



國泰君安國際
GUOTAI JUNAN INTERNATIONAL

2022



2022 年投资策略报告

2022 Investment Strategy Report

投资咨询部

2022 年度投資策略

摘要

2022年1月18日

港股展望： 港股當前調整較為充分，估值已接近歷史底部區間，配置價值日益凸顯。政策監管風險正逐步被市場消化，市場極度悲觀情緒亦有望邊際扭轉。預計2022年港股將延續結構性行情，恒生指数的目标市盈率區間預計在10-13倍，對應點位區間：22,000-28,000。

行業配置建議： 在海外流動性收緊的預期下，港股市場資金面將面臨一定的考驗。大盤難尋主線機會，結構性行情預計將持續全年，市場將更加關注行業及個股的盈利確定性和景氣度以應對市場波動。2022年建議均衡布局成長與價值風格，推薦新能源、金融、消費、基建、科網、半導體及醫藥板塊。

大類資產配置： 隨著全球經濟增速放緩，商品需求邊際遞減，疊加主要央行貨幣政策趨向收緊，大宗商品價格受到約束。歐美股市較難維持當前上漲動力，而中國A股及港股有望隨中國經濟低位回暖而實現個別發展。美國經濟基本面延續改善，供需格局趨于平穩，美債收益率將重回上行趨勢。預計2022年大類資產表現：股票>債券>大宗商品；股市上，中國A股>中國港股>歐美市場>新興市場。

港股市場數據： 恒指及科技指數自2021年2月後步入技術性熊市，大市成交及市值均縮量下行，港股上市公司总市值累計蒸發近6萬億港元，降至約41.5萬億港元。全年AH溢價指數呈“V”型走勢，當前仍處歷史峰位。恒指動態市盈率水平降至歷史均值附近，互聯網、醫藥等新經濟板塊市盈率接近過去10年均值。

債券： 美元債在2021年經歷風雨，將在2022年重回穩定態勢。建議關注以下：1)美聯儲新政策給利率債市場帶來的風險與機會；2)中國經濟結構轉型預期帶動新興行業發行量上升；3)中國房地產企業債券信用風險延續；4)ESG綠色債券將成為債券市場的主流。

外匯： 美聯儲加息預期及經濟就業持續改善，有望支撐美元2022年上半年走強。風險偏好收斂或將約束高貝塔貨幣上漲空間。中國外匯儲備充裕，匯率干預存在操作空間，預計人民幣匯率仍將維持雙向波動。

大宗商品： 全球經濟穩步復蘇，疊加寬松的貨幣和財政政策，2021年有色金屬普遍上揚，新能源相關金屬市場火爆，漲幅最大。受美元走強影響，貴金屬價格整體下跌。原油2021年需求持續擴張，雖受國際政策及疫情影響，但價格整體波動中上行，2022年均价較2021年底或將小幅回落。

美股市場： 預計美股2022年將維持震盪走勢。通貨膨脹、新冠疫情和美聯儲政策將是市場關注的焦點。預計美國經濟將持續復蘇，增長速度將放緩。推薦關注龍頭科技股和半導體、新能源、基建等板塊。

A股市場： 預計2022年市場板塊輪動速度依然較快，市場流動性保持穩定，風格延續。建議投資者均衡布局成長與價值風格，推薦消費、農林牧漁、基建、新能源、券商、醫藥等板塊。

歐股市場： 2022年歐洲市場盈利將會持續改善，但是仍需注意新冠疫情的反复及通脹的影響，全年歐股市場機遇與風險并存，我們預期歐股將維持震盪態勢。

原材料行业：2021年固定资产投资持续低于预期，期待2022年下游需求修复带动建材行业回暖，政策驱动下金属行业升级转型持续加速。

机械及工程行业：中央经济工作会议提出基建投资适度超前，聚焦碳达峰碳中和相关领域；下游回暖将带动工程机械板块复苏，海外市场增长迅速；基建端发力，建筑龙头长期稳定。

交运物流行业：预计2022年集装箱航运需求增速回落，新增运力保持强劲，供需趋向平衡。看好RCEP提升亚洲区内货量。干散货航运行业运力增加有限，预计运价将维持强势，更看好小型船市场。

汽车行业：传统车企独立品牌发力，预计2022年中国中高端新能源车市场百花齐放，自动驾驶轮廓浮现。预计产销规模增加，产能利用率回升，原材料等成本回落，将共推动业绩增长。跑赢大市。

医药行业：料DRG改革带来短期压力，年内抗肿瘤生物药难集采，关注源头创新。行业深度调整，配置价值凸显。看好资金充裕、已有商业化管线的创新药企和极高安全边际的传统药企。跑赢大市。

银行行业：我们预计2022年流动性宽松继续开展，行业息差上扬，资产质量持续改善，整体估值有望上行，建议增配。

非银金融：受益于中国资本市场改革，交投活跃以及财富管理拉动等因素，我们认为在2022年非银金融行业增长动能十足，行业估值重塑，建议增配。

房地产行业：政策稳住市场预期，基本面处于筑底阶段，短期部分房企信用事件预计将继续影响板块波动。长期看未来行业格局加速洗牌，财务纪律良好，拥有管理运营优势的房企将跑出。

物业管理行业：政策维持连贯性，行业进入加速整合期，短期受制于地产行业基本面下行及消息真空期，板块多有波动。推荐关注商业物管业务占比较高以及母公司实力雄厚的相关优质物业股。

必选消费行业：食品饮料行业逐渐从疫情中复苏，乳制品和啤酒行业持续高端化，看好行业龙头通过升级产品结构提高盈利潜力和市场份额。

可选消费行业：短期增长动能乏力，长期看好国货消费主题。建议关注拥有议价能力的相关上游企业；迎合“Z世代”消费喜好的新赛道相关个股；受益于国货消费潮流兴起的运动鞋服板块。

教育行业：“双减”政策打击下，预计教培板块在未来一段时间内承压。民促法与《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》均利好未来职业教育的发展，民办高教板块优质个股存在配置机会。

半导体行业：受全球半导体产业链转移、5G、新能源汽车需求放量等因素影响，半导体行业供需持续失衡。2021年以来半导体行业持续高速扩产扩能，2022年行业高景气度仍将持续。

游戏行业：随着国家反垄断局的成立，游戏行业监管靴子或已落地，看好国产游戏出海及元宇宙赛道的发展。

软件行业：十四五规划“加快数字化发展”扩大企业数字化运营市场需求，SaaS及低代码赛道有望进入高速发展时期。

互联网行业：互联网行业反垄断整改给新兴平台带来机遇，直播电商及社区团购赛道仍有发展空间。

美股TMT行业：半导体行业供需失衡问题短期内难以解决，景气度将延续。科技相关板块处于历史高位，有估值回调的风险，预计2022年美股TMT板块将呈现震荡走势，建议投资者关注龙头科技股。

美股消费行业：批发商较高的库存和供应链问题的缓解或将缓和美国通胀。短期内疫情的反复可能将减缓经济增长。我们更为看好娱乐股(如网络博彩)和有持续居家需求的消费必需品股。

美股医药行业：预计2022年临床试验和并购交易将不会再受新冠项目影响而暂停或中断。再加上过去两年内行业获得的大量资金支持，我们认为未来几年药物发现和开发将快速增多。

目录

2022 年度投资策略	1
港股展望	8
行业配置建议	22
推荐个股	24
大类资产配置	28
港股市场数据	33
互联互通数据	35
债券	38
外汇	40
大宗商品	44
美股	48
A 股	50
欧股	54
行业及个股更新	56
原材料行业	57
鞍钢股份 (00347.HK)	59
信义玻璃 (00868.HK)	60
海螺水泥 (00914.HK)	61
中国宏桥 (01378.HK)	62
赣锋锂业 (01772.HK)	63
建滔积层板 (01888.HK)	64
中国铝业 (02600.HK)	65
紫金矿业 (02899.HK)	66
中国建材 (03323.HK)	67
机械及工程行业	68
中国中铁 (00390.HK)	70
三一国际 (00631.HK)	71
中国铁塔 (00788.HK)	72
东方电气 (01072.HK)	73
中联重科 (01157.HK)	74
中国铁建 (01186.HK)	75
中集集团 (02039.HK)	76
中国能源建设 (03996.HK)	77
交运物流行业	78
海丰国际 (01308.HK)	80
太平洋航运 (02343.HK)	81

汽车行业	82
东风集团 (00489.HK)	84
中升控股 (00881.HK)	85
耐世特 (01316.HK)	86
理想汽车 (02015.HK)	87
广汽集团 (02238.HK)	88
永达汽车 (03669.HK)	89
小鹏汽车 (09868.HK)	90
银行行业	91
建设银行 (00939.HK)	93
邮储银行 (01658.HK)	94
招商银行 (03968.HK)	95
非银金融行业	96
香港交易所 (00388.HK)	98
友邦保险 (01299.HK)	99
广发证券 (01776.HK)	100
中国平安 (02318.HK)	101
中国财险 (02328.HK)	102
中国太保 (02601.HK)	103
联想控股 (03396.HK)	104
中金公司 (03908.HK)	105
东方证券 (03958.HK)	106
中信证券 (06030.HK)	107
众安在线 (06060.HK)	108
华泰证券 (06886.HK)	109
房地产行业	110
中国海外发展 (00688.HK)	112
龙湖集团 (00960.HK)	113
华润置地 (01109.HK)	114
物业管理行业	115
华润万象生活 (01209.HK)	117
保利物业 (06049.HK)	118
碧桂园服务 (06098.HK)	119
越秀服务 (06626.HK)	120
必选消费行业	121
青岛啤酒 (00168.HK)	123
华润啤酒 (00291.HK)	124
欧舒丹 (00973.HK)	125

蒙牛乳业 (02319.HK).....	126
农夫山泉 (09633.HK).....	127
九毛九 (09922.HK).....	128
可选消费行业.....	129
周大福 (01929.HK).....	131
安踏体育 (02020.HK).....	132
申洲国际 (02313.HK).....	133
李宁 (02331.HK).....	134
波司登 (03998.HK).....	135
泡泡玛特 (09992.HK).....	136
教育行业.....	137
中教控股 (00839.HK).....	139
中国科培 (01890.HK).....	140
医药行业.....	141
石药集团 (01093.HK).....	143
中国生物制药 (01177.HK).....	144
信达生物 (01801.HK).....	145
药明生物 (02266.HK).....	146
亚盛医药 (06855.HK).....	147
荣昌生物 (09995.HK).....	148
半导体行业.....	149
ASM PACIFIC 公司 (00522.HK).....	151
中芯国际 (00981.HK).....	152
华虹半导体 (01347.HK).....	153
上海复旦 (01385.HK).....	154
游戏行业.....	155
中手游 (00302.HK).....	157
腾讯控股 (00700.HK).....	158
心动公司 (02400.HK).....	159
网易 (09999.HK).....	160
软件行业.....	161
金蝶国际 (00268.HK).....	163
微盟集团 (02013.HK).....	164
阜博集团 (03738.HK).....	165
中国有赞 (08083.HK).....	166
互联网行业.....	167
快手 (01024.HK).....	169
美团 (03690.HK).....	170

京东 (09618.HK).....	171
阿里巴巴 (09988.HK).....	172
美股 TMT 行业.....	173
苹果 Apple (AAPL.US)	175
亚马逊 Amazon (AMZN.US).....	176
阿斯麦 ASML Holding (ASML.US)	177
迪士尼 Disney (DIS.US)	178
谷歌 Alphabet (GOOGL.US)	179
奈飞 Netflix (NFLX.US).....	180
英伟达 Nvidia (NVDA.US)	181
高通 Qualcomm (QCOM.US)	182
台积电 Taiwan Semiconductor (TSM.US).....	183
美股消费行业.....	184
凯撒娱乐 Caesars Entertainment (CZR.US)	186
亿滋国际 Mondelez International (MDLZ.US)	187
罗斯百货 Ross Stores (ROST.US).....	188
沃尔玛 Walmart (WMT.US)	189
美股医药行业.....	190
艾伯维 AbbVie (ABBV.US)	192
安进 Amgen (AMGN.US).....	193
ATAI 生命科学 Atai Life Sciences (ATAI.US).....	194
Atreca 制药 Atreca Inc. (BCEL.US).....	195
Biohaven 制药 Biohaven (BHAVN.US).....	196
拜玛林制药 BioMarin (BMRN.US)	197
百时美施贵宝 Bristol-Myers Squibb (BMY.US)	198
康泰伦特 Catalent (CTLT.US)	199
礼来 Eli Lilly (LLY.US)	200
因赛特 Incyte (INCY.US)	201
爵士制药 Jazz Pharmaceuticals (JAZZ.US).....	202
强生公司 Johnson & Johnson (JNJ.US)	203
Maravai Lifesciences 公司 (MRVI.US).....	204
默克 Merck (MRK.US)	205
诺瓦瓦克斯 Novavax (NVAX.US)	206

港股展望

2021 年港股市场表现总结

截至 2021 年 12 月 31 日，恒指全年累跌 14.1%，表现弱于全球主要股指。恒指在 2 月中旬曾高见 31,183 点，此后一路回落并步入技术性熊市，12 月低见 22,665 点位，较高点跌近 27.3%，年内震幅逾 8,500 点。恒生国企指数和恒生科技指数均录得较大跌幅并跑输全球主要股指。其中，恒生国企指数全年累跌 23.3%，而恒生科技指数全年累跌近 32.7%，与 A 股创业板 12% 的收益相距甚远。恒生科技指数曾在 2 月的上涨行情中一度高见 11,000 点，12 月则下落至纪录低点的 5,428 点位附近，较年中高点腰斩。

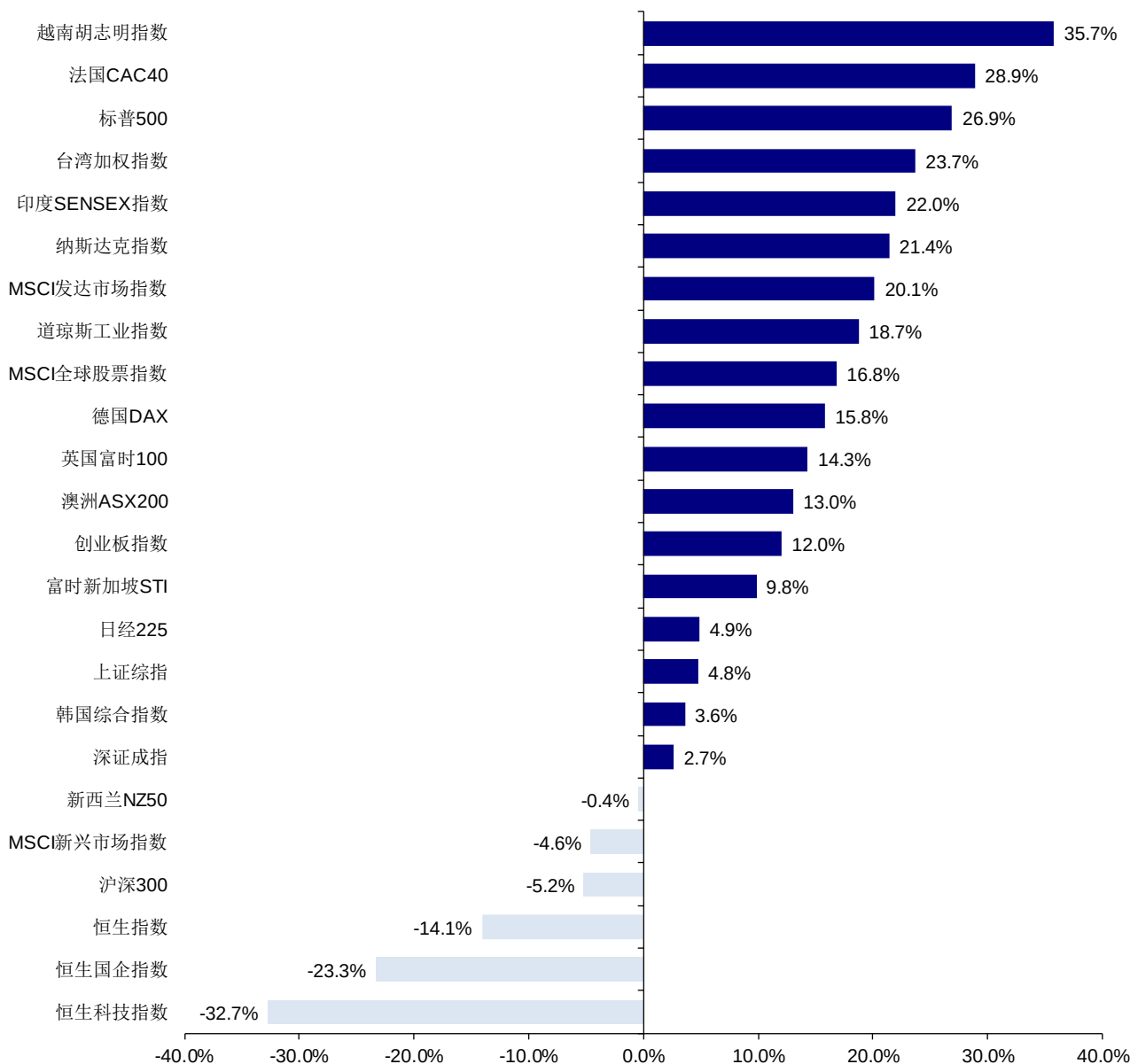
李少金

Evan Li

回顾 2021 年，港股整体走势呈前高后低。上半年，南向资金曾于二月大幅流入，大市成交显著放量，市场情绪高涨，港股进入“短牛”行情。然而好景不长，随着美国经济复苏迈入快车道，美国长债收益率急升，高估值成长股承压明显，叠加投资者对国内货币政策收紧预期抬升，市场风格快速切换，港股遭遇大幅回调。下半年，教育行业“双减”落地，叠加反垄断政策相继出台，投资者恐慌情绪加剧，并引发新一轮抛售；针对互联网平台经济及游戏行业的监管政策密集出台，反垄断影响持续发酵；地产债务危机爆发，房企违约风险外溢至物管、银行板块，市场情绪降至冰点。年末，中美金融脱钩趋势愈发激烈，美国证监会敲定《外国公司问责法案》修正案，美国商务部频发中国企业实体名单，美股中概板块面临退市危机，风险传导至同为离岸市场的港股。在监管压力、地产债务危机、中美金融脱钩及中国经济下行压力逐渐增大等众多因素影响下，港股持续转弱并下行至全年低点。

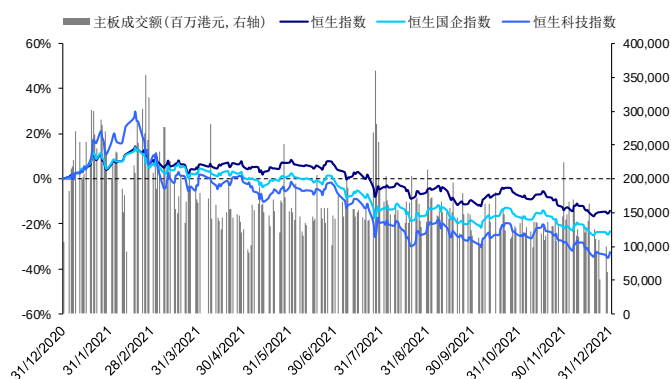
从板块表现来看，中国经济增速放缓导致占港股最大市值比例的中资上市企业整体盈利能力下降，叠加通胀快速上升，上中下游板块盈利走势分化加剧。全球经济持续复苏带动能源、工业金属等大宗商品需求上升，但受制于疫情及疫苗接种率分布不均，商品供需失衡，海外流动性泛滥进一步助长了能源等大宗商品价格持续暴涨，全球通胀急剧抬升。受此影响，国内上游产业链条受益于原材料价格上涨而盈利猛增，但国内需求端略显乏力，上下游价格传导不畅，中下游企业普遍面临着成本上升和利润受挤压压力。另一方面，行业监管压力下，新旧经济板块均遭遇回调。三月以来，以科网、消费、医药为代表的港股新经济估值普遍回撤。反垄断监管政策密集出台，互联网行业估值及盈利预期均遭大幅削弱，龙头股腾讯、阿里巴巴较年内高位分别回调近 47% 和 59%。南向资金自三季度回撤，海外流动性亦面临收紧压力，高估值的医药、消费行业亦普遍走弱。以金融、地产为代表的旧经济板块年内同样遭遇大幅杀跌。房地产行业融资政策收紧，地产行业在“紧信用”约束下融资受限。多家头部房企行业在下半年相继面临信用违约，并一度诱发市场对系统性风险的担忧，风险外溢拖累了银行、保险板块走弱。在市场悲观情绪主导下，多个行业板块估值均落入历史估值区间底部。

图表 1: 全球主要股指 2021 年表现(截至 12 月 31 日)



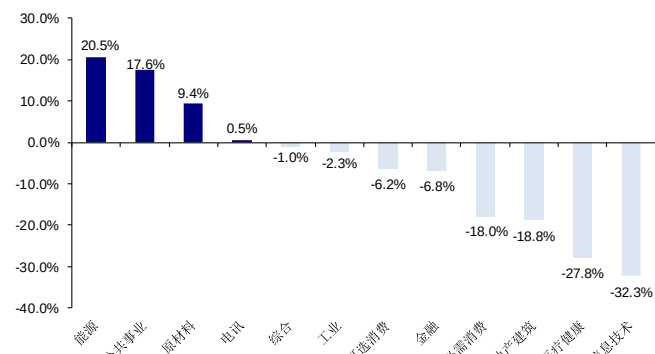
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 2: 恒生三大指数年初至今表现及主板成交额数据



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 3: 恒生综合指数分行业年初至今表现(%)

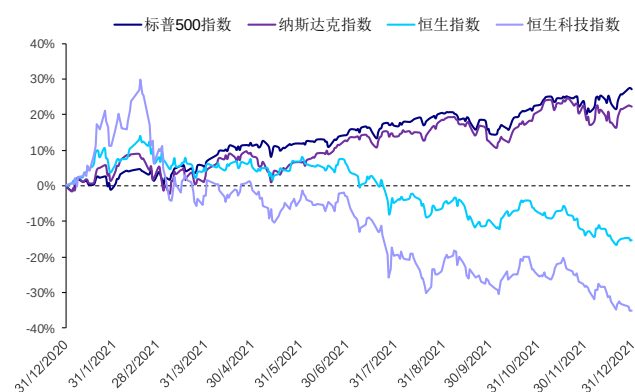


资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

2022 年港股市场展望

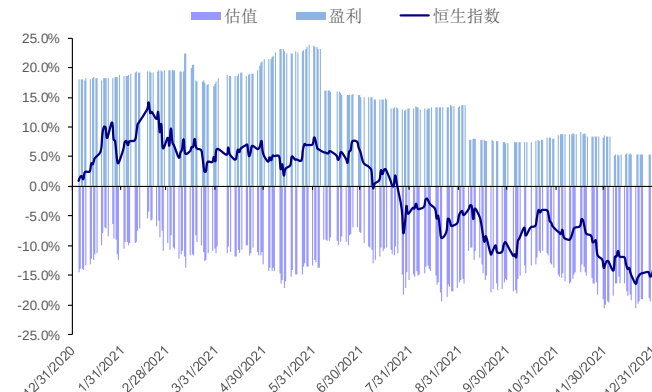
港股当前调整较为充分，估值已接近历史底部区间，中长期配置价值日益凸显。政策监管风险正逐步被市场消化，极度悲观情绪亦有望边际扭转。中国经济增速虽有所放缓，但随着国内货币政策逐渐发力，预计进一步的降准乃至降息有望催化股市行情，利好港股后市走向。在政府保供稳价措施的影响下，国内通胀压力缓解，上游成本回落；需求端有望逐步改善，中下游企业盈利增速预计将改善，从而带动估值修复。与此同时，海外货币政策趋向收紧，美元流动性面临收缩。中美脱钩之势延续，反垄断监管余威犹存，以及全球疫情持续不断等不利因素预计仍将压制港股配置风险偏好，预计2022年港股将延续结构性行情，恒生指数的目标市盈率区间预计在10-13倍，对应点位区间：22,000-28,000。

图表 4：美股及港股走势分化表现



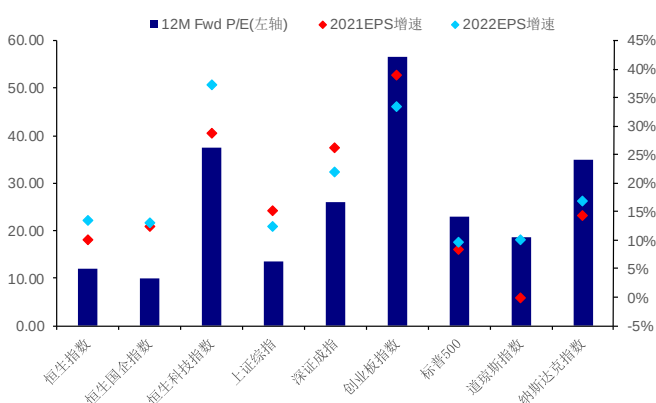
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 5：恒生指数估值与盈利变化



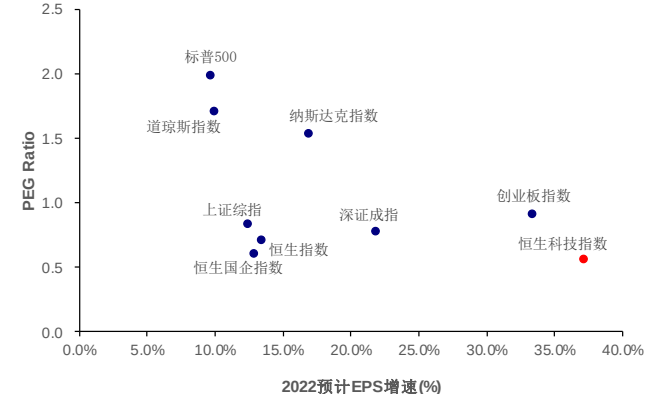
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 6：港股主要指数 PE、EPS 增速预计



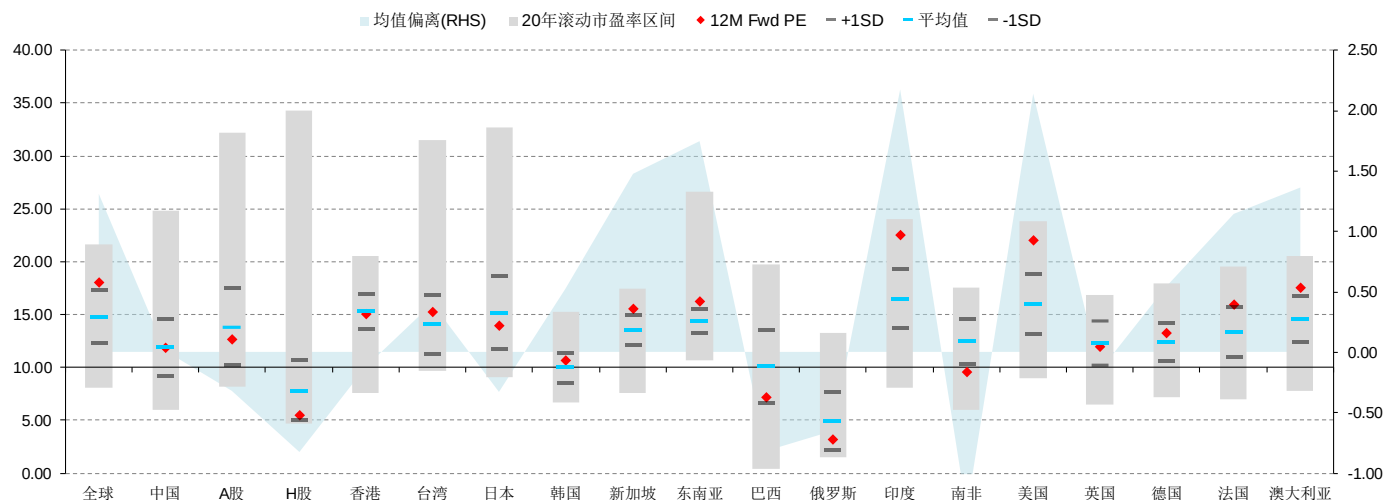
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 7：恒生科技指数及其他指数 PEG、EPS 增速



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 8: MSCI 全球主要股市市盈率表现



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

1) 全球经济形势

1.1 经济增长前景

经历了2021年强劲经济复苏后, 2022年全球主要经济体经济增速预计将逐步放缓。全球经济增速预计将从2021年的5.8%降至2022年的4.4%。中国经济增速2022年预计将降至5.2%, 美国及欧元区经济增速亦将不同程度放缓。主要经济体OECD领先指标曲线已渐趋平坦化并向下延伸, 而花旗经济意外指数则于2021年下半年平稳回升, 显示主要经济体经济增速动能仍存。当前全球疫情局势仍不乐观, 疫苗接种不均衡问题尚未解决, 多数发展中国家在疫苗接种率上推进较慢, 而发达国家疫苗接种率进程明显放缓, 预计疫情对明年全球经济复苏的扰动仍将持续存在。

中国: 经济下行压力仍大, 但有望逐渐低位回暖。中央经济工作会议对当前经济形势做出研判, 指出当前经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力, 并强调稳增长为明年经济首要任务。从“三驾马车”的具体表现来看, 2021年出口增速年内维持强劲, 投资及消费增速则每况愈下。展望2022年, 在全球疫情反复袭扰、供应链瓶颈尚存的形势下, 外需短期仍具备一定刚性。《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)于2022年初生效, 亦为出口维持扩张增添动力。但在欧美供应链条逐渐修复, 商品需求转弱的预期下, 出口增速预计将边际放缓。“房住不炒”政策基调并无明显转变, 短期房地产投资及销售仍面临持续收缩, 但在稳增长的预期下, 预计基建投资将发力, 从而对地产下行有一定缓冲, 而制造业投资在政策支持下则有望维持高增速。当前就业形势较为稳定, 居民收入稳步增长, 疫情逐步可控, 经济持续恢复, 叠加新一轮减税降费呼之欲出, 货币政策宽松预期亦有望引导新增资金流入消费市场, 从而刺激消费并扩大内需。整体上, 中国经济预计将在财政及货币政策支持下维持稳健增长, 并实现自2021年三季度下行趋势以来的低位回暖。

欧美: 增速见顶放缓。2021年上半年, 欧美在宽松流动性及疫苗

高接种率的支持下相继解除封锁限制，经济增速在低基数效应下创记录增长，强劲复苏推动经济增长逐步由商品市场拉动过渡至服务市场牵引。下半年，由于全球经济复苏程度不同，供应链中断问题加剧，叠加巨量的流动性令欧美供需失衡问题突出，通胀急剧上升。伴随着疫情反复，劳动力短缺等问题日渐加剧，欧美经济增速均逐渐放缓。宽松货币政策对美国经济刺激作用边际放缓，零售数据同比增速高位回落，消费者信心走低，通胀威胁日益凸显，美联储收紧货币政策压力与日俱增。与此同时，美国总统拜登的1.2万亿美元基建支出计划已获签署并将实施，而另一份规模达1.75万亿美元的“重建美好未来”支出法案推进受阻，实施仍存变数。两份法案总体上有望继续推动美国经济复苏进程，但也有加剧通胀恶化的风险。欧元区经济复苏程度不均衡，且通胀压力亦日渐压顶。虽然欧洲央行预计仍将维持较长维度的宽松货币政策支持，但对经济刺激的作用边际递减，**预计欧元区经济增速将逐步放慢至疫情前水平。**

新兴市场：增长前景面临挑战。随着欧美央行货币政策即将迈入正常化，加息预期抬升，离岸美元有回流本土之势，预计新兴市场经济增长面临的压力将逐步加大。海外流动性带来的通胀压力率先冲击着新兴市场，巴西、俄罗斯等央行已于最近几个月多次加息以对抗通胀，新兴市场实体经济借贷成本不断攀升，生产和生活成本飙升。2022年全球主要经济体增速放缓或将拖累大宗商品价格，一些主要商品产出的新兴市场或将面临更严峻的经济增长挑战。

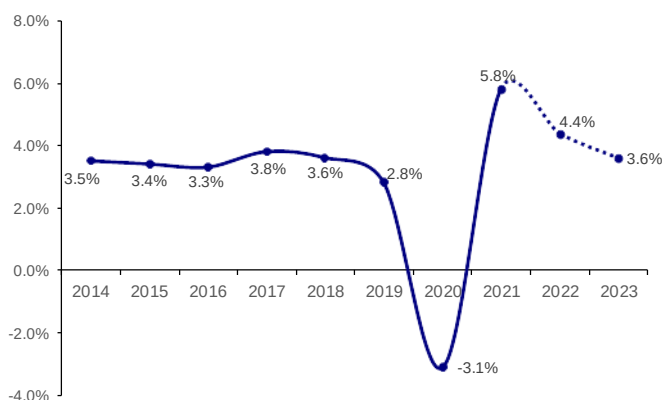
1.2 通胀走势

全球经济错位复苏、疫情反复、流动性极度宽松、供应链中断及全球原油供给恢复缓慢等一众因素导致通胀形势在2021年下半年急剧恶化。随着国际能源产能逐步释放，中国对能源、工业原材料的保供稳价调控，叠加全球主要央行货币政策趋向收紧，**通胀走势预计将于2021年底至2022年初见顶，并于2022年逐步回落。**

中国：大宗商品价格上升、航运价格快速上涨等输入性通胀因素影响，以及出口高景气度带来的产能扩张等内部因素驱动，中国下半年生产资料价格快速窜涨。“双碳”、“双限”政策进一步加剧了上游成本压力，PPI同比创下近年新高。而内需收缩、叠加疫情反复等因素影响，CPI则维持温和走势，PPI-CPI剪刀差年内不断走阔。随着政府保供稳价的调控，上游能源及原材料价格已于四季度回落。中央经济工作会议亦明确强调避免运动式减碳，并加强能源的运筹调节，以促进电力充足供应。**预计2022年供应端约束将逐渐缓解，商品价格将有一定程度回落；需求端有望逐步复苏，上游成本预期将向中下游稳步传导，PPI-CPI剪刀差将逐渐收窄。**

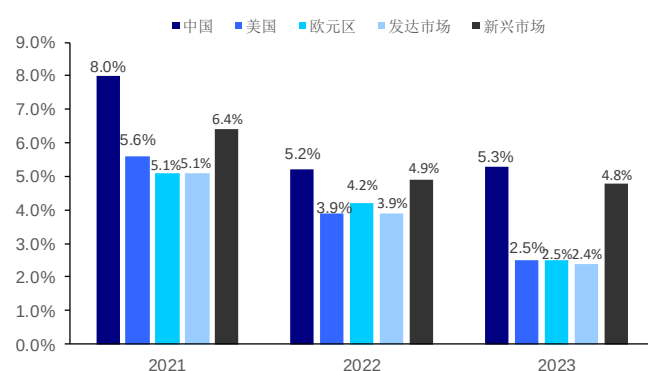
欧美：美国通胀于2021年12月创下近40年来最高纪录，欧元区通胀亦升至近25年来新高。迫于高企的通胀压力，欧美央行已启动缩减购债，但鉴于资产负债表仍在扩张，且疫情造成的经济不确定性导致通胀易上难下，**高通胀短期暂难消退，并预计将持续至2022年全年。**美联储收紧货币政策路径已较为明朗，且疫情影响有望逐渐消退，能源及原材料供给料预计将逐步恢复，就业市场持续复苏，供应链问题有缓解迹象，进而对商品价格上涨形成约束，**欧美通胀整体预计将呈边际下行趋势。**

图表 9：彭博市场共识全球经济增速预期(%)



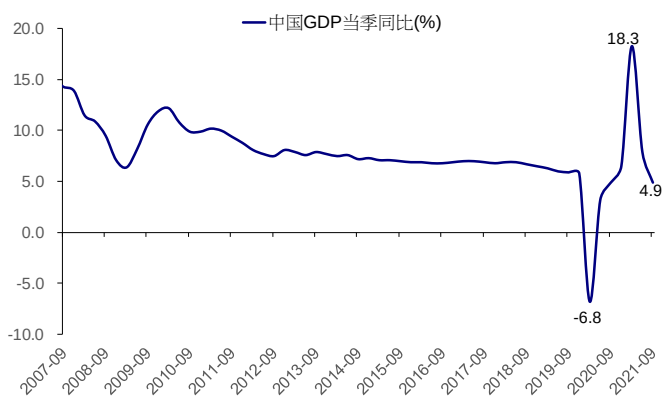
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 10：彭博市场共识主要经济体增速预期(%)



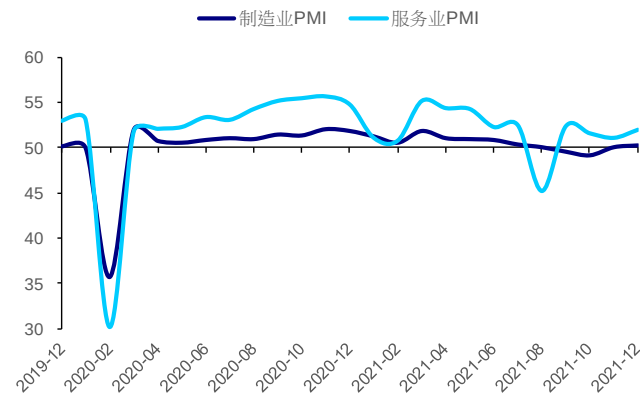
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 11：中国 GDP 当季同比(%)



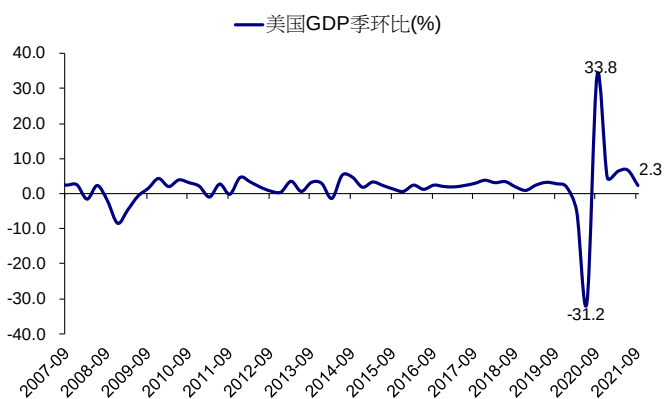
资料来源：中国统计局，国泰君安国际

图表 12：中国官方制造业及非制造业 PMI 指数



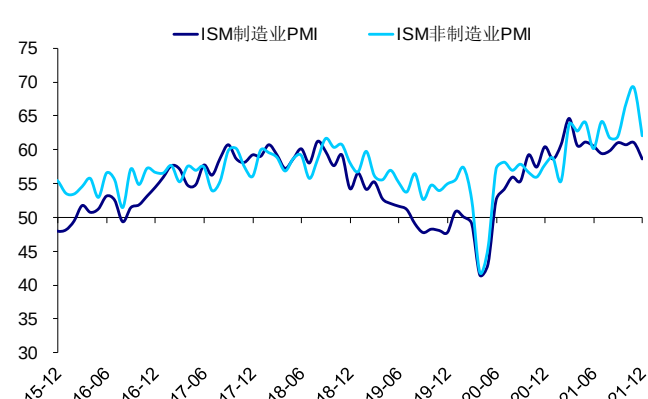
资料来源：中国统计局，国泰君安国际

图表 13：美国 GDP 年化季环比(%)



