.95	1.24
化工及材料																										
建滔集团	148 HK	22.20	24,503	23.00	3.60	21.21	2.88	2.77	3.19	3.58	3.72	15.16	12.23	7.56	-	8.01	6.96	6.20	-	-	-	4.64	5.36	5.99	-	1.35
中化化肥	297 HK	0.71	4,987	0.87	22.54	17.63	0.10	0.10	0.12	0.12	5.22	22.11	2.59	5.89	-	7.37	5.99	5.83	0.55	0.51	0.49	2.34	3.12	1.56	7.37	0.96
中国心连心化肥	1866 HK	2.33	2,730	2.15	7.73	3.93	-	0.30	0.40	0.52	-	36.95	29.70	-	-	7.79	5.69	4.38	0.40	0.37	0.33	4.28	6.18	8.56	6.20	0.81
中国三江化工	2198 HK	2.72	3,237	3.05	12.13	86.30	0.52	0.61	0.67	0.71	16.52	9.18	6.61	10.69	-	4.46	4.09	3.84	0.29	0.29	0.28	-	-	-	14.00	0.94
中国节能海东青	2228 HK	0.60	1,398	-	-	0.00	0.01	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.33
中石化炼化工程	2386 HK	3.47	15,365	5.00	44.09	36.81	0.56	0.58	0.63	0.67	5.06	7.88	6.03	6.32	0.49	5.92	5.50	5.18	0.49	0.47	0.45	9.45	9.70	10.12	8.36	1.03
中海石油化学	3983 HK	1.18	5,440	1.80	52.54	43.76	0.15	0.13	0.19	0.20	13.74	45.80	3.14	9.06	-	9.03	6.19	5.99	0.34	0.33	0.33	5.63	8.26	8.45	4.16	0.92
简单平均					21.20	1.89	0.70	0.75