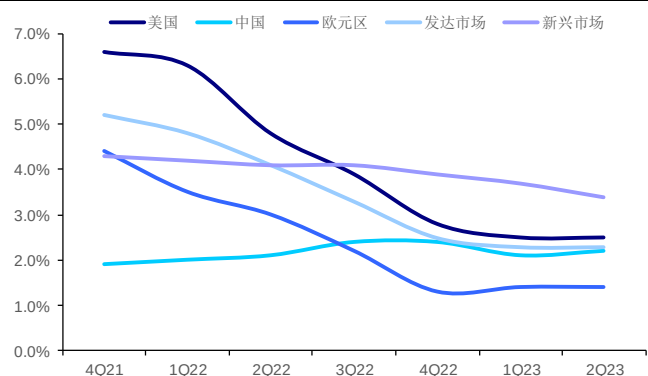
资料来源：美国经济分析局，国泰君安国际

图表 14：美国 ISM 制造业和服务业 PMI 指数



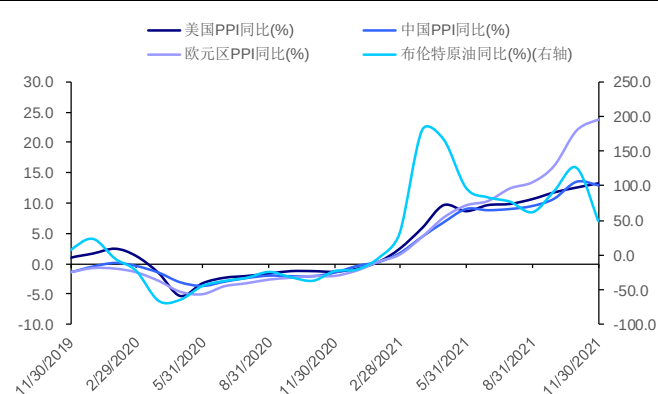
资料来源：Wind，国泰君安国际

图表 15: 彭博市场共识美国、中国、欧元区 CPI 增速(%)



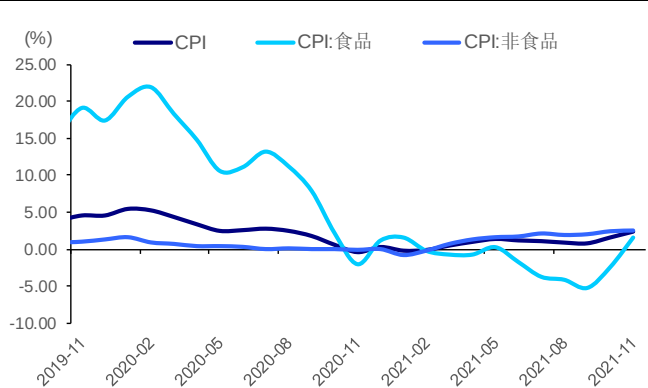
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 16: 美国、中国、欧元区 PPI, 国际原油同比(%)



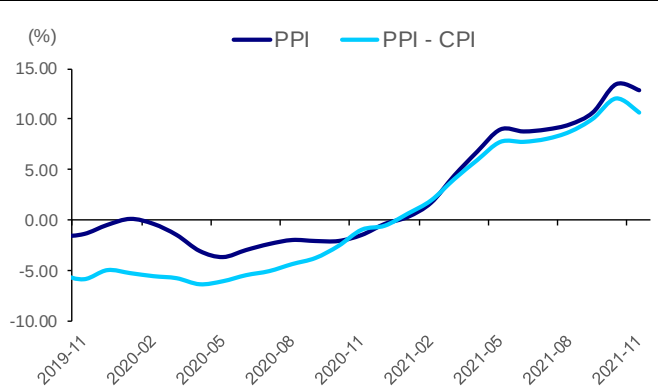
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 17: 中国 CPI 同比(%)



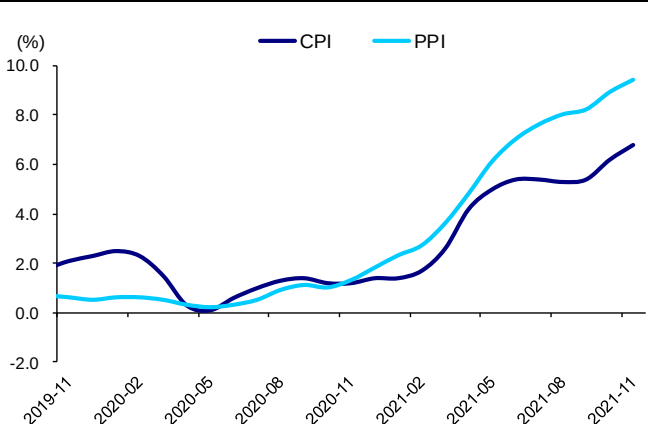
资料来源: 中国统计局, 国泰君安国际

图表 18: 中国 PPI 同比、PPI-CPI 剪刀差(%)



资料来源: 中国统计局, 国泰君安国际

图表 19: 美国 CPI 同比、PPI 同比(%)



资料来源: 美国劳工部, 国泰君安国际

图表 20: 美国 PCE 及核心 PCE 当月同比(%)



资料来源: 美国经济分析局, 国泰君安国际

2) 疫情形势

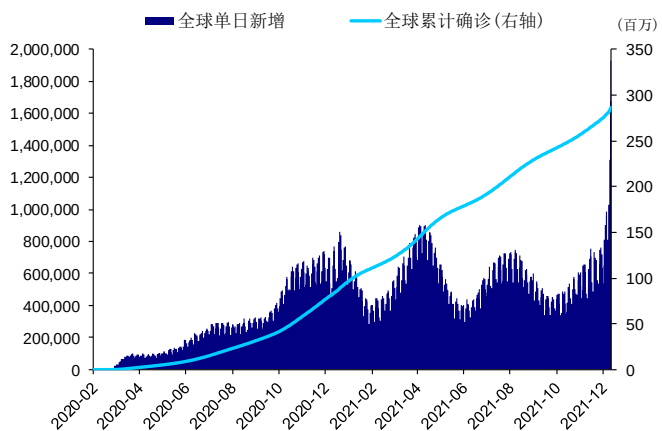
截至2021年12月31日，全球新冠病例累计近2.87亿人，死亡病例近544万。在2020年岁末年初之际，新冠疫情迎来里程碑意义的转折，几款新冠疫苗陆续完成研发令市场看到了结束疫情的曙光。虽新冠毒株几经变异，特别是德尔塔病毒席卷全球时期，疫情再现高峰，但在疫苗的大规模铺开接种的努力下，全球新增病例及死亡率总体呈下降趋势。与此同时，新冠特效药的研发也在陆续进行，并有望于多个国家和地区推广使用。然而在2021年全年抗疫形势一片大好之际，年底前因新型变异毒株奥密克戎的出现而再掀波澜。初步结果表明，奥密克戎的严重性可能低于德尔塔，但高传染性的新型变异毒株造成的病例激增或将重新造成全球多个国家地区采取一定程度的限制性封锁措施，并促使经济学家下调全球经济增速。

奥密克戎变体使得现有疫苗有效性降低，疫苗生产商不得不重新调整及改进当前疫苗，而全球政府亦需要再度大面积推广新型疫苗接种以及加强针的安排。基于此前抗疫的努力，新一轮疫情所造成的影响都会小于此前几轮疫情，全球疫苗接种率上升及新冠特效药的陆续上市都有望使得疫情影响逐渐消退。虽不排除2022年仍有新型变异毒株逃逸免疫，并造成全球大规模传播的风险，但引发全球性大规模限制性封锁防疫措施概率仍相对较低。总体而言，2022年疫情仍有反复袭扰的可能性，并拖累放慢全球经济增长的步伐，但疫情将不会逆转当前经济复苏进程、全球供应链恢复、以及全球越来越多国家逐渐实现开关解封的大趋势。

中国“抗疫”即将迈入第三年，预计“动态清零”的防疫策略仍将贯穿2022年。过去一年，由于海外疫情从未间断，中国疫情外防压力增大，内地局部疫情此起彼伏，而清零政策需要在当地执行严格防疫措施，经济生产生活往往按下暂停键，不间断的零星疫情也造成了生产、消费的间歇性停滞，加剧了经济下行的压力。中国内地年底前已有接近12亿人完成两针疫苗全程接种，加强针疫苗接种也正在全国推进，但由于奥密克戎变异毒株具有逃脱免疫的特性，当前疫苗的有效性或难令中国转变防疫政策。香港在进入2021年下半年后，疫情控制有力，并积极与内地就局部乃至全面双向通关协商。但随着奥密克戎引发社区传播为当前的通关形势再添变数，香港经济贸易、本地零售业以及相关产业的恢复与发展短期仍将面临考验。

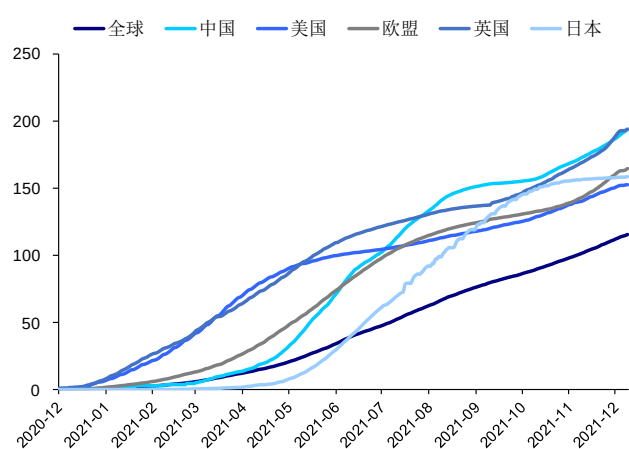
整体来看，疫情仍是影响明年世界经济的最大不确定因素。奥密克戎的高传染性已使得全球以及多个国家的单日新增病例创下历史记录。从目前的评估结果来看，此轮疫情预计将延续到2022年一季度乃至整个上半年，对全球的经济生产生活都将造成一定的冲击。资本市场将因疫情同样增加不确定性，美联储及世界其他主要央行货币政策路径也或将因疫情对经济和就业造成的破坏性影响而存在一定的变数。

图表 21: 全球累计确诊及单日新增确诊病例



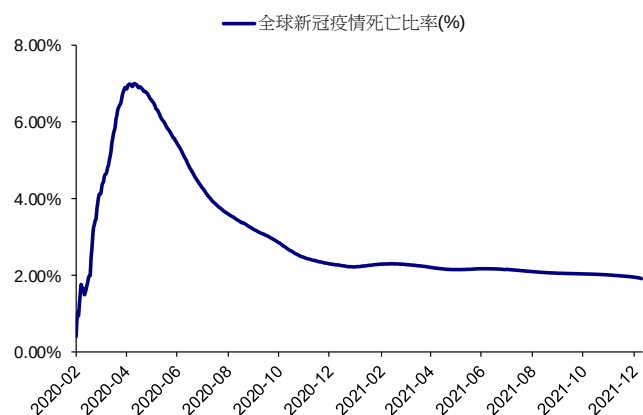
资料来源: Wind, 国泰君安国际

图表 22: 全球及主要国家每百人新冠疫苗接种量(剂次)



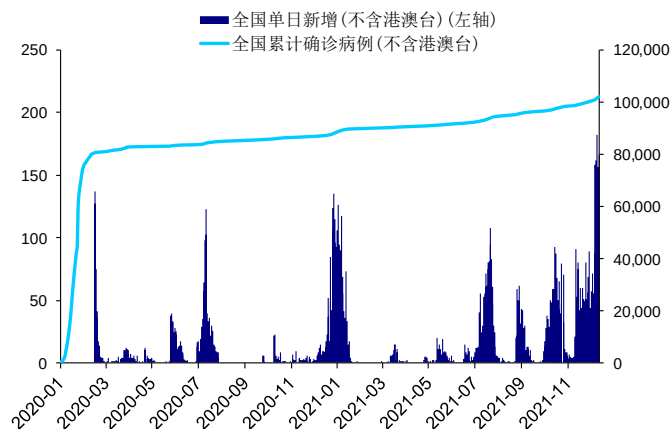
资料来源: Wind, 国泰君安国际

图表 23: 全球新冠疫情死亡比率(%)



资料来源: Wind, 国泰君安国际

图表 24: 中国累计确诊及单日新增确诊病例



资料来源: 国家卫健委, 国泰君安国际

3) 流动性

2022年海外主要央行预计将逐渐收紧宽松货币政策，而中国央行则有望维持流动性总量合理充裕以应对经济下行的挑战和海外流动性收紧的冲击。美国通胀压力急剧上升，并创下近40年来高位。美联储为应对通胀压力已加快缩减购债，为潜在加息铺平道路。香港金管局亦作出收紧货币市场流动性的防御举措，以应对离岸美元回流美国本土的潜在流动性挑战，对2022年港股市场的流动性有负面影响。中国中央经济工作会议强调稳增长为明年经济首要任务，预计财政及货币政策会更加积极，并保持市场稳定充裕的流动性。当前AH溢价指数再度上升至历史高位，预计南向资金将继续持续稳定流入的趋势。港股当前估值处于低位，监管风险有望消退，对资金的配置吸引力提升。

3.1 全球央行动向

美联储：货币政策迈向正常化。美联储货币政策最关注的就业和通胀指标已基本满足收紧流动性乃至加息的门槛。具体来看，美国当前的就业市场正在持续恢复，尽管距美联储充分就业目标仍有部分差距，但就失业率单一口径而言，美国12月失业率已降至疫情前水平，并低于4.4%的自然失业率指标。通胀方面，美国12月的通胀数据创下近40年来新高，美联储在12月货币政策会议中抛弃了通胀暂时性的表述，放弃了平均通胀目标制，并表示疫情导致通胀不确定性增大，且高通胀预计将持续至明年全年。美联储已启动加速缩减购债，并有望于2022年3月完成减码。美联储12月政策会议纪要暗示待完成减债后便可上调短期利率，并讨论了更快加息及提前缩表的可能性。点阵图显示美联储官员预测2022年加息次数为3次，而具体加息次数则视乎通胀及经济情况以相机抉择。

中国央行：有望维持流动性总量合理充裕。中国经济实现全面复苏后已进入稳增长阶段，当前经济面临结构性调整，亟需货币政策的支持。中央经济工作会议强调“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，以及“财政政策和货币政策要协调联动”，预计2022年货币政策宽松力度将维持，以做好跨周期调节，促进经济平稳向好。中国央行已于7月及12月两度全面降准以降低实体融资成本，并维持市场流动性的合理充裕，但未直接采取降息。中国三季度经济下行压力逐渐显现，上游原材料价格的大幅上涨驱动通胀升至近年高位，一定程度上制约了降息的可操作性。随着能源及商品价格见顶回落，PPI预计将逐步高位下行。同时，2022年仍有4.05万亿元中期借贷便利(MLF)到期，稳增长预期下，中国央行具备进一步降准乃至降息的可能性。

欧洲央行：2021年12月全球主要央行货币政策会议期间，欧洲央行决定放缓购债速度，但并未追随美联储加速“转鹰”，亦或是英国央行选择加息以对抗通胀。欧洲央行计划将在明年三月结束紧急疫情资产购买计划(PEPP)，但将暂时扩大常规资产购债计划(APP)，以减少对金融市场的冲击。欧央行虽上调了2022年通胀预期，但并未放弃通胀暂时论的观点，预计欧央行明年货币政策急速转向的可能性较低，大概率将继续维持当前的宽松基调。

3.2 利率水平

中美利率水平明年预计将一降一升。中国2022年上半年货币政策有维持宽松的预期，降准及降息的可能性预计将推动融资成本降低，中国国债收益率预计将稳步下行。美联储“转鹰”预期明朗，上调短期利率的可能性较高。美国经济基本面预计将持续改善，从而带动实际收益率将不断回升。中美利差预计将继续收窄，叠加美联储货币政策正加速收紧，从而造成资本回流美国。港元利率水平或将随海外利率走高而逐步抬升，但步伐和幅度应慢于美元。

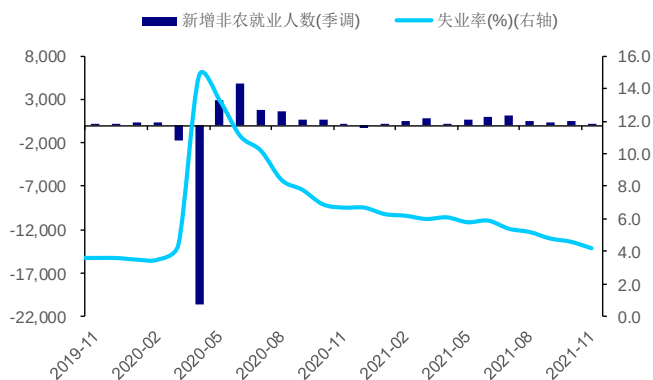
3.3 南向资金

港股市场在过去一年经历了大幅调整，但南向资金全年仍维持净买入，2021年净买入额达到近4,544亿港元。南向资金对港股的累计净买入规模仍在逐年提升。截至2021年12月底，南向资金累计净买入港股资金规模已接近2.2万亿港元。当前AH溢价指数处于历史高位，显示当前港股极具性价比。国内适度宽松的流动性预计将延续合理充裕，且港股有望迎来更多核心稀缺资产标的，配置吸引力不断提升，南向资金预计将延续净买入趋势。

3.4 外资流入

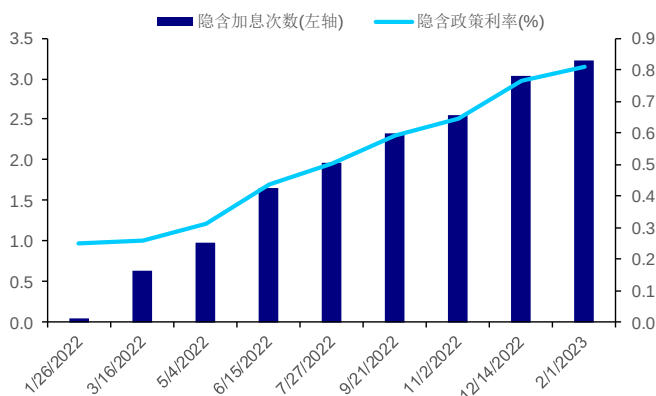
外资当前仍是港股核心资产的底层资金，决定着港股长期价值。过去一年，海外货币政策边际收紧、监管风险及中美脱钩等问题导致部分海外资本从港股市场流出。但港股当前调整已较为充分，政策压力边际缓解，配置价值日益显现。美联储加快收紧货币政策及潜在的加息预期或令离岸美元回流本土，但美股当前涨幅已达峰值，沽压日益增大，海外机构亦需要寻找优质的海外资产以分散美国资产的风险。中国头部科网企业监管不确定风险已得到很好释放，有望随中国经济增长回暖而实现估值和盈利的双重反弹。随着中概股回港进行二次上市的趋势延续，港股将迎来更多核心资产标的，从而有望吸引更多旨在扩大中国资产配置敞口的海外资金流入。

图表 25：美国失业率及非农就业人数



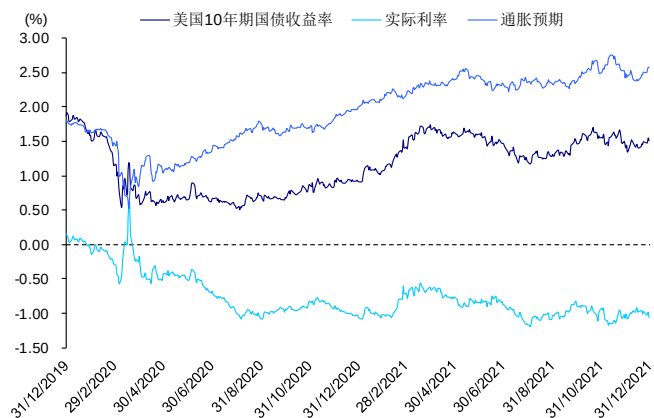
资料来源：美国劳工部，国泰君安国际

图表 26：美联储隐含加息次数及政策利率



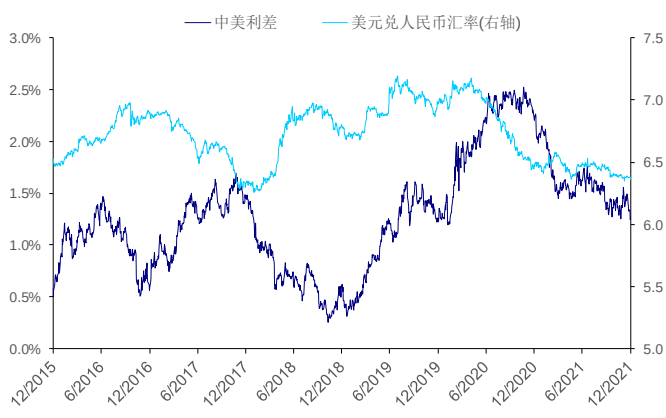
资料来源：CMC FedWatch，国泰君安国际

图表 27: 美国 10 年期国债实际收益率及通胀预期



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 28: 中美利差及人民币汇率走势



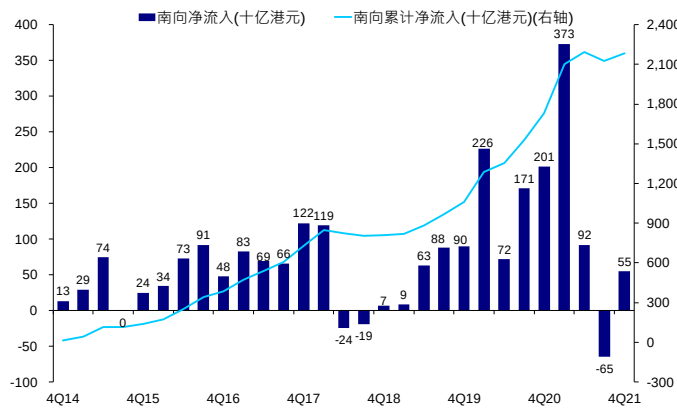
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 29: 香港市场资金利率水平(%)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 30: 南下资金净流入港股(十亿港元)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

4) 风险分析

4.1 中美关系

中美关系多领域的竞争角逐或将常态化。拜登政府执政后，基本延续了特朗普时期的对华政策。中美在政治、经济领域的脱钩潮流暂难逆转，未来预计将出现更多领域的竞争与摩擦。海外资本投资中国资本市场预计将面临更多挑战，两国政府角力一定程度上抑制了外资投资中国的积极性。中美关系在2021年中似有缓和迹象，中美领导人峰会以及中美在气候领域的合作意向都向世界传递了积极的信号，此前贸易战加征的海关税亦有望降低以应对当前的高通胀。但中美关系于年底前再度转低，美国财政部将多家中资企业列入实体名单，以阻挠海外资本投资中国企业。美国证监会通过针对中概股上市监管条例的《外国公司问责法案》修正案或将造成海外中概股大规模的退市潮。美国对中国企业的打压意图也令聚集了一众中国互联网科技公司的港股离岸市场平添一层政治风险，使得投资者对港股要求更高的风险溢价。

4.2 港股估值

港股作为离岸市场抵御海外波动的防御性较差且允许做空，海内外资金投资港股往往要求更高的风险溢价。相较于A股，港股估值通常有一定的折让。恒指近两年纳入了更多的科网、医药企业，新经济占比明显提升，腾讯、美团及回港二次上市的阿里巴巴占据恒指权重近四分之一。2021年开启的反垄断元年，政策直击互联网经济板块，企业盈利预期年内遭遇大幅下修，港股走势也与美股明显相背离。监管不确定大幅提高了头部互联网公司、乃至恒指的风险溢价。港股三大指数估值已处历史低位，反垄断监管最严格时期已然过去，政策压力目前已得到较好释放，极度悲观情绪也有望得到扭转，港股进一步下跌的空间有限。随着监管步入制度化阶段，此前受到压制的风险偏好或将修复。从指数对比来看，恒指当前动态市盈率仅不到12，考虑到其潜在的盈利增速，估值明显承压。恒生科技指数PEG仅0.72，低于创业板的0.92及纳指的1.54。另一方面，AH溢价指数自2021年年初的130已升至接近历史峰值的150。AH溢价指数具有均值回归的特性，当前港股计入了较多的风险溢价，预计随着风险端压力逐步释放，港股估值有望逐渐修复。

4.3 新经济板块及中概股

以互联网、医药和新消费为代表的新经济板块是港股明显区别于A股的核心之处，也是海内外机构配置中国资产不可或缺的标的。作为港股的核心资产标的，新经济板块已经取代地产、金融等旧经济板块，在恒指中占据最大权重，也是衡量港股走势的风向标。近两年港股也迎来了越来越多的美股中概回港二次上市股，美国证监会监管政策预计将加速这一趋势。港股有望迎来更多行业的细分龙头及核心资产标的，增加港股对海内外投资者的吸引力。与此同时，随着在港二次上市的中概股比例上升，港股与美股中概股的相关性也逐渐提高，中概股监管风险也加剧了港股市场的震荡。中国证监会最新海外上市新指南草案中将继续允许企业使用可变利益实体(VIE)的架构上市，此前中国证监会已表达出与美国证监会就在美上市中国公司的审计文件方面进行合作，预计明年中概股的监管风险仍未消退，海内外监管共趋严格已成定势。

4.4 地产债务违约

2021年房企融资收紧及个别企业经营不善等问题导致数家房企债务出现违约，不乏中国恒大、佳兆业等头部房地产企业。2021年下半年地产债务违约危机愈演愈烈，并拖累物管、银行及保险等板块大幅下挫。投资者担心几家头部房企违约或将造成系统性风险，并加剧中国经济的下行压力。地产板块的颓势也拖累了大市情绪，加剧了港股市场的震荡。中央经济工作会议“房住不炒”的定位不曾松动，地产调控的大方向明年将不会改变，“去地产化”仍是中国经济结构转型长期坚持的路线。但在稳预期、稳增长的政策基调下，地产融资政策也在年底前出现了一定松动，部分地区地产调控措施过严现象有望改善，地产融资压力预计将得到缓解。前期的降准乃至预期的进一步降息，也有望逐步释放地产债务风险。前期调整较深、基本面坚韧的房企亦有望迎来价值修复。

5) 点位预测

根据彭博预期盈利增速和估值区间测算，2022年恒生指数目标区间范围预计在22,000-28,000点；恒生国企指数目标区间范围预计在8,000-10,000点之间；恒生科技指数目标区间范围预计在5,000-8,000点。

图表 31: 恒生指数目标点位敏感性分析

恒生指数预期 EPS(港元)		-10%	-5%	0	5%	10%
		1,938	2,045	2,153	2,261	2,368
预期市盈率 P/E	9	17,438	18,407	19,376	20,345	21,314
	10	19,376	20,452	21,529	22,605	23,682
	11	21,314	22,498	23,682	24,866	26,050
	12	23,251	24,543	25,835	27,126	28,418
	13	25,189	26,588	27,987	29,387	30,786

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 32: 国企指数目标点位敏感性分析

恒生国企指数预期 EPS(港元)		-10%	-5%	0	5%	10%
		840	887	934	980	1,027
预期市盈率 P/E	8	6,723	7,096	7,470	7,843	8,217
	9	7,563	7,983	8,403	8,824	9,244
	10	8,403	8,870	9,337	9,804	10,271
	11	9,244	9,757	10,271	10,784	11,298
	12	10,084	10,644	11,205	11,765	12,325

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 33: 恒生科技指数目标点位敏感性分析

恒生科技指数预期 EPS(港元)		-10%	-5%	0	5%	10%
		157	176	196	215	235
预期市盈率 P/E	26	4,072	4,582	5,091	5,600	6,109
	30	4,699	5,286	5,874	6,461	7,048
	34	5,326	5,991	6,657	7,323	7,988
	38	5,952	6,696	7,440	8,184	8,928
	42	6,579	7,401	8,223	9,046	9,868

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

行业配置建议

在海外流动性收紧的预期下，港股市场资金面将面临一定的考验。大盘难寻主线机会，结构性行情预计将持续全年，市场将更加关注行业及个股的盈利确定性和景气度以应对市场波动。2022年建议均衡布局成长与价值风格，推荐新能源、金融、消费、基建、科网、半导体及医药板块。

1. 新能源：光伏、锂电、风电等清洁能源，以及新能源车产业链条具有较高的行业景气度，符合国家“碳达峰”、“碳中和”的长期政策，中长期行业向上逻辑难以证伪。当前估值合理，且业绩有望维持持续增长的行业细分龙头具有较高的配置价值。

2. 金融：当前金融板块估值偏低，具备良好安全边际，叠加低基数效应，盈利及估值有望修复。中国央行2021年已两度全面降准，2022年上半年仍有进一步降准及降息的预期，有利于降低银行的资金成本，增厚息差收入，增强盈利预期，而地产债务危机亦有望得到缓解，从而改善资产质量。居民财富管理概念逐渐增强，资金有望从楼市更多流入股债、基金市场，财富管理优质赛道将迎来多个层面催化，利好券商业务。重点关注：银行、券商。

3. 消费：受疫情反复及行业监管影响，2021年社零销售增速有所放缓，内需收缩，服务性消费未能实现进一步恢复。随着政府“减税降费”等刺激消费、扩大内需的措施推动，配合传统消费升级，供给端成本下降等有利因素，2022年消费有望逐渐回暖。重点关注：餐饮、休闲娱乐、出行等线下消费产业链条，及消费升级下的家电、国潮替代的体育用品等行业。

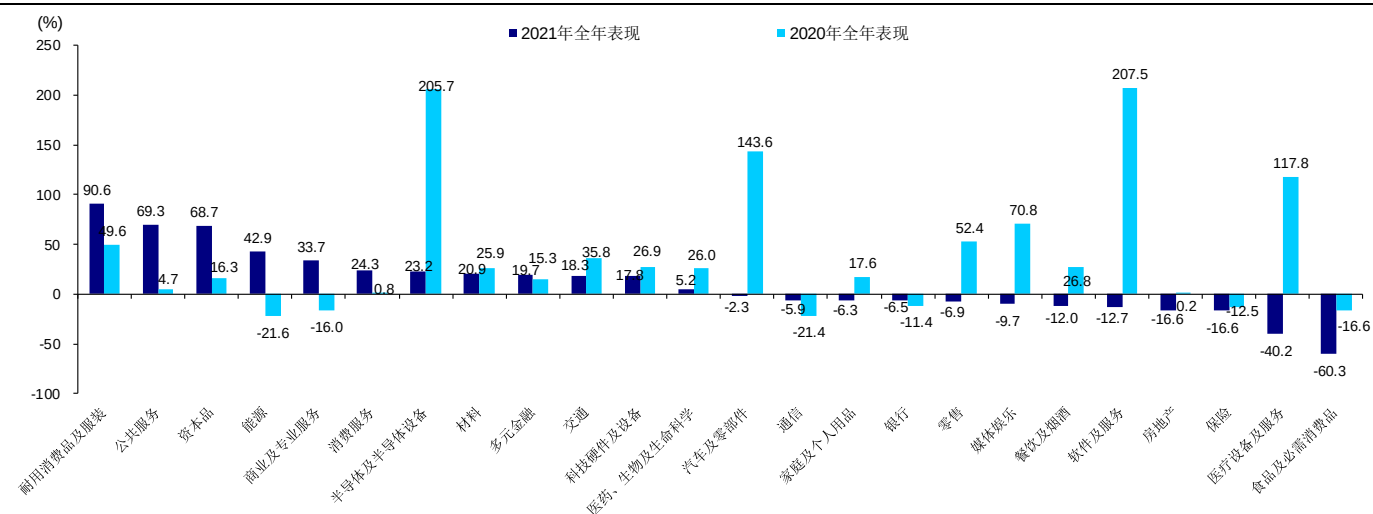
4. 基建：“房住不炒”政策基调并无明显转变，短期房地产投资及销售预计将面临持续收缩的困境，但在稳增长的预期下，预计基建投资将率先发力，从而对地产下滑形成一定缓冲。重点关注：机械、水泥、工业金属等细分板块。

5. 科网：行业龙头公司经历了2021年的充分调整，当前估值已回调至历史区间底部。反垄断监管重点集中在解决互联网行业的资本无序扩张及数据安全问题，旨在维护行业的良性健康发展。作为中国科技及互联网优质标的，在行业监管逐渐常态化，共同富裕渐成行业共识，盈利预期或有一定的下调，但基于公司稳固的基本面，核心业务盈利增速仍较高，短期调整无阻其中长期配置价值。

6. 半导体：国家大基金预计将继续加大对芯片产业的支持力度，以帮助解决芯片行业“卡脖子”的攻坚技术难题，行业有望维持高景气度；“缺芯潮”预计将持续到2022年底，新能源车、5G产业链、工业互联网对芯片的需求仍有较大的缺口，盈利高增速有望延续。

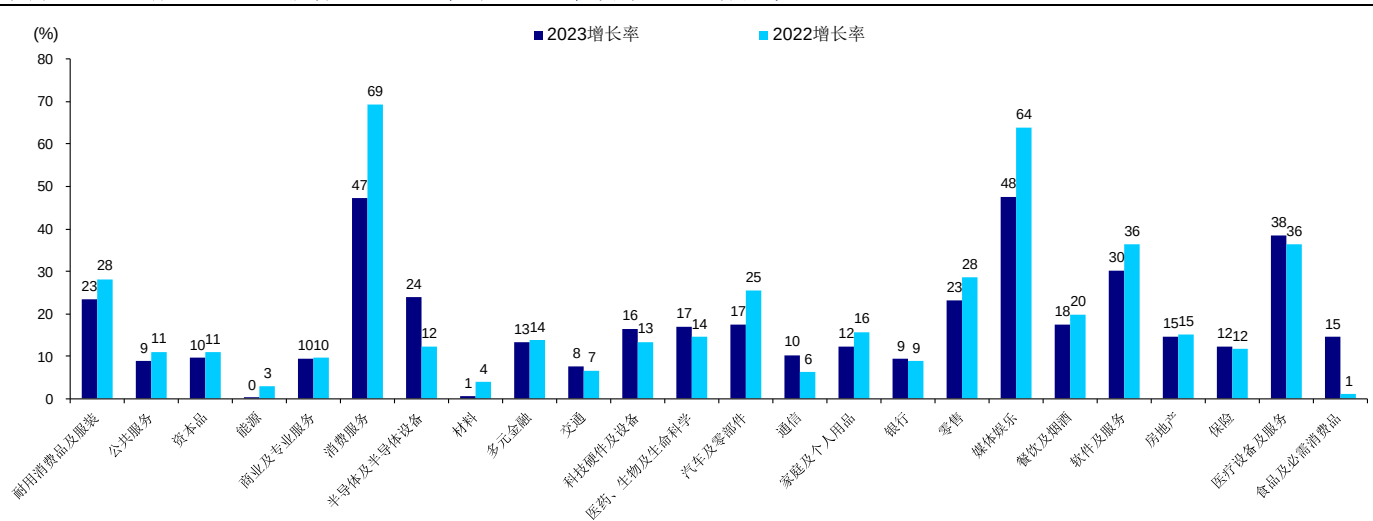
7. 医药：全球疫情仍有反复，对医疗设备及疫苗的需求仍有供给缺口和持续需求；创新药具有较强成长性和技术实力。经历了2021年的调整后，随着公司持续的研发推进，市场对国际化担忧缓解，龙头公司有望估值回归。重点关注：疫苗股、CXO、生物制药。

图表 34: 港股 GICS 二级行业 2021 年与 2020 年全年表现比较



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 35: 港股 GICS 二级行业 2022 年与 2023 年预计 EPS 增长率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

推荐个股

图表 36：推荐个股组合名单

行业	公司名称	代码	彭博平均目标价(HKD)	彭博买入/持有/卖出评级数
原材料	鞍钢股份	00347.HK	5.777	14/2/0
原材料	紫金矿业	02899.HK	15.825	21/1/0
原材料	中国建材	03323.HK	14.338	25/2/0
机械及工程	中国铁塔	00788.HK	1.383	18/6/1
机械及工程	东方电气	01072.HK	16.000	5/0/1
机械及工程	中国能源建设	03996.HK	2.978	6/0/0
交运物流	海丰国际	01308.HK	41.117	8/0/0
交运物流	太平洋航运	02343.HK	5.545	9/1/0
汽车	中升控股	00881.HK	95.917	24/1/0
汽车	耐世特	01316.HK	12.644	16/2/0
汽车	小鹏汽车	09868.HK	254.619	13/0/0
医药	石药集团	01093.HK	12.842	35/1/1
医药	中国生物制药	01177.HK	10.488	32/2/0
医药	荣昌生物	09995.HK	131.462	14/1/0
银行业	建设银行	00939.HK	8.074	28/2/0
银行业	邮储银行	01658.HK	7.343	35/1/0
银行业	招商银行	03968.HK	73.763	23/4/3
非银金融	香港交易所	00388.HK	525.297	30/9/1
非银金融	广发证券	01776.HK	17.492	8/3/0
非银金融	中国太保	02601.HK	32.614	20/3/0
房地产	中国海外发展	00688.HK	26.141	30/0/0
房地产	龙湖集团	00960.HK	52.193	28/1/0
房地产	华润置地	01109.HK	44.702	29/1/0
物业管理	华润万象生活	01209.HK	48.111	18/3/1
物业管理	保利物业	06049.HK	65.927	26/6/0
物业管理	碧桂园服务	06098.HK	81.851	39/0/0
必选消费	青岛啤酒	00168.HK	87.022	19/4/1
必选消费	华润啤酒	00291.HK	74.805	37/1/3
必选消费	蒙牛乳业	02319.HK	55.388	33/2/1
可选消费	安踏体育	00020.HK	160.585	48/2/3
可选消费	李宁	02331.HK	106.800	44/0/1
可选消费	泡泡玛特	09992.HK	81.972	21/0/0
教育	中教控股	00839.HK	20.270	25/1/0

行业	公司名称	代码	彭博平均目标价(HKD)	彭博买入/持有/卖出评级数
教育	中国科培	01890.HK	6.584	11/0/0
半导体	ASM PACIFIC	00522.HK	107.800	15/8/2
半导体	中芯国际	00981.HK	27.655	24/10/5
半导体	华虹半导体	01347.HK	56.635	22/7/1
游戏	腾讯控股	00700.HK	608.789	63/5/2
游戏	心动公司	02400.HK	56.926	18/2/1
游戏	网易	09999.HK	211.035	26/0/0
软件	金蝶国际	00268.HK	30.869	25/6/0
软件	微盟集团	02013.HK	17.265	32/1/1
软件	阜博集团	03738.HK	23.324	5/0/0
互联网	快手	01024.HK	132.092	39/3/0
互联网	京东集团	09618.HK	422.513	25/0/0
互联网	阿里巴巴	09988.HK	204.242	38/2/0
美股 TMT	亚马逊公司	AMZN.US	4111.775 (USD)	59/0/0
美股 TMT	谷歌	GOOGL.US	3363.843 (USD)	50/1/0
美股 TMT	英伟达	NVDA.US	346.200 (USD)	38/6/2
美股消费	凯撒娱乐	CZR.US	136.143 (USD)	14/2/0
美股消费	罗斯百货	ROST.US	136.381 (USD)	17/6/0
美股消费	沃尔玛	WMT.US	168.472 (USD)	31/8/1
美股医药	ATAI 生命科学	ATAI.US	31.500 (USD)	12/1/0
美股医药	Atreca 制药	BCEL.US	21.667 (USD)	10/0/0
美股医药	爵士制药	JAZZ.US	197.850 (USD)	18/2/0

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 37：推荐成长股组合名单

行业	公司名称	代码	彭博平均目标价(HKD)	彭博买入/持有/卖出评级数
汽车	中升控股	00881.HK	95.917	24/1/0
汽车	小鹏汽车	09868.HK	254.619	13/0/0
医药	荣昌生物	09995.HK	131.462	14/1/0
非银金融	香港交易所	00388.HK	525.297	30/9/1
物业管理	华润万象生活	01209.HK	48.111	18/3/1
物业管理	保利物业	06049.HK	65.927	26/6/0
物业管理	碧桂园服务	06098.HK	81.851	39/0/0
必选消费	青岛啤酒	00168.HK	87.022	19/4/1
必选消费	华润啤酒	00291.HK	74.805	37/1/3
必选消费	蒙牛乳业	02319.HK	55.388	33/2/1
可选消费	安踏体育	00020.HK	160.585	48/2/3
可选消费	李宁	02331.HK	106.800	44/0/1
可选消费	泡泡玛特	09992.HK	81.972	21/0/0
半导体	ASM PACIFIC	00522.HK	107.800	15/8/2
半导体	华虹半导体	01347.HK	56.635	22/7/1
游戏	腾讯控股	00700.HK	608.789	63/5/2
游戏	心动公司	02400.HK	56.926	18/2/1
游戏	网易	09999.HK	211.035	26/0/0
软件	金蝶国际	00268.HK	30.869	25/6/0
软件	微盟集团	02013.HK	17.265	32/1/1
软件	阜博集团	03738.HK	23.324	5/0/0
互联网	快手	01024.HK	132.092	39/3/0
互联网	京东集团	09618.HK	422.513	25/0/0
互联网	阿里巴巴	09988.HK	204.242	38/2/0
美股 TMT	亚马逊公司	AMZN.US	4111.775 (USD)	59/0/0
美股 TMT	谷歌	GOOGL.US	3363.843 (USD)	50/1/0
美股 TMT	英伟达	NVDA.US	346.200 (USD)	38/6/2
美股消费	罗斯百货	ROST.US	136.381 (USD)	17/6/0
美股医药	爵士制药	JAZZ.US	197.850 (USD)	18/2/0

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 38：推荐高息股组合名单

行业	公司名称	代号	彭博平均目标价(HKD)	彭博买入/持有/卖出评级数
原材料	鞍钢股份	00347.HK	5.777	14/2/0
原材料	中国建材	03323.HK	14.338	25/2/0
机械及工程	中国铁塔	00788.HK	1.383	18/6/1
交通运输	海丰国际	01308.HK	41.117	8/0/0
交通运输	太平洋航运	02343.HK	5.545	9/1/0
银行业	建设银行	00939.HK	8.070	28/2/0
银行业	邮储银行	01658.HK	7.340	35/1/0
银行业	招商银行	03968.HK	73.763	23/4/3
非银金融	广发证券	01776.HK	17.492	8/3/0
非银金融	中国太保	02601.HK	32.614	20/3/0
房地产	中国海外发展	00688.HK	26.141	30/0/0
房地产	龙湖集团	00960.HK	52.193	28/1/0
房地产	华润置地	01109.HK	44.702	29/1/0

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

大类资产配置

2021 年大类资产表现回顾

2021年欧美经济复苏维持强劲，叠加主要央行宽松的货币政策刺激，企业盈利增速迅猛，风险偏好维持高位，欧美等发达国家股市屡创记录新高。新兴市场表现不一，经济复苏仍受低疫苗接种率及通胀快速上升的掣肘。中国A股整体表现适中，而港股则在主要股市中表现垫底。全球债市整体表现较弱，美债收益率在经历年初快速上涨后，全年维持窄幅上落，新兴市场美元债受信用违约及加息影响而表现平淡。大宗商品整体表现较强，能源及原材料价格涨幅居前，国际原油价格受全球经济复苏需求拉动及产能受限而快速抬升；工业金属价格因能源成本上涨、供给制约而量减价增；贵金属价格受美元走强、美债收益率上升而表现回落。**总结2021年全球大类资产表现为：大宗商品>股市>债市。**

李少金

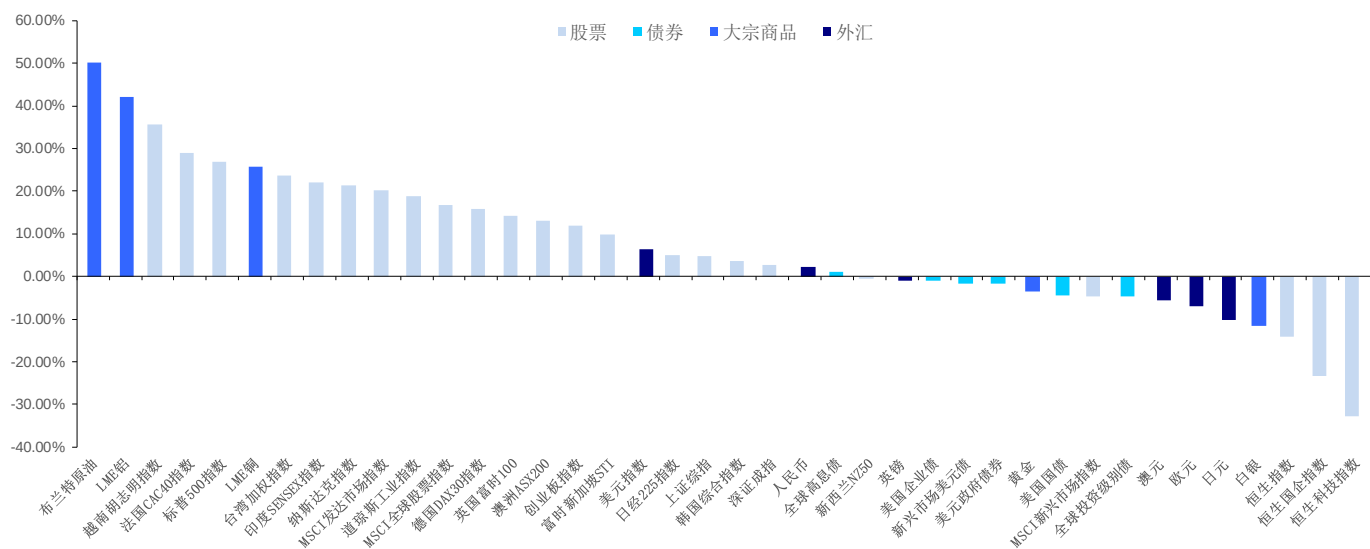
Evan Li

股市：发达市场>新兴市场。在宽松货币政策的加持下，欧美企业盈利实现强劲增长，支撑欧美发达国家股市强势上扬。美股标普500指数继2020年累计上涨16%之后，2021年录得26.9%的收益，欧洲股市年内亦多次创纪录新高。**新兴市场股市表现不一**，除越南、印度等股市个别发展外，美元泛滥的流动性令部分新兴市场国家通胀快速上升而不得不提前选择加息以遏制通胀恶化，且新兴市场国家疫苗接种率普遍低于发达国家，经济重启进程迟滞于主要发达市场，且饱受疫情袭扰，股市整体表现较弱。**中国A股整体表现居中**，虽面临经济下行压力，但得益于疫情的有力控制及适度宽松的货币政策，A股全年仍录得正收益。而作为离岸市场的港股，一方面面临海外主要央行收紧货币政策的流动性冲击，另一方面受监管政策及地产债务违约危机影响，科网、地产、金融等核心权重股大幅承压，以致**港股整体表现落后于全球主要股指。**

债市：高息债>投资级债，美国企业债>新兴市场美元债>美国国债。由于全球通胀飙升，主要国家国债收益率抬升，全球债券市场整体表现较为平淡。上半年通胀预期大幅抬升，以及下半年全球主要国家宽松货币政策边际收紧，推动了美国国债收益率上行。尽管年内新型变异毒株诱发的恐慌情绪促使避险情绪几度升温，海外债市收益率仍呈普遍上行趋势，美国国债及投资级债券整体承压，而高收益市场表现好于投资级债券。

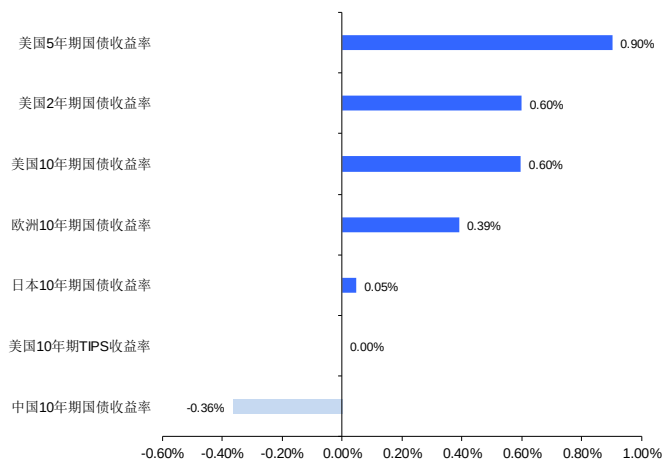
大宗商品：原油>有色金属>贵金属。能源领涨大宗商品，全球经济复苏对能源需求量大幅增加，而石油产出国因疫情原因产能未能有效释放，天然气供应亦因政治博弈而受阻，能源价格大幅上涨。新能源及新能源汽车产业链的快速推广扩张带动了工业金属需求大幅增加，而能源供应紧张以及中国限电限产的推行抬升了工业金属成本，产能的受限亦加剧了价格压力。**贵金属整体表现前低后高，总体呈震荡走势。**美债收益率上半年快速抬升，压制贵金属涨幅；下半年通胀大幅走高，贵金属价格再度反弹。随着美联储“转鹰”，市场加息预期升温，通胀预期下行，贵金属价格再度回落。

图表 39: 全球主要大类资产 2021 年表现(截至 12 月 31 日)



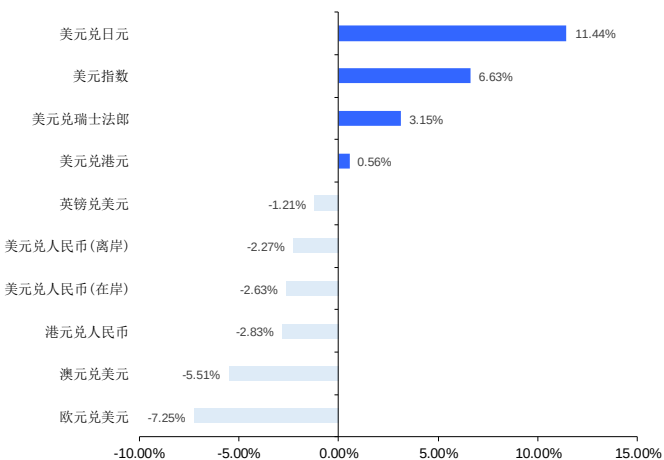
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 40: 全球主要国债收益率 2021 年百分点变动



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 41: 主要外汇市场货币 2021 年表现



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

2022 年大类资产配置建议

大类资产配置主要考量因素包括：**1)经济增长前景**。全球经济 2022 年仍将持续复苏，欧美增速将有所放缓，中国经济增速有望低位回暖。新型变异毒株令经济前景蒙忧，但市场预计奥密克戎大规模传播将于明年一季度结束，且疫情影响有望逐渐消退；**2)加息预期**。美联储为应对通胀的快速上行，预计将于 2022 年 3 月完成缩减购债后开启加息周期，并具备更快加息及提前缩表的可能性；**3)流动性**。美联储预计将加快收紧宽松货币政策，海外流动性面临考验，而中国央行采取稳健的货币政策，预计国内流动性将维持合理充裕。**2022 年大类资产表现预计：股票>债券>大宗商品；股市上，中国 A 股>中国港股>欧美市场>新兴市场。**

股票市场：随着全球主要央行货币政策趋向收紧，全球股市 2022 年将较难复制和延续 2021 年行情。通胀高企之下，欧美宽松流动性或将难以为继，美联储货币政策即将迈入正常化，并有望于明年春季开启加息周期，**预计美国企业盈利增速将放缓，从而削弱股市持续上涨的动力，美股或将维持震荡。**同时，欧美权益资产的相对强势有望减弱，部分新兴市场的资产配置价值将逐渐显现。受美元流动性收紧影响较小，疫情控制有力的高增速新兴经济体有望实现个别发展。中国央行维持流动性稳定以托举经济平稳发展，叠加政府对疫情强有力的管控措施，经济预计能维持较为稳定的增速，外资亦有望维持流入，继续增配中国资产，支撑 A 股向好。港股在经历过去一年的回调后，估值优势已经显现。**预计随着中国经济的稳定复苏，企业盈利有望逐步恢复。监管及地产债务危机的影响逐渐褪去，港股有望实现估值和盈利的反弹。**

债券市场：预计随着市场对奥密克戎的恐慌性情绪逐渐平复，避险需求有望消退。鉴于通胀水平短期内仍居高不下，经济基本面延续改善，供需格局趋于平稳，实际利率下行空间有限，美债收益率将重回上行趋势。**预计美国国债及投资级债短期表现将较为波动，高息债相对投资价值显现，但需提防流动性风险。**中国维持稳健货币政策，利好经济企稳反弹，**中国国债配置优势逐渐显现。**

大宗商品：随着欧美经济增速放缓，能源需求预计将有所减弱，且欧佩克+计划于 2022 年 1 月继续增产，预计原油产能将逐渐提高，价格有望回落。美联储“转鹰”态度逐渐明晰，潜在的加息预期也抑制了通胀预期的上行，贵金属后市易跌难涨。中国地产投资趋弱，对钢铁等商品的需求有限，海内外能源结构的升级，亦提升了能源、钢铁的使用效率，成本降低及产能释放预计将约束黑色金属价格的涨幅，而有色金属需求有望受新能源产业景气支撑。**预计 2022 年大宗商品表现：有色金属>石油及天然气>铁矿石>黄金>煤炭。**

外汇：美国经济就业持续改善，美联储有望于明年三月减码完成后开启加息周期，均将继续支撑美元于 2022 年上半年走强。高风险货币或将持续走弱，避险货币表现有望回升。海外高通胀的背景下，人民币资产吸引力凸显，并不断吸引外资流入，在强劲的出口、旺盛的结售汇支撑，人民币仍有望维持较好的韧性。

图表 42：2022 年大类资产配置建议

大类资产		配置变化	低配	中性标配	增配
股票	美股	-		✓	
	欧股	-		✓	
	中国 A 股	▲			✓
	中国香港	▲			✓
	新兴市场	-	✓		
债券	美国国债	-		✓	
	全球投资级债	-		✓	
	全球高收益债	-		✓	
	新兴市场美元债	▲		✓	
大宗商品	原油	-		✓	
	黑色金属	▲		✓	
	有色金属	▲		✓	
	贵金属	▼	✓		
外汇	美元	▲			✓
	欧元	-	✓		
	英镑	▲		✓	
	日元	▼	✓		
	人民币	-		✓	

资料来源：国泰君安国际

图表 43: 全球主要资产表现(数据截至 2021 年 12 月 31 日)

	收市价格	52 周区间	一周变动	一个月变动	三个月变动	2021 年全年
MSCI 全球股票指数	754.8		0.79%	3.90%	6.39%	16.80%
MSCI 发达市场指数	3,231.7		0.78%	4.19%	7.49%	20.14%
MSCI 新兴市场指数	1,232.0		0.94%	1.62%	-1.68%	-4.59%
发达市场						
道琼斯工业指数	36,338.3		1.08%	5.38%	7.37%	18.73%
标普 500 指数	4,766.2		0.85%	4.36%	10.65%	26.89%
纳斯达克指数	15,645.0		-0.05%	0.69%	8.28%	21.39%
英国富时 100 指数	7,384.5		0.17%	4.61%	4.21%	14.30%
德国 DAX30 指数	15,884.9		0.82%	5.20%	4.09%	15.79%
法国 CAC40 指数	7,153.0		0.94%	6.43%	9.71%	28.85%
日经 225 指数	28,791.7		0.03%	3.49%	-2.24%	4.91%
恒生指数	23,397.7		0.75%	-0.33%	-4.79%	-14.08%
恒生国企指数	8,236.4		0.42%	-1.58%	-5.62%	-23.30%
恒生科技指数	5,671.0		0.92%	-5.93%	-7.06%	-32.70%
富时新加坡 STI 指数	3,123.7		0.50%	2.71%	1.20%	9.84%
澳洲 ASX200 指数	7,444.6		0.33%	2.60%	1.53%	13.02%
新西兰 NZ50 指数	13,033.8		1.13%	2.48%	-1.82%	-0.44%
新兴市场						
上证综指	3,639.8		0.60%	2.13%	2.01%	4.80%
深证成指	14,857.4		1.00%	0.42%	3.83%	2.67%
创业板指数	3,322.7		0.78%	-4.95%	2.40%	12.02%
韩国综合指数	2,977.7		-1.15%	4.88%	-2.97%	3.63%
印度 SENSEX 指数	58,253.8		1.98%	2.08%	-1.48%	21.99%
越南胡志明指数	1,498.3		1.44%	1.34%	11.64%	35.73%
台湾加权指数	18,218.8		1.43%	4.54%	7.58%	23.66%
债券						
美国国债指数	870.1		0.41%	-1.65%	3.52%	-4.37%
美元政府债券指数	2,745.7		0.18%	-0.32%	0.18%	-1.75%
美国企业债指数	3,523.6		0.32%	-0.08%	0.23%	-1.04%
全球投资级债指数	532.4		0.06%	-0.14%	-0.67%	-4.71%
全球高息债指数	1,528.9		0.32%	1.85%	-0.71%	0.99%
新兴市场美元债指数	1,266.8		0.26%	0.98%	-0.52%	-1.65%
大宗商品						
布兰特原油(美元/桶)	77.8		2.15%	10.22%	-0.94%	50.15%
COMEX 黄金(美元/盎司)	1,805.1		-0.34%	1.78%	2.74%	-5.55%
COMEX 白银(美元/盎司)	22.8		-0.36%	0.36%	3.63%	-14.28%
LME 铜(美元/吨)	9,740.6		1.52%	2.37%	8.90%	25.70%
LME 铝(美元/吨)	2,806.0		-1.21%	6.50%	-1.28%	42.18%
外汇						
美元指数	95.7		-0.36%	-0.34%	1.53%	6.37%
欧元兑美元	1.137		0.45%	0.28%	-1.81%	-6.93%
美元兑人民币	6.357		-0.27%	-0.16%	-1.43%	-2.24%
英镑兑美元	1.353		1.09%	1.75%	0.43%	-1.01%
美元兑日元	115.08		0.61%	1.69%	3.41%	11.46%
澳元兑美元	0.726		0.58%	1.91%	0.50%	-5.60%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

港股市场数据

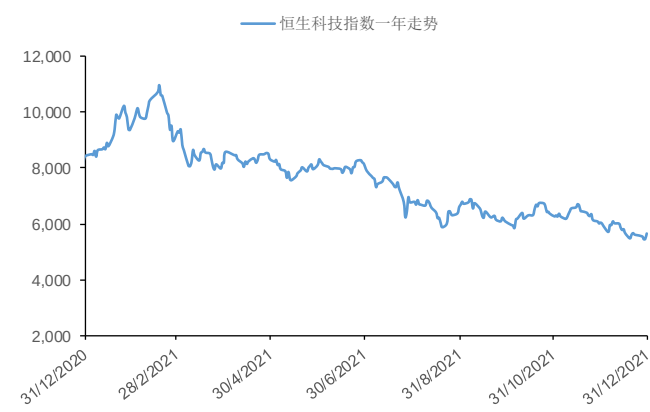
一、市场表现

图表 44: 恒生指数走势(一年)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 45: 科技指数走势(一年)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 46: 总成交额及市值(HKDm)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 47: AH 溢价指数



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

二、估值

图表 48: 香港恒生指数预测市盈率



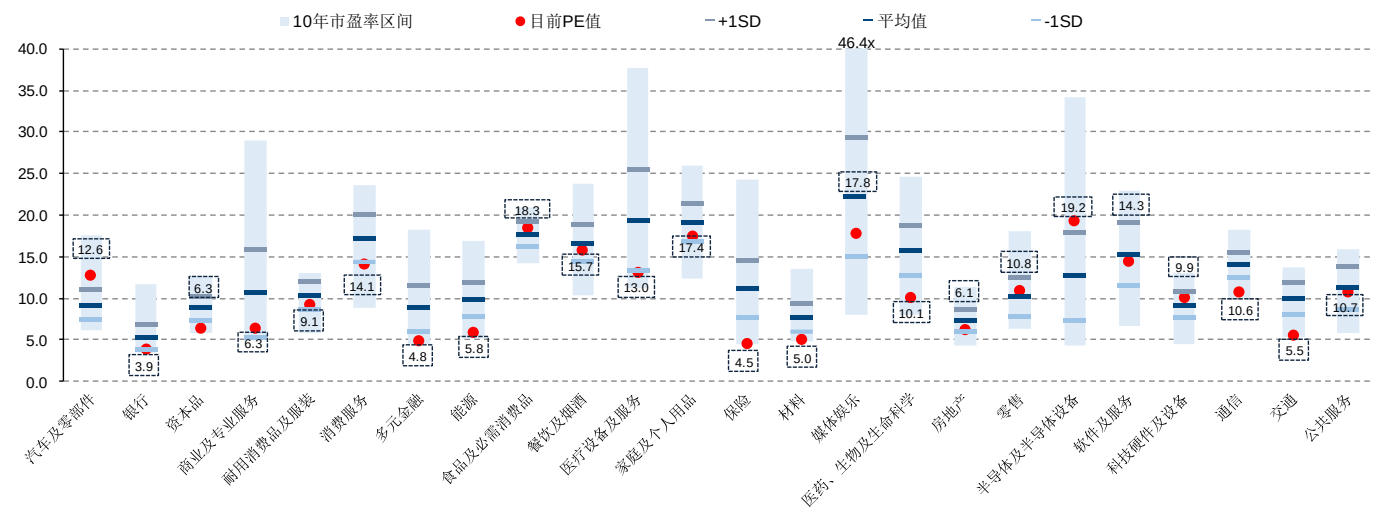
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 49: 香港恒生指数预测市净率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 50: 港股行业动态市盈率(公司市值>50 亿港元)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

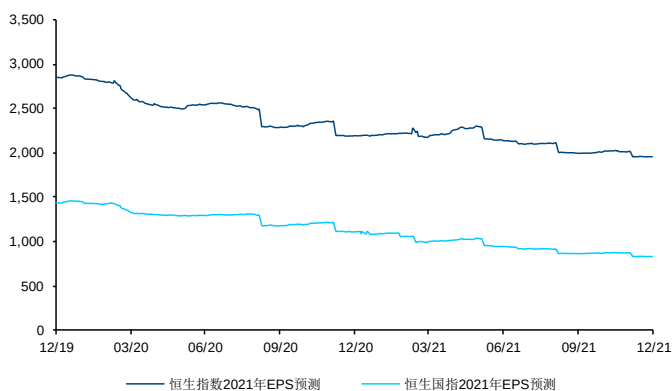
三、盈利预测

图表 51: 香港恒生指数股息率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

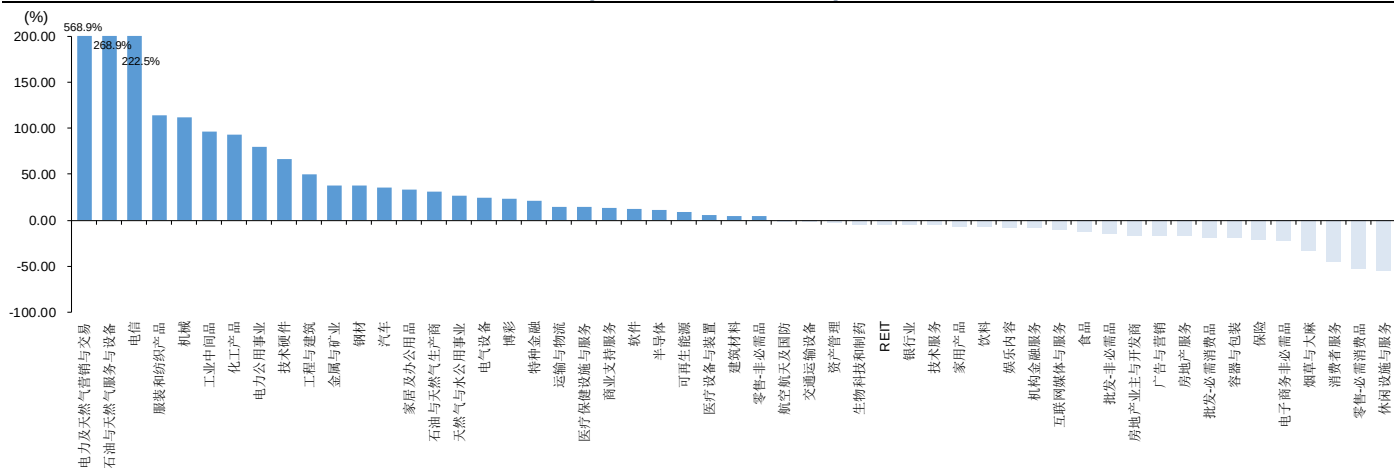
图表 52: 恒生指数与国企指数 2021 年预测 EPS 走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

四、行业表现

图表 53: 港股 BICS 三级行业年初至今涨跌排行(公司市值>50 亿港元)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

互联互通数据

2021年，南向资金由净买入转为持续双向波动，AH溢价仍处于历史高位，H股估值相较A股偏低，港股市场具备投资吸引力。2022年中国央行将继续采取稳健的货币政策，流动性预计仍保持相对充裕，预计未来南向资金在港股成交占比呈现增长趋势。此外短期中国经济仍存在一定的下行压力，人民币预计维持双向波动，外围市场流动性边际减弱，北上资金或将承压。

曾新莞

Xinyuan Zeng

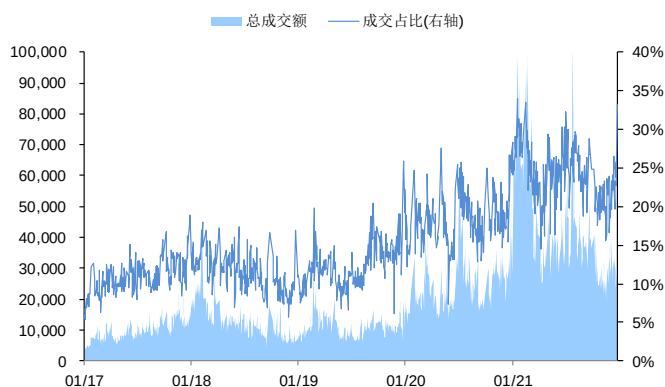
南向

2021年互联互通南向总成交额约为93,429亿港元，同比增长70%，在港股主板市场总成交额的占比为23%，较2020年提升约6个百分点，成交占比呈现逐年抬升的状态。2021年南向净买入额累计达4,544亿港元，同比下降32%。年初资金呈现净买入状态，二月底伴随美债收益率走高，市场波动，资金转为净流出，随后受制于美联储加息预期的升温，市场下行，资金双向博弈。

2021年，互联互通南向十大交易热点股为腾讯控股(00700.HK)、美团-W(03690.HK)、小米集团(01810.HK)、中芯国际(00981.HK)、中国移动(00941.HK)、中国海洋石油(00883.HK)、吉利汽车(00175.HK)、药明生物(02269.HK)、安踏体育(02020.HK)、舜宇光学科技(02382.HK)，主要涵盖TMT、石化、消费、医药、汽车等行业。

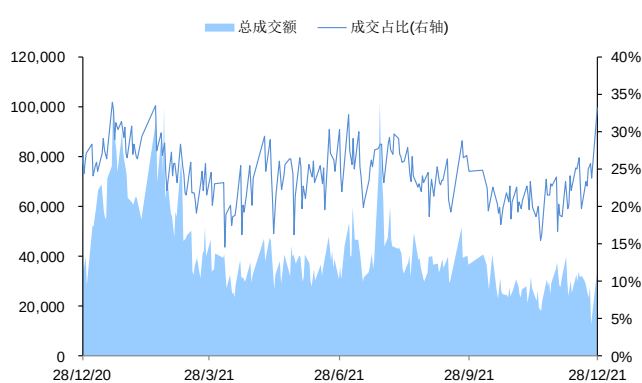
目前AH溢价仍处于历史相对高位，H股估值相较A股偏低，港股市场具备投资吸引力。2022年中国央行将继续采取稳健的货币政策，流动性预计仍保持相对充裕。未来南向资金在港股成交占比仍有望呈现增长趋势，对市场影响力逐步扩大，成交额稳中有升，资金持续关注科网、医药、消费、能源等相关板块。

图表 54：历史南向总成交额与成交占比(HKDm)



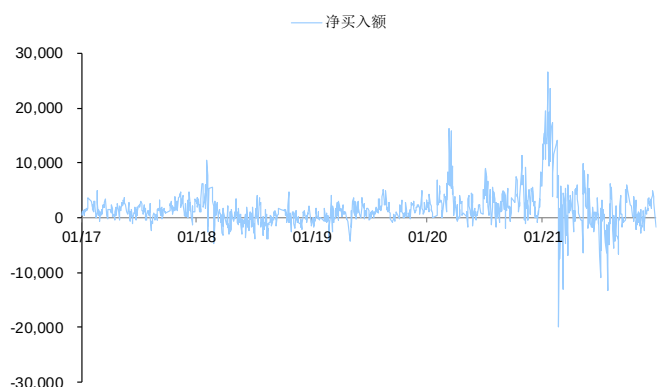
资料来源：港交所，国泰君安国际

图表 55：2021 年南向总成交额与成交占比(HKDm)



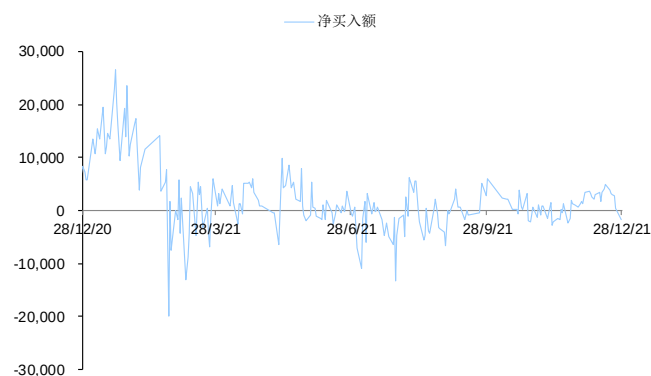
资料来源：港交所，国泰君安国际

图表 56: 历史南向净买入额(HKDm)



资料来源: 港交所, 国泰君安国际

图表 57: 2021 年南向净买入额(HKDm)



资料来源: 港交所, 国泰君安国际

图表 58: 南下资金日均净买入额以及同比/环比变化

	净买入额(HKDm)	同比	环比
近一月	2,464	6%	流出转流入
近半年	-91	流入转流出	流入转流出
2021平均	2,029		
2020平均	2,962		

资料来源: 港交所, 国泰君安国际

图表 59: 2021 年互联互通南向交易热点股

公司	代码	收市价(HKD)	全年股价变动
腾讯控股	00700	456.80	-19.0%
美团-W	03690	225.40	-23.5%
小米集团	01810	18.90	-43.1%
中芯国际	00981	18.66	-15.6%
中国移动	00941	46.80	5.9%
中国海洋石油	00883	8.03	11.8%
吉利汽车	00175	21.30	-19.6%
药明生物	02269	92.55	-10.0%
安踏体育	02020	116.90	-4.9%
舜宇光学科技	02382	246.60	45.3%

资料来源: 港交所, Bloomberg, 国泰君安国际

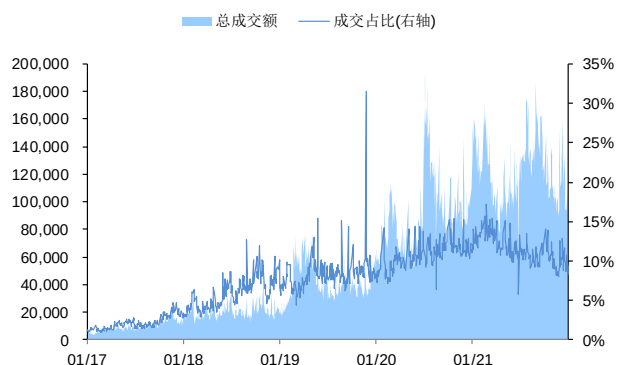
北向

2021年互联互通北向总成交额约为人民币276,296亿元,同比增长31%,在中国内地股票市场总成交额的占比为11%,较2020年提升约1个百分点,全年成交占比维持平稳。北向净买入额累计约达4,121亿人民币,同比增长131%。

2021年北向十大交易热点股为贵州茅台(600519.SH)、隆基股份(601012.SH)、中国平安(601318.SH)、招商银行(600036.SH)、中国中免(601888.SH)、宁德时代(300750.SZ)、东方财富(300059.SZ)、阳光电源(300274.SZ)、五粮液(000858.SZ)、比亚迪(002594.SZ),主要集中在光伏、消费、金融、汽车、电气设备等行业。

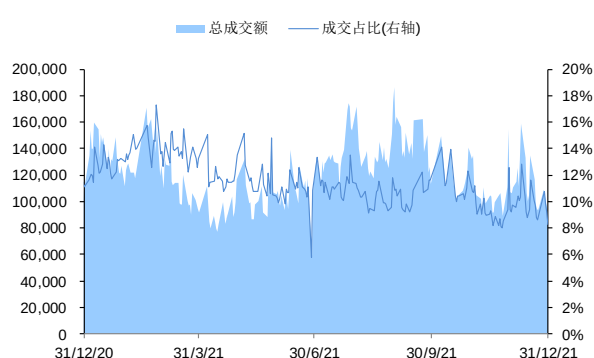
短期中国经济仍存在一定的下行压力,人民币预计维持双向波动,外围市场流动性边际减弱,北上资金或将承压。

图表 60: 历史北向总成交额与成交占比(CNYm)



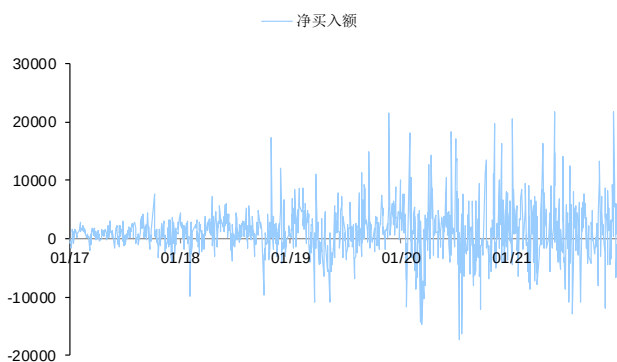
资料来源: 港交所, 国泰君安国际

图表 61: 2021 年北向总成交额与成交占比(CNYm)



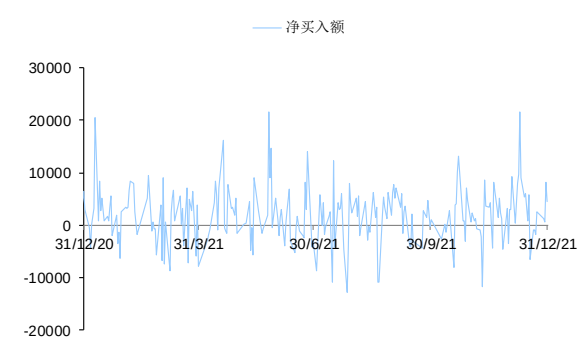
资料来源: 港交所, 国泰君安国际

图表 62: 历史北向净买入额(CNYm)



资料来源: 港交所, 国泰君安国际

图表 63: 2021 年北向净买入额(CNYm)



资料来源: 港交所, 国泰君安国际

图表 64: 北上资金日均净买入额以及同比/环比变化

	净买入额(CNYm)	同比	环比
近一月	4,300	110%	355%
近半年	1,767	134%	-12%
2021平均	1,879		
2020平均	895		

资料来源: 港交所, 国泰君安国际

图表 65: 2021 年互联互通北向交易热点股

公司	代码	收市价(CNY)	全年股价变动
贵州茅台	600519	2,050.00	2.6%
隆基股份	601012	86.20	30.9%
中国平安	601318	50.41	-42.0%
招商银行	600036	48.71	10.8%
中国中免	601888	219.41	-22.3%
宁德时代	300750	588.00	67.5%
东方财富	300059	37.11	43.7%
阳光电源	300274	145.80	101.7%
五粮液	000858	222.66	-23.7%
比亚迪	002594	268.12	38.0%

资料来源: 港交所, Bloomberg, 国泰君安国际

注: 1. 南向数据选取日为 12 月 28 日, 北向数据选取日为 12 月 31 日, 交易热点股股价数据选取日为 12 月 31 日; 2. 成交占比为南/北向总成交额与香港主板/中国内地股票市场总成交额的比值

债券

美联储Taper在路上，市场风险偏好上升。2021年12月FOMC会议宣布加速Taper进程，散点图预期2022年加息增至3次，美国货币政策明显转向鹰派，但市场反应却更接近鸽派。市场对美联储减债加息计划的细节高度敏感，缩减购债前后，无风险利率将会上升。利率预期和加息周期将会是2022年市场主要关注点。环球美元债虽在2021年上下起伏波动较大，我们认为将在2022年加息周期中重新赢得市场的青睐。

王玫晓

Mary Wang

Omicron对公共卫生、环球经济和市场有潜在负面影响。从公共卫生的角度来看，如果Omicron被证明比Delta更具传染性，即使Omicron引发另一波大流行浪潮，它也更有可能减缓而不是中断当前快速的全球经济复苏。我们预计Omicron给美联储在2022年将要实施的新政策的影响是参考性的而不是像上次Delta病毒一样起决定性的作用。

中资美元债在2021年经历风雨，将在2022年重回稳定态势。2021年以来，中国房地产行业下行和政策导向等多重压力下，信贷环境恶化、融资难度提升，中资美元债一级市场整体节奏明显放缓，“恒大事件”发酵以来，越来越多房企债务违约风险在2021年集中暴露，销售萎靡叠加融资艰难使得部分企业不得不变卖控股物业公司或在建项目偿还债务。在中国经济结构转型预期下，中资美元债的房地产企业发行人数量及融资规模将呈现下滑趋势，而制造业、科技业、服务业等正处于蓬勃发展的行业，中国政府将大力扶植这些行业的发展，预计将向其发放更多的贷款、融资渠道将被拓宽，我们认为这些行业将迎来发展融资的黄金阶段，债券发行规模将呈现上升趋势。

中国双碳目标之下，ESG绿色债券迎来春天。绿色债券的目的在于为具有积极的环境效益或气候变化效益的项目提供资金。近年来，中国绿色债券不断发展，贴标绿色债券余额逐年上升。目前我国绿色债券规模仅次于美国，位居世界第二。预计在全球气候变暖和中国实施双碳目标之下，绿色债券发行量将持续创历史新高，成为债券市场中的主流。

2022年美元债配置需关注：1)美联储新政策给利率债市场带来的风险与机会；2)中国经济结构转型预期带动新兴行业发行量上升；3)中国房地产企业债券信用风波未平，企业融资压力大面临转型，选择个债更多关注基本面素质；4)ESG绿色债券将成为债券市场的主流。

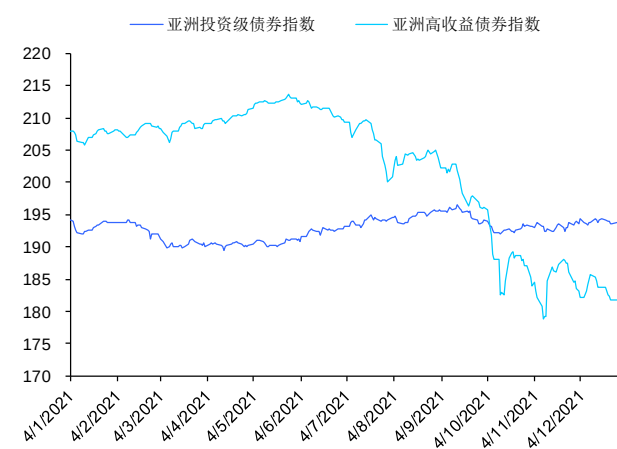
风险提示：1)关注Omicron变种病毒导致环球疫情反复情况；2)欧美国家复工复产不及预期；3)中国房地产政策收紧力度加大导致企业还款压力加大。