【国泰君安国际】大数据系列 |【国泰君安国际】港股股票池（20200730更新）

投资咨询部

	股票代码	收市价 (LC)	市值 (HKDm)	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	1年股价走势 (%)	每股盈利 19A (HKD)	每股盈利 20F (HKD)	每股盈利 21F (HKD)	每股盈利 22F (HKD)	每股盈利增长 20F (%)	每股盈利增长 21F (%)	每股盈利增长 22F (%)	每股盈利 19-22年 CAGR (%)	PEG 21F (倍)	市盈率 20F (倍)	市盈率 21F (倍)	市盈率 22F (倍)	市净率 20F (倍)	市净率 21F (倍)	市净率 22F (倍)	股息率 20F (%)	股息率 21F (%)	股息率 22F (%)	ROE 20F (%)	贝塔值
燃气																										
昆仑能源	135 HK	6.36	55,070	8.04	26.34	3.91	0.76	0.78	0.89	1.00	2.80	14.78	12.21	9.81	1.23	8.14	7.11	6.33	0.92	0.85	0.78	4.49	5.05	5.54	11.29	1.01
中国燃气	384 HK	23.70	123,680	32.93	38.95	25.90	1.68	2.01	2.27	2.56	19.40	13.15	12.62	15.01	6.92	11.79	10.42	9.25	2.66	2.22	1.94	2.40	2.78	3.11	23.83	0.70
中油燃气	603 HK	0.23	1,298	-	-	38.36	0.06	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.89
港华燃气	1083 HK	3.71	11,015	4.93	32.75	33.83	0.51	0.50	0.55	0.60	2.02	9.72	9.22	5.50	-	7.36	6.71	6.14	0.54	0.51	0.48	4.18	4.69	5.23	7.44	1.05
华润燃气	1193 HK	38.70	89,552	43.23	11.72	0.39	2.24	2.42	2.69	3.00	8.03	11.12	11.65	10.26	19.33	16.00	14.40	12.90	2.73	2.46	2.24	2.41	2.72	3.16	18.25	0.51
天津津燃公用	1265 HK	0.67	1,232	-	-	14.10	0.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.70
天伦燃气	1600 HK	6.12	6,118	8.70	42.16	28.94	0.91	1.07	1.25	1.33	17.84	16.90	5.91	13.42	-	5.72	4.90	4.62	1.19	1.02	0.92	5.10	5.97	6.48	22.38	0.95
新奥能源	2688 HK	93.95	105,775	100.45	6.92	18.83	5.16	5.97	6.86	7.73	15.73	15.03	12.65	14.46	0.78	15.75	13.69	12.12	3.11	2.67	2.32	2.15	2.56	3.02	20.96	0.69
滨海投资	2886 HK	1.08	1,268	1.93	78.70	15.89	0.09	0.15	0.19	0.22	64.06	26.67	15.79	34.00	-	7.20	5.68	4.91	0.84	0.76	0.68	3.70	5.56	6.48	13.10	0.41
中裕燃气	3633 HK	7.25	19,175	-	-	11.18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.70
简单平均					33.93	15.29	1.27	1.84	2.10	2.35	17.98	15.34	11.43	14.64	2.60	10.28	8.99	8.04	1.71	1.50	1.34	3.49	4.19	4.72	16.75	0.76
市值加权					22.34	5.41	2.55	2.93	3.34	3.75	13.01	13.43	12.16	12.82	1.94	13.07	11.54	10.27	2.46	2.13	1.88	2.73	3.14	3.56	19.51	0.71
中位数					32.75	15.00	0.76	1.07	1.25	1.33	15.73	14.78	12.21	13.42	1.01	8.14	7.11	6.33	1.19	1.02	0.92	3.70	4.69	5.23	18.25	0.70
煤炭																										
首钢资源	639 HK	1.77	9,384	2.12	19.66	16.22	0.22	0.22	0.23	0.20	1.07	6.98	13.04	2.73	-	8.23	7.70	8.85	0.58	0.56	0.55	7.91	8.64	7.63	6.83	0.90
中国神华	1088 HK	13.10	330,559	17.04	30.08	8.16	2.47	1.98	1.98	1.98	19.72	0.10	0.05	7.04	-	6.60	6.59	6.59	0.64	0.61	0.58	8.14	8.10	7.96	9.61	0.78
兖州煤业	1171 HK	6.00	41,792	6.81	13.50	10.60	2.17	1.46	1.54	1.57	32.44	4.99	1.82	10.28	-	4.09	3.90	3.83	0.46	0.42	0.40	7.90	8.60	8.84	10.89	1.07
中煤能源	1898 HK	1.90	49,870	2.67	40.37	32.67	0.53	0.42	0.40	0.44	20.48	5.19	9.70	6.13	-	4.48	4.73	4.30	0.23	0.22	0.21	5.42	5.60	6.24	5.05	0.87
中国旭阳集团	1907 HK	2.12	8,671	2.40	13.21	18.59	0.39	0.33	0.39	0.47	14.16	17.07	19.44	6.27	-	6.28	5.35	4.48	0.52	0.51	0.47	4.44	5.75	6.27	17.03	0.55
兖煤澳大利亚	3668 HK	14.30	18,882	-	-	6.60	2.97	1.55	1.76	2.62	47.83	13.75	48.52	4.12	-	8.86	7.79	5.24	0.53	0.51	0.48	4.67	5.06	7.39	6.16	0.26
信义能源	3868 HK	2.47	16,679	2.67	8.22	23.19	0.15	0.16	0.18	0.19	7.66	9.76	2.78	6.69	1.96	15.06	13.72	13.35	1.64	1.65	1.60	6.56	7.04	6.48	10.56	0.83
伊泰煤炭	3948 HK	4.83	17,527	-	-	13.29	1.32	0.94	1.00	-	28.34	5.73	-	-	-	5.07	4.79	-	0.39	0.37	-	-	-	-	-	0.72
简单平均					20.84	3.66	1.28	0.88	0.94	1.07	19.55	6.65	9.88	2.48	1.96	7.33	6.82	6.66	0.62	0.61	0.61	6.43	6.97	7.26	9.45	0.75
市值加权					28.36	7.83	2.07	1.60	1.62	1.68	20.88	1.46	3.26	6.31	1.96	6.52	6.40	6.30	0.60	0.57	0.56	7.57	7.69	7.75	9.22	0.79
中位数					16.58	7.38	0.92	0.68	0.70	0.47	20.10	6.35	2.78	4.12	1.96	6.44	5.97	5.24	0.52	0.51	0.48	6.56	7.04	7.39	9.61	0.81
电力																										
华润电力	836 HK	9.62	46,276	12.91	34.22	7.39	1.36	1.78	1.99	2.20	31.20	11.84	10.54	17.49	0.99	5.40	4.83	4.37	0.59	0.55	0.51	7.20	8.02	8.96	11.39	0.83
华能国际	902 HK	3.28	72,791	4.07	24.02	23.38	0.07	0.42	0.48	0.50	517.03	13.33	4.41	94.00	0.65	7.77	6.87	6.58	0.45	0.44	0.41	7.97	8.27	8.91	5.42	0.86
大唐发电	991 HK	1.01	38,437	1.42	40.59	39.95	0.03	0.14	0.17	0.16	386.58	19.57	2.42	78.39	1.27	7.29	6.12	6.29	0.31	0.31	0.31	7.24	8.33	9.32	3.50	0.99
华电国际	1071 HK	2.31	36,898	3.26	41.08	24.58	0.33	0.43	0.48	0.51	31.92	9.68	6.30	15.43	0.64	5.32	4.85	4.55	0.32	0.31	0.30	8.53	9.30	9.97	6.26	0.89
中国电力	2380 HK	1.44	14,122	1.86	28.89	20.18	0.15	0.20	0.26	0.33	30.61	30.30	28.29	29.73	0.72	7.26	5.58	4.35	0.41	0.39	0.37	8.08	9.00	11.85	5.61	0.86
简单平均					33.76	23.10	0.39	0.59	0.67	0.74	199.47	16.94	9.42	47.01	0.60	6.61	5.65	5.23	0.42	0.40	0.38	7.80	8.59	9.80	6.44	0.89
市值加权					32.69	22.88	0.40	0.66	0.74	0.80	266.39	14.65	6.46	55.89	0.62	6.69	5.83	5.53	0.43	0.41	0.39	7.77	8.46	9.39	6.55	0.88
中位数					34.22	23.38	0.15	0.42	0.48	0.50	31.92	13.33	6.30	29.73	0.72	7.26	5.58	4.55	0.41	0.39	0.37	7.97	8.33	9.32	5.61	0.86