图表 66: 新兴市场债券指数



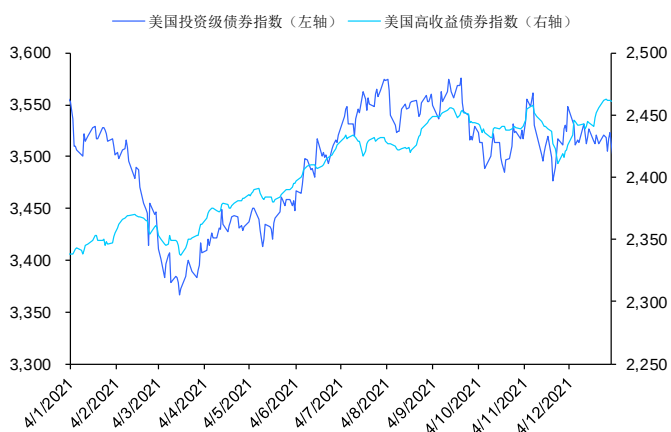
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 67: 亚洲投资级和高收益债券指数



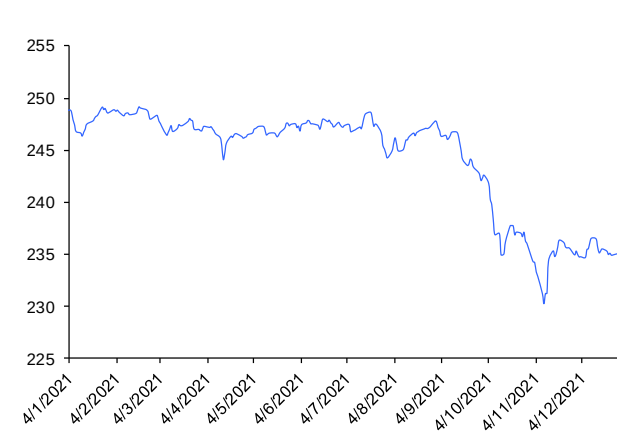
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 68: 美国投资级和高收益债券指数



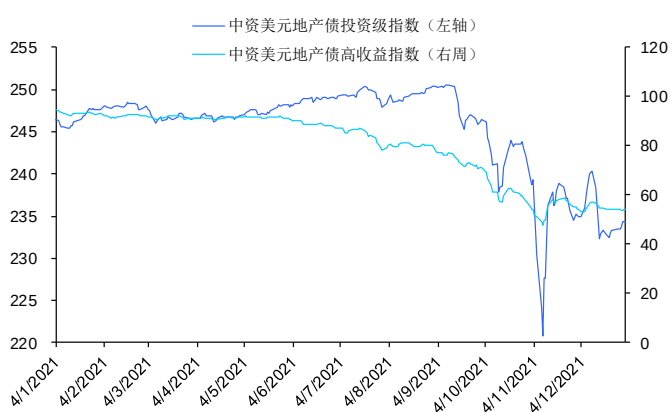
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 69: 中资美元债指数



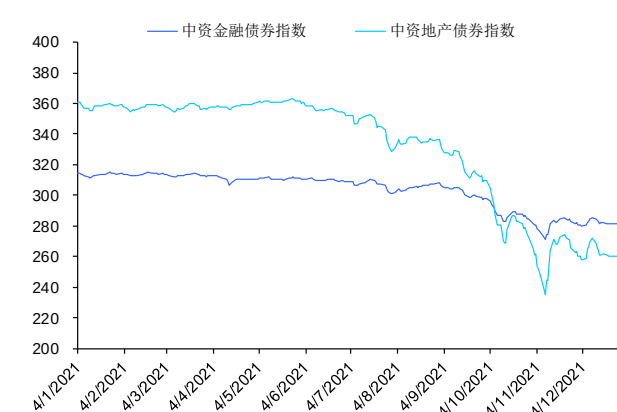
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 70: 中资美元地产债投资级和高收益指数



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 71: 中资美元债分行业指数



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

外汇

美元：美国 2022 年经济基本面预计将持续改善，而通胀预计将随着就业市场持续复苏，供应链问题缓解而见顶回落。美联储当前已将控制通胀作为货币政策的着力点，预计美联储将在 2022 年 3 月结束购债，加息预期有望支持美元在 2022 年上半年走强，但预计美元全年涨幅有限。拜登政府 1.2 万亿美元基建法案支出落地实施后，紧随其后的 1.75 万亿美元支出法案虽推进受阻但仍有望通过。规模巨大的财政刺激法案预计将向市场投放更多的美元流动性，从而抑制美元的部分涨幅。

李少金

Evan Li

人民币：受持续高景气外需出口、创纪录的贸易顺差、以及国内旺盛的结汇需求等因素支撑，人民币 2021 年全年表现强势。2022 年中国出口增速预计将逐步放缓，且中国央行有进一步的宽松货币政策预期以应对经济下行压力。随着美联储和中国央行货币政策路径差异逐渐显现，人民币将面临一定的贬值压力。与此同时，当前中国外汇储备充裕，过去一年两度提高外汇准备金率，亦为汇率干预提供操作空间，预计人民币汇率仍将维持双向波动。

欧元：面对美联储加速“转鹰”，英国央行意外加息，欧洲央行当前仍维持“鸽派”。欧洲央行行长拉加德表示欧元区经济增长前景展望强劲，且通胀在 2022 年将回落，并重申欧央行不太可能加息。欧洲央行虽决定放缓紧急抗疫购债计划(PEPP)净购买，但明年二季度开始将扩大常规资产购买计划(APP)至每月 400 亿欧元。新一轮疫情令欧元区经济复苏有所停滞，预计欧央行 2022 年仍将维持宽松货币政策基调，也因此与美联储货币政策进一步分化，致欧元看空预期强烈。

英镑：新冠感染病例激增、英国“脱欧”造成的经贸摩擦，以及持续走高的通胀令英镑全年表现高开低走。英国央行于 2021 年底前意外选择加息以对抗通胀，成为疫情以来首个选择加息的全球主要央行。市场预期英国央行将于 2022 年进行三次加息，以应对潜在的通胀失控风险。英镑有望在加息的支撑下走强。

日元：2021 年，日元成为表现最差的 G10 货币。一方面，在全球主要央行宽松货币政策的刺激下，全年整体市场风险偏好维持高位，对避险货币形成压制。另一方面，受疫情拖累，日本全年经济表现较弱，出口不及预期，而作为能源进口国，石油价格的上涨亦令贸易逆差扩大，加剧日元跌势。日本央行于年底前货币政策会议上决定维持超宽松货币政策，新一届内阁政府近期批准了日本历史规模最大的支出计划，预计日元上升前景仍偏弱。

澳元：澳元一度因疫情拖累经济增长，以及中国经济下行导致矿石出口减弱而维持下行趋势。随着澳大利亚下半年就业增长提速，市场对澳洲央行提前加息预期抬升。货币市场一度定价澳央行将于 2022 年加息 3 次，从而支撑了澳元反弹。但以美联储为首的主要央行收紧货币政策的预期导致风险偏好收敛，全球主要经济体经济放缓或抑制澳大利亚铁矿石出口，从而将拖累澳元上涨趋势。

图表 72：全球主要货币预测(数据截至 2021 年 12 月 31 日)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2023	2024
美元指数	96.8	97.3	97.2	97.4	95.0	89.5
美元兑人民币	6.40	6.39	6.43	6.44	6.20	6.35
欧元兑美元	1.12	1.13	1.15	1.15	1.17	1.21
英镑兑美元	1.34	1.35	1.36	1.37	1.40	1.41
美元兑日元	114.00	115.00	115.00	115.00	115.00	108.50
美元兑瑞士法郎	0.93	0.95	0.94	0.94	0.95	0.89
澳元兑美元	0.72	0.73	0.74	0.75	0.78	0.76
美元兑港币	7.80	7.80	7.79	7.78	7.76	7.79
港币兑人民币	0.82	0.82	0.83	0.83	0.80	0.82
黄金	1,775	1,750	1,700	1,680	1,650	1,600

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

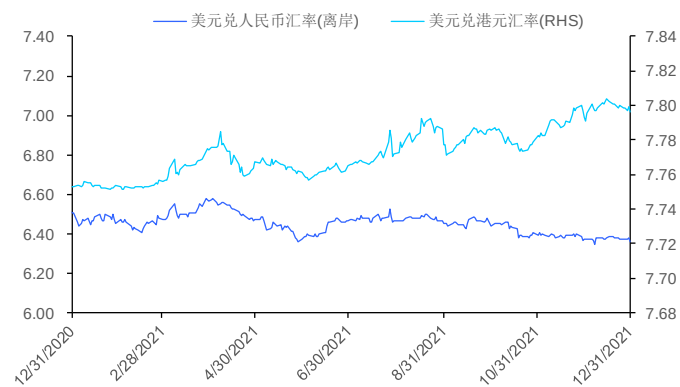
图表 73：美元指数走势


资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 74：人民币汇率指数走势

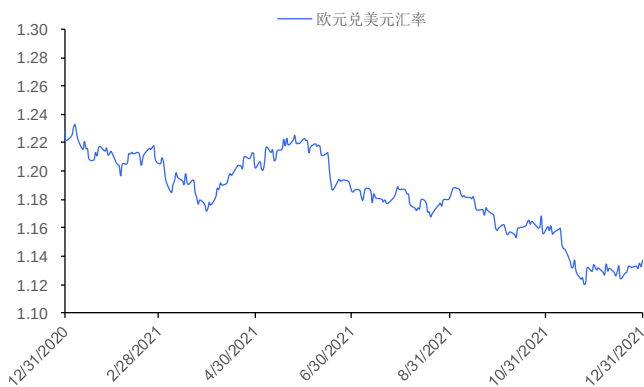

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 75: 美元兑人民币(离岸)/美元兑港元汇率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 76: 欧元兑美元汇率



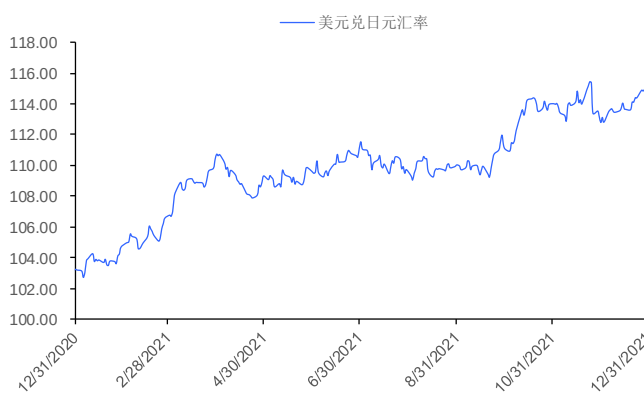
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 77: 英镑兑美元汇率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 78: 美元兑日元汇率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 79: 美元兑瑞士法郎汇率



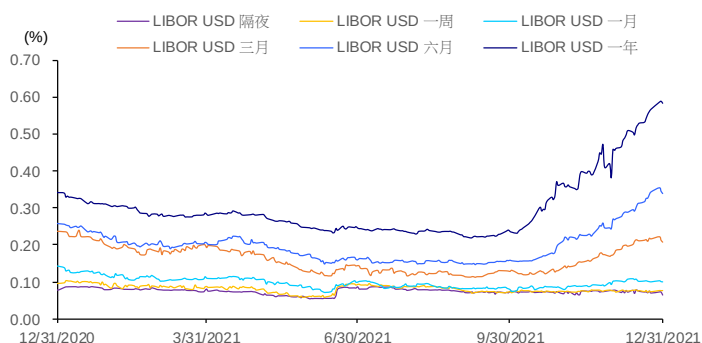
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 80: 澳元兑美元汇率



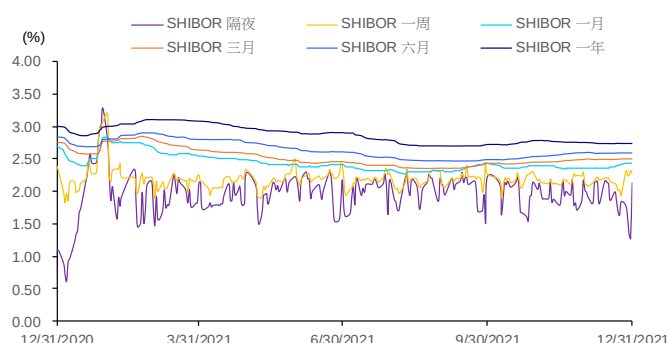
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 81: LIBOR 美元拆借利率



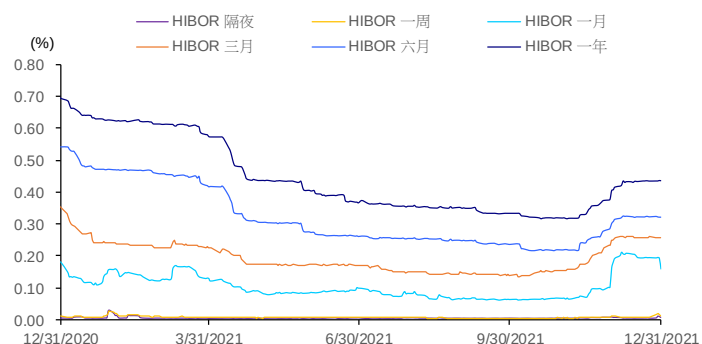
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 82: SHIBOR 人民币拆借利率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 83: HIBOR 港元拆借利率



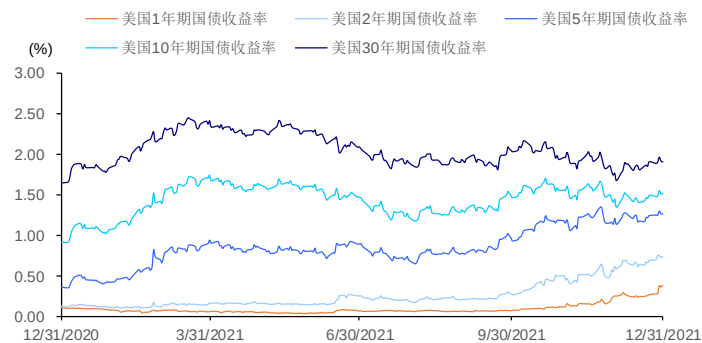
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 84: 中美、美欧 10 年国债利差



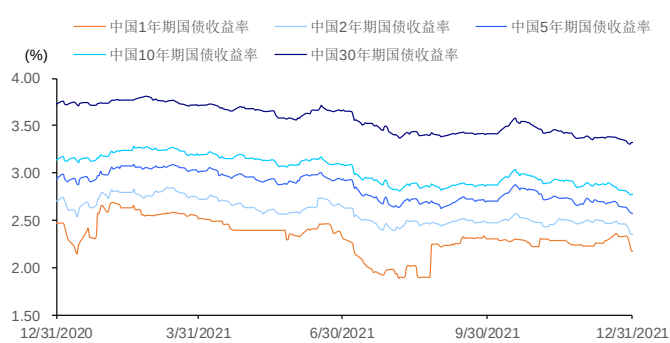
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 85: 美国国债收益率走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 86: 中国国债收益率走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

大宗商品

全球经济稳步复苏，叠加国际宽松的货币和财政政策，2021年铜、铝、钴等商品价格涨幅较高，LME钴、锡、铝、锌、铜、镍、铅价格分别上涨110.8%、92.9%、42.4%、28.4%、24.8%、23.9%、15.2%，主要原因是疫情影响减弱，全球经济复苏推动需求扩张，同时第四季度能源危机使全球冶炼厂生产受限，共同推高金属价格。然而随着全球需求增速逐渐放缓，并且取暖季结束，海外冶炼厂产能逐步恢复，金属价格或将维持区间震荡走势。且根据美联储最新公布的点阵图，2022年可能进行三次加息，较预期更为鹰派，将使金属的金融属性受到打压。美国共和党与民主党达成协议，大规模基建计划提升市场风险偏好，或令金价承压，白银和黄金价格走势分化。

石恒

Edgar Shi

贵金属：随着全球经济在疫情影响逐渐减弱的大背景下逐渐复苏，贵金属价格全年整体震荡下行。下半年在新型变种病毒和高通胀的影响下价格有所回升，随后在第四季度美联储明确加息路径和美国释放原油储备抑制油价的打压下再度下行。2022年贵金属价格预计将受多方面影响，美国经济持续复苏并伴随货币政策的紧缩将减缓通胀压力，并提振美元，且美国共和党与民主党达成协议，大规模基建计划提升市场风险偏好，将对贵金属价格造成打压。但疫情的不确定性的潜在风险仍存在，或将为金价的再度抬升注入动力。此外，贵金属价格的分化趋势在2022年或将愈加显著，客观因素对金银的金属属性影响更为明显，而国际供需关系对铂钯的工业金属属性影响更突显，整体来看预计2022年贵金属价格将以震荡下行趋势为主。

钢铁：钢铁价格2021年经历了大幅波动，前三季度价格大幅走高并创历史新高，部分产品价格在9月较2021年初翻倍，随后在第四季度快速回落。产量方面，2021年全国粗钢产量同比下滑2.5%，上半年随经济复苏带动下游需求转旺，产量同比上升超10%，但随着一系列房地产调控政策的出台，需求端渐显疲态，产量下滑。而原燃料方面，铁矿石在上半年亦同步走高，同时伴随着中国禁止从澳大利亚进口煤炭，导致燃料成本大幅走高，进一步打压了钢铁厂的开工热情。叠加进入取暖季以来减产限产政策的打击，钢铁厂开工率持续不足。虽然当前相关政策有所松动，但需求端的低靡导致复产速度缓慢。政策方面，国家发改委部署了钢铁去产能“回头看”，粗钢产量压减，加快实现钢铁行业“碳达峰”的方向，预计明年整体政策方面将保持不变。需求方面，预计下游基建将小幅提升，但房地产回升较慢，机械、汽车板块或将成为新的需求驱动力。另外，随着疫情影响减弱，海外市场需求将进一步抬高。总体来看，钢铁价格2022年预计上涨动力有限，或将继续在当前区间震荡。

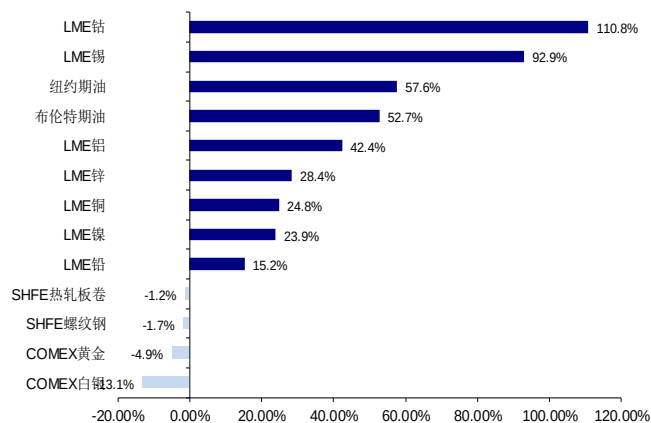
铜、铝：铜供给端受到南美秘鲁和智利的政治扰动存在不确定性，两国年产量均出现下滑，为铜产品生产带来压力。但刚果即将开始生产的国际第二大铜矿有望填补供给缺口。当前铜价处于高位，虽然长期铜需求持续增长，但2022年全球经济增速放缓的大背景下，需求端或将受限，使铜价宽幅震荡。

受限于海外电价及国内限产政策，全球电解铝市场持续处于供不应求的状态。同时随着疫情影响减弱，经济复苏提振海内外需求端，国内库存不断降低。预计2022年伴随着冬季采暖季的结束，海外生产陆续恢复，出口量将会回落。而当前内地房地产虽有复苏迹象，但距离大幅提升建筑结构用铝需求的水平差距较大，预计2022年供需关系将得到改善，铝价震荡回落。长期来看随着新能源车和汽车轻量化、以及航空航天等高端制造业的产能提高，对特种铝材料的需求将持续走高。

镍、锂、钴：11月新能源车国内销量同比增长132%，欧洲八国同比增长33%，均超出市场预期。中国方面，国务院印发2030年碳达峰行动方案中指出当年清洁能源交通占比将达到40%左右，而美国社会支出和气候法案中将1.25万亿美元用于电动车税收抵免，预计新能源汽车产业链将持续上行。受此带动新能源电池相关原材料价格2021年不断走高，伴随年末电池生产厂备货加速，进一步推高了矿石价格。当前国内龙头企业海外矿山项目收购加速，产能不断扩张。

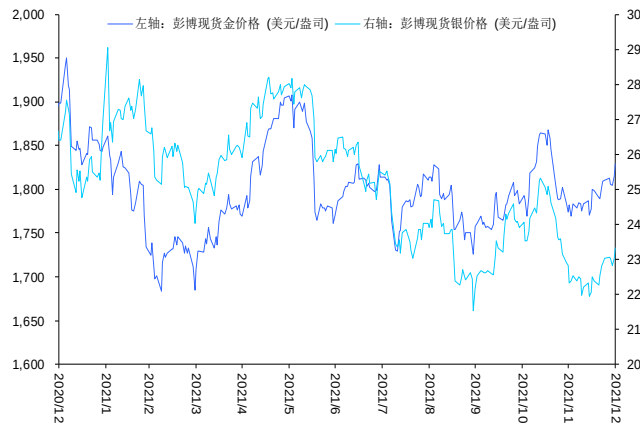
锂供应方面，当前持续处于紧缺的状态，且伴随着年尾假期的增多，海运延期增加，进一步加剧了当前状态。2022年国际盐湖扩建计划中预计将有15万吨碳酸锂产能建成，增加市场供应。长期来看锂需求不断增大，价格将持续处于上行区间。钴方面，受南非新冠疫情影响，第四季度供给端受限，推高了钴矿价格。镍方面，印尼重申计划停止大宗商品出口，或将在2022年对市场供应造成冲击，推高价格。

图表 87：2021 年全年部分商品价格变动



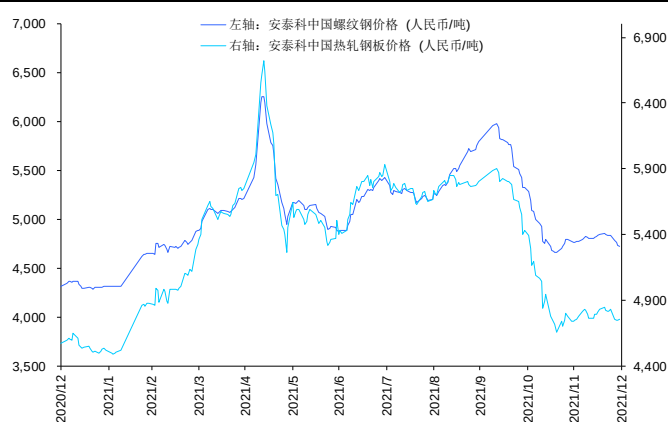
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 88：2021 年全年金银价格走势



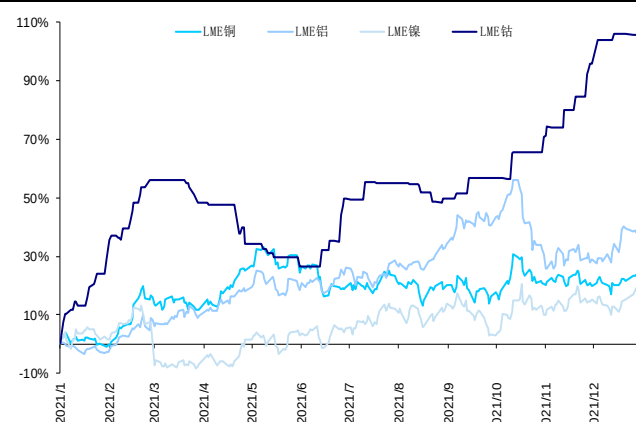
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 89：2021 年全年钢铁价格走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 90：2021 年全年 LME 铜铝镍钴价格走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 91：部分商品价格预测

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	2023
LME 铜(美元/吨)	9,694	9,654	9,608	9,630	9,672	9,504
LME 铝(美元/吨)	2,517	2,500	2,475	2,475	2,550	2,600
LME 锡(美元/吨)	38,603	38,277	38,027	39,385	38,500	37,846
LME 镍(美元/吨)	20,682	20,566	20,438	21,675	20,624	20,278
LME 锌(美元/吨)	3,498	3,434	3,360	3,381	3,462	3,160
LME 铅(美元/吨)	2,136	2,088	2,079	2,079	2,150	2,025
热轧板(美元/吨)	1,625	1,525	1,438	1,438	1,575	1,250
铁矿石(美元/吨)	92.50	88.20	85.80	85.40	90.50	81.75
金(美元/盎司)	1,833	1,837	1,841	1,827	1,835	1,852
银(美元/盎司)	23.40	23.45	23.53	23.13	23.43	23.74
WTI 原油(美元/桶)	70.75	68.55	66.50	70.07	70.00	68.50
布伦特原油(美元/桶)	73.50	71.50	69.50	73.50	73.00	71.50

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

原油

随着全球疫情趋于缓和，疫苗接种率逐步提升，全球经济复苏大幅拉动了市场需求，带动原油价格稳步上扬。第四季度受能源危机影响油价一度突破85关口，然而伴随着市场对奥密克戎变体病毒的担忧，回吐部分四季度涨幅。全年布伦特原油平均价格达到71.35美元/桶，同比上升68.27%。

展望2022年，预计原油价格将维持当前区间震荡，上涨空间有限。第四季度虽然受奥密克戎的扰动，但因病毒严重程度较低，影响逐步缓解。虽然2022年新冠风险持续，但预计各国限制措施逐步解除的大方向不会改变，需求将继续复苏。当前阶段美国国内需求依然旺盛，库存减少持续超出预期，虽然第四季度美国释放战略储备以缓解市场压力，但整体效果有限。供给侧方面OPEC、俄罗斯及美国等主要产油国大概率将继续增产，但随着需求增速放缓，供给增速可能超过需求，带来新一轮的供给过剩，限制油价上涨空间。

除供需基本面外，货币政策亦为影响油价的重要因素。随美联储政策转鹰，加息预期提前，全球货币政策或将趋于收紧，流动性的收紧是短期内油价最大的下行压力，亦在中期内限制油价的上行空间。且美国的高通胀持续的情况下，若油价继续走高，不排除白宫有进一步举措进行打压。

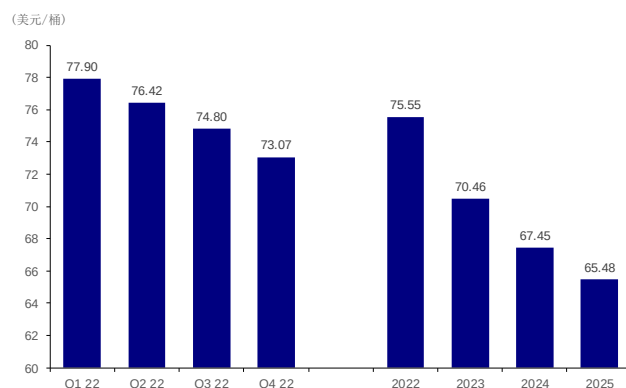
长期看，全球低碳化是大势所趋，新能源逐渐取代传统能源的大趋势不会改变，但由于下游替代品市场尚不成熟，中短期内虽或造成石油供应增长速度慢于预期，但难以对原油价格造成明显打压。

图表 92：布伦特及纽约期油价格走势(美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 93：彭博一致性布伦特期油价格预测(美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

美股

2021年美股市场回顾

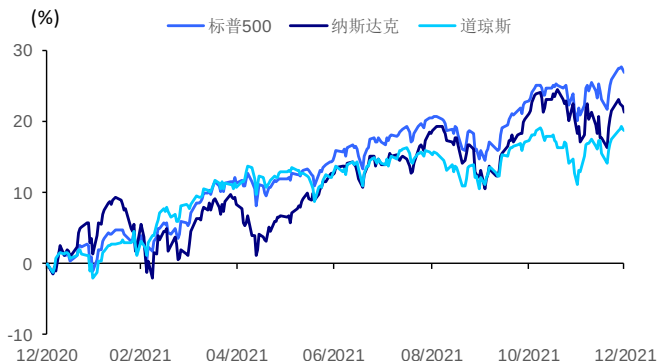
2021年，随着疫苗在全美广泛接种，多州解除疫情限制，各类经济活动逐渐恢复，美国经济强势复苏。全年美国股市在疫情反复影响下震荡上行，下半年受能源短缺和美联储收紧货币政策趋势的影响而震荡加剧。截至12月底，道琼斯工业指数累计涨幅为18.7%，纳斯达克指数则上涨了21.4%，标普500指数累计涨幅为26.9%。

曹文乾

Jerry Cao

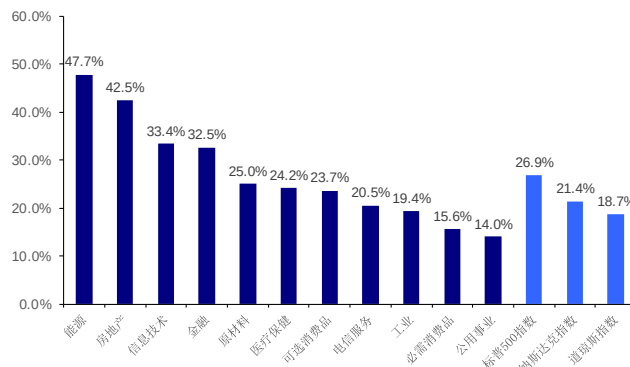
从板块表现来看，标普500指数11个板块均录得上涨。能源、房地产、信息技术板块领涨，涨幅分别为47.7%、42.5%和33.4%。美国经济的强劲复苏带动了能源需求的上升，同时受主要产油国供给受限和美国石油库存紧张的影响，能源供需失衡引发价格飙升，能源板块领涨大盘。经济复苏和低贷款利率刺激了人们的购房需求，成屋和新屋销售强劲，新屋开工数量增加，房价也受高通胀的影响而上涨，房地产板块整体上行。大型科技公司在2021年度业绩大涨，推动科技股整体盈利保持高增速，叠加流动性得到大量释放，支持信息技术板块走高。

图表 94：2021 年美股主要指数表现



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 95：2021 年标普 500 指数各板块表现



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

2022年美股市场展望

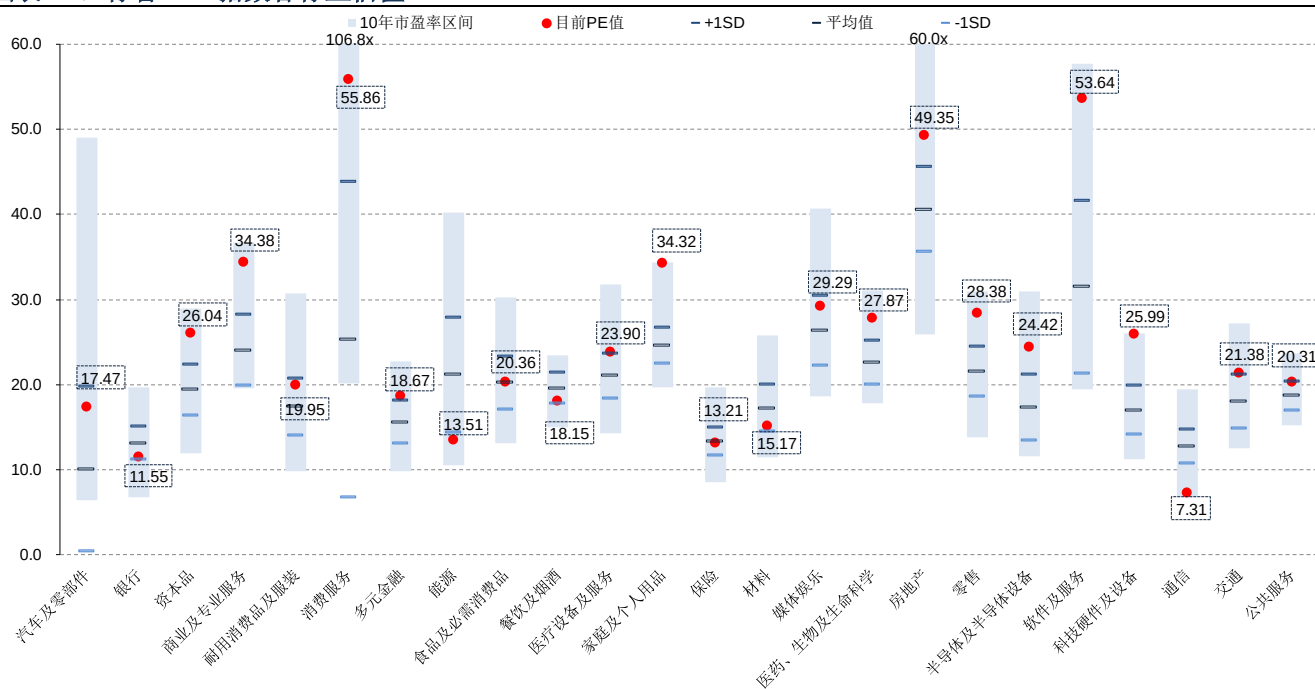
展望2022年，我们预计美股将维持震荡态势。通货膨胀、新冠疫情和美联储货币政策将是市场所关注的焦点。为应对高通胀，美联储将进一步收紧货币政策，持续进行缩减购债，并且未来有可能将加快加息速度以及更快的缩减资产负债表。随着疫苗接种率的不断提升和抗疫经验的积累，新冠疫情将很难再对经济形势有严重的冲击。同时，基于就业市场持续复苏、海内外供应链的逐渐恢复及拜登政府1.2万亿基建计划即将实施等利好因素，我们预测美国经济仍将保持增长，但增长速度将放缓。业绩稳定、盈利确定性强和成长性高的龙头科技股具有较高的投资价值。

受疫情反复、美联储潜在加息预期的影响及高通胀的拖累，预计2022年美股盈利增速将放缓。据彭博市场数据显示，2022年标普500指数预测EPS增速为7.6%，远低于上年同期。分行业来看，彭博市场预计2022年EPS增速排名前三的行业分别为工业、能源和可选消费品板块，以上板块投资者可重点关注。美股各板块估值大部分处于过去十年的高位。其中材料、能源以及通信等板块估值在历史均值以下水平，存在一定的估值修复机会。

行业配置建议

1. 龙头科技股：2022年美联储将进一步收紧货币政策，市场上的流动性将减少，科技板块或将承压，拥有坚实基本面的公司更能对抗市场波动，投资者可以考虑配置营收和盈利都较稳健的龙头科技股。
2. 新能源板块：美国总统拜登签署行政令，设定2030年前零排放汽车销量占总销量50%的目标；并且美国政府出台了一系列限制燃料使用的规定，利好新能源产业。
3. 基建板块：美国总统拜登已于11月正式签署1.2万亿美元两党基础设施建设法案，有利于刺激整体经济发展。法案的实施将涉及基建产业链的方方面面，建议投资者关注工业和原材料等基建相关板块。
4. 半导体板块：在数字化转型趋势加快、新能源汽车需求激增、5G逐渐普及叠加疫情影响产能的背景下，半导体产业链供需失衡情况持续存在；行业内虽开启了高速扩张，但新增产能短期内难以释放，预计2022年，行业景气度仍将延续。投资者可选择逢低买入盈利确定性较强和成长性较高的优质半导体股。

图表 96：标普 500 指数各行业估值



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

A 股

市场表现

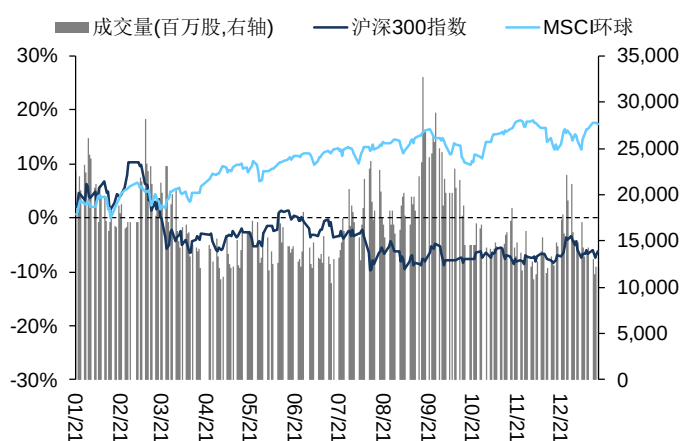
曾新亮

Xinyuan Zeng

2021年，中国内地市场主要指数呈现震荡向上行情，上证指数一度于2月上涨至3,700点，随后有所回落，并于9月再次冲高至3,700点，随后维持在3,500-3,700点区间震荡。具体看，上证A股指数/深证综指/上证50/沪深300/创业板指数全年分别录得4.8%/8.6%/-10.1%/-5.2%/12.0%的变幅。

从板块表现来看，根据申万一级行业指数，2021年全年18个板块录得正回报，其中涨幅前三的板块分别为电气设备/有色金属/采掘，涨幅分别达47.9%/40.5%/38.1%。跌幅最高的三个板块分别为家用电器/非银金融/房地产，跌幅分别达-19.5%/-17.6%/-11.9%。

图表 97：过去一年沪深 300 指数表现



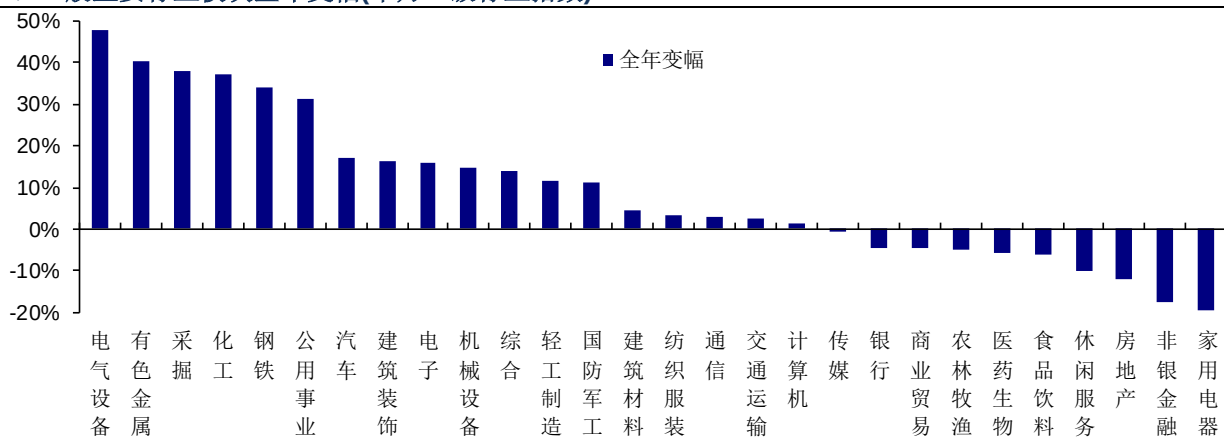
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 98：重要指数历史走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 99：A 股主要行业板块全年变幅(申万一级行业指数)



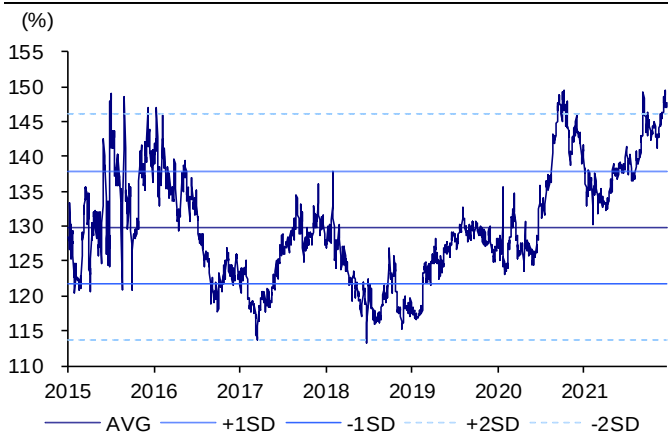
资料来源：Wind，国泰君安国际

盈利预测与估值水平

目前AH股溢价水平位于历史均值两个标准差以上。截至2021年12月31日，沪深300指数12个月滚动预计市盈率为14.6倍，12个月滚动预计市净率为2.02倍，均位于历史均值一个标准差以上水平，总体估值仍相对偏高。

盈利预期方面，彭博市场预计2022年沪深300指数盈利按年增长9.0%。分行业来看，彭博市场预计2022年EPS增长率排名前三的行业分别为半导体及半导体设备/材料/能源板块，增速预期分别为72.4%/56.8%/55.0%。市场预计2023年EPS增长率排名前三的行业分别为消费服务/半导体及半导体设备/软件及服务板块，增速预期分别为64.6%/36.2%/32.8%。

图表 100: AH 股溢价



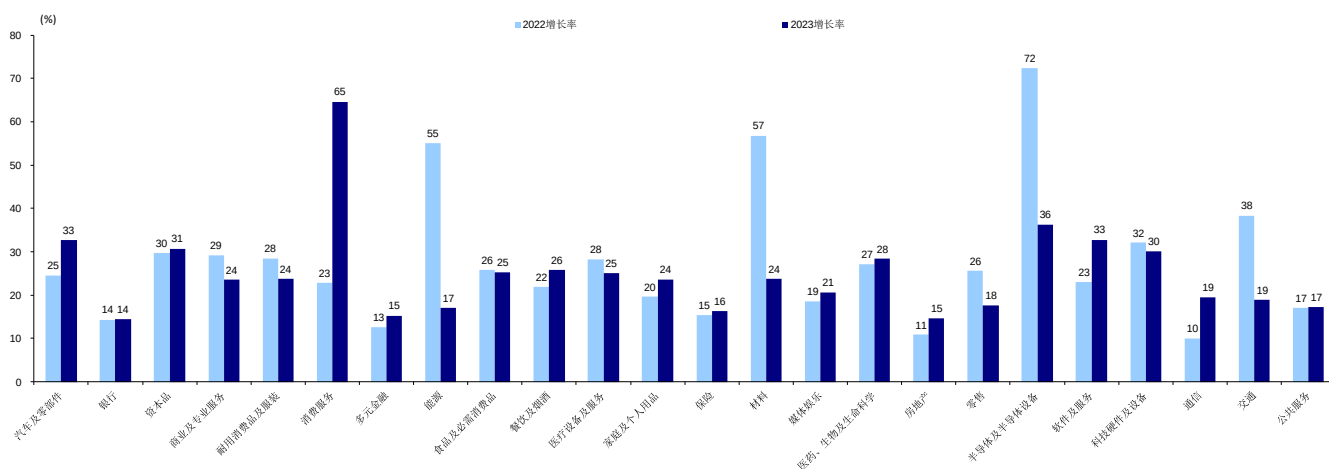
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 101: 沪深 300 指数 12 个月滚动预计市盈率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

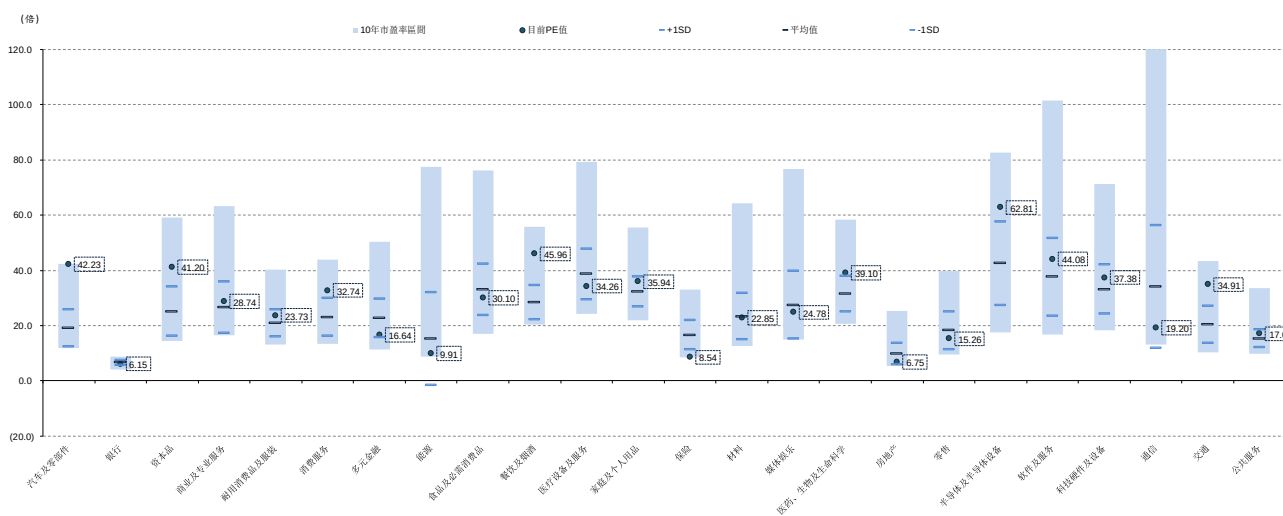
图表 102: 不同行业 EPS 增长率预测



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

估值方面，A股市值100亿以上公司按GICS行业分类，银行/多元/能源/食品及必需消费品/医疗设备及服务/保险/材料/媒体娱乐/房地产/零售/通信等行业板块目前PE均低于过去10年均值水平。汽车及零部件/资本品/消费服务/餐饮与烟酒/医药、生物及生命科学/半导体及半导体设备/交通等行业板块目前PE高于10年均值1个标准差以上水平。

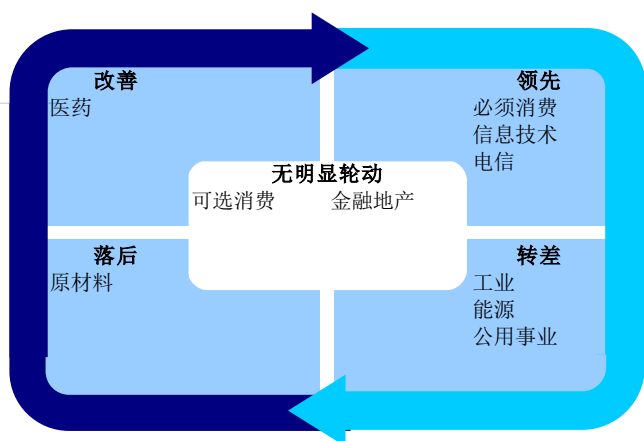
图表 103：不同行业板块动态市盈率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

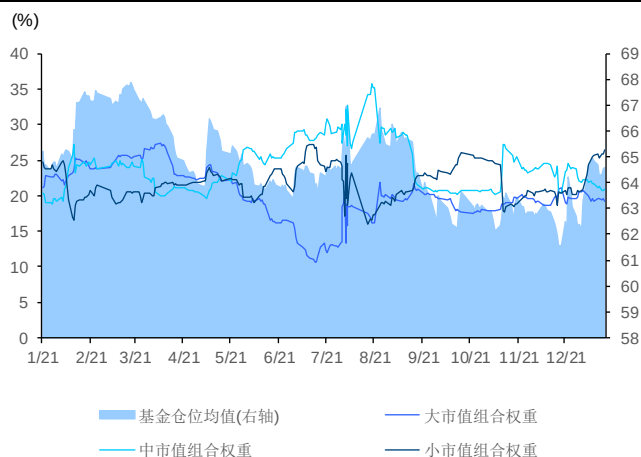
过去12周板块轮动方面，基于沪深300指数，必须消费、信息技术、电信板块维持领先态势；原材料板块则相对落后；公用事业、工业、能源板块转差；医药板块改善。综合来看，中长期消费、医药、信息技术、电信等板块有望保持不错的表现。

图表 104：沪深 300 12 周板块轮动图



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 105：全市场基金调仓与风险偏好



资料来源: Wind, 国泰君安国际

配置建议

2021年底中共中央政治局会议强调，2022年经济工作要稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。中央经济工作会议同样指出，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，政策发力适当靠前，财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。12月央行全面降准，释放资金1.2万亿元，同时LPR出现“非对称降息”，12月1年期LPR下调5个基点，5年期以上不变，进一步推动实体经济融资成本下降。近期央行工作会议强调，2022年稳健的货币政策要灵活适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性。全国财政工作会议表示，2022年积极的财政政策提升效能，更加注重精准、可持续，要实施更大力度减税降费，增强市场主体活力。综合来看，由于短期国内经济下行压力犹在，政策存在进一步宽松的可能。

A股2021年收官，上证指数、深证成指、创业板指数均连续三年收涨。预计2022年市场板块轮动速度依然较快，市场流动性保持稳定，风格延续，仍以波动行情为主。建议持续留意国内通胀预期变化、美国加息预期升温带来外围流动性改变、新冠疫情反复、消费复苏以及PPI-CPI传导下中下游盈利改善情况。配置角度建议投资者关注高景气度与存在供需缺口的相关行业，并均衡布局成长与价值风格，推荐消费、农林牧渔、基建、新能源、券商、医药、高端制造等相关板块。

欧股

目前新冠疫情变种病毒仍在反复，欧洲国家陆续采取限制措施以降低疫情带来的危害；欧洲企业受疫情影响逐渐减弱，在 2021 年第三季度交出了超出预期的财报，我们认为盈利的改善在 2022 年将会延续，全年欧股市场机遇与风险并存。2022 年，我们预期欧股将维持震荡态势。

孙英超

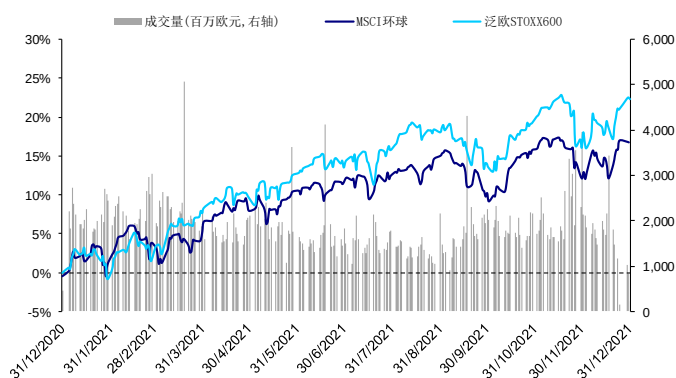
Billy Sun

2021年欧洲市场回顾

2021年全年泛欧STOXX600指数累计上涨21.4%，高于MSCI全球指数17.4%的涨幅。虽然疫情在2021年不断反复，但是新冠疫苗的广泛接种有效降低了疫情的危害，欧洲经济得到恢复。分行业来看，2021年所有板块均录得上涨，其中银行股涨34.04%，是表现最好的板块。

估值方面，当前欧洲股市估值水平略高于过去二十年平均值，较 2020 年明显下降，横向比较看，欧洲股市估值水平低于 MSCI 全球，略高于日股，仍远低于美股。

图表 106: 泛欧 STOXX600 指数 2021 年表现



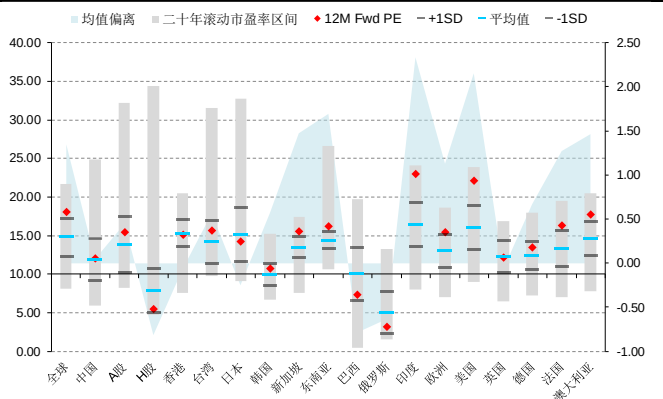
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 107: 泛欧 STOXX600 指数 2021 年分行业表现(%)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 108: 环球股市估值情况



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 109: 泛欧 600 指数 12 个月预期市盈率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

2022年欧股展望

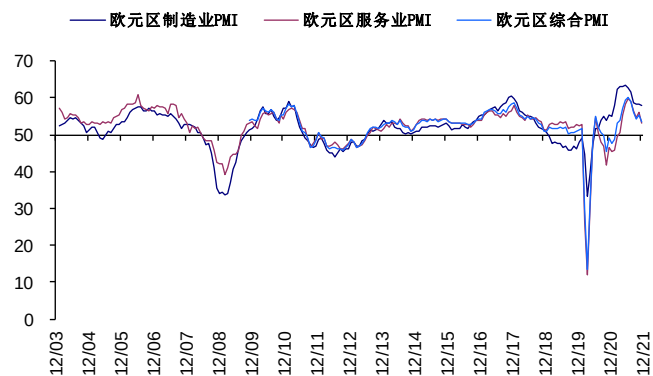
服务业与制造业逐步恢复，但增速将会放缓：2021 年全球范围内随着新冠疫苗的接种，疫情逐渐缓和，虽然在不同地区时有传播，但是很快得到控制，经济随着疫情的缓和逐步恢复。由于 2020 年疫情突发导致了低基数，欧元区制造业与服务业 PMI 全年维持在枯荣线之上，PMI 指数在年中达到顶峰后持续回落，但是均保持在 55 之上。展望明年，我们认为即使疫情不断复发，但是其影响将会被控制在一定范围之内，欧洲经济整体仍会维持复苏趋势，考虑到低基数效应的消失及通胀的影响，增速会逐步降低。

宽松货币政策仍会持续：由于能源成本飙升，欧元区 11 月 CPI 年率飙升至 4.9%，创纪录新高，高于预期值 4.5%，大幅高于前值 4.1%。从国别来看，德国、法国、西班牙等国家 CPI 均处于历史高位。除能源外，食品、住房和日用品的价格上升亦是通胀上涨的重要原因。虽然通胀不断上涨，且欧洲要求欧洲央行结束宽松货币政策的呼声日益强烈，但是欧洲央行认为目前的通胀现象是“暂时”的，助推通胀率走高的能源价格上涨和供应链瓶颈等因素是“一次性因素”，明年可能会消退。欧洲央行更着眼于应对中期通胀。鉴于此，欧洲央行计划 2022 年维持相对宽松的货币政策，在 2022 年第一季度末通过扩大资产购买计划(APP)的购债规模以平缓结束流行病紧急资产收购计划(PEPP)的冲击。

泛欧 600 指数预测每股盈利持续增长，看好能源、工业、半导体及金融板块的表现：彭博市场数据显示泛欧 600 指数 2022 年每股盈利同比增速将高达 33%，显示出了对欧洲企业持续复苏的信心，且高于美国标普 500 指数的 8%。展望 2022 年，欧洲企业有望从供应链回流中获益。尤其在美国通过了一万亿美元基建法案后，能源、工业板块有望持续受益；技术领先的半导体板块有望在供需失衡中受益；在高通胀及利率上升时金融板块有望受益。

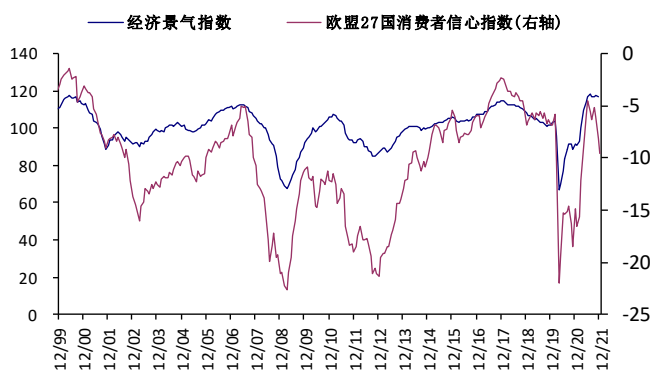
潜在风险：变种新冠病毒导致欧洲新一轮的封锁，欧洲经济复苏受阻；区内通胀高位持续导致欧洲央行提早收紧货币政策；国际政治关系紧张对欧洲企业可能带来影响。

图表 110：欧元区 PMI 指数



资料来源：Wind，国泰君安国际

图表 111：欧盟经济景气指数



资料来源：Wind，国泰君安国际

行业及个股更新

原材料行业

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

双碳政策持续，行业复苏龙头优先受益

固定资产投资持续低于预期：根据国家统计局数据 1-11 月全国固定资产投资(不含农户)同比增长 5.2%至 49.4 万亿元，不及市场预期并创 2021 年新低。整体来看，国内市场受房地产市场低迷所拖累，新开工率不足，需求端整体疲软。同时由于能源及碳排放政策的相关限制，多数行业不同程度减产限产，产能利用率不足。另外，由于进入采暖季后全球能源危机爆发，能源及原材料价格大幅上涨，使得供给端进一步受限。虽然产品价格被推高，但原材料行业盈利空间减少，整体表现偏弱。

期待下游需求修复，建材行业回暖：受下游需求端持续疲软拖累，建材行业下半年整体回落，叠加原燃料成本上涨，水泥及玻璃板块承压。然而双碳政策下去产能为整体趋势，产能转型升级方向将保持。伴随 2022 年专项债发行提振需求，水泥行业或将复苏。玻璃行业受地产行业拖累持续受压，大规模冷修的到来将进一步限制产能。消费建材建材 2021 年整体提价，随着原料成本回落，利润空间或将提高。受政策推动，绿色建材预计渗透率将会继续上升。当前行业整体处于低估值区间。

政策驱动下金属行业升级转型持续加速：随着双碳政策的推进，金属行业周期性特征减弱，新能源相关产业成长迅速。钢铁方面，2021 年成本上涨后虽然有所回落，但受政策限制产能恢复率依然不足，行业处于底部区间。当前整体继续实行低碳能效升级改造，同时行业内整合加速，资源更加集中。有色金属方面，由于疫情影响减弱，全球经济逐渐复苏，金属需求持续走高，且伴随第四季度政策及能源提价带来的限制，成本持续提升，供给受限，价格持续走高。预计中长期价格将维持高位区间，支撑行业利润空间。新能源金属方面供给不足，价格屡创新高。中资企业在海外布局加速，收并购频繁。当前因相关金属价格上涨过快市场观望情绪加剧，但中长期预计需求将持续扩张，行业估值将继续上涨。

投资建议：双碳政策下传统行业整合转型加剧，随着下游需求回暖，行业将逆季节波动调整，估值逐渐修复。建议长期关注新能源相关及基建带动下估值空间较大的行业龙头。

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
鞍钢股份	347 HK	3.47	5.777	14/2/0
紫金矿业	2899 HK	9.28	15.825	21/1/0
中国建材	3323 HK	9.56	14.338	25/2/0

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

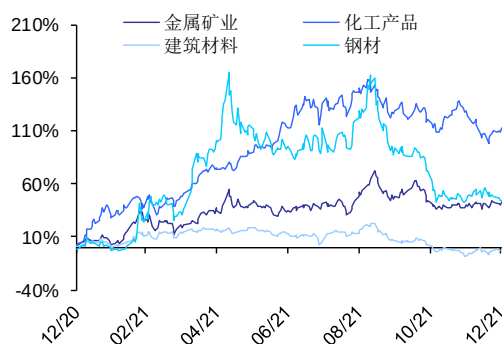
图表 112: 港股原材料板块股价一年走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

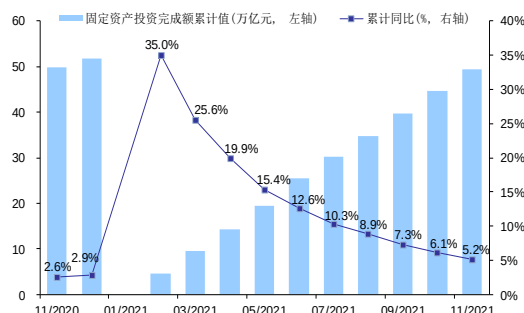
(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	2.19	-2.33	66.79

图表 113: 原材料细分板块走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 114: 固定资产投资完成额累计值



资料来源: 国家统计局, Wind, 国泰君安国际

图表 115：原材料板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	股息率
		(HKD)	(HKDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY21
		(HKD)	(HKDm)	(HKD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)
鞍钢股份	347 HK	3.470	41,709	5.777		14/2/0	415.0	-2.4	-6.4	2.9	2.9	3.1	0.4	0.4	0.4	16.1	13.6
信义玻璃	868 HK	19.500	78,529	28.198		19/3/1	77.4	-3.8	11.6	6.9	7.2	6.4	2.2	1.9	1.6	35.1	6.6
海螺水泥	914 HK	38.950	248,622	54.034		24/5/0	1.6	-2.1	2.0	5.1	5.2	5.1	0.9	0.8	0.7	18.9	6.4
中国神华	1088 HK	18.280	516,956	20.225		12/8/0	65.0	-8.8	-6.9	5.6	6.1	6.5	0.8	0.7	0.7	14.6	12.3
华润水泥控股	1313 HK	5.890	41,130	9.035		20/3/1	-9.4	7.0	7.0	5.1	4.7	4.4	0.8	0.7	0.6	15.3	9.4
中国宏桥	1378 HK	8.230	75,069	13.507		11/1/0	125.6	-17.2	-39.3	2.6	3.1	5.1	0.7	0.6	0.6	24.1	14.6
赣锋锂业	1772 HK	122.70	236,960	205.462		12/0/0	193.4	97.9	22.6	46.9	23.7	19.3	9.5	7.5	5.7	21.9	0.7
建滔积层板	1888 HK	13.260	41,371	20.193		7/1/0	129.4	-15.8	14.2	6.3	7.5	6.6	2.6	2.5	2.4	44.3	7.9
中国联盟	2128 HK	11.200	34,747	23.930		13/0/0	24.8	10.0	13.0	6.7	6.0	5.3	1.2	1.0	0.9	20.1	5.1
中国铝业	2600 HK	4.310	114,809	6.653		12/1/2	1,556.8	5.6	-8.5	8.2	7.8	8.5	1.0	0.8	0.8	11.6	0.0
紫金矿业	2899 HK	9.280	298,530	15.825		21/1/0	169.4	33.1	9.5	12.2	9.2	8.4	2.8	2.4	2.0	23.7	3.9
中国建材	3323 HK	9.560	80,636	14.338		25/2/0	18.5	5.0	8.4	3.8	3.7	3.4	0.6	0.6	0.5	16.6	7.9
简单平均							230.6	9.0	2.3	9.4	7.3	6.9	2.0	1.7	1.4	22.2	7.4
市值加权							148.7	44.9	11.8	25.0	14.2	12.1	5.1	4.1	3.2	22.5	4.5
中位数							101.5	1.4	7.7	6.0	6.1	5.9	0.9	0.8	0.7	20.1	7.3

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

鞍钢股份 (00347.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

资源及成本控制优势显著

鞍钢股份是鞍钢集团控股子公司，主要从事钢铁产品的生产和销售，配套较为完善的物流、贸易、钢材加工服务产业链。公司拥有鞍山、营口、朝阳三大生产基地。

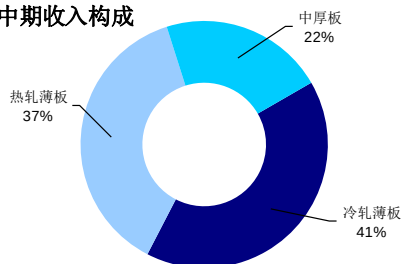
原料成本上涨，产品价格下行，期待盈利空间修复：2021 年钢铁价格走低，铁矿石及焦炭价格上涨，钢铁厂产能利用率不足，社会库存持续降低。当前钢铁价格或已处在筑底区间，预计 2022 年伴随下游需求修复，价格回升，龙头企业将获益。

资源优势保障公司业绩表现：前三季度，公司营收 1,085.37 亿元(人民币，下同)，同增 52.50%，净利润 74.89 亿元，同增 465.21%，主因是量价提升带动。集团拥有 88 亿吨铁矿资源，年采剥生产能力及选矿处理能力均居国内首位。丰富的资源优势保证了公司长期的业绩稳定增长。

布局清洁能源产业链：公司与中集安瑞科各自子公司成立合资公司，启动焦炉气制液化天然气(LNG)联产氢气项目。合资公司产品纯度较高，可作为氢燃料汽车能源使用。项目预计最快在 2022 年三季度投产，预计年产 12.5 万吨 LNG 和 2,400 万立方米氢气。

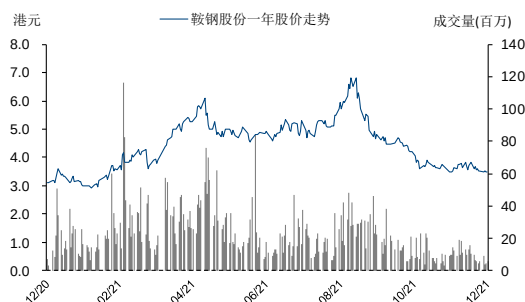
投资建议：行业龙头具有资源优势和优秀的成本控制能力，预计伴随着下游回暖将优先收益。且公司发展多元化布局，或将受益于国家新能源政策，当前处于估值筑底区间，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	3.470
彭博平均目标价(港元)	5.777
彭博目标价区间(港元)	4.100-8.400
潜在上升空间	66.48%
彭博买入/持有/卖出评级数	14/2/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-0.29	-27.71	9.81
相对恒指变动	0.04	-22.92	23.89
市值(百万港元)	41,709		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	62.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.2		
200 天移动平均(港元)	4.692		
52 周低/高位(港元)	2.980-6.830		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	140,842	10,572.0	0.990	2.9	0.4	股息率(%)	13.6
FY2022	124,817	8,271.0	0.967	2.9	0.4	ROE(%)	16.1
FY2023	115,790	5,376.0	0.905	3.1	0.4	PEG(倍)	0.1

信义玻璃 (00868.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

市场环境有望改善，行业龙头将受益

信义玻璃是全球玻璃制造行业领先企业。公司浮法玻璃产能规模国内居首，并且是全球汽车玻璃售后(AM)市场及中国建筑节能玻璃龙头。

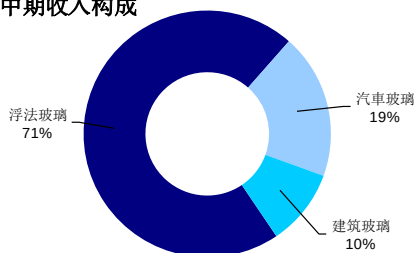
浮法玻璃行业未来长期处于稳定状态：当前国内受制于下游消费端低迷，浮法玻璃库存数量攀升且价格下降，使得公司在短期内受此拖累。然而中长期在政策及集中冷修期的影响下，玻璃行业供给端增量有限。

下游需求低迷，利润空间有待恢复：公司利润率对下游需求弹性较大。随着玻璃价格的上涨，上半年公司营收 135.75 亿港元，同比增长 90.3%。然而下游需求端的低迷使下半年玻璃库存累积，价格回落，预计随 2022 年需求端回暖将会有所恢复。

汽车及建筑玻璃需求支撑公司业绩：随着汽车芯片短缺缓解，汽车市场出货量增大将带动 AM 市场。另外当前中高端市场中全景天窗、智能显示屏等应用场景提高了玻璃的用量及价格。建筑玻璃方面，近年来节能玻璃逐渐受到市场欢迎。随着国家推动绿色建筑的发展，预计节能玻璃的需求将会加大。

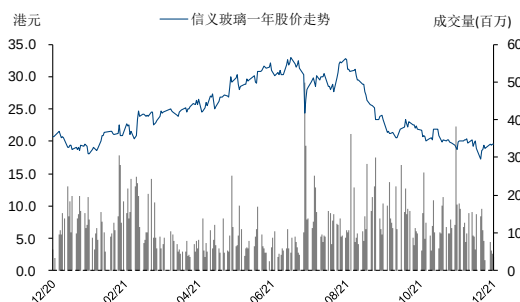
投资建议：公司具有规模优势，且产业链完整，成本方面竞争力强，且公司在建筑节能玻璃、汽车玻璃等方面优势明显。短期内受政策及需求端影响，玻璃市场陷入低迷，但长期来看供给端产量有限，需求端存在潜力，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	19.500
彭博平均目标价(港元)	28.198
彭博目标价区间(港元)	16.600-41.300
潜在上升空间	44.61%
彭博买入/持有/卖出评级数	19/3/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	2.52	-16.31	-9.93
相对恒指变动	2.85	-11.52	4.15
市值(百万港元)	78,529		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	23.8		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	25.641		
52 周低/高位(港元)	17.100-34.200		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万港元)	净利润(百万港元)	每股盈利(港元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	29,474	11,198.3	2.822	6.9	2.2	股息率(%)	6.6
FY2022	31,580	10,781.4	2.715	7.2	1.9	ROE(%)	35.1
FY2023	33,281	12,092.0	3.030	6.4	1.6	PEG(倍)	0.3

海螺水泥 (00914.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

并购增强产业整合能力，巩固龙头地位

海螺水泥在国内水泥市场中排名第二，主要从事水泥和水泥熟料的生产与销售。公司生产线全部采用新型干法水泥技术，能耗更低、产量更高、自动化程度更高。产能主要集中在长三角及珠三角区域。

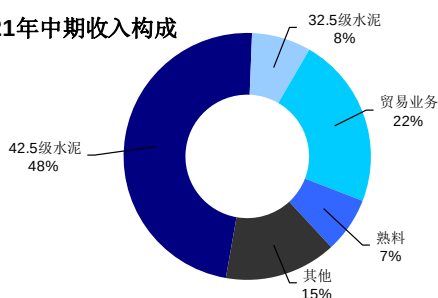
公司并购西部建设，增强行业整体竞争优势：公司认购下游混凝土行业的领军企业西部建设，成为第二大股东。双方将进一步加强在原材料供销、混凝土业务、砂石骨料业务、物流运输、产业互联网等方面的战略合作。此次收购响应了国家提高产业集中度，压缩过剩产能的号召，预计未来兼并收购或将持续。

布局低碳生产，受益于政策支持：国务院在工业领域碳达峰行动中提出加强产能置换监管，加快低效产能退出。为此公司开展一系列有效措施降低碳排放，包括水泥窑碳捕捉、干冰生产线、水泥生产替代燃料、替代原料等技术加强公司竞争力。

资源整合，布局广泛：公司利用地理优势首创“T 战略”，在长江流域兴建大、中型熟料基地，整合长江及沿海经济带的上下游资源。同时公司近年来积极收购石灰石山，当前储量超过 150 亿吨，矿山价值逐年提升。此外，公司随一带一路积极扩展海外业务，2020 年收入占比 8%。

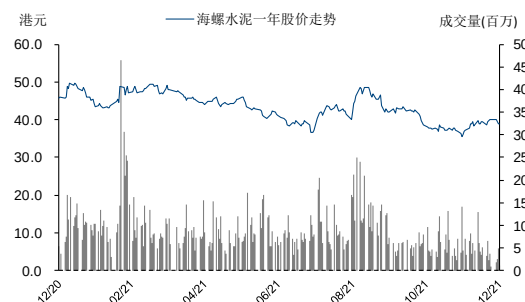
投资建议：并购增强上下游整合能力，低碳发展方向将使公司长期受益于国家战略，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	38.950
彭博平均目标价(港元)	54.034
彭博目标价区间(港元)	39.450-77.359
潜在上升空间	38.73%
彭博买入/持有/卖出评级数	24/5/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	9.87	-7.26	-19.77
相对恒指变动	10.20	-2.47	-5.70
市值(百万港元)	248,622		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	-2.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(港元)	42.368		
52 周低/高位(港元)	35.100-53.600		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	183,038	33,319.7	6.201	5.1	0.9	股息率(%)	6.4
FY2022	185,332	31,409.3	6.070	5.2	0.8	ROE(%)	18.9
FY2023	187,661	33,382.3	6.185	5.1	0.7	PEG(倍)	N.A.

中国宏桥 (01378.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

全产业链优势显著，看好公司长期发展

中国宏桥是铝全产业链特大型企业，为全球最大的电解铝生产商。公司具有较强的规模优势，成本管控优秀，并且形成了上下游一体化的全球供应链。

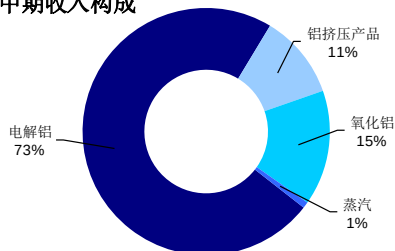
原铝供给受限，推动价格走高：中国是原铝的主要生产国，受双碳政策的影响，2021 年下半年产量不及预期。且伴随着最大生产省份云南的电力短缺，供给端的压力进一步加剧。预计中短期内原铝供应不会有显著改善，将持续支撑铝金属价格。

上半年受益于铝价上涨财务表现优越：2021 上半年公司营收同比增长 31.4%至 524.8 亿元(人民币，下同)，净利润同比增加 187.5%至 81.43 亿元。公司的财务费用及资产负债率持续走低，上半年分别同比降低 14.5%及 4 个百分点。

全产业链优势稳固公司龙头地位：公司采取上下游一体化的业务模式，具有显著的成本及市场优势。公司通过自产氧化铝有效控制原材料成本，同时自有供电网络和集中采购，提高整体运营效率并控制环节费用。而主要客户均在产地周边，需求稳定且依赖性高，同时节约了铸造及电力等中间成本。

投资建议：公司一体化的业务模式具有成本及市场优势，成本方面竞争力强。公司业绩对国际铝价有较大弹性，而长期需求增长对铝价有所支撑，且费用的降低及流动性的改善保障公司资金优势。维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	8.230
彭博平均目标价(港元)	13.507
彭博目标价区间(港元)	7.700-18.000
潜在上升空间	64.12%
彭博买入/持有/卖出评级数	11/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	8.86	-17.86	15.92
相对恒指变动	9.19	-13.07	29.99
市值(百万港元)	75,069		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	2.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	··· ·····		
贝塔值(Beta)	1.2		
200 天移动平均(港元)	9.748		
52 周低/高位(港元)	6.670-14.400		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	115,415	18,068.5	2.610	2.6	0.7	股息率(%)	14.6
FY2022	120,502	18,518.0	2.160	3.1	0.6	ROE(%)	24.1
FY2023	125,182	19,264.5	1.310	5.1	0.6	PEG(倍)	1.1

赣锋锂业 (01772.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

需求持续走高，客户资源稳定

赣锋锂业是世界领先的锂生态企业，拥有五大类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力，并积极布局下游锂电池制造及综合回收领域，国际龙头地位稳固。公司海内外锂资源储量充足，当前总量(探明、控制及推断)超过 5,000 万吨。

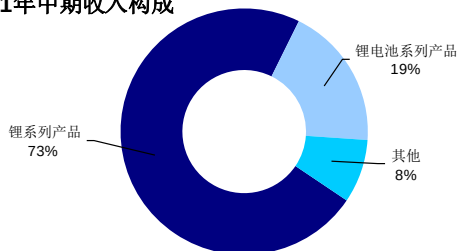
锂电池行业持续上升：随着全球新能源产业发展加速，锂资源需求持续走高，电池级碳酸锂及氢氧化锂价格不断攀升。随着全球芯片短缺逐步恢复，新能源车市场将进一步带动锂电池需求端的释放，持续推高锂价。

前三季度财务指标亮眼：公司前三季度营业收入人民币 70.54 亿元(人民币，下同)，净利润 24.73 亿元，分别同比增长 81% 及 648%。业绩的大幅提升是由于锂系列产品的量价齐升所致。公司第三季度末资产负债率为 30.9%，资金充裕，流动性较强。

提高锂盐产能，深耕优质客户群：现阶段公司已形成年产电池级碳酸锂 4.05 万吨，电池级氢氧化锂 8.1 万吨，年产金属锂 2,000 吨的产能，产能规模在全球的份额较高。公司当前与特斯拉、LG、大众等知名品牌保持长期合作关系，下游需求稳定，且市场空间广阔。

投资建议：公司锂资源丰富，优质客户资源稳定。伴随着新能源车对锂电池的需求增大，锂矿石及氢氧化锂价格不断提升，预计公司未来业绩将持续走强。维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	122.700
彭博平均目标价(港元)	205.462
彭博目标价区间(港元)	182.600-230.000
潜在上升空间	67.45%
彭博买入/持有/卖出评级数	12/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-19.33	-11.34	32.51
相对恒指变动	-19.00	-6.55	46.58
市值(百万港元)	236,960		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	87.0		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.5		
200 天移动平均(港元)	129.892		
52 周低/高位(港元)	81.000-185.000		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	11,051	3,097.3	2.130	46.9	9.5	股息率(%)	0.7
FY2022	18,927	4,717.0	4.215	23.7	7.5	ROE(%)	21.9
FY2023	22,882	5,185.0	5.170	19.3	5.7	PEG(倍)	0.5

建滔积层板 (01888.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

持续拓展新领域，未来前景乐观

建滔积层板是国内覆铜板龙头企业，主要从事覆铜面板产品，以及上游原料的生产，包括铜箔、玻璃纱、玻璃纤维布、漂白木浆和环氧树脂。

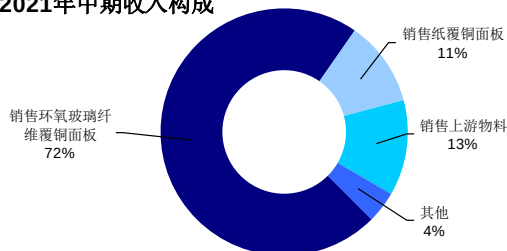
成本与需求同步上涨，公司盈利弹性较大：受国内限电政策影响，铝、铜箔、化工等原材料供应持续紧张，价格不断上涨，受此压力三季度全国覆铜板价格普涨 10%以上，叠加锂电铜箔产能的挤压，覆铜板供给持续紧张。且伴随着下游消费电子、汽车电子、通信设备等领域的景气度提升，需求端整体缺口较大。公司凭借自给能力，转化上游成本压力为利润，并持续加速铜箔等上游物料的新产能投建，使得收入水平得到保障。

量价齐升，半年业绩高增长：受益于需求及价格的提升，以及上游物料价格的上涨，公司上半年营业收入 139 亿港元，同比增长 105%，净利润 34 亿港元，同比增长 358%。

布局上游物料，提升产品附加值：公司除覆铜板外亦扩张上游物料产能，包括铜箔、玻璃纱、玻璃纤维布、漂白木浆纸及环氧树脂。凭借垂直整合生产结构，公司得以优化规模经济效益，从而增强市场竞争力并抵御原料上涨风险。

投资建议：公司目前以传统覆铜板为主，但将继续拓展新的市场领域。当前高涨的市场需求将持续支撑公司业绩，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	13.260
彭博平均目标价(港元)	20.193
彭博目标价区间(港元)	18.380-23.200
潜在上升空间	52.29%
彭博买入/持有/卖出评级数	7/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-4.05	2.95	5.67
相对恒指变动	-3.72	7.74	19.75
市值(百万港元)	41,371		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	30.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.2		
200 天移动平均(港元)	14.931		
52 周低/高位(港元)	11.597-19.585		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万港元)	净利润(百万港元)	每股盈利(港元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	28,605	6,384.0	2.090	6.3	2.6	股息率(%)	7.9
FY2022	29,447	6,497.0	1.760	7.5	2.5	ROE(%)	44.3
FY2023	30,007	6,111.0	2.010	6.6	2.4	PEG(倍)	0.2