电力设备																										
东方电气	1072 HK	4.20	31,467	8.00	90.48	9.81	0.47	0.53	0.59	0.66	13.73	10.96	12.27	12.31	-	7.93	7.15	6.37	0.39	0.38	0.37	6.01	6.33	6.86	5.35	1.14
哈尔滨电气	1133 HK	2.76	4,710	3.80	37.68	10.84	0.07	0.13	0.18	0.22	81.80	34.85	21.35	43.82	-	20.77	15.48	12.78	0.27	0.26	0.24	0.00	0.00	0.00	2.06	0.84
伟能集团	1608 HK	3.02	7,992	5.41	79.04	15.27	0.11	0.23	0.39	0.44	109.53	66.09	14.47	58.53	-	12.96	7.80	6.82	2.19	1.76	1.44	1.72	2.91	3.41	17.87	0.80
博耳电力	1685 HK	0.35	267	-	-	11.54	0.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.62
上海电气	2727 HK	2.31	80,658	2.97	28.44	15.07	0.28	0.22	0.25	0.27	23.14	15.14	7.17	1.75	-	10.59	9.19	8.58	0.48	0.45	0.43	1.97	1.92	1.58	4.92	0.98
中国能源建设	3996 HK	0.78	23,449	1.00	28.21	3.11	0.12	0.18	0.21	0.23	44.50	15.08	10.68	22.55	-	4.27	3.71	3.35	0.35	0.33	0.34	4.26	4.83	5.82	9.33	0.73
简单平均					52.77	2.24	0.18	0.26	0.32	0.36	45.29	28.43	13.19	27.09	#DIV/0!	11.30	8.67	7.58	0.74	0.64	0.56	2.79	3.20	3.53	7.91	0.85
市值加权					44.59	9.61	0.28	0.28	0.32	0.35	5.87	17.62	9.65	9.78	#DIV/0!	9.48	8.01	7.32	0.53	0.48	0.45	3.11	3.31	3.42	6.31	0.96
中位数					37.68	6.46	0.12	0.22	0.25	0.27	44.50	15.14	12.27	22.55	#NUM!	10.59	7.80	6.82	0.39	0.38	0.37	1.97	2.91	3.41	5.35	0.82
清洁能源																										
协合新能源	182 HK	0.32	2,677	0.40	25.00	10.86	0.07	0.09	0.11	0.13	27.86	14.89	16.67	19.67	-	3.36	2.92	2.51	0.37	0.34	0.31	10.04	11.42	12.11	11.15	0.60
协鑫新能源	451 HK	0.11	2,155	0.11	2.65	62.95	-	0.02	0.02	0.03	-	0.00	22.73	-	-	5.10	5.10	4.08	0.25	0.25	0.25	0.00	0.00	-	5.23	1.07
京能清洁能源	579 HK	2.13	17,561	1.82	14.69	62.22	0.28	0.29	0.33	0.36	2.88	12.97	8.46	8.02	-	7.26	6.41	5.92	0.65	0.61	0.57	4.00	4.58	4.99	9.36	0.69
中国高速传动	658 HK	4.68	7,653	4.50	3.85	3.70	0.30	0.39	0.29	0.23	27.62	25.77	21.18	9.28	-	12.07	16.25	20.61	0.60	0.59	0.58	4.97	3.29	2.65	5.30	1.07
熊猫绿能	686 HK	0.29	6,504	-	-	1.75	0.04	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.51
卡姆丹克太阳能	712 HK	0.11	82	-	-	53.33	0.10	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.68
中国电力清洁能源	735 HK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.70
水发兴业能源	750 HK	0.56	1,412	-	-	43.43	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.56
华电福新	816 HK	2.42	20,347	2.37	2.19	67.47	0.25	0.30	0.36	0.40	19.09	20.88	11.70	17.15	-	8.03	6.66	5.95	0.69	0.65	0.60	2.93	3.52	3.98	7.92	1.20
龙源电力	916 HK	4.62	37,128	5.32	15.13	1.85	0.61	0.65	0.71	0.79	5.97	10.20	11.08	9.06	1.02	7.13	6.47	5.82	0.61	0.56	0.52	2.81	3.12	3.40	8.83	0.97
新天绿能	956 HK	2.20	28,590	2.53	15.00	6.28	0.41	0.44	0.47	0.52	7.72	5.88	10.47	8.01	-	4.97	4.70	4.24	0.56	0.51	0.46	7.45	7.95	8.86	12.07	1.25
华能新能源	958 HK	-	-	-	-	-	-	0.44	0.48	-	-	9.77	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.06	0.06	-	12.30	0.79
信义光能	968 HK	8.30	67,771	8.08	2.71	93.65	0.30	0.37	0.49	0.62	22.69	30.65	26.95	26.72	1.32	22.31	17.08	13.45	4.16	3.47	3.02	2.06	2.72	3.18	19.31	1.08
顺风清洁能源	1165 HK	0.09	438	-	-	71.15	0.37	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.03
大唐环境	1272 HK	0.78	2,315	-	-	52.90	0.16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.53
大唐新能源	1798 HK	0.98	7,128	1.03	4.90	31.37	0.13	0.15	0.17	0.20	17.20	17.69	14.45	16.44	0.37	6.65	5.64	4.92	0.49	0.45	0.42	3.05	3.50	4.41	7.65	1.12
中广核新能源	1811 HK	1.36	5,836	1.12	17.65	34.65	0.20	0.23	0.23	0.23	14.82	0.00	0.00	4.71	-	5.85	5.85	5.85	0.65	0.57	0.52	-	-	-	12.00	0.82
中国广核	1816 HK	1.64	151,627	2.31	40.55	23.00	0.23	0.21	0.23	0.25	7.35	8.41	5.60	1.98	1.88	7.67	7.05	6.67	0.78	0.73	0.69	5.34	5.47	5.94	10.37	0.83
金风科技	2208 HK	6.27	46,023	9.81	56.44	28.42	0.58	0.92	1.00	1.01	58.73	8.46	0.70	20.13	0.16	6.78	6.26	6.21	0.71	0.65	0.60	4.73	5.16	5.02	10.78	1.13
保利协鑫能源	3800 HK	0.22	4,736	0.22	2.68	51.30	0.01	0.04	0.00	0.01	-	-	转盈	NM	-	-	-	40.45	0.19	0.19	0.19	0.00	0.00	0.00	2.20	1.34
简单平均					8.51	5.66	0.19	0.32	0.35	0.37	17.93	8.77	8.97	11.15	0.95	8.10	7.53	9.74	0.82	0.74	0.67	3.65	3.91	4.96	9.29	0.90
市值加权					23.05	9.87	0.32	0.38	0.43	0.47	11.48	12.45	9.62	10.61	1.36	9.83	8.50	8.03	1.28	1.13	1.01	4.32	4.65	5.06	11.45	0.96
中位数					2.19	7.28	0.22	0.30	0.31	0.25	17.20	9.77	10.78	9.06	1.02	6.95	6.33	5.92	0.61	0.57	0.52	3.05	3.50	4.41	9.86	0.90
水务/环保																										
中国光大国际	257 HK	4.52	27,766	5.74	26.99	33.03	0.84	0.99	1.14	1.23	16.71	15.84	7.80	13.38	0.43	4.59	3.96	3.67	0.68	0.60	0.54	6.48	7.35	7.88	15.44	1.13
北控水务集团有限公	371 HK	3.21	32,168	4.13	28.79	20.78	0.50	0.54	0.59	0.63	7.49	9.53	7.68	8.23	0.56	6.00	5.48	5.09	0.94	0.85	0.76	6.26	6.85	7.32	16.07	1.19
新宇环保	436 HK	0.28	835	-	-	3.38	0.02	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.50
海螺创业	586 HK	33.65	60,730	41.34	22.85	25.35	4.41	4.57	5.10	5.52	3.46	11.56	8.34	7.74	0.95	7.35	6.59	6.08	1.45	1.22	1.06	2.32	2.67	3.03	21.80	0.93
上海实业环境	807 HK	1.18	3,071	1.92	62.37	18.17	-	0.27	0.30	0.33	-	10.74	8.70	-	-	4.31	3.90	3.59	0.31	0.29	0.27	5.16	5.63	6.10	7.40	0.87
中国水务	855 HK	6.23	9,993	8.81	41.48	8.41	0.89	1.05	1.15	1.27	17.31	10.26	9.96	12.46	0.51	5.95	5.40	4.91	1.04	0.91	0.81	5.27	5.89	5.97	18.24	0.88
东江环保	895 HK	4.85	8,500	6.50	34.02	31.16	-	0.61	0.71	0.82	-	17.36	15.63	-	-	8.03	6.84	5.92	0.83	0.76	0.69	4.11	4.80	5.71	-	0.89
桑德国际	967 HK	2.98	4,488	-	-	0.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.33
创业环保	1065 HK	2.50	9,617	-	-	5.94	0.41	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.90
中国光大绿色环保	1257 HK	3.21	6,632	4.89	52.40	34.46	0.78	0.90	1.02	1.19	14.68	13.11	16.40	14.72	-	3.57	3.15	2.71	0.55	0.48	0.42	5.64	6.73	8.16	15.95	1.23
绿色动力	1330 HK	3.24	9,886	3.95	21.91	10.00	0.41	0.43	0.51	0.60	6.02	18.71	17.12	13.81	-	7.50	6.32	5.32	0.95	0.81	0.75	3.93	4.62	5.13	13.36	0.99
中滔环保	1363 HK	0.34	2,148	-	-	0.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.48
粤丰环保	1381 HK	3.49	8,514	4.77	36.53	12.20	0.37	0.44	0.51	0.57	21.32	15.09	12.13	16.12	-	7.86	6.83	6.09	1.26	1.10	0.96	2.44	2.78	3.01	17.22	0.58
大众公用	1635 HK	2.53	14,531	-	-	4.42	0.20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.50
浩泽净水	2014 HK	0.13	271	0.80	529.92	89.33	0.26	0.03	0.06	0.08	转盈	137.04	31.25	NM	-	4.59	1.94	1.49	0.14	0.13	0.13	-	-	46.22	2.10	0.64
康达环保	6136 HK	0.72	1,541	-	-	28.71	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.01
云南水务	6839 HK	1.40	1,670	-	-	23.91	0.38	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.97
简单平均					85.73	17.16	0.75	0.98	1.11	1.22	12.43	25.92	13.50	12.35	0.61	5.97	5.04	4.49	0.81	0.72	0.64	4.62	5.26	9.85	14.17	0.82
市值加权					29.71	5.48	1.84	2.10	2.36	2.56	9.15	12.95	9.66	10.27	0.71	6.41	5.68	5.18	1.07	0.92	0.82	4.32	4.89	5.42	17.98	0.94
中位数					35.28	12.20	0.41	0.57	0.65	0.73	14.68	14.10	11.05	13.38	0.54	5.97	5.44	5.00	0.89	0.79	0.72	5.16	5.63	6.03	15.95	0.89
香港公用																										
中电控股	2 HK	71.95	181,778	89.98	25.05	13.00	-	4.58	4.78	4.90	-	4.46	2.45	-	2.43	15.72	15.05	14.69	1.66	1.60	1.51	4.36	4.47	4.57	10.62	0.61
香港中华煤气	3 HK	10.86	192,996	11.80	8.66	33.29	0.39	0.41	0.45	0.47	4.68	10.12	4.26	6.32	1.95	26.81	24.35	23.35	2.94	2.89	2.85	3.22	3.36	3.50	10.97	0.67
电能实业	6 HK	42.65	91,026	53.10	24.50	21.04	3.34	3.12	3.27	3.35	6.68	4.97	2.23	0.05	7.24	13.68	13.03	12.75	1.06	1.05	1.04	6.57	6.59	6.61	7.76	0.68
港灯－ＳＳ	2638 HK	7.95	70,248	8.50	6.92	4.66	0.26	0.29	0.30	0.32	9.76	5.19	5.26	6.72	-	27.51	26.15	24.84	1.46	1.46	1.46	4.05	4.08	4.21	5.26	0.51
简单平均					16.28	15.67	1.33	2.10	2.20	2.26	2.59	6.19	3.55	4.36	3.87	20.93	19.65	18.91	1.78	1.75	1.71	4.55	4.62	4.72	8.65	0.62
市值加权					16.68	19.35	1.12	2.26	2.38	2.44	2.77	6.68	3.43	4.79	3.17	20.91	19.51	18.81	1.99	1.95	1.91	4.29	4.38	4.48	9.56	0.63
中位数					16.58	17.02	0.39	1.76	1.86	1.91	4.68	5.08	3.35	6.32	2.43	21.27	19.70	19.02	1.56	1.53	1.48	4.20	4.27	4.39	9.19	0.64
水泥建材																										
亚洲水泥（中国）	743 HK	8.71	13,647	12.00	37.77	20.65	2.29	1.88	2.12	2.06	17.87	12.95	2.64	3.34	-	4.63	4.10	4.21	0.76	0.68	0.61	8.65	9.79	9.54	17.48	1.19
信义玻璃	868 HK	11.38	45,776	11.24	1.23	45.90	1.12	1.01	1.21	1.31	9.30	19.23	8.02	5.32	1.00	11.22	9.41	8.71	1.99	1.78	1.61	4.38	5.34	5.92	18.22	1.05
海螺水泥	914 HK	58.65	345,038	68.59	16.95	30.55	-	7.07	7.21	7.01	-	1.91	2.69	-	2.15	8.27	8.12	8.36	1.74	1.51	1.34	3.93	4.13	4.02	22.58	1.08
华润水泥控股	1313 HK	10.12	70,667	12.20	20.50	49.93	1.23	1.29	1.33	1.35	4.51	3.26	1.50	3.08	-	7.86	7.61	7.50	1.50	1.36	1.23	6.17	6.36	6.31	20.27	1.08
金隅集团	2009 HK	1.67	33,554	2.64	58.32	22.90	-	0.39	0.45	0.43	-	14.83	5.12	-	-	4.27	3.71	3.92	0.25	0.24	0.23	8.22	9.35	9.02	7.39	1.09
中国联塑	2128 HK	14.90	46,226	15.47	3.81	116.29	1.12	1.20	1.39	1.56	6.31	16.40	12.22	11.57	-	12.50	10.74	9.57	2.25	1.94	1.67	3.03	3.44	3.90	19.22	1.09
西部水泥	2233 HK	1.63	8,865	1.90	16.56	27.94	0.38	0.37	0.41	0.43	2.48	10.16	4.37	3.89	-	4.35	3.95	3.79	0.77	0.68	0.60	7.34	7.34	9.04	18.82	1.01
中国建筑国际	3311 HK	4.59	23,176	7.64	66.45	39.31	1.07	1.20	1.37	1.56	12.18	14.43	13.56	13.38	0.25	3.83	3.35	2.95	0.45	0.41	0.38	7.82	8.93	9.96	13.21	1.31
中国建材	3323 HK	10.94	92,276	10.57	3.39	58.99	2.64	1.59	1.71	1.62	39.98	7.82	5.56	15.13	4.06	6.88	6.38	6.76	0.91	0.82	0.73	3.85	4.11	3.98	13.78	1.38
福耀玻璃	3606 HK	22.60	66,691	23.65	4.65	1.14	1.32	1.09	1.44	1.67	16.94	32.02	15.45	8.18	4.26	20.67	15.65	13.56	2.33	2.13	2.00	3.26	4.01	4.68	11.84	1.15
福莱特	6865 HK	12.32	42,777	10.63	13.73	230.21	0.42	0.57	0.80	1.02	35.56	40.25	27.69	34.40	-	21.64	15.45	12.09	3.60	3.02	2.51	0.71	1.18	1.32	19.45	1.00
简单平均					18.79	43.25	1.29	1.61	1.77	1.82	3.11	15.75	6.07	6.82	1.49	9.65	8.04	7.40	1.51	1.33	1.17	5.21	5.82	6.15	16.57	1.13
市值加权					13.93	44.44	1.46	3.74	3.89	3.85	7.55	10.40	2.48	4.67	0.05	9.86	8.69	8.36	1.69	1.48	1.32	4.28	4.69	4.77	18.76	1.12