中国铝业 (02600.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

产业链完整，长期稳定向好

中国铝业是中国有色金属行业的龙头企业，拥有丰富的铝、铅、铜、锌等有色金属资源，是全球最大的氧化铝及电解铝供应商，亦是大型稀土企业集团之一。公司目前拥有“开发—冶炼—加工”的一体化完整产业链，规模优势明显。

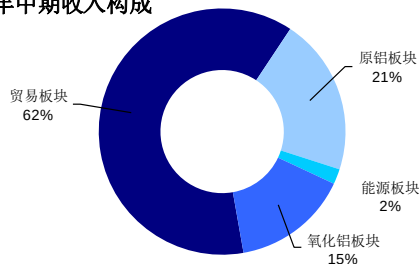
需求支撑铝价长期向好：当前中国的减产限产政策对全球铝供给端造成了明显影响。伴随着全球经济的复苏，汽车、建筑等下游产业需求量不断增加，导致近期全球铝库存量减少，市场整体供应不足，预计将支撑中长期铝价持续在高位波动。

铝价上涨助力业绩表现：前三季度受益于铝价上涨，营业收入 741.93 亿元(人民币，下同)，同比+51.27%，净利润 53 亿元，同比+1,036%，主要产品明显增长。随着能耗双控的力度加大，利润水平或难维持，但长期市场需求将推动业绩稳定增长。

优化能源结构，持续提高清洁能源占比：公司积极开发清洁能源，推动风电、光伏等新能源项目建设，调整产业能源结构。截至 2020 年底，公司绿色能源电解铝占比达 50%。公司“力争 2025 年前实现碳达峰、2035 年降碳 40%，持续发展低碳冶金技术，优化能源结构，率先在行业内实现碳中和”。

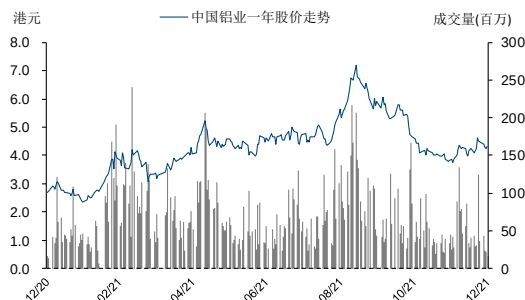
投资建议：公司产业链完整，矿产资源丰富，且积极优化能源结构。短期内公司虽受铝价及成本波动影响，但预期中长期公司战略将推动业绩稳定向好。维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	4.310
彭博平均目标价(港元)	6.653
彭博目标价区间(港元)	3.400-8.900
潜在上升空间	54.36%
彭博买入/持有/卖出评级数	12/1/2



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	12.53	-26.83	57.30
相对恒指变动	12.86	-22.03	71.38
市值(百万港元)	114,809		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	145.0		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	4.600		
52 周低/高位(港元)	2.310-7.490		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	239,475	7,224.0	0.426	8.2	1.0	股息率(%)	0.0
FY2022	243,580	6,912.0	0.450	7.8	0.8	ROE(%)	11.6
FY2023	243,498	4,684.5	0.412	8.5	0.8	PEG(倍)	0.1

紫金矿业 (02899.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

量价齐升业绩亮眼，多元布局协同发展

紫金矿业为国内贵金属及有色金属矿产龙头企业，经营以黄金为主导产业的矿产资源勘查、采矿、选矿、冶炼以及矿产品销售等业务。

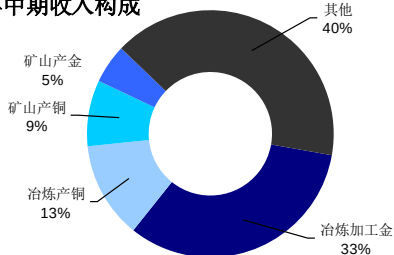
产量逐步提升，工业金属价格持续上行：2021 前三季度公司实现矿产铜 40.8 万吨(+18%)，矿产金 34.5 吨(+17%)，矿产锌 28.5 万吨(+17%)。2021 年下半年公司多个海内外重点项目投产，计划产量矿山产金 54 吨/年，铜 56 万吨/年，铅锌 46 万吨/年。随着全球经济复苏带来的需求端释放及电力成本价格的上涨，工业金属预计会长期持续走高。

财务表现优越：受主营矿产价格上涨及新增项目产能释放带动，2021Q3 公司营收 591.12 亿元(人民币，下同)，同比+25%；净利润 46.53 亿元，同比+116.34%。前三季度经营活动现金净流量 178.15 亿元，资产负债率 54.8%，资金实力稳健。

新能源业务拓展发挥协同作用：公司依托其在矿业开发以及化工、冶金、环保等技术的优势，加大新能源、新材料的研究和投入，并设立新能源与材料研究院，着手布局新能源产业。2021 年下半年收购阿根廷锂盐湖项目，进军新能源领域。

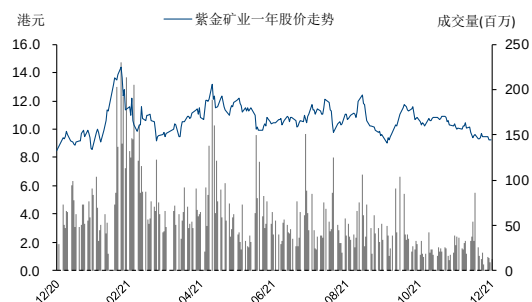
投资建议：预期全球经济复苏带动矿产价格上涨，或将成为公司业绩的持续推动力。同时公司对新能源领域的布局未来可能成为新的增长点。维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	9.280
彭博平均目标价(港元)	15.825
彭博目标价区间(港元)	10.600-19.650
潜在上升空间	70.53%
彭博买入/持有/卖出评级数	21/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-10.42	-3.53	5.69
相对恒指变动	-10.09	1.26	19.77
市值(百万港元)	298,530		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	53.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.4		
200 天移动平均(港元)	10.690		
52 周低/高位(港元)	8.470-16.240		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	211,448	15,755.9	0.619	12.2	2.8	股息率(%)	3.9
FY2022	232,031	20,639.2	0.824	9.2	2.4	ROE(%)	23.7
FY2023	239,703	22,605.7	0.903	8.4	2.0	PEG(倍)	0.2

中国建材 (03323.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

新材料业务提升公司竞争力，助力整体表现

中国建材是大型建材央企，行业内龙头。主要业务包括水泥、轻质建材、玻璃纤维、复合材料、工程服务四大主营业务。

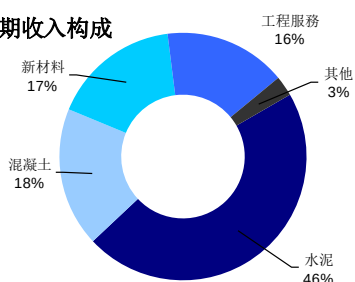
传统建材行业受阻，新型材料增速较快：当前传统高耗能建材生产受到限制，水泥、玻璃实行减产限产，淘汰落后产能。行业内整合趋势明显，并且龙头企业向绿色化转型升级。同时，碳纤维、玻纤等具有优异性能或特殊功能的新型材料是高端装备制造的基础，在政策支持下发展空间较大，并与信息技术融合，实现新量化、智能化，未来竞争优势明显。

重组传统建材业务，优化资源配置：公司 2021 年剥离玻璃板块业务至蚌埠玻璃工业设计研究院，换取其 45.08% 股份并成为其第二大股东。本次交易后公司将更专注于核心业务领域，减少内部竞争。同时公司亦整合水泥板块业务，将优质水泥企业股份注入天山水泥，进一步提升规模优势和综合竞争力。

新材料收入占比增加，提高公司多元性：公司轻质材料位居行业龙头，石膏板产能位居世界第一，其他产品亦有较高知名度。同时玻纤与复合材料研发亦处于国内领先水平，多种产品用于新能源设备的生产制造。

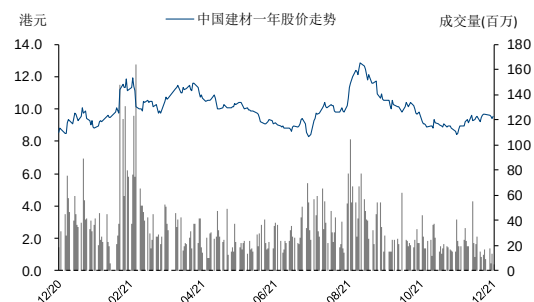
投资建议：传统建材板块疲软，短期拖累公司业绩，但业务重组保证公司长期领先地位。同时新材料板块提升公司竞争力，为公司长期增长提供动力。维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	9.560
彭博平均目标价(港元)	14.338
彭博目标价区间(港元)	9.000-19.370
潜在上升空间	49.98%
彭博买入/持有/卖出评级数	25/2/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	13.54	-9.30	2.58
相对恒指变动	13.87	-4.50	16.65
市值(百万港元)	80,636		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	15.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	10.004		
52 周低/高位(港元)	8.210-13.580		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	277,574	17,434.0	2.024	3.8	0.6	股息率(%)	7.9
FY2022	292,159	18,820.1	2.125	3.7	0.6	ROE(%)	16.6
FY2023	306,853	20,701.0	2.303	3.4	0.5	PEG(倍)	0.6

机械及工程行业

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

基建超前投资带动板块回暖

基建投资适度超前，聚焦碳达峰碳中和：国家统计局发言人表示，当前受国际形势严峻、全球疫情蔓延、产业链供应链循环不畅、大宗商品价格上涨等问题影响，中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。为此 2022 年财政政策将要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资，并推动 2021 年尚未使用和 2022 年发行的专项债券尽快形成实物工作量，实现上半年的大幅度增长，做到跨周期和逆周期的宏观调控。与传统基础设施投资不同，此次超前投资，更加强调在碳达峰碳中和、高质量发展的国家战略下，聚焦发力减污、降碳、新能源、新技术、新产业集群等重点领域，相关领域的企业及项目预计未来将会有较大上升空间。

下游回暖工程机械板块复苏，海外市场增长迅速：2021 年钢铁价格的上涨一方面抑制了下游建筑业的发展，同时也提高了机械制造商的成本，压缩其盈利空间。而海外市场因疫情影响当地生产受限，出口量保持高速增长。当前国内龙头企业正通过电动化、数字化、智能化等方面的产品升级增强国际竞争力，并积极布局海外市场。预计 2022 年伴随专项债的提高，下游产业需求回暖，国内市场需求将逐步提升，而海外市场随着疫情影响减弱，需求进一步增加，提升板块整体表现。

基建端发力，建筑龙头长期稳定：建筑板块内龙头公司当前处于低估值区间。虽然 2021 年专项债额度未完成，但央企建筑公司在手订单均保持充裕，且资产负债率稳定，流动性充足。同时央企内部陆续开展股权激励计划，激发内生动力从而保证中长期业绩的稳定增长。根据国家双碳战略规划，到 2030 年风电、太阳能总装机容量要达到 12 亿千瓦以上，并加快推进抽水蓄能、新型储能等调节电源建设，增强电力系统灵活调节能力，大力提升新能源消纳水平。受此带动未来绿色电力电网基建工程将受到青睐，合资质的行业龙头预计将从中受益。

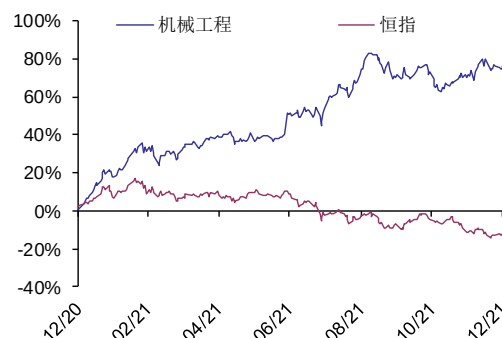
投资建议：2022 年基建超前投资叠加地产业的复苏，预计将会带动建筑及机械行业的发展。建议关注业绩确定性较强，盈利增长稳健的板块龙头个股。

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
中国铁塔	788 HK	0.86	1.383	18/6/1
东方电气	1072 HK	13.12	16.000	5/0/1
中国能源建设	3996 HK	1.32	2.978	6/0/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

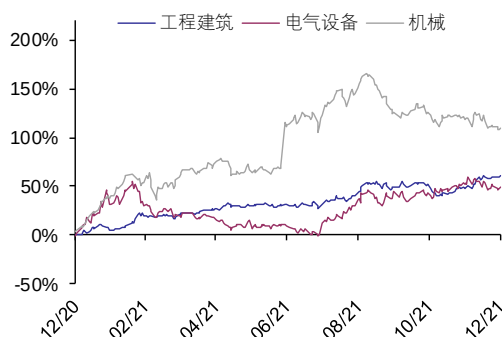
图表 116：港股机械工程板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

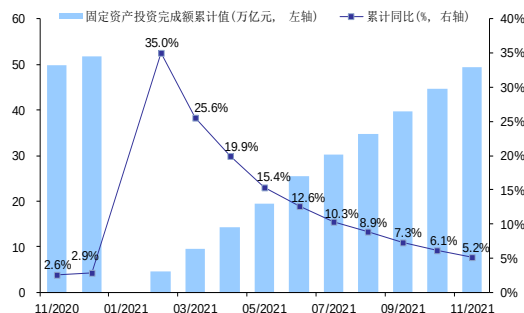
(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	3.52	7.46	99.79

图表 117：机械工程细分板块走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 118：液压挖掘机销量一年变化



资料来源：Wind，国泰君安国际

图表 119：机械及工程板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	股息率
		(HKD)	(HKDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY21
				(HKD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)
中国中铁	390 HK	4.120	162,180	6.257		19/0/0	27.4	11.3	9.5	3.0	2.7	2.4	0.3	0.3	0.3	10.4	5.7
中国通信服务	552 HK	3.800	26,319	5.310		12/1/0	19.1	9.7	10.5	6.4	5.8	5.2	0.6	0.5	0.5	8.9	5.2
三一国际	631 HK	7.540	23,782	12.078		6/0/0	24.4	20.9	23.8	16.0	13.2	10.7	2.4	2.1	1.9	15.6	2.6
中国铁塔	788 HK	0.860	151,367	1.383		18/6/1	25.6	23.1	10.9	16.3	13.5	12.1	0.6	0.6	0.6	4.2	4.3
东方电气	1072 HK	13.120	77,640	16.000		5/0/1	52.3	3.6	5.7	12.7	12.3	11.6	1.0	0.9	0.9	9.0	2.3
中联重科	1157 HK	4.910	70,286	6.800		12/1/1	-13.4	3.0	11.7	5.0	4.9	4.3	0.6	0.6	0.5	13.5	7.7
中国铁建	1186 HK	5.100	120,817	8.349		16/0/0	27.5	11.2	9.1	2.4	2.1	1.9	0.2	0.2	0.2	8.8	6.2
中集集团	2039 HK	14.020	61,264	25.090		2/1/0	100.4	-39.1	10.7	4.4	7.2	6.5	0.8	0.7	0.6	20.4	5.3
上海电气	2727 HK	2.380	82,642	3.350		3/1/1	-39.2	50.3	28.4	13.9	9.3	7.2	0.4	0.4	0.4	3.8	2.3
中国能源建设	3996 HK	1.320	120,985	2.978		6/0/0	NA	NA	NA	5.8	5.2	4.7	0.5	0.5	0.4	8.2	2.3
简单平均							24.9	10.4	13.4	8.9	7.9	6.9	0.7	0.7	0.6	10.3	4.4
市值加权							44.2	-0.9	11.9	8.4	8.3	7.4	0.9	0.8	0.8	12.8	4.3
中位数							25.6	11.2	10.7	6.4	7.2	6.5	0.6	0.6	0.5	8.9	4.7

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

中国中铁 (00390.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

基建龙头受益行业回暖

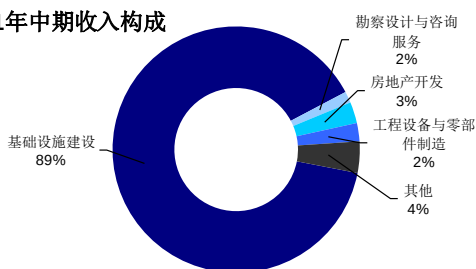
中国中铁是中国特大型多功能综合建设龙头之一，专注于铁路、轨道交通、公路等基建领域。主营业务包括基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备与零部件制造、房地产开发以及其他业务五大领域。

三季度利润转好，在手订单充足，长期发展稳健：公司前三季度营收 7,702.18 亿元(人民币，下同)，同比+11.83%，综合毛利率 9.34%，同比+0.12 百分点，净利润 222.81 亿元，同比+14.84%。新签合同额 14,663.5 亿元，同比+8.3%，其中中国内外分别占比 94.5%/5.5%，同比增长 7.3%/28.2%。其中基础设施建设业务营收 6,828.44 亿元，占营收总额的 88.66%，同比增长 12.83%，新签合同 12,688.2 亿元，同比增长 11.5%。在当前经济环境下，基础设施业务增速高于公司平均水平，且在手项目储备充足，有望支撑公司长期发展。

限制性股票激励计划将推动公司业绩：公司第四季度发布 2021 年限制性股票激励计划，拟授予限制性股票数量不超过 2 亿股，激励对象不超过 732 人。本计划目标明确，覆盖面广，周期合理，彰显出公司对未来表现的信心。预计此计划将大幅调动公司内部人才积极性，推动公司中长期的业绩表现。

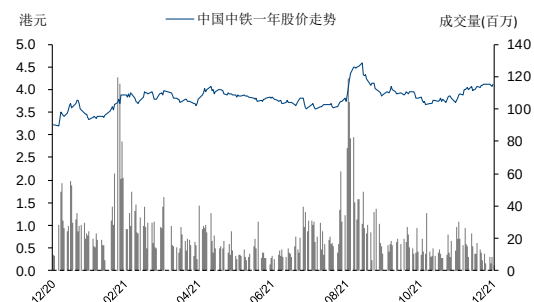
投资建议：未来房地产回暖及基建投资加速将会进一步促进工程建筑业的发展，而龙头企业将优先受益，看好公司长期发展，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	4.120
彭博平均目标价(港元)	6.257
彭博目标价区间(港元)	4.630-8.700
潜在上升空间	51.87%
彭博买入/持有/卖出评级数	19/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	11.05	6.19	20.47
相对恒指变动	11.38	10.98	34.55
市值(百万港元)	162,180		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	12.6		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(港元)	3.871		
52 周低/高位(港元)	3.340-4.700		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	1,092,790	27,846.5	1.128	3.0	0.3	股息率(%)	5.7
FY2022	1,198,741	29,726.0	1.255	2.7	0.3	ROE(%)	10.4
FY2023	1,303,077	31,095.5	1.375	2.4	0.3	PEG(倍)	0.2

三一国际 (00631.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

积极布局海外市场，保持稳定高增长

三一国际是专业从事煤炭采掘成套设备研发、制造及销售的大型装备制造企业。公司产品主要分为综掘、综采两大类，其中公司掘进机产品线广泛，处于行业领先地位。

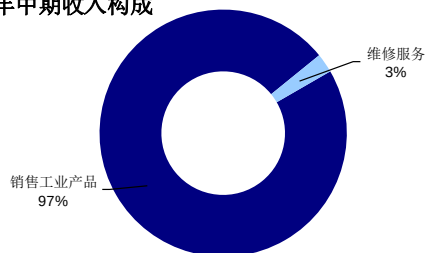
工程机械市场需求疲软，原料价格维持高位：由于下游地产及基建疲软，工程机械行业销量持续下滑，第三季度挖掘机销量继续萎缩。同时伴随上游钢铁价格高位震荡，进一步压缩了生产商的盈利空间。随着 2022 年基建项目发力，预计将带动工程机械市场需求逐步复苏。

国际战略发力，三季度业绩增速加快：第三季度公司实现收入 25.6 亿元(人民币，下同)，同比增长 51.4%，净利润达 2.8 亿元，同比增长 7.9%。增速加快主因是公司不断深入推进国际化战略，海外市场取得突破，机械新品海外销售收入大幅增长。随着疫情减缓，海外市场 2022 年有望进一步发力。

持续加大研发投入，增强核心竞争力：公司持续加强研发能力，建设数字化、电动化、智能化及国际化的制造平台作为核心竞争力，当前已累计推出覆盖挖机、起重机等超过 26 款新型电动化产品，从而使公司市场份额稳步提升。

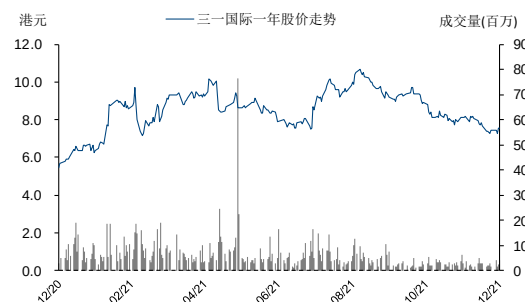
投资建议：公司产品处于领先地位，且积极布局海外市场，在国内需求受阻情况下仍能保持高增长，预计 2022 年国内外下游需求向好将使公司继续受益。维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	7.540
彭博平均目标价(港元)	12.078
彭博目标价区间(港元)	10.000-14.300
潜在上升空间	60.19%
彭博买入/持有/卖出评级数	6/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-7.03	-18.22	30.00
相对恒指变动	-6.70	-13.43	44.08
市值(百万港元)	23,782		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	19.0		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	8.783		
52 周低/高位(港元)	5.520-10.800		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	10,032	1,312.0	0.383	16.0	2.4	股息率(%)	2.6
FY2022	12,690	1,588.7	0.463	13.2	2.1	ROE(%)	15.6
FY2023	15,837	1,960.3	0.573	10.7	1.9	PEG(倍)	0.8

中国铁塔 (00788.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

铁塔行业景气度高，业绩未来可期

中国铁塔是中国大型通信基础设施综合服务商，由中国移动、中国联通和中国电信共同出资设立，主营业务包括通信铁塔的建设、维护和维护。

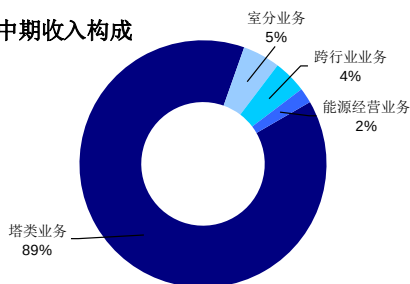
5G 规模建设保证业务稳定发展：随着国家网络强国、数字中国、新基建战略的推进持续稳定发展，跨行业站址应用与信息业务和能源业务呈现快速发展的态势。中国铁塔贯彻国家 5G 部署的决策，协同运营商打造精品 5G 网络，通过创新低成本建设方案降本增效。

期待 2022 年业绩增长：第三季度公司收入增长 7.3%至 645.9 亿元(人民币，下同)，净利润增长 15.2%至 52.56 亿元。前三季度公司塔类业务和室分业务分别同比上涨 2.9%及 21.3%。根据电信运营商对发展 5G 网络的明确态度及室内网络覆盖的需求，预计 2022 年铁塔业务将继续保持高增长。

“两翼”业务提供增长动力：跨行业业务发展上，公司推出标准化的“铁塔视联”产品，提升综合信息服务能力并支撑跨行业业务规模快速发展。能源业务发展上，公司专注于铁塔换电、铁塔备电等核心业务，当前公司已成为全国轻型电动车换电运营商龙头。预计“两翼”业务将继续保持高速增长。

投资建议：公司专注于通讯基础设施建设，在国家大力发展 5G 网络建设的大背景下公司未来增长可期。维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	0.860
彭博平均目标价(港元)	1.383
彭博目标价区间(港元)	0.810-2.200
潜在上升空间	60.81%
彭博买入/持有/卖出评级数	18/6/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-13.13	-15.69	-24.56
相对恒指变动	-12.80	-10.89	-10.48
市值(百万港元)	151,367		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	16.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.8		
200 天移动平均(港元)	1.041		
52 周低/高位(港元)	0.840-1.310		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	86,792	7,401.8	0.043	16.3	0.6	股息率(%)	4.3
FY2022	92,414	8,808.3	0.052	13.5	0.6	ROE(%)	4.2
FY2023	96,815	9,358.0	0.058	12.1	0.6	PEG(倍)	0.6

东方电气 (01072.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

创新原动力提高公司长期竞争力

东方电气是全球最大的发电设备供应商和电站工程总承包商之一，公司累计生产的发电设备已超过 6 亿千瓦，重大技术装备涵盖传统及新能源发电设备，具备综合技术开发能力。

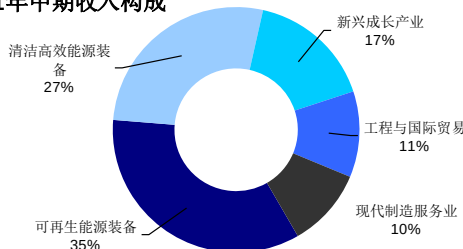
《关于开展全国煤电机组改造升级的通知》明确市场需求：通知提出 2025 年全国火电平均供电标准煤耗必须降至 300g/kW·h 以下。“十四五”期间的电站改造规模将不低于 350 吉瓦。通知明确了国内电站工程升级服务未来较大规模的市场需求，预计公司作为行业内综合服务型龙头企业将受益。

受益于电力板块整体表现，业绩维持高增速：第三季度公司实现营业总收入约 106.82 亿元(人民币，下同)，同比增长 14.62%。实现归属于上市公司股东的净利润约 5.18 亿元，同比增长 33.48%。其中清洁能源依然为增长主要动力。

创新原动力提高公司长期竞争力：公司拥有国家唯一的能源大型清洁高效发电设备研发中心，近年来大力发展清洁高效能源和可再生能源，同时大力推进火电、核电等发电方式的高效化，并通过数字化及智能化升级进一步提高竞争力，使其成为推动业绩增长的重要组成部分。

投资建议：随着国家大力开展电站改造和清洁能源普及，相关电力设备需求激增，预计作为行业内龙头公司将优先收益。维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	13.120
彭博平均目标价(港元)	16.000
彭博目标价区间(港元)	15.000-17.000
潜在上升空间	21.95%
彭博买入/持有/卖出评级数	5/0/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	5.13	1.86	131.39
相对恒指变动	5.46	6.66	145.47
市值(百万港元)	77,640		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	15.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.7		
200 天移动平均(港元)	9.136		
52 周低/高位(港元)	5.580-14.820		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	41,737	2,240.0	0.840	12.7	1.0	股息率(%)	2.3
FY2022	44,541	2,581.5	0.870	12.3	0.9	ROE(%)	9.0
FY2023	48,084	3,091.0	0.920	11.6	0.9	PEG(倍)	0.8

中联重科 (01157.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

机械设备需求回升，业绩增长可期

中联重科是中国工程机械装备制造行业领军企业，全国首批创新型企业之一。主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备的研发制造。

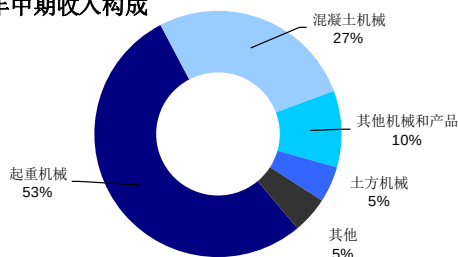
行业需求减弱，原材料价格上涨拖累公司表现：第三季度下游施工需求低迷，工程机械市场冷淡，挖掘机销量持续下滑。同时上游钢材价格走高进一步缩小了公司的盈利空间。随着原材料价格回落，国内外工程市场回暖，预计公司业绩将反弹。

海外业务持续扩张，三季度保持增长：公司推进全球本地化战略，不断拓展海外业务市场。2021 年上半年，公司海外业务营收 27.68 亿元(人民币,下同),同比+52.3%, 占总收入 6.5%。公司三季度营收 544.27 亿元，同比+20.30%，净利润 57.51 亿元，同比+1.13%，预计海外业务保持快速增长。

大力发展机械设备数字化与智能化转型：公司重点推进智能制造及数字化转型，当前公司已将“5G+工业互联网”应用于塔机研发。同时，公司将 AI 技术和商业化云服务与传统农机结合，使传统农机产品的可靠性大幅提升，从而保证其在智慧农业行业的龙头地位。

投资建议：公司加大在数字化领域的研发，保持机械制造龙头地位，同时积极拓展海外市场，多元化收入构成。预计公司将受益于海内外经济复苏与建筑业回暖，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	4.910
彭博平均目标价(港元)	6.800
彭博目标价区间(港元)	4.200-8.300
潜在上升空间	38.49%
彭博买入/持有/卖出评级数	12/1/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-4.10	-29.56	-47.20
相对恒指变动	-3.77	-24.76	-33.13
市值(百万港元)	70,286		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	-2.0		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	7.738		
52 周低/高位(港元)	4.800-13.980		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	72,954	6,908.1	0.799	5.0	0.6	股息率(%)	7.7
FY2022	77,456	6,681.1	0.823	4.9	0.6	ROE(%)	13.5
FY2023	82,848	7,326.5	0.919	4.3	0.5	PEG(倍)	N.A.

中国铁建 (01186.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

物流及基建业务发力将提升整体需求

中国铁建是中国特大型综合建设集团之一，也是国内最大的铁路和公路承包商之一，业务遍及海内外市场。公司具备多种复杂条件下的设计建造资质，并提供相关一体化综合服务。

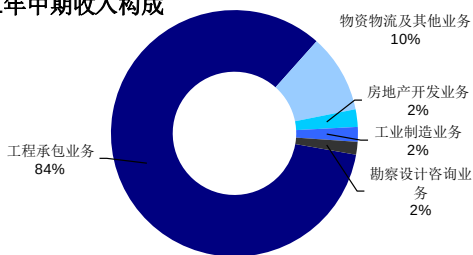
市政建设需求保证在手订单充足：受益于国家新型城镇化发展战略规划，城市群发展持续扩大，基建在手订单充足。前三季度公司新签合同总额达人民币 1.57 万亿，同比增长 12.6%，预计伴随着 2022 年专项债的发力，基建项目将继续稳健增长。

预计 2022 年收入增速回升：下半年受限电政策及第四季度疫情影响，部分项目推进不及预期，预计下半年增速有所放缓。前三季度收入同比增长 9%，低于前两季度的 22% 及 14%。随着基建项目发力，2022 年收入将恢复高增长。同时随着海外疫情改善，海外收入将成为另一发力点，共同提升公司业绩。

公司为国内第二大铁路物资供应商：公司拥有全国 70 余个重点区域的经营网络，同时公司是铁路总公司两大铁轨服务商之一，第二大铁路物资供应商。随着公司集采力度和供应链水平的提升，前三季度物资物流业务新签订单增长 77.4%，预计 2022 年将继续保持高速增长态势。

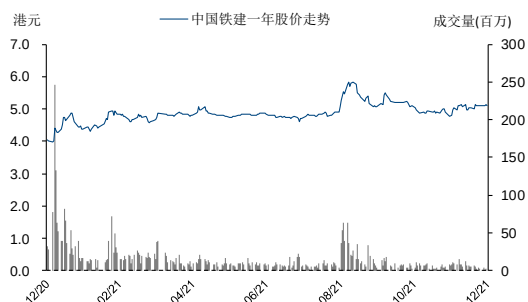
投资建议：公司作为国际基建领域龙头公司，预计随着国内基建发力及国外疫情减缓后需求提升，业绩将继续保持高速增长。维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	5.100
彭博平均目标价(港元)	8.349
彭博目标价区间(港元)	6.130-11.900
潜在上升空间	63.71%
彭博买入/持有/卖出评级数	16/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	6.92	0.39	20.28
相对恒指变动	7.25	5.19	34.36
市值(百万港元)	120,817		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	12.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(港元)	4.951		
52 周低/高位(港元)	4.070-5.990		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	1,049,566	22,172.0	1.756	2.4	0.2	股息率(%)	6.2
FY2022	1,151,251	25,069.0	1.952	2.1	0.2	ROE(%)	8.8
FY2023	1,256,817	28,503.5	2.130	1.9	0.2	PEG(倍)	0.2

中集集团 (02039.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

物流及能源业务盈利能力不断提升

中集公司是全球领先的集装箱制造商，业务范围包括集装箱制造，运输，清洁能源等领域。公司多元的业务领域保证了长期的盈利增长能力。

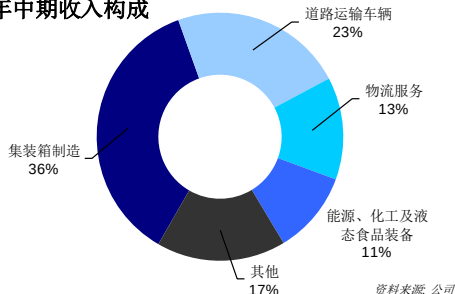
疫情下集装箱业务保持高增长：虽然国内外疫情 2021 年多次反复，为全球经济复苏带来冲击，公司所在的海运行业依旧保持景气，集装箱业务量价齐升，直接带动了整体收入的提高。公司前三季度实现收入 1,182.4 亿元(人民币，下同)，同比增长 85.9%；归母净利润 88.0 亿元，同比增长 1,161.4%。

道路运输车辆业务势头强劲：作为第二大核心业务，道路运输车辆业务前三季度全球合计 163,300 辆/台套，同比增加 21.0%。销售网络遍布 20 余国，其最大收入来源为中美两国，预计随着 2022 年中国的固定资产投资的复苏及海外基建工程的开展，收入会保持高速增长。

清洁能源战略全面贯彻：公司是清洁能源运输设备的龙头企业，前三季度清洁能源业务板块收入同比显著增长。公司大力推进清洁能源战略，使其逐步成为收入多元化的重要组成部分，预计将受益于国家低碳战略。

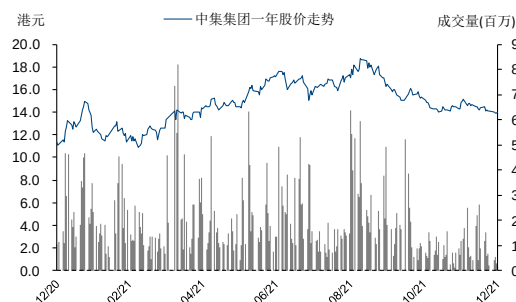
投资建议：伴随全球贸易及物流的增长，预期 2022 年公司所在的物流行业会保持强劲的盈利能力。同时公司积极调整多元化产业结构，保证收入的长期稳定与增长。维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	14.020
彭博平均目标价(港元)	25.090
彭博目标价区间(港元)	25.000-25.180
潜在上升空间	78.96%
彭博买入/持有/卖出评级数	2/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-1.68	-14.72	24.07
相对恒指变动	-1.35	-9.93	38.15
市值(百万港元)	61,264		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	7.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	··· ·····		
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	15.357		
52 周低/高位(港元)	10.900-18.900		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	149,646	10,096.0	2.610	4.4	0.8	股息率(%)	5.3
FY2022	144,285	7,870.0	1.590	7.2	0.7	ROE(%)	20.4
FY2023	153,740	7,851.0	1.760	6.5	0.6	PEG(倍)	0.6

中国能源建设 (03996.HK)

Edgar Shi 石恒

+852 2509 5443

edgar.shi@gtjas.com.hk

电力基建龙头，受惠于政策利好

中国能建为能源及基础设施建设的主力军，也是全球电力工程龙头，提供能源电力、水务、基建、交通等行业的一体化建设方案。

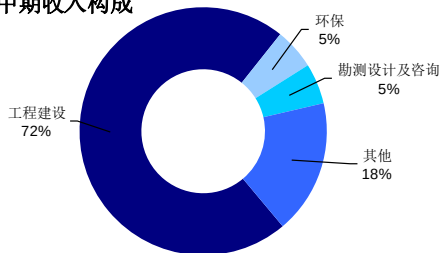
新订单快速增长保障公司长期盈利水平：中国能建前三季度营收 2,095.9 亿元(人民币，下同)，同比增长 21.8%，归母净利润 33.6 亿元，同比增长 69.1%。公司前三季度新签订单 5924 亿，同比增长 45%；其中境内订单占比 71.8%，充足的在手订单保证未来公司收入的稳定增长。

上市实现资源整合，增强竞争力：2021 年中国能建通过换股吸收合并葛洲坝，在上交所上市。通过此次交易，中国能建在勘测设计、装备制造、运维检修等环节的业务组织与资源，将与葛洲坝的国际经营、施工承包、投资运营等业务组织与资源更有效地融合，发挥全产业链服务作用和价值链整合优势。

电力基建板块整合发展，新能源发展前景广阔：2021 年公司发布《中国能建践行“30·60”战略目标行动方案》，提出通过电力勘探设计、工程建设、机械制造的全产业优势大力发展储能板块，实现 2025 年控股新能源装机容量 2,000 万千瓦以上。

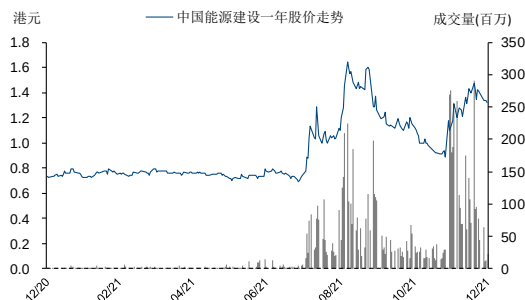
投资建议：公司在电力建设及运营方面处于龙头地位，在手合同数量充足，核心业务增长稳定，并受益于国家政策大力推进新能源领域建设，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	1.320
彭博平均目标价(港元)	2.978
彭博目标价区间(港元)	1.900-4.055
潜在上升空间	125.61%
彭博买入/持有/卖出评级数	6/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	20.00	4.76	76.00
相对恒指变动	20.33	9.56	90.08
市值(百万港元)	120,985		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	15.0		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.7		
200 天移动平均(港元)	0.983		
52 周低/高位(港元)	0.680-1.650		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	330,400	6,724.7	0.185	5.8	0.5	股息率(%)	2.3
FY2022	397,401	8,212.3	0.208	5.2	0.5	ROE(%)	8.2
FY2023	458,002	9,214.7	0.230	4.7	0.4	PEG(倍)	0.4

交运物流行业

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

集运供需走向平衡，干散货市场保持强势

集装箱航运市场供需趋向平衡：需求端，我们认为 2022 年环球经济将在后疫情时期逐步复苏。但全球财政刺激政策退出，叠加疫情反复和贸易保护主义抬头，以及病毒突变的不确定性，弱化了复苏预期。此外，美国批发商的高库存将削弱补库存空间，降低集运需求。Alphaliner 预计 2022 年集运需求同比+4.0% (2021:+5.8%)。供应端角度，2021 年在市场火热的环境下，新船订单大幅增加。考虑到新造船 1-2 年左右的交付周期，我们预计 2022 年供应增加有限，但 2023-2024 年预计分别将有 240 万 TEU、185 万 TEU 运力加入，部分将被环保新规导致的航速下滑所抵消。Alphaliner 预计 2022 年集运运力同比+4.2% (2021:+4.4%)，略高于需求增速，从 2021 年的供需缺口扩大趋势走向平衡，到 2023 年可能扭转。我们预计 2022 年运价将由高位回落，但仍远高于过去，加上 2021 年的长约锁定，航线盈利水平预计将在 2022 年保持良好的态势。亚洲区内，随着 RCEP 落地实施，料将带动货量进一步增长。