【国泰君安国际】大数据系列 |【国泰君安国际】港股股票池（20200730更新）

投资咨询部

	股票代码	收市价 (LC)	市值 (HKDm)	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	1年股价走势 (%)	每股盈利 19A (HKD)	每股盈利 20F (HKD)	每股盈利 21F (HKD)	每股盈利 22F (HKD)	每股盈利增长 20F (%)	每股盈利增长 21F (%)	每股盈利增长 22F (%)	每股盈利 19-22年 CAGR (%)	PEG 21F (倍)	市盈率 20F (倍)	市盈率 21F (倍)	市盈率 22F (倍)	市净率 20F (倍)	市净率 21F (倍)	市净率 22F (倍)	股息率 20F (%)	股息率 21F (%)	股息率 22F (%)	ROE 20F (%)	贝塔值
中位数					16.56	30.55	1.12	1.20	1.37	1.56	2.48	14.43	4.37	5.32	1.00	7.86	7.61	7.50	1.50	1.36	1.23	4.38	5.34	5.92	18.22	1.09
基建/铁路/设备																										
中国中铁	390 HK	3.93	142,390	6.39	62.47	26.58	1.08	1.03	1.13	1.27	4.52	9.82	12.12	5.54	0.32	3.82	3.48	3.10	0.36	0.33	0.30	4.76	5.21	5.69	10.34	0.95
中国铁建	1186 HK	6.13	125,358	11.66	90.16	31.81	1.59	1.75	1.95	2.17	10.06	11.78	11.21	11.01	0.37	3.50	3.13	2.81	0.33	0.30	0.27	4.35	4.90	5.40	9.83	0.98
城建设计	1599 HK	2.28	3,075	-	-	2.15	0.55	0.61	0.72	0.90	9.65	19.08	23.62	17.30	-	3.74	3.14	2.54	0.50	0.44	-	6.80	7.77	-	14.40	0.94
中国中冶	1618 HK	1.32	59,353	1.58	19.70	26.87	0.31	0.39	0.43	0.48	26.67	11.60	10.16	15.91	-	3.40	3.06	2.77	-	-	-	-	-	-	-	0.94
中国中车	1766 HK	3.41	173,075	5.81	70.35	42.27	0.37	0.48	0.54	0.59	29.47	12.34	8.94	16.58	0.50	7.14	6.36	5.84	0.60	0.56	0.53	4.90	5.55	5.91	8.57	1.01
铁建装备	1786 HK	1.04	1,581	-	-	31.67	0.09	0.21	0.29	-	127.90	37.02	-	-	-	4.94	3.61	-	0.25	0.23	-	9.90	13.85	-	5.09	0.91
中国交建	1800 HK	4.45	123,143	6.64	49.26	29.62	1.54	1.40	1.52	1.63	9.25	8.74	7.58	2.01	0.32	3.19	2.93	2.73	0.27	0.24	0.22	6.10	6.60	6.97	8.82	0.91
中国机械工程	1829 HK	1.85	7,633	3.00	62.16	41.88	0.60	0.54	0.58	0.62	10.41	8.16	7.03	1.22	-	3.39	3.13	2.93	0.35	0.33	0.31	8.86	9.58	10.36	10.83	0.96
中国建筑国际	3311 HK	4.59	23,176	7.64	66.45	39.31	1.07	1.20	1.37	1.56	12.18	14.43	13.56	13.38	0.25	3.83	3.35	2.95	0.45	0.41	0.38	7.82	8.93	9.96	13.21	1.31
中车时代电气	3898 HK	25.60	30,092	32.80	28.13	29.52	2.56	2.55	2.83	3.11	0.74	11.16	9.97	6.66	2.19	10.08	9.07	8.25	1.12	1.02	0.92	1.97	2.18	2.39	11.52	1.02
中国通号	3969 HK	3.41	67,157	5.08	48.94	31.76	0.43	0.44	0.49	0.54	1.83	11.39	9.61	7.53	0.69	7.79	6.98	6.37	0.75	0.70	0.66	6.33	7.11	7.73	9.68	1.08
简单平均					55.29	30.31	0.93	0.96	1.08	1.29	17.53	14.14	11.38	9.72	0.66	4.98	4.39	4.03	0.50	0.46	0.45	6.18	7.17	6.80	10.23	1.00
市值加权					60.90	32.59	1.01	1.04	1.15	1.27	8.86	11.10	10.07	9.69	0.49	4.99	4.48	4.08	0.47	0.43	0.40	5.16	5.74	6.17	9.63	0.99
中位数					62.16	31.67	0.60	0.61	0.72	1.08	9.65	11.60	10.06	9.27	0.37	3.82	3.35	2.94	0.41	0.37	0.34	6.22	6.85	6.44	10.09	0.96
机械装备																										
一拖股份	38 HK	3.28	10,587	-	-	77.30	0.07	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.80
中船防务	317 HK	10.78	43,349	6.40	40.63	43.35	0.44	1.28	0.30	0.39	189.89	76.18	27.30	4.20	-	8.43	35.39	27.81	1.18	1.15	0.96	0.20	0.34	0.00	14.11	1.10
郑煤机	564 HK	3.66	11,777	3.80	3.83	2.35	0.82	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.95
三一国际	631 HK	4.14	12,883	5.50	32.85	34.85	0.34	0.40	0.55	0.69	19.20	36.07	25.96	26.89	0.18	10.16	7.48	5.93	1.54	1.35	1.17	3.75	4.90	6.77	15.38	1.13
中联重科	1157 HK	8.03	71,484	9.16	14.08	46.00	0.67	0.82	0.94	1.03	23.74	13.83	10.02	15.72	21.35	9.72	8.54	7.75	1.30	1.17	1.06	4.44	4.68	5.24	14.11	1.16
中航科工	2357 HK	4.81	29,885	4.80	0.31	16.18	0.23	0.29	0.31	0.34	28.10	5.80	10.32	14.35	-	16.45	15.51	14.05	1.36	1.25	1.18	0.81	0.85	0.94	8.52	0.81
中国龙工	3339 HK	2.60	11,128	2.53	2.58	39.56	0.35	0.34	0.34	0.36	1.30	2.33	8.33	1.46	3.23	7.57	7.75	7.16	1.06	1.00	0.94	7.75	7.54	8.22	14.36	1.07
简单平均					1.21	37.08	0.42	0.63	0.49	0.56	51.92	4.56	16.39	10.84	5.98	10.46	14.93	12.54	1.29	1.18	1.06	3.39	3.66	4.24	13.29	1.00
市值加权					1.80	38.65	0.48	0.78	0.59	0.67	65.20	10.08	15.62	10.27	15.58	10.47	16.54	13.84	1.28	1.18	1.05	2.87	3.09	3.45	13.23	1.05
中位数					1.76	39.56	0.35	0.40	0.34	0.39	23.74	5.80	10.32	14.35	0.18	9.72	8.54	7.75	1.30	1.17	1.06	3.75	4.68	5.24	14.11	1.07
工业制造																										
德昌电机控股	179 HK	14.30	12,908	18.50	29.37	0.44	-	0.70	1.90	2.13	-	172.88	11.69	-	-	20.50	7.50	6.72	0.83	0.76	0.69	1.84	2.59	3.09	2.04	1.21
创科实业	669 HK	82.00	150,154	79.45	3.11	40.15	2.64	2.84	3.44	4.02	7.78	21.06	16.84	15.09	1.99	28.91	23.83	20.43	5.04	4.87	3.97	1.38	1.69	2.04	18.86	1.23
亿和控股	838 HK	0.38	652	-	-	39.87	0.03	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.61
津上机床中国	1651 HK	6.00	2,286	8.50	41.62	17.56	1.04	0.71	0.81	0.78	31.93	13.70	3.56	9.29	-	8.40	7.37	7.62	1.31	1.18	1.10	4.43	4.89	4.75	13.92	0.68
亿佳登控股	1656 HK	1.40	601	1.53	9.29	12.36	-	0.16	0.15	0.16	-	3.77	7.19	-	-	8.56	8.87	8.28	0.65	0.62	0.59	3.22	2.82	3.22	7.89	0.65
海天国际	1882 HK	18.10	28,888	20.28	12.06	15.77	1.24	1.22	1.41	1.55	1.90	15.15	9.96	7.49	-	14.86	12.91	11.74	1.82	1.67	1.54	2.27	2.59	3.02	12.87	0.99
东江集团控股	2283 HK	2.11	1,758	3.40	61.14	36.33	0.36	0.27	0.37	0.42	25.00	37.04	14.32	5.52	-	7.81	5.70	4.99	1.28	1.10	0.97	5.21	7.11	8.29	17.07	1.08
威胜控股	3393 HK	2.38	2,370	3.50	47.06	11.33	0.32	0.31	0.38	0.46	1.15	20.06	23.08	13.46	-	7.49	6.26	5.06	0.50	0.50	0.51	9.77	10.56	12.10	7.94	0.93
简单平均					28.20	4.66	0.94	0.89	1.21	1.36	10.44	39.44	11.36	6.46	1.99	13.79	10.35	9.26	1.63	1.53	1.34	4.02	4.61	5.22	11.51	0.92
市值加权					2.92	31.71	2.34	2.38	2.94	3.41	5.36	30.02	15.30	13.49	1.99	25.58	20.58	17.77	4.16	4.00	3.29	1.71	2.07	2.46	16.66	1.18
中位数					29.37	5.88	0.70	0.70	0.81	0.78	1.90	20.06	11.69	7.49	1.99	8.56	7.50	7.62	1.28	1.10	0.97	3.22	2.82	3.22	12.87	0.96
钢铁及有色金属																										
马钢股份	323 HK	2.09	21,403	2.41	15.26	27.51	0.17	0.18	0.25	0.30	11.09	36.41	19.12	21.76	53.63	11.37	8.31	6.99	0.53	0.51	0.50	4.72	6.52	7.21	4.91	0.72
鞍钢股份	347 HK	2.15	27,118	2.41	11.86	27.56	0.22	0.18	0.24	0.30	18.81	37.71	24.48	11.65	0.89	12.29	8.90	7.16	0.34	0.34	0.33	2.16	3.09	3.97	2.74	1.23
江西铜业	358 HK	9.35	49,474	8.99	3.81	3.34	0.81	0.61	0.83	0.86	24.52	35.86	3.63	2.05	0.86	15.40	11.33	10.93	0.54	0.52	0.50	1.49	1.90	1.03	4.16	1.13
俄铝	486 HK	2.99	45,427	4.32	44.45	18.31	0.50	0.61	0.73	0.79	22.05	20.39	7.38	16.42	0.10	4.95	4.10	3.82	0.74	0.65	0.57	1.30	3.89	5.44	13.17	1.02
五矿资源	1208 HK	2.04	16,450	2.03	0.34	17.74	0.22	0.11	0.05	0.11	-	转盈	101.92	NM	-	-	37.60	18.80	2.19	1.95	1.88	0.00	0.00	0.00	5.70	1.80
中国宏桥	1378 HK	4.60	39,426	5.57	21.15	11.54	0.80	0.55	0.76	1.11	31.09	36.28	46.36	11.18	-	8.31	6.09	4.12	0.54	0.51	0.47	5.01	6.62	9.15	8.04	1.14
中国中冶	1618 HK	1.32	59,353	1.58	19.70	26.87	0.31	0.39	0.43	0.48	26.67	11.60	10.16	15.91	-	3.40	3.06	2.77	-	-	-	-	-	-	-	0.94
山东黄金	1787 HK	24.00	140,013	18.87	21.40	120.10	0.35	0.75	0.93	0.83	115.82	23.40	10.67	33.50	-	31.91	25.80	28.97	3.13	2.83	2.74	0.98	1.11	1.00	10.32	0.36
招金矿业	1818 HK	9.85	31,724	10.62	7.77	7.60	0.16	0.31	0.40	0.46	85.87	30.16	16.62	41.31	-	32.34	24.77	21.28	1.99	1.89	1.76	0.90	1.19	1.32	7.06	0.33
中国黄金国际	2099 HK	8.16	3,235	3.54	56.62	12.16	-	0.23	0.78	1.55	-	转盈	100.00	-	-	-	10.53	5.26	0.29	0.28	0.27	-	-	-	0.84	0.95
中国铝业	2600 HK	2.06	55,783	2.22	7.82	21.07	0.04	0.04	0.08	0.13	14.23	108.33	66.67	43.87	2.51	56.36	27.35	16.46	0.58	0.55	0.53	0.00	0.00	0.00	1.20	1.34
紫金矿业	2899 HK	4.75	152,116	4.52	4.86	56.61	0.23	0.19	0.27	0.37	15.14	40.63	38.15	18.13	0.89	24.79	17.58	12.76	2.06	1.91	1.75	2.33	3.38	5.04	8.27	1.04
新疆新鑫矿业	3833 HK	0.37	807	-	-	33.64	0.01	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.03
洛阳钼业	3993 HK	3.24	101,773	3.75	15.68	43.62	0.04	0.10	0.15	0.16	143.88	47.52	7.38	56.91	-	31.80	21.67	20.17	1.50	1.43	1.37	1.47	2.19	2.22	4.65	1.45
简单平均					4.36	2.01	0.26	0.27	0.45	0.57	27.42	38.94	33.17	24.79	8.36	21.17	15.93	12.27	1.20	1.11	1.06	1.85	2.72	3.31	4.83	1.03
市值加权					3.82	32.51	0.29	0.36	0.47	0.51	41.96	37.56	20.62	27.04	2.42	24.51	17.55	15.28	1.67	1.54	1.46	1.70	2.47	3.08	6.83	0.98
中位数					7.82	14.95	0.22	0.19	0.40	0.46	11.09	36.28	19.12	18.13	0.48	15.40	11.33	10.93	0.66	0.60	0.55	1.47	2.19	2.22	4.78	1.04
港口货柜及物流																										
招商局港口	144 HK	8.95	30,868	12.57	40.48	26.52	1.23	1.02	1.24	1.33	17.33	21.37	7.67	2.61	2.63	8.77	7.23	6.71	0.38	0.37	0.36	5.93	6.13	6.10	4.72	1.14
嘉里物流	636 HK	11.94	21,410	12.58	5.36	10.56	2.15	0.79	0.81	0.87	63.42	3.31	7.27	25.99	3.68	15.21	14.72	13.72	0.85	0.80	0.77	2.29	2.51	2.51	5.36	0.90
胜狮货柜	716 HK	0.37	882	-	-	53.68	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.03
中远海运港口	1199 HK	4.08	13,245	5.12	25.49	38.77	0.64	0.68	0.72	0.79	5.29	5.60	10.32	7.05	1.01	5.98	5.66	5.16	0.32	0.30	0.29	7.03	7.41	7.98	5.38	1.12
中国物流资产	1589 HK	3.71	12,003	-	-	18.91	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.57
ESR开曼有限公司	1821 HK	18.40	56,124	20.70	12.50	-	0.71	0.60	0.81	1.00	15.20	36.12	23.10	12.42	-	30.83	22.61	18.40	2.21	2.01	1.79	0.00	0.00	0.00	8.98	0.84
中集集团	2039 HK	7.53	29,474	9.34	24.04	5.05	0.42	0.84	0.94	1.01	100.12	11.79	7.03	33.78	-	8.95	8.00	7.47	0.63	0.57	0.53	3.09	3.53	3.68	7.35	1.10
大连港	2880 HK	0.70	21,005	-	-	28.57	0.06	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.75
秦港股份	3369 HK	1.21	15,653	-	-	13.88	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.79
厦门港务	3378 HK	0.76	2,072	-	-	19.83	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.93
天津港发展	3382 HK	0.59	3,633	-	-	25.13	0.06	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.03
青岛港	6198 HK	4.44	43,700	6.80	53.15	18.46	0.67	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.83
简单平均					26.84	19.22	0.74	0.78	0.90	1.00	1.89	15.64	11.08	5.97	0.69	13.95	11.64	10.29	0.88	0.81	0.75	3.67	3.92	4.05	6.36	0.92
市值加权					27.90	15.40	0.80	0.76	0.92	1.03	1.82	21.04	13.45	8.67	0.17	17.67	14.02	12.06	1.17	1.07	0.97	2.75	2.95	3.02	6.96	0.90
中位数					24.76	19.83	0.66	0.79	0.81	1.00	15.20	11.79	7.67	7.05	1.01	8.95	8.00	7.47	0.63	0.57	0.53	3.09	3.53	3.68	5.38	0.91
航运																										