干散货航运市场料在紧运力供应下保持强势：我们认为需求端，在碳中和趋势下，石油、煤炭等大宗贸易将面临持续压力。铁矿石需求预计底部徘徊，受累于中国房地产市场在调控下趋冷，开发商的债务困境给行业回暖戴上枷锁。加上逆全球化势头、刺激政策退出和疫情反复的影响，我们对干散货需求谨慎。Clarksons 预计 2022 年全球干散货海运周转量增加 2.2%，海运贸易量增加 1.6%至 54.6 亿吨。其中铁矿石 15.3 亿吨(同比持平)、煤炭 12.6 亿吨(+1%)、粮食 5.4 亿(+3%)。而供应端，新造船市场中集装箱船和气体运输船挤占了其他船型订单。部分船只仍可能被租用运输集装箱，预计干散货运力增加较低。Clarksons 预计 2022 年全球干散货运力增速为 1.5%，低于需求增速。长期看，在低排放要求下，将提升老旧散货船退出，且将降低船队航速，减少运力供应。我们认为，供需差将继续支撑干散货运价保持强势，更为灵活、可挂靠支线港口、较少受大宗贸易影响的干散货小型船市场表现将好于大型船。

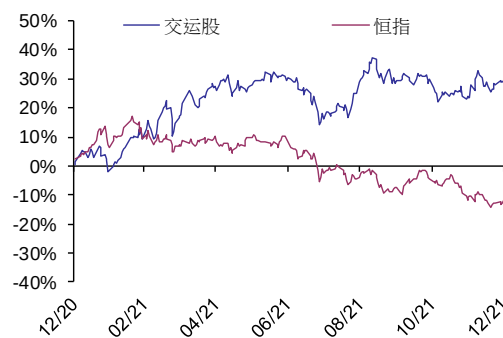
投资建议：我们看好 RCEP 落地后亚洲区域货量的提升，推荐海丰国际(01308.HK)；以及干散货小型船市场中的太平洋航运(02343.HK)。

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
海丰国际	1308 HK	28.20	41.117	8/0/0
太平洋航运	2343 HK	2.86	5.545	9/1/0

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

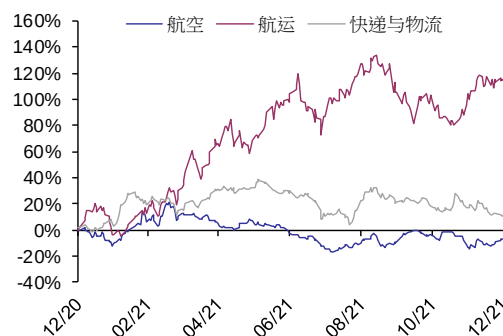
图表 120: 港股交运板块股价一年走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

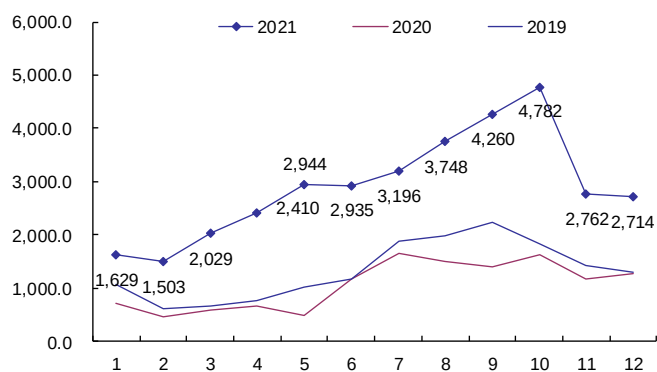
(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	5.73	4.99	46.77

图表 121: 港股交运细分板块股价一年走势



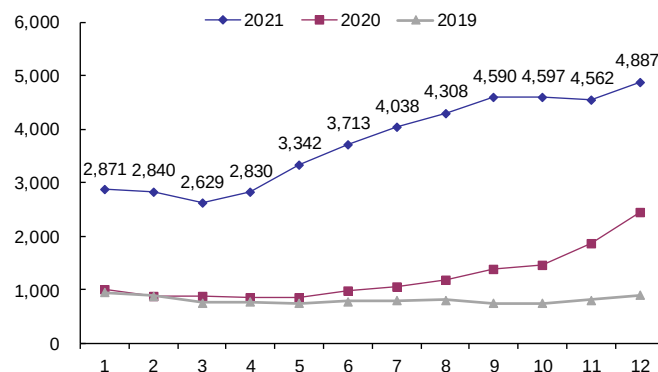
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 122: BDI 指数月度走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 123: 上海出口集装箱运价指数月度走势



资料来源: 上海航交所, Wind, 国泰君安国际

图表 124: 港股主要航运股估值对比

名称	代码	收市价 (HKD)	市值 (HKDm)	彭博平均 目标价 (HKD)	52周股价 区间 (示意图)	彭博买入/ 持有/卖出 评级	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	股息率
							FY21 (%)	FY22 (%)	FY23 (%)	FY21 (倍)	FY22 (倍)	FY23 (倍)	FY21 (倍)	FY22 (倍)	FY23 (倍)	FY21 (%)	FY21 (%)
中远海控	1919 HK	15.120	341,415	19.805		11/1/0	1,034.3	-42.8	-41.2	2.0	3.4	5.9	1.4	1.0	0.9	96.3	3.0
东方海外国际	316 HK	191.300	126,329	178.500		3/0/1	617.2	-28.7	-38.1	2.4	3.3	5.4	1.8	1.4	1.3	80.0	21.1
海丰国际	1308 HK	28.200	75,638	41.117		8/0/0	184.6	10.7	22.1	9.6	8.7	7.1	5.9	4.9	4.2	66.4	8.2
中远海能	1138 HK	2.970	29,063	4.032		3/1/0	-81.5	192.6	NA	27.5	9.4	NA	0.3	0.3	0.3	1.2	1.4
太平洋航运	2343 HK	2.860	13,764	5.545		9/1/0	转盈	7.6	7.6	2.8	2.6	2.4	1.1	0.9	0.8	49.4	20.4
简单平均							438.7	27.9	-12.4	8.9	5.5	5.2	2.1	1.7	1.5	58.7	10.8
市值加权							583.7	-21.8	-30.6	3.5	4.0	5.6	2.3	1.8	1.6	78.1	18.2
中位数							400.9	7.6	-15.2	2.8	3.4	5.6	1.4	1.0	0.9	66.4	8.2

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

海丰国际 (01308.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

预计 2022 年近洋航线运价表现将好于远洋

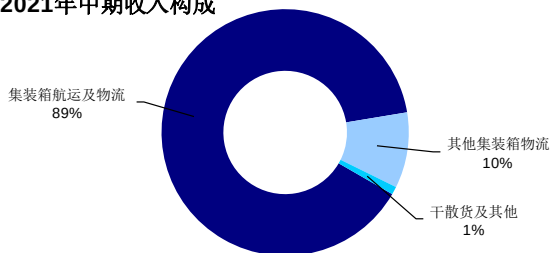
海丰国际拥有亚洲区内密度最高的物流网络，截至 2021 年 6 月底共有 75 条贸易航，网络覆盖中日韩及东南亚 73 个主要港口城市。公司 95 艘集装箱船队(66 艘自有，平均船龄 11.5 岁)，总运力达到 142,085 个标准箱，以每周靠港 460 次的密集靠港频率，为客户提供灵活便利的服务。

预计区域近洋航线运价将好于远洋航线：2022 年 IMF 预测亚洲经济增速 6.3%，其中中国经济增速 5.6%，均高于全球 4.9% 的增速预测。我们继续看好 RCEP 刺激亚洲区内贸易总量提升和货量平衡。而在运力供应上，虽然我们看到集装箱新船订单年内猛增，但交付需时，且绝大部分为大型船只(75%为 1.2 万 TEU 以上船型)，预计将主要服务于远洋航线。海丰国际聚焦的亚洲区域内近洋航线将少受影响。因而运价将好于整体集运行业。

将迎来船队扩张红利期：公司 2020 年以来在新船市场价格较低时订购了 37 艘集装箱新船。2022-2023 年，公司计划资本开支分别为 5 亿/2.5 亿美元，主要用于新造集装箱船，预计未来两年将分别交付 21 艘/13 艘新船。公司将扩大自有船队规模，降低平均船龄，节省租金开支，提升运营效率。

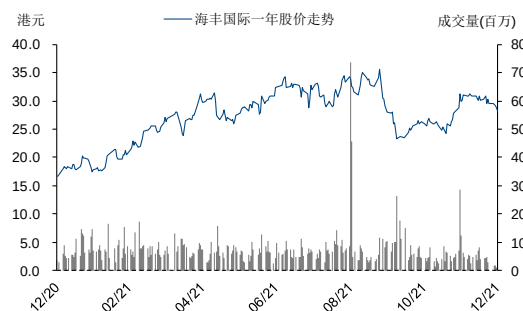
投资建议：我们看好海丰国际以小型集装箱船队广泛且密集覆盖亚洲区内港口，提供更为及时、灵活、稳定的物流服务。抓住亚洲发展机遇，取得长期稳健增长。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	28.200
彭博平均目标价(港元)	41.117
彭博目标价区间(港元)	33.500-50.000
潜在上升空间	45.80%
彭博买入/持有/卖出评级数	8/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-7.22	3.74	73.20
相对恒指变动	-6.89	8.53	87.28
市值(百万港元)	75,638		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	56.5		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(港元)	29.118		
52 周低/高位(港元)	15.756-35.014		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	2,773	983.7	0.375	9.6	5.9	股息率(%)	8.2
FY2022	3,053	1,116.0	0.415	8.7	4.9	ROE(%)	66.4
FY2023	3,368	1,411.5	0.507	7.1	4.2	PEG(倍)	0.2

太平洋航运 (02343.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

小宗干散货市场将保持强健

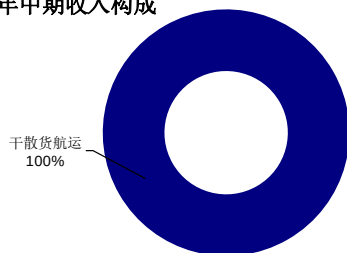
太平洋航运自有并租赁运营灵便型、超灵便型等干散货船，专注于全球小宗商品干散货海运业务，如农产品、木材、建筑材料等，具备货物来源分散，客户群体多样化的优点，帮助公司实现较高的船队利用率和较行业稳定的业绩表现。公司具备长期优于行业的往绩，等效日均租金(TCE)多年以来保持领先。

小宗干散货市场将保持强健：Clarksons 预计 2022 年小宗干散货市场吨海里需求增加 3%，好于整体。供应端，由于干散货船新船订单较少，且需 1-2 年时间投放；加上集装箱货量需求占用干散货运力，制约了运力的增加。另外，20 年以上船龄船只中灵便型船占比最高，未来 2-3 年将有更多的运力退出。更长远的 EU ETS 等环保新规将自 2023 年开始生效，预计将加速拆解，并降低航速，以取得更好的燃油经济效益。干散货市场、尤其是小宗干散货市场供需环境将保持强健。

提升高盈利空间的船型数量：2021 年公司收购 8 艘较低船龄的二手干散货船，自有船队规模从 2020 年底的 113 艘扩充至 11 月底 121 艘，平均船龄 10 年。其中较大的 Supramax 和 Ultramax 船型是主要的增长点，这两种船型在强航运市场中拥有更高的盈利上升空间。公司资产负债表优秀，有能力抓住市场变动中的机遇，有望保持多年来优于同业的往绩。

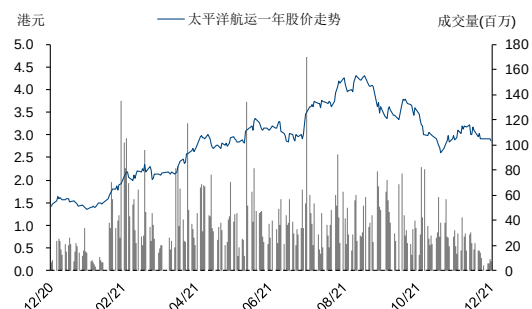
投资建议：预计小宗干散货航运市场保持强势，看好公司未来的业绩表现。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	2.860
彭博平均目标价(港元)	5.545
彭博目标价区间(港元)	4.500-6.650
潜在上升空间	93.88%
彭博买入/持有/卖出评级数	9/1/0



资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-3.70	-20.99	95.89
相对恒指变动	-3.37	-16.20	109.97
市值(百万港元)	13,764		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	3.130		
52 周低/高位(港元)	1.330-4.550		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	2,926	628.6	0.132	2.8	1.1	股息率(%)	20.4
FY2022	3,224	713.2	0.142	2.6	0.9	ROE(%)	49.4
FY2023	3,365	775.3	0.153	2.4	0.8	PEG(倍)	0.1

汽车行业

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

中高端纯电车百花齐放，紧抓自动驾驶主线

看好 2022 年销量增长：工信部部署 2022 年 6 个方面重点任务，提出扩大新能源汽车消费，同时一线城市也出台了进一步放宽限牌限号等措施。我们认为 2022 年政策环境将保持友好。加上后疫情时期的个性化出行需求，渠道补库存空间，以及 2021 年缺芯导致的积压订单，我们对 2022 年需求态度乐观。供应方面，汽车供应链在 4Q21 呈现显著恢复趋势，料将在 1H22 保持。在补库存完成后，终端重启折扣，再推零售销量走高。考虑到 2021 年同期基数的变动，我们预计 2022 年将取得开门红和下半年的高增长，唯须留意疫情反复对供应链及终端销售的影响。中汽协预计 2022 年中国乘用车销量 2,300 万辆，同比+8%，新能源汽车销量 500 万辆，同比+47%。长期预计 2025 年中国汽车市场销量有望达到 3,000 万辆左右。

预计零部件供应商交付和利润率提升：随着供应链问题解决，汽车产量不断爬升。考虑到全球补库存需求，我们预计产量提升趋势将至少持续到 1Q22。加上此前被延后的新车发布重启，2022 年项目投产可期。此外，我们预计主机厂将提升零部件库存水平，以应对潜在的供应链风险，利好零部件供应商。加之物流和原材料成本回落，零部件供应商利润率料将改善。

豪华车消费需求旺盛：乘联会口径 11 月中国 30 万以上车型销量 18.8 万辆，同比+2.7%，率先转正，体现了旺盛的高端换购需求。我们预计中国豪华车市场将长期保持高速增长，且集中度料继续提升，利好行业龙头。同时，与保有量正相关的二手车经销业务也将带来新的利润增长点。我们认为新能源业务机遇大于挑战，豪华品牌经销商的客户积累、服务能力价值将被放大，且客户接触次数也有望提升。

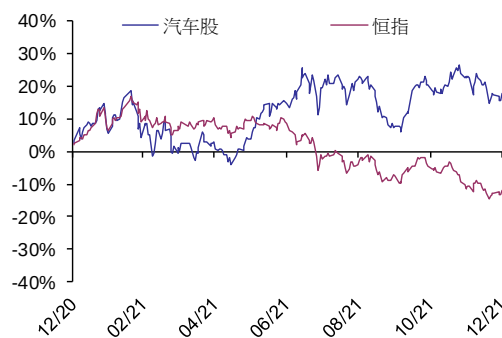
投资建议：随着传统车企高端纯电品牌独立，与新势力一同推出众多高智能化车型，2022 年中国中高端纯电动车市场将百花齐放，而自动驾驶将成为摸得到的未来。我们看好 2022 年行业产销表现，料利润率将随产能利用率而回升，叠加原材料、物流成本见顶回落，业绩表现可期。我们认为行业将在 2022 年延续跑赢市场的表现。

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
中升控股	881 HK	60.80	95.917	24/1/0
耐世特	1316 HK	9.68	12.644	16/2/0
小鹏汽车	9868 HK	186.30	254.619	13/0/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

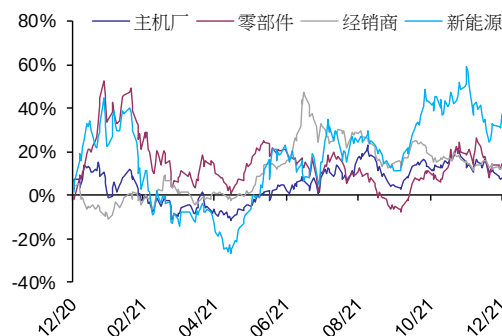
图表 125：港股汽车板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

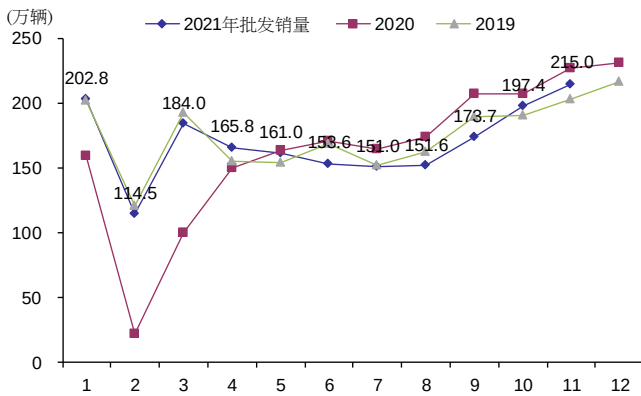
(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	-3.09	14.48	33.66

图表 126：港股汽车股细分板块股价一年走势



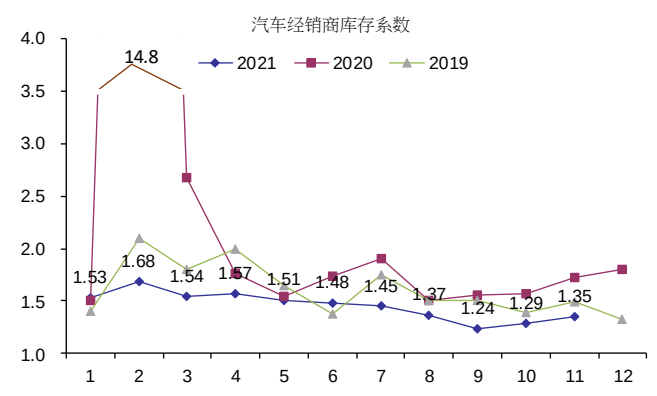
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 127：乘联会月度乘用车批发销量走势



资料来源：乘联会，Wind，国泰君安国际

图表 128：流通协会汽车经销商库存系数



资料来源：流通协会，Wind，国泰君安国际

图表 129：汽车板块估值比较

名称	代码	收市价 (HKD)	市值 (HKDm)	彭博平均 (HKD)	52周股价 区间 (示意图)	彭博买入/ 持有/卖出 评级	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	股息率
							FY21 (%)	FY22 (%)	FY23 (%)	FY21 (倍)	FY22 (倍)	FY23 (倍)	FY21 (倍)	FY22 (倍)	FY23 (倍)	FY21 (%)	FY21 (%)
比亚迪	1211 HK	266.600	889,997	372.911		28/2/3	11.7	72.4	45.1	144.3	83.7	57.7	8.0	7.3	6.5	6.4	0.1
小鹏汽车	9868 HK	186.300	318,863	254.619		13/0/0	NA	NA	转盈	NA	NA	103.6	5.2	5.6	5.3	-13.3	0.0
理想汽车	2015 HK	122.700	253,463	188.200		5/0/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	5.2	5.2	5.0	-3.1	0.0
长城汽车	2333 HK	26.800	448,991	37.557		34/3/3	53.5	49.7	25.2	26.3	17.6	14.0	3.5	3.1	2.7	12.5	1.6
吉利汽车	175 HK	21.300	213,393	33.076		38/6/1	48.0	44.2	24.3	24.1	16.7	13.4	2.6	2.3	2.0	10.1	1.2
广汽集团	2238 HK	7.690	159,240	9.760		24/6/0	27.6	34.5	21.6	9.2	6.8	5.6	0.7	0.7	0.6	7.9	3.3
东风集团	489 HK	6.480	55,832	10.031		12/8/0	36.3	8.3	2.1	3.8	3.5	3.4	0.3	0.3	0.3	8.8	8.0
华晨中国	1114 HK	7.300	36,830	8.050		5/3/4	45.7	5.7	-26.6	3.3	3.1	4.2	0.6	0.6	0.5	20.4	6.2
北京汽车	1958 HK	3.350	26,851	2.894		3/12/4	62.3	25.5	11.4	6.6	5.2	4.7	0.5	0.5	0.4	6.1	5.3
福耀玻璃	3606 HK	40.300	140,458	56.326		16/2/1	52.6	32.3	19.1	22.6	17.1	14.3	3.4	3.1	2.8	15.5	2.7
敏实集团	425 HK	34.350	39,892	47.218		21/1/0	41.2	24.9	23.1	17.9	14.3	11.6	2.0	1.8	1.6	11.4	2.1
耐世特	1316 HK	9.680	24,295	12.644		16/2/0	33.7	54.3	17.5	17.5	11.4	9.7	1.6	1.4	1.2	9.4	1.3
德昌电机	179 HK	16.520	14,959	26.000		2/0/0	10.2	4.4	14.8	8.2	7.9	6.8	0.9	0.8	0.7	10.1	1.8
中升控股	881 HK	60.800	146,834	95.917		24/1/0	46.1	25.4	22.7	15.1	12.1	9.8	3.5	2.8	2.4	25.4	1.3
美东汽车	1268 HK	40.200	50,102	54.737		13/1/0	69.9	43.7	33.8	33.8	23.5	17.6	11.3	9.1	7.2	32.2	1.5
永达汽车	3669 HK	10.440	20,562	20.430		25/0/0	57.2	16.8	17.5	7.0	6.0	5.1	1.2	1.1	0.9	19.0	4.8
简单平均							42.6	31.6	18.0	24.3	16.3	18.8	3.2	2.8	2.5	11.2	2.6
市值加权							30.4	51.2	32.9	79.8	47.9	51.5	5.6	5.3	4.7	4.6	0.7
中位数							45.9	28.9	20.4	16.3	11.7	9.8	2.3	2.1	1.8	10.1	1.7

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

东风集团 (00489.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

“岚图”带来价值重估机会

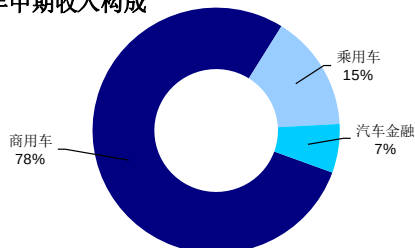
东风集团主要从事商用车、乘用车及相关零部件的生产和销售，是中国四大的汽车集团之一。旗下拥有自主品牌风神、柳汽等，通过合营公司运营本田、日产、英菲尼迪、标志雪铁龙品牌。岚图品牌独立运作，冲击中国高端新能源车市场。

岚图冲击高端市场：岚图汽车是公司旗下的高端电动品牌，完全独立运营。旗下中大型 SUV 岚图 FREE(终端销售均价月 33.8 万元)自 8 月开始交付以来，销量快速攀升，连续 5 个月环比上涨，12 月得益于供应端压力缓解产能大幅提升，交付 3,330 辆，未来预计继续爬坡。11 月广州车展发布第二款产品 MPV 岚图梦想家，2022 年预计将推出轿车车型，完善产品布局，目前已规划有 9 款车型。门店方面，岚图计划 2022 年增加到 105 家(2021: 64 家)，覆盖 48 座城市。我们看好岚图背靠东风集团，在市场化独立运作下，实现高端纯电市场的突破。

合资品牌有望修复：2022 年随着供应链紧张解除，加上换代思域、换代奇骏、新车 Serena、ARIYA 等新车贡献，合资品牌销量有望回升。叠加原材料及物流成本回落，和运营成本节省，合资品牌盈利预计将所改善。商用车有望在卡车“治超”和稳经济下基建、新基建项目需求推动下保持增长。

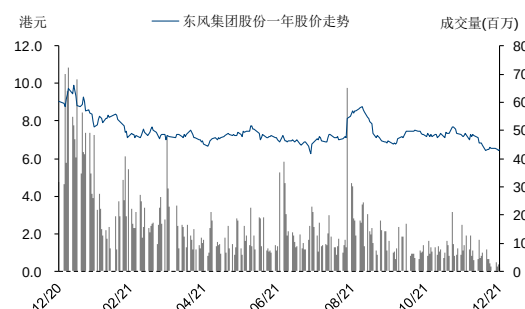
投资建议：我们看好公司通过岚图冲击高端的努力，A 股主板上市将带来更多资源投入新能源、智慧驾驶等关键领域。当前公司估值以及高股息率打造极高的安全边际。建议买入。

2021年中期收入构成



资料来源: 公司

收市价(港元)	6.480
彭博平均目标价(港元)	10.031
彭博目标价区间(港元)	5.501-14.090
潜在上升空间	54.80%
彭博买入/持有/卖出评级数	12/8/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-10.50	-6.76	-28.32
相对恒指变动	-10.17	-1.97	-14.25
市值(百万港元)	55,832		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	7.9		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	7.218		
52 周低/高位(港元)	5.726-9.481		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	119,361	12,401.0	1.404	3.8	0.3	股息率(%)	8.0
FY2022	125,530	13,428.8	1.524	3.5	0.3	ROE(%)	8.8
FY2023	131,934	13,923.7	1.574	3.4	0.3	PEG(倍)	0.6

中升控股 (00881.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

并购料显著增厚 2022 年业绩

中升控股是中国领先的汽车经销商，拥有全国性的 4S 经销网络，覆盖经济发达地区。主要代理豪华和中高端品牌，也正积极探索新势力业务等。截至 2021 年 6 月底拥有 386 家门店。

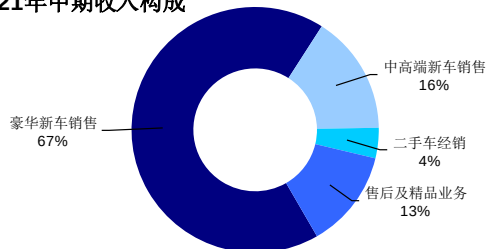
豪华车市场料保持长期高增长：尽管 2021 年受缺芯影响，豪华车销售增速回落，但 30 万以上车型的零售销量增速依旧远高于乘用车市场整体。我们认为这反映了中国汽车市场消费升级的趋势未有任何改变。中升控股作为中国领先的豪华汽车经销商，料将长期受益。

新势力业务和二手车开拓发展空间：公司积极探索新势力合作业务模式。我们看重公司 600 万豪华车基盘客户，以及备受市场认证的售前、售后服务能力的商业价值，相信这些价值不会随着新能源化发展而消失。此外，我们继续看好二手车增值税下调、限迁放开，和全生命周期管理下二手车的业务增长前景。

并购的业绩贡献料在 2022 年体现：中升控股年中并购仁孚(中国)获得其以奔驰品牌为主的 26 间门店和 10 间在建门店，并将公司奔驰业务延伸至 8 个新城市。我们预计 2022 年随着供应链恢复，叠加低基数和全年效应，该并购将带来显著的业绩增厚。加上二手车业务的利润率扩张，我们看好全年公司利润率和利润水平将有大幅提升。

投资建议：我们看好公司 2022 年在新业务增长点和并购推动下取得亮眼成绩。建议买入。

2021 年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	60.800
彭博平均目标价(港元)	95.917
彭博目标价区间(港元)	85.000-110.000
潜在上升空间	57.76%
彭博买入/持有/卖出评级数	24/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-5.22	-3.03	10.05
相对恒指变动	-4.89	1.76	24.12
市值(百万港元)	146,834		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	27.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(港元)	64.039		
52 周低/高位(港元)	44.000-77.600		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	184,377	7,806.3	3.271	15.1	3.5	股息率(%)	1.3
FY2022	229,359	9,807.9	4.103	12.1	2.8	ROE(%)	25.4
FY2023	267,715	12,058.1	5.033	9.8	2.4	PEG(倍)	0.6

耐世特 (01316.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

看好利润率恢复前景和短期业绩弹性

耐世特是全球前三大电动助力转向机 EPS 生产商。公司自 2007 年起推动 ADAS 技术，领先布局自动驾驶领域，现在已经拥有线控转向(SbW)、静默转向等技术。

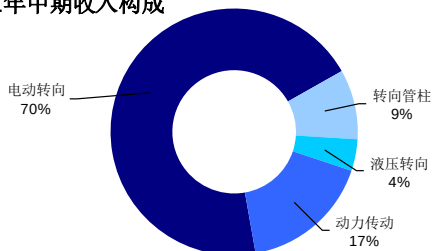
保持强势的客户项目获取能力：公司 2021 年 1-9 月新增订单 17.21 亿美元，73%为从竞争对手处取得的项目。预计 2021 年新订单价值 60 亿美元，在手订单价值将提升至 270 亿美元左右。其中较高的 EV、ADAS/AD 占比，料将逐步提升公司的单车配套价值和利润水平。此外，我们认为保留并不断赢得客户的能力，将帮助公司继续取得好于行业的表现。

2022 年将看到更好的订单投产：2021 年受缺芯影响，部分项目出现投产延后，产量受限，但 4Q21 汽车 MCU 供应已恢复正常，部分前期挤压订单料在 1H22 释放。IHS 预测 2022 年全球轻型车产量 8,272 万辆，同比增加 10.6%。此外，2021 年带来压力的物流及原材料成本有望在 2022 年回落，叠加产量提升效益，我们看好公司利润率恢复前景和短期业绩弹性。

前瞻性产品布局，静候汽车新四化历史机遇：公司推出了 HO DPEPS 和 HO SPEPS 等高扭 EPS 产品，在 SbW 产品上打造出领先的转向手感软件调教能力。投资 Tactile Mobility 进一步强化公司在下一代转向系统产品中的领先地位。

投资建议：我们看好公司短期业绩弹性。相信公司凭借前瞻性的产品布局，将成为汽车新四化大趋势中的赢家。建议买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	9.680
彭博平均目标价(港元)	12.644
彭博目标价区间(港元)	5.500-16.000
潜在上升空间	30.62%
彭博买入/持有/卖出评级数	16/2/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-4.54	20.40	16.21
相对恒指变动	-4.21	25.20	30.29
市值(百万港元)	24,295		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	34.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.8		
200 天移动平均(港元)	9.653		
52 周低/高位(港元)	7.580-14.320		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	3,613	198.8	0.080	17.5	1.6	股息率(%)	1.3
FY2022	4,175	286.4	0.113	11.4	1.4	ROE(%)	9.4
FY2023	4,539	335.4	0.130	9.7	1.2	PEG(倍)	0.4

理想汽车 (02015.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

凭借差异化在中国新能源市场中取得高增长

造车新势力理想汽车在中国新能源市场竞争中采用差异化战略，自建销售网络并以“设计面向成本”理念(较少提供个性化配置)，相较其他新势力更接近盈利。公司当前唯一车型，中大型 SUV 理想 ONE 定价人民币 33.8 万元，凭借在智能化方面的领先优势和价格优势，成为中国最畅销的新能源 SUV。

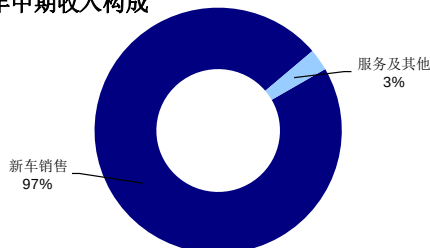
身处高速发展的新能源汽车市场：在政策推动、成本下降、使用便利性提升以及消费者接受度提高的推动下，中国新能源汽车销量预期在 2020 年至 2025 年将以 35.8% 的年复合增长率增长。其中增程式电动汽车 CAGR 为 64.7%。

逐步丰富产品线，并将进军纯电动领域：公司计划 2022 年推出一款基于下一代增程式 X 平台的全尺寸豪华智能 SUV 新车，2023 年再推两款 X 平台 SUV。此外，自 2023 年起，将基于研发中的两个高压快充纯电平台 Whale (侧重空间)和 Shark (侧重性能)，以每年两款新车型的速度迅速丰富产品线。规划车型将标配 L4 级硬件设备，进一步提升产品智能属性。

迅速扩张自有销售网络：公司采用自有的直营及服务网络，以按月增长的速度，快速铺开全国性的销售网络。截至 2021 年底，已经在全国开设了 206 家零售中心，较 2020 年底的 52 家增加近 3 倍。我们认为公司销售网络仍有迅速扩张空间。

投资建议：我们看好理想汽车凭借差异化在高速增长的中国新能源智能汽车市场取得竞争优势。建议配置。

2021年中期收入构成



资料来源: 公司

收市价(港元)	122.700
彭博平均目标价(港元)	188.200
彭博目标价区间(港元)	155.000-248.000
潜在上升空间	53.38%
彭博买入/持有/卖出评级数	5/0/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-6.33	21.44	N.A.
相对恒指变动	-6.74	25.52	N.A.
市值(百万港元)	253,463		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(港元)	N.A.		
52 周低/高位(港元)	98.050-145.000		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	25,655	-752.5	-0.365	N.A.	5.2	股息率(%)	0.0
FY2022	48,741	-705.5	-0.340	N.A.	5.2	ROE(%)	-3.1
FY2023	97,468	N.A.	N.A.	N.A.	5.0	PEG(倍)	N.A.

广汽集团 (02238.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

期待“两田”强车型周期和埃安价值释放

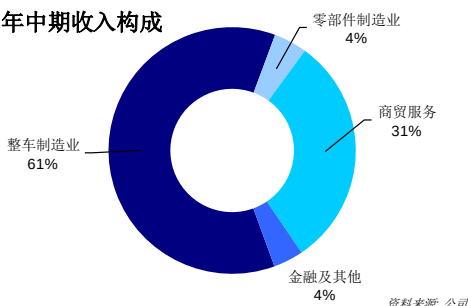
广汽集团是国内第四大汽车制造集团，拥有自主品牌传祺和新能源品牌埃安，通过合营公司运营有丰田、本田等合资品牌。

“两田”强车型周期持续，自主重回增长：公司目标 2022 年销量增加 15%， “两田”均设百万辆的销量目标。广丰全新紧凑型 SUV 锋兰达、全新豪华中型 SUV 威飒 2021 年 11 月广州车展首发，补齐了广丰 SUV 车型矩阵。基于 TNGA 平台的中高端 MPV 新车赛纳，进一步丰富车型布局。加上 2H21 上市表现强劲的汉兰达混动带来的全年贡献，广丰表现可期。广本则将投放有爆款潜力的紧凑型轿车“型格”、皓影中改、奥德赛换代、e:NP1、以及一款全新小型 SUV 等系列新车。同时两田的也将受益于产能提升红利释放。自主品牌传祺销量持续回升，埃安处于盈亏平衡，将带来高业绩弹性，加上未来埃安可能脱表，2022 业绩可期。

快速推进广汽埃安独立上市：广汽埃安销量 2021 年保持稳健的按月增长，在造车新势力第一梯队中保持领先地位，全年销量突破 10 万辆的盈亏平衡点。广汽埃安打造了扎实的整车制造能力，构建了领先的动力电池技术。亮眼的销量表现，也印证了产品力和品牌接受度。我们认为，随着上市推进，广汽埃安将加速向科技公司转型，价值将得到极大的释放。

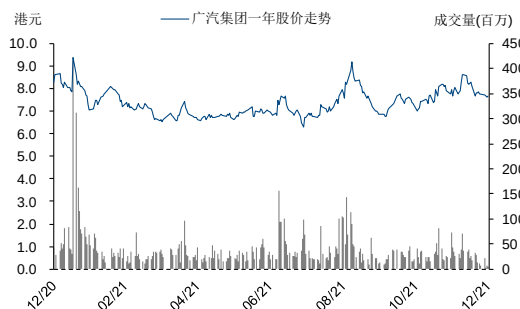
投资建议：看好合资强车型周期和自主恢复的高业绩弹性。期待埃安价值释放对广汽集团估值的提升。建议买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	7.690
彭博平均目标价(港元)	9.760
彭博目标价区间(港元)	7.500-16.350
潜在上升空间	26.92%
彭博买入/持有/卖出评级数	24/6/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-3.63	11.77	-10.79
相对恒指变动	-3.30	16.57	3.29
市值(百万港元)	159,240		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	24.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	7.275		
52 周低/高位(港元)	6.100-10.080		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	74,603	7,059.8	0.682	9.2	0.7	股息率(%)	3.3
FY2022	87,654	9,549.1	0.916	6.8	0.7	ROE(%)	7.9
FY2023	98,041	11,404.3	1.114	5.6	0.6	PEG(倍)	0.7

永达汽车 (03669.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

料 2022 年新车销量恢复快速增长

永达汽车是中国领先的汽车经销商，业务聚焦豪华和中高端品牌，包括宝马、保时捷、奥迪等。截至 2021 年 6 月底拥有 221 家门店，其中豪华、中高端品牌 4S 店分别 130 家、47 家。

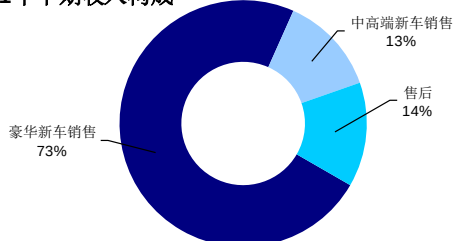
受益于中国豪华车市场的长期增长：尽管 2021 年受缺芯影响，豪华车销售增速回落，但 30 万以上车型的零售销量增速依旧远高于乘用车市场整体。我们认为这反映了中国汽车市场消费升级的趋势未有任何改变。永达汽车料将长期受益。

二手车及新能源业务赢得先机：我们认为凭借公司庞大的基盘客户，以及快速发展的二手车市场，尤其是保有量增加迅速的豪华车，二手车业务将成为新的利润增长点。预计公司 2021 年二手车交易量接近 7 万辆，未来三年 CAGR 超 30%。新能源领域，公司以轻资产模式迅速布局，已与小鹏(09868.HK)、比亚迪(01211.HK)等展开合作，有望赢得先机。

预计保持稳健的门店扩张速度：公司 11 月完成收购江苏两家宝马、两家雷萨 4S 店，昆山保时捷也已开业，2022 年料带来新的业绩贡献。未来预计仍将保持稳健的网点开拓速度，助力公司在不断增长的中国豪华车市场中的持续提升市场份额。叠加公司不断改善运营效率的努力，二手车业务增量和稳步提升的售后业务，公司盈利水平有望保持长期稳定增长。

投资建议：我们认为汽车消费升级下豪华车新车市场高增长的长期逻辑不变。公司估值显著低于同业，建议买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	10.440
彭博平均目标价(港元)	20.430
彭博目标价区间(港元)	17.000-27.500
潜在上升空间	95.69%
彭博买入/持有/卖出评级数	25/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-11.82	-7.12	-18.56
相对恒指变动	-11.49	-2.32	-4.49
市值(百万港元)	20,562		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	25.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.2		
200 天移动平均(港元)	13.013		
52 周低/高位(港元)	9.960-17.140		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	81,899	2,418.2	1.223	7.0	1.2	股息率(%)	4.8
FY2022	94,500	2,822.2	1.424	6.0	1.1	ROE(%)	19.0
FY2023	107,231	3,307.9	1.673	5.1	0.9	PEG(倍)	0.3

小鹏汽车 (09868.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

领跑中国乘用车智能化进程

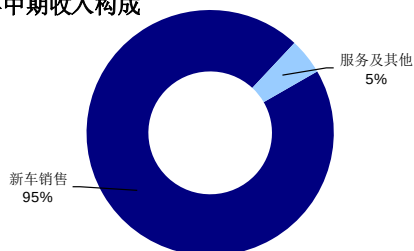
造车新势力小鹏汽车通过垂直整合的自主软硬件研发，打造出领先的具备差异化的智能汽车产品。目前旗下已成功推出 G3、P7、P5 三款车型，涵盖人民币 15-40 万元售价区间内的纯电动 SUV 及轿车。公司创始人兼具互联网及汽车工程专业背景。

在高速增长的中高端纯电动车市场处于优势位置：得益于电池成本下降、充电设施迅速扩大、续航里程不断增加，以及更高智能化带来的更好的用户体验，中国中高端纯电乘用车市场预计是将是增速最快的细分市场。IHS 预计 2022 年中国中高端电动车销量达 100 万辆，同比+43%，2020-2025 年 CAGR 高达 37.9%。小鹏汽车 2021 年 1-12 月累计销量达 9.2 万辆，全年在细分市场的份额约 14%，已在该细分市场占据领先地位。

2022 年多款车型发力：小鹏 11 月发布了全新旗舰 SUV G9(P7 同平台)，预计将在 3Q22 开始交付。我们认为 P7 的成功，显著提升了小鹏品牌的接受度。受益于此，G3 的中改款 G3i 在 10 月上市后，也取得了强劲的销量表现，12 月销量 3,511 辆，同比+75%。而新车型 P5 (G3 同平台轿车，配备激光雷达) 9 月上市后仍处于爬坡阶段，12 月销量已突破 5,000 辆。公司计划将在 2022 年推出 XPILOT 3.5，将自动驾驶辅助驾驶系统(NGP)的使用范围扩展到路况更为复杂的城市道路场景。加上特许门店的迅速扩张，预计公司销量将保持高速增长。

投资建议：我们认为小鹏凭智能化竞争优势，已成功进入中国消费者的备选列表。有望提升销量实现规模效益。建议配置。

2021年中期收入构成



资料来源: 公司

收市价(港元)	186.300
彭博平均目标价(港元)	254.619
彭博目标价区间(港元)	218.000-357.000
潜在上升空间	36.67%
彭博买入/持有/卖出评级数	13/0/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-8.23	38.00	N.A.
相对恒指变动	-7.90	42.79	N.A.
市值(百万港元)	318,863		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(港元)	N.A.		
52 周低/高位(港元)	131.000-220.000		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	19,971	-5,242.0	-3.978	N.A.	5.2	股息率(%)	0.0
FY2022	39,476	-2,634.3	-3.177	N.A.	5.6	ROE(%)	-13.3
FY2023	63,624	2,383.5	1.465	103.6	5.3	PEG(倍)	N.A.