东方海外国际	316 HK	34.65	21,684	35.80	3.32	19.22	16.88	2.09	2.02	-	87.60	3.68	-	-	-	16.56	17.20	-	0.58	0.56	-	36.46	-	-	3.40	0.64
珠江船务	560 HK	0.93	1,043	-	-	39.10	0.15	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.80
中国外运	598 HK	1.64	23,311	2.24	36.59	35.59	0.41	0.25	0.34	0.36	38.88	33.33	6.25	4.69	-	6.49	4.87	4.58	0.37	0.35	0.33	5.27	6.82	7.09	6.50	1.19
中远海能	1138 HK	3.53	32,182	5.96	68.84	20.58	0.12	0.80	0.75	-	588.07	6.84	-	-	0.47	4.40	4.72	-	0.40	0.37	-	8.94	8.16	-	10.29	0.86
海丰国际	1308 HK	7.95	21,297	9.52	19.77	0.84	0.64	0.65	0.77	0.85	1.59	18.46	10.52	9.97	-	12.21	10.36	9.33	2.70	2.47	2.29	5.85	6.92	7.80	22.00	0.98
中远海控	1919 HK	2.80	54,288	3.00	7.18	3.78	0.64	0.04	0.19	0.22	94.49	448.57	14.06	29.88	1.45	81.55	14.53	12.77	0.86	0.81	0.77	0.00	0.08	0.16	2.14	1.38
太平洋航运	2343 HK	0.95	4,549	1.33	40.00	41.93	0.05	0.13	0.09	0.14	转亏	转盈	52.17	42.93	0.51	-	10.21	6.81	0.49	0.48	0.46	0.82	5.71	7.34	3.97	1.26
中远海发	2866 HK	0.76	20,892	-	-	16.48	0.11	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.13
简单平均					29.28	17.38	2.38	0.62	0.69	0.39	73.74	97.97	20.75	4.58	0.81	24.24	10.32	8.37	0.90	0.84	0.96	9.56	5.54	5.60	6.73	1.03
市值加权					26.27	10.46	2.40	0.59	0.65	0.38	70.08	160.33	13.25	12.80	1.06	34.95	10.77	9.95	0.89	0.83	0.97	8.45	4.42	3.61	7.14	1.09
中位数					28.18	18.53	0.28	0.45	0.54	0.29	38.88	18.46	12.29	2.64	0.51	12.21	10.29	8.07	0.54	0.52	0.61	5.56	6.82	7.22	4.95	1.05
航空机场及租赁																										
国泰航空	293 HK	5.32	34,246	7.48	40.66	44.09	0.32	2.41	0.19	0.49	转亏	转盈	156.25	15.08	1.32	-	27.71	10.81	0.47	0.46	0.46	0.23	2.05	3.06	18.78	1.06
东方航空	670 HK	2.78	69,235	3.71	33.53	36.05	0.24	0.47	0.29	0.37	转亏	转盈	28.03	15.44	0.71	-	9.62	7.54	0.64	0.59	0.56	0.08	1.95	2.35	7.58	1.57
北京首都机场股份	694 HK	5.14	23,537	5.51	7.24	12.33	0.62	0.07	0.24	0.33	89.42	260.61	38.66	19.13	-	77.34	21.48	15.52	0.85	0.82	0.81	1.72	2.39	2.65	1.75	1.14
中国国航	753 HK	4.86	98,751	6.54	34.65	36.64	-	0.49	0.52	0.62	-	转盈	18.16	-	1.98	-	9.30	7.88	0.73	0.66	0.62	0.00	1.87	2.05	7.23	1.48
南方航空	1055 HK	3.60	81,383	4.72	31.14	29.96	0.25	0.63	0.39	0.46	转亏	转盈	18.67	22.96	0.55	-	9.21	7.76	0.69	0.63	0.60	0.15	1.78	1.88	12.02	1.65
中国飞机租赁	1848 HK	6.03	4,257	10.16	68.41	22.58	1.32	1.49	1.72	1.63	12.85	15.20	5.23	7.20	-	4.04	3.51	3.70	0.93	0.82	0.78	13.32	15.14	14.76	24.23	0.76
中银航空租赁	2588 HK	45.20	31,369	64.82	43.41	29.10	7.91	8.20	9.31	10.34	3.58	13.57	11.09	9.33	-	5.51	4.86	4.37	0.80	0.72	0.66	6.24	7.08	7.99	14.95	1.16
简单平均					37.00	30.11	1.78	0.82	1.81	2.04	24.33	96.46	37.95	8.48	0.15	28.96	12.24	8.23	0.73	0.67	0.64	3.11	4.61	4.96	0.67	1.26
市值加权					33.53	33.15	1.30	0.15	1.21	1.40	7.94	19.32	34.54	13.63	0.20	33.98	11.54	8.23	0.69	0.64	0.61	0.93	2.56	2.91	6.55	1.44
中位数					34.65	29.96	0.47	0.47	0.39	0.49	3.58	15.20	18.67	12.21	0.63	5.51	9.30	7.76	0.73	0.66	0.62	0.23	2.05	2.65	7.23	1.16
公路铁路																										
四川成渝	107 HK	1.78	10,121	2.30	29.21	20.92	0.40	0.04	0.39	0.34	89.04	795.45	13.96	5.49	-	40.18	4.46	5.18	0.33	0.30	0.29	0.87	8.09	8.71	0.77	0.83
宁沪高速	177 HK	8.51	52,155	11.78	38.43	15.51	0.95	0.59	0.97	1.02	37.75	65.37	4.93	2.60	-	14.44	8.73	8.32	1.35	1.26	1.18	5.99	6.25	6.55	8.82	0.80
广深铁路	525 HK	1.47	17,317	2.55	73.33	41.53	0.12	0.03	0.12	0.14	转亏	转盈	15.83	3.66	14.00	-	12.18	10.62	0.32	0.32	0.31	0.60	3.92	4.07	2.98	0.87
深高速	548 HK	7.14	19,482	11.23	57.21	18.34	1.30	0.67	1.26	1.32	48.16	86.50	4.77	0.43	-	10.57	5.66	5.41	0.74	0.68	0.64	4.08	7.86	8.22	7.27	0.95
浙江沪杭甬	576 HK	5.74	24,929	8.14	41.81	18.48	0.69	0.61	0.98	1.02	12.47	61.68	3.36	13.52	-	9.30	5.76	5.57	1.00	0.92	0.86	6.89	7.78	8.24	11.14	1.02
湾区发展	737 HK	2.54	7,827	3.90	53.54	36.28	0.23	0.12	0.24	0.26	48.51	109.48	7.00	4.89	-	21.84	10.42	9.76	1.50	1.46	1.46	4.67	9.38	10.25	6.90	0.67
皖通高速	995 HK	3.72	8,586	4.75	27.55	17.74	0.75	0.35	0.74	0.69	52.86	107.63	6.12	2.78	-	10.40	5.01	5.33	0.51	0.47	0.45	3.13	7.15	6.85	4.43	0.94
越秀交通基建	1052 HK	4.77	7,981	7.95	66.60	17.94	0.75	0.25	0.82	0.96	67.27	234.96	16.63	8.53	-	19.14	5.70	4.89	0.66	0.62	0.58	3.18	9.13	10.68	5.31	0.87
简单平均					48.46	23.34	0.65	0.33	0.69	0.72	50.87	208.72	4.05	3.17	14.00	17.98	7.24	6.89	0.80	0.75	0.72	3.68	7.44	7.95	5.21	0.87
市值加权					46.59	21.14	0.76	0.44	0.81	0.85	36.99	123.58	4.73	3.85	14.00	15.34	7.65	7.25	0.94	0.88	0.83	4.52	6.94	7.34	6.54	0.87
中位数					47.68	18.41	0.72	0.30	0.78	0.83	48.51	107.63	4.85	3.13	14.00	14.44	5.73	5.49	0.70	0.65	0.61	3.63	7.82	8.23	6.10	0.87
综合企业																										
长和	1 HK	50.00	192,812	68.00	36.00	29.30	8.72	8.60	9.75	10.34	1.37	13.29	6.12	5.84	1.09	5.81	5.13	4.83	0.39	0.37	0.36	6.15	6.32	6.38	6.53	1.12
新世界发展	17 HK	36.60	93,298	47.44	29.61	13.41	3.09	3.15	3.58	-	2.14	13.72	-	-	1.03	11.61	10.21	-	0.41	0.40	-	5.71	5.86	-	3.89	1.17
太古股份公司	19 HK	38.60	55,456	65.20	68.91	56.20	11.85	0.77	4.44	5.47	93.48	473.74	23.29	22.73	1.85	49.94	8.70	7.06	0.21	0.21	0.21	6.99	7.32	8.08	0.89	1.13

【国泰君安国际】大数据系列 |【国泰君安国际】港股股票池（20200730更新）

投資咨询部

	股票代码	收市价 (LC)	市值 (HKDm)	市场平均目标价 (LC)	潜在上升空间 (%)	1年股价走势 (%)	每股盈利 19A (HKD)	每股盈利 20F (HKD)	每股盈利 21F (HKD)	每股盈利 22F (HKD)	每股盈利增长 20F (%)	每股盈利增长 21F (%)	每股盈利增长 22F (%)	每股盈利 19-22年 CAGR (%)	PEG 21F (倍)	市盈率 20F (倍)	市盈率 21F (倍)	市盈率 22F (倍)	市净率 20F (倍)	市净率 21F (倍)	市净率 22F (倍)	股息率 20F (%)	股息率 21F (%)	股息率 22F (%)	ROE 20F (%)	贝塔值
合和实业	54 HK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.37
港铁公司	66 HK	37.95	234,461	44.50	17.26	25.40	1.76	1.09	1.66	2.84	37.72	51.92	71.00	17.39	1.44	34.69	22.83	13.35	1.26	1.24	1.17	3.27	3.37	3.58	3.22	0.76
第一太平	142 HK	1.59	6,908	-	-	48.39	0.22	0.45	0.53	0.59	转盈	17.11	11.76	NM	-	3.54	3.02	2.70	0.29	0.27	0.25	6.82	7.31	9.26	8.34	0.75
深圳国际	152 HK	12.70	27,867	17.56	38.24	6.07	1.17	1.42	1.73	2.01	21.90	21.94	15.92	19.89	-	8.93	7.32	6.32	0.83	0.80	0.75	8.82	7.06	7.94	15.60	1.00
信德集团	242 HK	2.67	8,067	5.10	91.01	3.82	1.14	0.40	0.33	0.50	65.37	17.72	53.85	24.03	-	6.76	8.22	5.34	-	-	-	2.43	2.81	3.75	2.38	1.28
中信股份	267 HK	7.41	215,559	9.07	22.36	24.69	1.85	1.79	1.98	2.19	3.35	10.51	10.68	5.74	-	4.14	3.75	3.39	0.34	0.32	0.30	6.11	6.65	7.26	8.52	0.87
粤海投资	270 HK	12.78	83,553	16.61	29.98	19.20	0.77	0.79	0.91	0.96	2.28	15.61	5.16	7.53	1.36	16.22	14.03	13.34	1.92	1.89	1.82	4.76	5.23	5.57	12.01	0.59
上海实业控股	363 HK	11.26	12,242	13.50	19.89	24.21	3.09	2.60	3.13	3.45	15.76	20.35	10.02	3.71	0.45	4.32	3.59	3.27	0.29	0.28	0.26	7.76	9.17	10.24	6.05	0.91
北京控股	392 HK	27.40	34,580	36.75	34.12	26.40	6.16	6.31	6.94	7.50	2.41	10.09	8.04	6.80	2.89	4.35	3.95	3.65	0.42	0.39	0.36	4.59	5.07	5.13	10.13	0.94
复星国际	656 HK	8.81	74,909	12.33	39.99	12.12	0.03	1.65	2.04	2.40	转盈	23.67	17.62	NM	0.27	5.33	4.31	3.67	0.53	0.48	0.45	4.14	5.19	6.55	10.44	1.21
新创建集团	659 HK	6.05	23,662	11.33	87.27	56.39	0.81	0.87	1.18	-	7.52	35.64	-	-	-	6.93	5.11	-	0.44	0.42	-	9.93	10.56	-	6.84	0.85
天津发展	882 HK	1.73	1,856	-	-	25.17	0.34	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.89
长江基建集团	1038 HK	39.20	103,907	55.86	42.49	32.48	4.31	3.57	3.91	4.00	17.16	9.61	2.10	2.50	9.97	10.98	10.02	9.81	0.82	0.80	0.77	6.33	6.44	6.51	7.58	0.90
联想控股	3396 HK	10.20	24,034	14.80	45.10	44.69	1.13	1.48	2.07	2.30	31.03	39.80	11.07	26.71	-	6.87	4.92	4.44	0.34	0.32	0.31	3.51	3.78	4.29	5.59	1.10
简单平均					43.02	28.00	2.87	2.33	2.95	3.43	12.84	49.29	18.97	4.03	0.18	12.03	7.67	6.24	0.61	0.58	0.58	5.82	6.14	6.50	7.20	0.93
市值加权					32.66	26.30	3.59	2.98	3.63	4.22	13.02	43.32	23.28	6.36	0.28	14.90	9.93	7.54	0.71	0.69	0.69	5.41	5.70	5.99	6.77	0.94
中位数					37.12	25.29	1.46	1.48	2.04	2.40	1.37	17.11	11.07	5.84	1.09	6.87	5.13	4.83	0.41	0.39	0.36	6.11	6.32	6.51	6.84	0.91
指数																										
香港恒生指数	HSI INDEX	24,883.14	17,244,710	29,717.70	19.43	11.59	2,374.86	2,158.16	2,544.29	2,845.29	9.12	17.89	11.83	6.21	-	11.53	11.53	11.53	0.97	0.97	0.97	3.44	3.44	3.44	10.43	0.61
恒生中国企业指数	HSCEI INDEX	10,184.41	14,011,405	12,424.56	22.00	5.86	1,196.70	1,152.66	1,295.17	1,441.66	3.68	12.36	11.31	6.40	-	8.84	8.84	8.84	1.00	1.00	1.00	3.82	3.82	3.82	10.65	0.62

利益披露事项

(1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。

(2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。

(3) 除国泰君安国际(01788.HK)、滨海投资(02886.HK)、西安海天天(08227.HK)、中梁控股(02772.HK)、晋商银行(02558.HK)外，国泰君安国际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的1%或以上的财务权益。

(4) 国泰君安国际或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的奥园健康(03662.HK)、联想集团(00992.HK)、华南城(01668.HK)、星美控股(00198.HK)、北京汽车-H 股(01958.HK)、融信中国(03301.HK)、当代置业(01107.HK)、中国奥园(03883.HK)、宝龙地产(01238.HK)、东江环保-H 股(00895.HK)、国美零售(00493.HK) 、同程艺龙(00780.HK)、彩生活(01778.HK)、中国旭阳集团(01907.HK)、绿城中国(03900.HK)、美团点评－W(03690.HK)、小米集团(01810.HK)、中国光大绿色环保(01257.HK)、青岛啤酒股份-H 股(00168.HK)、徽商银行-H股(03698.HK)、中国忠旺(01333.HK)、FriendTimes(06820.HK)、中广核新能源(01811.HK)、中关村科技租赁(01601.HK)、锦江资本-H 股(02006.HK)、中国海外发展(00688.HK)、京东集团(09618.HK)、中国黄金国际(02099.HK)、蒙牛乳业(02319.HK)、现代牧业(01117.HK)、中国石油化工股份-H 股(00386.HK)、禹洲集团(01628.HK)存在投资银行业务的关系。

(5) 除阿里巴巴－SW(09988.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) 、舜宇光学科技(02382.HK)、瑞声科技(02018.HK)、金沙中国有限公司(01928.HK)、银河娱乐(00027.HK)、中国人寿-H 股(02628.HK)、腾讯控股(00700.HK)、中国移动(00941.HK)、香港交易所(000388.HK)、友邦保险(01299.HK)、美团点评－W(03690.HK)、中国铁塔-H 股(00788.HK)、小米集团－W(01810.HK)、中国平安-H 股(02318.HK)、网易－S(9999.HK)、吉利汽车(00175.HK）、京东集团(09618.HK)外，国泰君安国际或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人的证券进行庄家活动。

(6) 受雇于国泰君安国际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

本研究报告由从事证券及期货条例(Cap.571)第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 国泰君安证券（香港）有限公司（CE Reference: “ABY236”,「国泰君安国际」）所编制及发行，惟并不代表本研究报告已获香港证券及期货事务监察委员会（「证监会」）认可。本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安国际”)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。国泰君安国际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)。

国泰君安国际的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安国际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。国泰君安国际及其联属公司的各业务部门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，但国泰君安国际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。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值，过往的表现并非未来表现的指标。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。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。

本研究报告及其所载资料均属机密，仅限指定收件人士阅览。在未经国泰君安国际的同意下，不得复制、发布、公布或使用当中的资料。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，或会令国泰君安国际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定。

© 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