银行业

Mary Wang 王玫晓

+852 2509 7214

mary.wang@gjtas.com.hk

流动性宽松继续开展，银行业息差有望上扬

回顾 2021 年大事，中国央行两次降准，一次下调一年期 LPR 利率 5bp 至 3.8%。央行对于 2022 年经济工作进行指导，其中提到 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进；宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。要加大跨周期调节力度，统筹考虑今明两年衔接，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，增强信贷总量增长的稳定性。

GDP 增速预计回落触底反弹：中国 GDP 在 2021 年第一季度同比增 18.3%，二季度同比增 7.9%，三季度同比增 4.9%，增速放缓，预计 2022 年触底反弹。2021 年 11 月 8.5% 的 M2 同比增速差于预期，环比下降 0.2 个百分点。M1 的同比增速环比上升 0.2 个百分点至 3.0%。我们认为 M2 同比增速环比下降反映了中国人民银行的货币政策仍然稳健。

预计银行业净利润率减速放缓：2021 年三季度末，中国商业银行净利润为 16,875.9 亿元人民币，环比增长 47.91%；大型商业银行资产利润率为 0.82%，同比减少 2.04%。预计 2022 年减速放缓。

预计银行业息差迎来上扬趋势：2021 年三季度末，中国商业银行净息差为 2.065%，环比增 0.10%，结束连续两个季度环比负增速趋势。中国央行将实施存款利率定价改革，此改革将降低银行资金成本，加之 2021 年两次降准环境下，银行整体净息差有望改善。

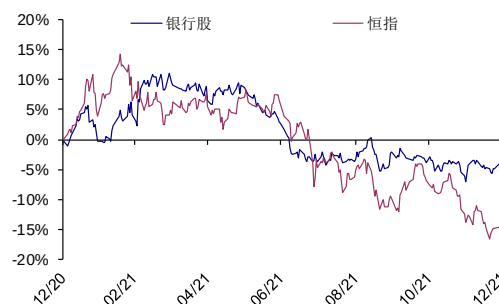
预计银行业资产质量持续改善：2021 年三季度末，中国商业银行不良贷款余额 2.8 万亿元，较上季末增 1.53%；商业银行不良贷款率 1.75%，较上季末下降 0.01 个百分点。预计 2022 年资产质量将持续改善。

投资建议：我们预计 2022 年流动性宽松继续开展，行业息差上扬，资产质量持续改善，整体估值有望上行，建议增配。

行业个股推荐表				
名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
建设银行	939 HK	5.40	8.074	28/2/0
邮储银行	1658 HK	5.47	7.343	35/1/0
招商银行	3968 HK	60.55	73.763	23/4/3

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

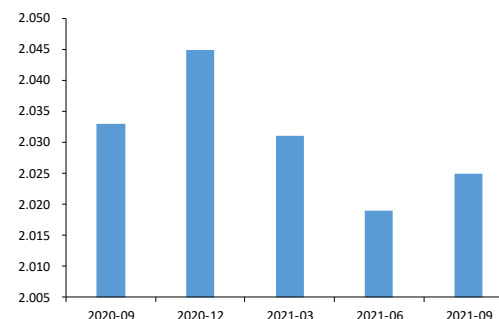
图表 130：港股中资银行股一年股价走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

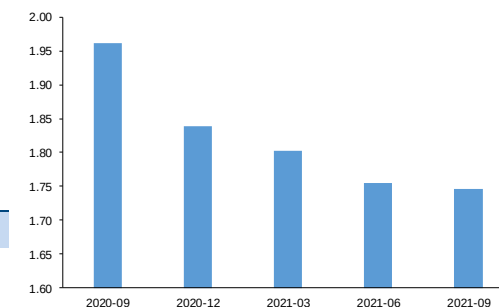
(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	2.78	2.92	9.04

图表 131：商业银行净息差(%, 季)



资料来源：Wind，国泰君安国际

图表 132：商业银行不良贷款比例(%, 季)



资料来源：Wind，国泰君安国际

图表 133：中资银行股板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	PEG
		(HKD)	(HKDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	23F
		(%)		(HKD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)
建设银行	939 HK	5.400	1,367,016	8.074		28/2/0	19.3	7.9	7.5	3.8	3.6	3.3	0.4	0.4	0.4	12.1	0.5
中信银行	998 HK	3.380	243,302	4.540		15/6/1	12.6	5.6	13.9	2.6	2.5	2.2	0.3	0.2	0.2	10.2	0.6
农业银行	1288 HK	2.680	1,233,803	3.737		23/3/1	17.5	7.3	9.7	3.4	3.2	2.9	0.4	0.3	0.3	10.9	0.5
工商银行	1398 HK	4.400	1,913,282	6.155		24/2/0	17.6	6.5	6.3	3.9	3.6	3.4	0.4	0.4	0.4	11.7	0.6
邮储银行	1658 HK	5.470	561,057	7.343		35/1/0	22.0	12.2	14.2	5.6	5.0	4.4	0.7	0.6	0.5	11.5	0.4
民生银行	1988 HK	2.980	194,460	3.367		3/9/4	15.3	6.7	9.9	3.2	3.0	2.8	0.2	0.2	0.2	6.7	0.5
中银香港	2388 HK	25.550	270,135	31.599		13/1/0	-4.7	11.1	18.7	10.7	9.6	8.1	0.9	0.9	0.8	8.4	1.3
交通银行	3328 HK	4.710	386,886	5.695		14/6/2	22.2	5.5	9.1	3.5	3.3	3.0	0.4	0.3	0.3	10.5	0.7
招商银行	3968 HK	60.550	1,507,035	73.763		23/4/3	28.7	16.4	15.8	11.0	9.5	8.2	1.7	1.5	1.3	16.6	0.6
中国银行	3988 HK	2.810	1,023,592	3.686		23/3/0	11.8	7.3	7.2	3.4	3.2	3.0	0.4	0.3	0.3	10.3	0.5
简单平均							16.2	8.7	11.2	5.1	4.6	4.1	0.6	0.5	0.5	10.9	0.6
市值加权							18.6	12.9	14.8	9.0	7.9	6.8	1.2	1.1	1.0	13.2	0.7
中位数							17.5	7.3	9.8	3.6	3.4	3.1	0.4	0.4	0.3	10.7	0.6

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

建设银行 (00939.HK)

Mary Wang 王玖晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

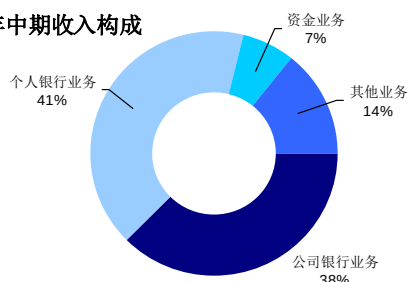
三季度业绩稳健向好，助力绿色产业发展

建设银行是一家国内领先、国际知名的大型股份制商业银行，总部设在北京。

“三大战略”持续推进：公司在住房租赁、普惠金融、金融租赁三个方面持续推进。在住房要素市场上完善住房租赁布局建设，截至 2021 年 9 月，公司旗下平台覆盖全国 96% 以上地级及以上行政区；普惠贷款业务贷款余额为 1,162.76 亿元，扎实推进“大普惠、新普惠”。涉农贷款余额 2.39 万亿元，较上年末增加 3,116.59 亿元，增幅 14.99%；提升金融科技业务支持能力，保障系统安全稳定运行，并且加强分布式、大数据、人工智能等基础技术能力建设和运营。

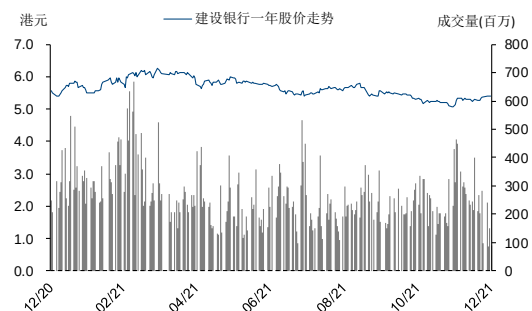
2022 年在央行稳健宏观政策下，息差将保持平稳态势：2021 前 9 个月公司实现净利润 2,331.73 亿元人民币(下同)，其中属于公司股东的净利润 2,321.53 亿元，分别较上年同期增长 12.31% 和 12.79%。年化平均资产回报率 1.07%，年化加权平均净资产收益率 13.15%。利息净收入 4,481.45 亿元，较上年同期增长 4.87%，净利差为 1.94%，净利息收益率为 2.12%，分别较上年同期下降 0.10 和 0.07 个百分点，主要受利率市场化的推进、产品结构变化和存款竞争激烈等因素的影响。息差企稳后有所上升，净息差为 2.04%。

投资建议：三季度业绩稳健向好，助力绿色产业发展，推荐买入。

2021年中期收入构成


资料来源：公司

收市价(港元)	5.400
彭博平均目标价(港元)	8.074
彭博目标价区间(港元)	6.330-10.275
潜在上升空间	49.52%
彭博买入/持有/卖出评级数	28/2/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	6.30	-3.23	-8.32
相对恒指变动	6.63	1.57	5.76
市值(百万港元)	1,367,016		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	8.2		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	0.8		
200 天移动平均(港元)	5.629		
52 周低/高位(港元)	5.030-6.740		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	767,260	293,656.4	1.157	3.8	0.4	股息率(%)	8.0
FY2022	831,825	314,135.0	1.242	3.6	0.4	ROE(%)	12.1
FY2023	900,333	336,606.3	1.342	3.3	0.4	PEG(倍)	0.6

邮储银行 (01658.HK)

Mary Wang 王玖晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

央行全面降准，公司增长可期

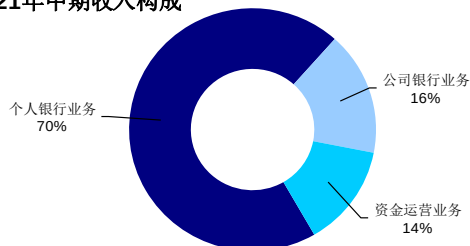
邮储银行是中国领先的大型零售银行，定位于服务“三农”、城乡居民和中小企业。

政策方面利好银行板块：为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点(不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构)。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.4%。我们认为央行此举意在持续支持实体经济发展，促进降低实体融资成本，为信贷投放提供长期支持；同时改善银行整体盈利水平，银行业净息差预计将企稳。

公司价值创造能力持续提升：公司持续推动资产结构优化，加大信贷尤其是零售贷款的投放力度。第三季度贷款增长 1,790 亿元，个人贷款单季度新增占比达到 69.69%。存贷比、信贷资产占比、个人贷款占比分别为 57.82%、52.13%、57.80%，较上年末分别提高 2.63 个、1.78 个、0.88 个百分点。公司践行存款高质量发展理念，继续严控长长期限高成本存款，提升短期、活期存款占比的目标初见成效，个人存款活期占比较上半年末提升 0.18 个百分点。资产负债结构优化带动资产收益率趋稳，负债付息率稳中趋降，前三季度净利息收益率 2.37%，与上半年持平。

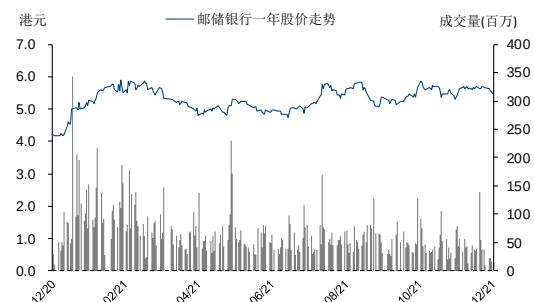
投资建议：央行全面降准将利好公司净息差企稳，盈利能力不断提升。我们认为短期有上涨空间，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	5.470
彭博平均目标价(港元)	7.343
彭博目标价区间(港元)	6.350-9.870
潜在上升空间	34.24%
彭博买入/持有/卖出评级数	35/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	3.40	1.67	24.89
相对恒指变动	3.73	6.47	38.96
市值(百万港元)	561,057		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	12.8		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.8		
200 天移动平均(港元)	5.332		
52 周低/高位(港元)	4.270-6.370		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	316,511	74,066.1	0.796	5.6	0.7	股息率(%)	5.5
FY2022	347,984	85,729.2	0.893	5.0	0.6	ROE(%)	11.5
FY2023	383,296	99,672.1	1.020	4.4	0.5	PEG(倍)	0.5

招商银行 (03968.HK)

Mary Wang 王玟晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

财富管理和私人银行处于优质赛道

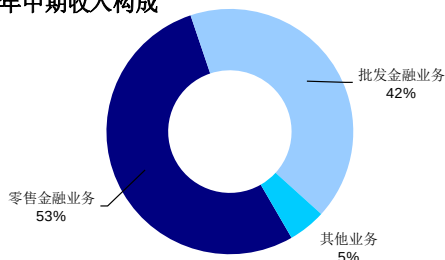
招商银行是一家在中国具有鲜明特色和市场影响力的全国性商业银行。公司继续秉承“质量、效益、规模”动态均衡发展理念，始终坚持“轻型银行”的战略方向和“一体两翼”的战略定位。

引入战投增强理财业务能力：招商银行发布公告，摩根资产管理将出资人民币 26.67 亿元认购招银理财 10% 的股权，增资完成后，招银理财注册资本将由人民币 50 亿元增加至 55.56 亿元。引战有利于招银理财构建全产品供给能力，提升权益类资产、另类资产投研实力。

2021 年前三季度公司各项经营工作稳健开展：营业收入稳步增长，利润增速较快，资产负债规模增势良好，资产质量总体稳定。2021 年公司前三季度实现营业收入 2,514.10 亿元，同比增长 13.54%；实现净利润 936.15 亿元，同比增长 22.21%；实现净利息收入 1,506.38 亿元，同比增长 8.74%；实现非利息净收入 1,007.72 亿元，同比增长 21.57%；年化后平均总资产收益率(ROAA)和年化后归属于本行普通股股东的平均净资产收益率(ROAE)分别为 1.44% 和 18.11%，同比分别上升 0.13 和 1.11 个百分点。我们预计公司的生息资产将继续稳步增长，且净息差将维持相对稳定。公司的财富管理和私人银行业务实现了较好的增长。

投资建议：财富管理和私人银行处于优质赛道，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	60.550
彭博平均目标价(港元)	73.763
彭博目标价区间(港元)	45.000-90.590
潜在上升空间	21.82%
彭博买入/持有/卖出评级数	23/4/3



资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	0.41	-2.42	23.57
相对恒指变动	0.75	2.38	37.65
市值(百万港元)	1,507,035		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	16.9		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	63.377		
52 周低/高位(港元)	45.950-72.450		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	324,042	113,445.4	4.484	11.0	1.7	股息率(%)	3.0
FY2022	362,519	131,450.5	5.221	9.5	1.5	ROE(%)	16.6
FY2023	400,040	150,992.7	6.047	8.2	1.3	PEG(倍)	0.8

非银金融行业

Mary Wang 王致晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

行业估值重塑，成长属性凸显

我们预计 2022 年券商板块将受盈利驱动保持上行趋势，估值重塑，成长属性凸显；保险板块当前仍处于估值较低的位置，疫情导致保险需求疲软，业绩承压缓慢修复，车险改革下新能源车险政策推出后值得期待；资产管理、特种金融板块关注资产质量较好或者业务发展紧跟行业发展趋势的公司。

券商板块：受益于市场景气度上升、政策利好，2021 年中资券商行业业绩实现大幅增长。中国资本市场改革持续深化，央行降准，市场流动性以及风险偏好有望进一步提升。北交所开市之后，机构和个人投资者参与积极性较高，市场交投活跃，在注册制全面实施，以及证券账户管理功能优化(首批 10 家券商获得试点)等行业政策落实之下，中资券商行业成长属性凸显。居民财富管理由房地产投资转向基金理财产品，财富管理和资产管理业务助力行业估值上行，予以券商板块增配评级。

保险板块：2021 年保险板块跑输大盘，行业估值处于历史低位，自疫情以来行业低迷状态延续，需求下滑，海内外疫情反复，承保端复苏低于我们的预期。2022 年我们看好经济复苏后承保需求反弹，尤其是中高端健康险、养老医疗配套保险、互联网保险(尤其是近期首次发布的保险科技的行业新规引导互联网保险蓬勃发展)、寿险、受益于有关落实车险综合改革指导意见下的新政策的车险，例如新能源汽车商业专属条款等。

资产管理、特种金融板块：当前特种金融板块估值处于历史底部，基本已经反映了市场悲观预期，整体下行空间有限，我们认为资产管理板块中部分优质公司值得关注，尤其是资产质量较好或者业务发展紧跟行业发展趋势的公司，例如船舶租赁公司。

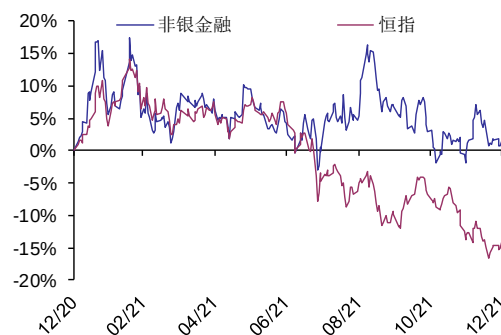
投资建议：受益于中国资本市场改革、交投活跃以及财富管理拉动等因素，我们认为在 2022 年非银金融行业增长动能十足，行业估值重塑，给予“增配”评级。

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
香港交易所	388 HK	455.40	525.297	30/9/1
广发证券	1776 HK	14.86	17.492	8/3/0
中国太保	2601 HK	21.15	32.614	20/3/0

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

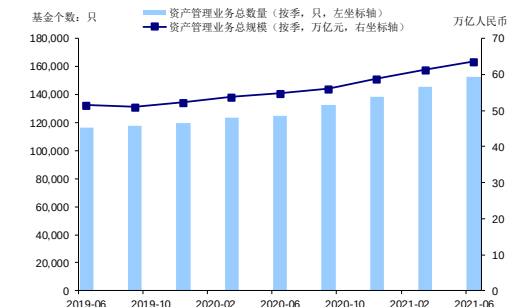
图表 134: 港股非银金融板块股价一年走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

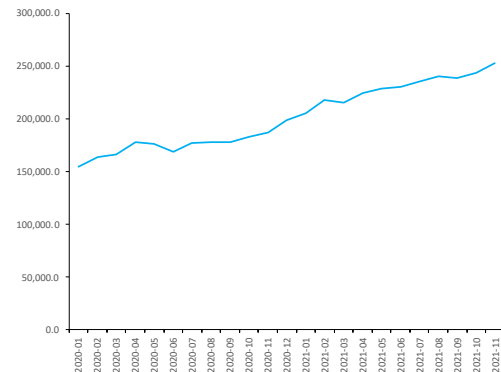
(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	3.08	-0.39	18.12

图表 135: 中国资产管理业务数量及规模



资料来源: Wind, 国泰君安国际

图表 136: 中国公募基金管理规模(亿元)



资料来源: Wind, 国泰君安国际

图表 137：非银金融板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	PEG
		(HKD)	(HKDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	23F
		(HKD)	(HKDm)	(HKD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)
香港交易所	388 HK	455.400	577,373	525.297		30/9/1	14.6	17.0	17.0	43.6	37.3	31.9	11.2	10.5	9.8	26.2	2.1
友邦保险	1299 HK	78.600	950,801	111.319		35/4/0	10.1	12.0	11.8	18.4	16.6	14.8	1.8	1.7	1.6	10.0	1.4
广发证券	1776 HK	14.860	203,323	17.492		8/3/0	22.5	18.0	19.4	8.2	7.0	6.0	0.9	0.8	0.7	11.1	0.3
中国平安	2318 HK	56.150	1,086,097	85.611		32/2/1	-10.4	50.8	11.8	6.9	5.4	4.8	1.0	0.9	0.8	15.2	0.6
中国财险	2328 HK	6.370	141,686	9.133		25/4/1	32.4	9.3	11.9	4.8	4.4	4.0	0.6	0.5	0.5	12.1	0.4
中国太保	2601 HK	21.150	285,755	32.614		20/3/0	14.2	10.9	13.1	6.4	5.8	5.2	0.7	0.7	0.6	12.4	0.6
中金公司	3908 HK	21.500	216,262	26.416		24/2/0	38.0	16.5	16.2	8.8	7.6	6.6	1.1	1.0	0.9	12.6	0.2
联想控股	3396 HK	11.520	27,144	NA		3/0/0	805.9	1.9	2.3	3.0	2.9	2.9	0.3	0.3	0.3	9.7	NA
东方证券	3958 HK	6.660	114,414	8.303		4/1/1	74.9	27.4	30.6	8.7	6.7	4.4	0.6	0.5	0.5	7.8	0.5
中信证券	6030 HK	20.350	390,337	24.164		19/1/0	50.5	18.3	14.4	10.4	8.9	7.8	1.1	1.0	0.9	10.8	0.8
众安在线	6060 HK	27.100	39,832	41.159		22/8/0	111.0	47.7	54.2	30.0	20.3	13.2	1.9	1.8	1.6	5.8	0.4
华泰证券	6886 HK	12.980	182,145	16.074		17/1/0	37.8	14.5	11.9	7.0	6.1	5.5	0.7	0.6	0.6	10.2	0.7
简单平均							100.0	18.3	19.3	13.0	10.8	8.9	1.8	1.7	1.6	12.0	0.7
市值加权							31.1	17.9	17.0	31.9	27.2	23.2	7.4	6.9	6.5	20.6	1.7
中位数							34.0	16.1	12.7	8.4	6.8	5.7	0.9	0.8	0.8	11.0	0.6

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

香港交易所 (00388.HK)

Mary Wang 王玟晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

中概股回归预期增强，SPAC 优化上市机制

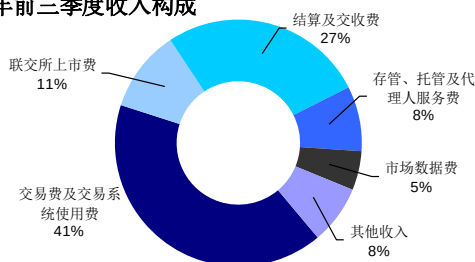
香港交易所是香港联合交易所有限公司、香港期货交易所有限公司和香港中央结算有限公司的控股公司。

中概股回归预期等因素利好公司：香港二次上市规则放宽以及美国证券交易委员会最终敲定的《外国公司问责法案》可能加快企业赴港 IPO 速度，但市场情绪及监管因素将影响其具体执行情况。同时，公司在香港设立全新 SPAC 上市机制，并于 2022 年 1 月 1 日起生效。香港引入 SPAC 上市制度可以为市场提供一个在传统的首次公开招股以外的上市渠道，吸引更多来自大中华区、东南亚以至世界各地创新行业的企业来港上市，有助于推动富有潜力的企业新星的发展。

香港交易所 2021 年首九个月表现强劲：2021 年首三季度收入及其他收益 162.18 亿港元较 2020 年首三季度上升 15%，创去年九个月新高。主要业务收入较 2020 年首三季度上升 14%，反映交易及结算费因标题平均每日成交金额创新高而上升，但低息环境使保证金投资收益减少，已抵销部分升幅。沪深港通收入及其他收益达 20.94 亿元，创九个月新高，较 2020 年首三季度上升 55%。

投资建议：A50 互联互通指数期货的推出可能会帮助港交所在明年录得可观收入，SPAC 新机制和中概股回归预期将引入香港市场更多上市企业，推荐买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	455.400
彭博平均目标价(港元)	525.297
彭博目标价区间(港元)	390.000-602.000
潜在上升空间	15.35%
彭博买入/持有/卖出评级数	30/9/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	5.91	-5.09	7.15
相对恒指变动	6.24	-0.29	21.23
市值(百万港元)	577,373		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	16.2		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	471.837		
52 周低/高位(港元)	421.000-587.000		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万港元)	净利润(百万港元)	每股盈利(港元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	21,683	13,203.1	10.441	43.6	11.2	股息率(%)	2.0
FY2022	24,440	15,628.1	12.213	37.3	10.5	ROE(%)	26.3
FY2023	27,905	18,330.1	14.286	31.9	9.8	PEG(倍)	3.0

友邦保险 (01299.HK)

Mary Wang 王玟晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

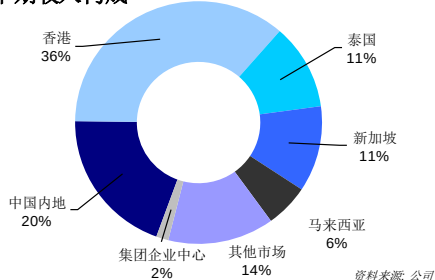
优秀代理模式和区域扩张推动增长

友邦保险是最大的泛亚地区独立上市人寿保险集团，覆盖全球 18 个市场，公司提供一系列的产品及服务，涵盖寿险、意外及医疗保险和储蓄计划。

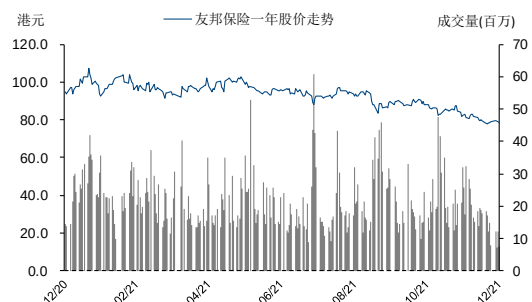
国务院文件指出注重发挥商业医疗保险作用：国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知(《“十四五”全民医疗保障规划》)，其中指出将鼓励商业健康保险发展，支持商业保险机构与中医药机构合作开展健康管理服务，引导商业保险机构创新完善保障等内容，提高保障水平和服务能力。我们认为这将带动居民对于商业健康保险的需求，利好保险行业中医疗健康保险的发展。

中国内地仍然是最大的新业务价值分部：公司 2021 年前三季度新业务价值增长 22%至 18.14 亿美元，除香港外，所有报告分部的新业务价值均超出疫前水平，新保费增加 13%至 30.60 亿美元，新业务价值利润率增加 4.2 个百分点至 59%。税后营运溢利上升 5%至 31.82 亿美元；期内产生的基本自由盈余为 33.74 亿美元，上升 6%。中国内地仍然是最大的新业务价值分部，2021 年前三季度的新业务价值增长达到双位数。由于与内地持续的旅行限制，香港继续依赖本地客群。新加坡和马来西亚在第三季度业绩受到了德尔塔变种的影响。

投资建议：中国内地市场将通过执行最优秀代理模式继续稳步增长，地域扩张有助于确保长期增长。推荐买入。

2021年中期收入构成


收市价(港元)	78.600
彭博平均目标价(港元)	111.319
彭博目标价区间(港元)	82.000-140.000
潜在上升空间	41.63%
彭博买入/持有/卖出评级数	35/4/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-4.20	-12.62	-17.26
相对恒指变动	-3.87	-7.82	-3.19
市值(百万港元)	950,801		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	12.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	91.804		
52 周低/高位(港元)	77.400-109.300		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	52,289	6,501.8	0.547	18.4	1.8	股息率(%)	1.9
FY2022	57,147	7,181.8	0.609	16.6	1.7	ROE(%)	10.0
FY2023	63,646	8,281.7	0.679	14.8	1.6	PEG(倍)	1.7

广发证券 (01776.HK)

Mary Wang 王玟晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

基金管理业务拥抱良好收益

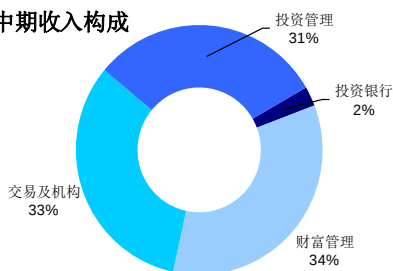
广发证券是国内首批综合类证券公司。公司先后于 2010 年和 2015 年分别在深圳证券交易所及香港联合交易所主板上市。公司是定位于专注中国优质企业及富裕人群，拥有行业领先创新能力的资本市场综合服务商。

资产管理行业规模将创新高：2021 年 6 月末，公司持有广发基金 54.53% 的股权，持有易方达基金 22.65% 的股权。2021 年 10 月，MSCI 中国 A50 指数期货合约在港交所上市交易。同日，易方达基金上报 MSCI 中国 A50 互联互通指数 ETF 正式获批，该 ETF 覆盖龙头 A 股公司，普通投资者获得投资 A 股市场的新方式，同时也为市场提供了一种对冲工具。我们预计此 ETF 将进一步带动易方达基金管理规模，进而带动管理费的增加。

2021 年公司前三季度业绩稳步增长：受益于公司控股子公司广发基金的持续业绩增量，2021 年首三季实现资管收入 73.51 亿元人民币，同比大幅+56%。2021 年首三季实现营业收入 268.71 亿元，同比+25.49%，实现归母净利润 86.41 亿元，同比+6.15%。年化 ROE11.39%，保持行业前列。公司权益乘数较年初提升 0.08 至 3.69。资管/经纪/自营/利息/投行净业务收入占比分别为 33%/27%/23%/16%/2%。

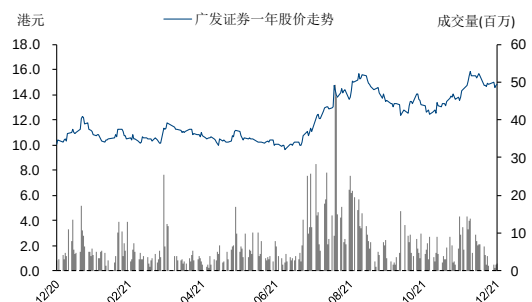
投资建议：中国公募基金管理规模创新高，预计公司基金管理服务业务保持快速增长，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	14.860
彭博平均目标价(港元)	17.492
彭博目标价区间(港元)	14.500-20.470
潜在上升空间	17.71%
彭博买入/持有/卖出评级数	8/3/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	9.43	9.43	35.58
相对恒指变动	9.76	14.22	49.66
市值(百万港元)	203,323		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	15.6		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	12.319		
52 周低/高位(港元)	9.610-16.660		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	33,755	11,552.5	1.480	8.2	0.9	股息率(%)	4.1
FY2022	39,292	13,473.0	1.727	7.0	0.8	ROE(%)	11.1
FY2023	45,482	16,439.0	2.040	6.0	0.7	PEG(倍)	0.4

中国平安 (02318.HK)

Mary Wang 王玟晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

投资端风险释放在即

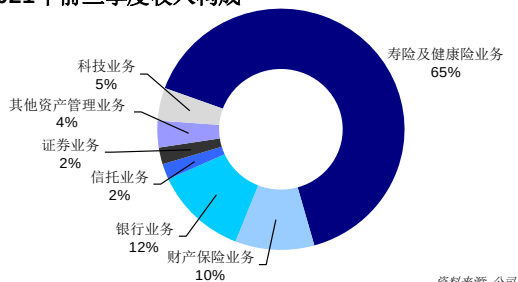
中国平安深化“金融+科技”、“金融+生态”战略，当前主要业务包括寿险及健康险业务、财产保险业务等。寿险及健康险业务深化改革转型，渠道端，平安寿险推动队伍高质量转型；产品端，平安积极构建医疗健康生态，深度赋能产品改革，全面布局“保险+健康”、“保险+养老”产品服务体系。

2021 年公司前三季度净利润下行：2021 年前三季度，归属于母公司股东的营运利润同比增长 9.2%至 1,187.37 亿元人民币(下同)；归属于母公司股东的净利润 816.38 亿元，同比下降 20.8%，主要受公司对华夏幸福基业股份有限公司(下称“华夏幸福”)相关投资资产进行减值计提等调整的影响。2021 年第三季度，公司归属于母公司股东的营运利润 369.01 亿元，同比增长 7.3%；归属于母公司股东的净利润 236.33 亿元，同比下降 31.2%，主要受资本市场波动影响。2021 年第三季度，公司对华夏幸福相关投资资产的拨备(包括减值计提、估值调整及其他权益调整等)无重大变化。

投资端风险释放在即：2021 年 12 月，华夏幸福(600340.SH)董事会审议通过《关于实施债务重组的议案》并公布重组协议主要内容。我们预计公司对华夏幸福相关的投资可转回部分已计提减值，投资端风险得以部分释放。

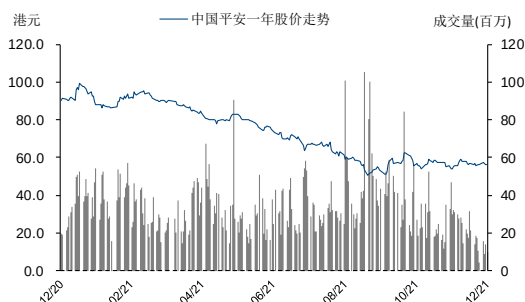
投资建议：期待公司对华夏幸福相关的投资转回部分已计提的减值，股价触底回升在即，推荐买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	56.150
彭博平均目标价(港元)	85.611
彭博目标价区间(港元)	44.000-100.000
潜在上升空间	52.47%
彭博买入/持有/卖出评级数	32/2/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	3.89	5.45	-40.89
相对恒指变动	4.22	10.24	-26.82
市值(百万港元)	1,086,097		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	5.5		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	68.896		
52 周低/高位(港元)	48.800-103.600		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	1,313,025	121,341.7	6.653	6.9	1.0	股息率(%)	5.1
FY2022	1,389,911	151,929.9	8.501	5.4	0.9	ROE(%)	15.2
FY2023	1,505,817	172,169.5	9.514	4.8	0.8	PEG(倍)	0.9

中国财险 (02328.HK)

Mary Wang 王玫晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

车险改革推进，预计车险保费增速开始回升

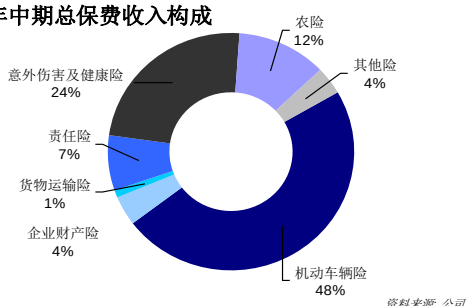
中国财险于 2003 年 7 月由中国人民保险集团独家发起设立，是中国内地最大的财产保险公司。公司紧紧围绕“卓越保险战略”，聚焦服务乡村振兴、智慧交通、健康养老、绿色环保、科技创新和社会治理六大战略领域，深化创新变革，升级保险供给，推进降本增效，守住不发生系统性风险底线。

车险改革持续推进，政策导向带动销售增加：银保监会指导下，中国保险行业协会认真落实《关于实施车险综合改革的指导意见》工作部署，开发完成行业《新能源汽车商业保险专属条款(试行)》。基于新能源车市场规模不断扩大，政策导向之下将带动车险保费增加。

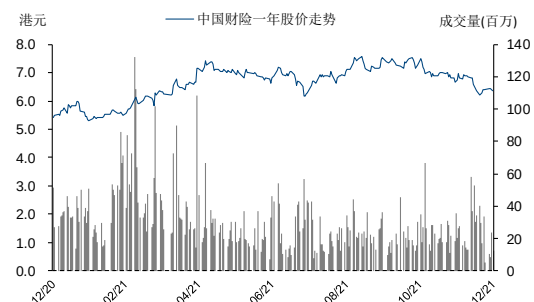
2021 年前三季度机动车辆险收入同比减少，商业非车险业务收入同比增加：2021 年前三季度，中国财产保险市场车险综合改革深化，车均保费下降和赔付责任增加，公司机动车辆险保险业务收入同比减少 162.80 亿元(人民币，或-8.2%)；赔付率 70.9%，同比上升 14.3 个百分点；费用率 26.5%，同比下降 13.3 个百分点；综合成本率 97.4%，同比上升 1.0 个百分点。公司推行“六大战略服务”，进一步加大非车险业务发展力度，商业非车险业务和政策性业务实现保险业务收入 1,640.31 亿元人民币，同比增长 15.5%。

投资建议：中国车险改革推进，预计车险保费增速开始回升，推荐买入。

2021年中期总保费收入构成



收市价(港元)	6.370
彭博平均目标价(港元)	9.133
彭博目标价区间(港元)	5.500-11.970
潜在上升空间	43.38%
彭博买入/持有/卖出评级数	25/4/1



(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-4.50	-15.63	8.52
相对恒指变动	-4.17	-10.84	22.60
市值(百万港元)	141,686		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	11.9		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	6.878		
52 周低/高位(港元)	5.610-7.960		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	422,879	23,758.0	1.075	4.8	0.6	股息率(%)	8.1
FY2022	459,070	25,885.0	1.176	4.4	0.5	ROE(%)	12.1
FY2023	504,148	28,797.2	1.315	4.0	0.5	PEG(倍)	0.5

中国太保 (02601.HK)

Mary Wang 王玖晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

科技市场化改革，释放科技创新动力

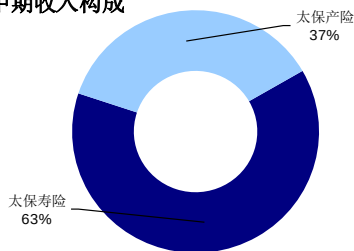
中国太保专注保险主业，拥有涵盖人寿保险、财产保险、养老保险、健康保险、农业保险和资产管理的保险全牌照，围绕主产业链条多业务板块均衡发展，形成了具有行业一流竞争力的保险专业经营能力。

中国保险行业在 2021 年增长疲弱，保费增长放缓，续保率低，利润下降：中国目前正在进行的养老金改革，相信可为险企提供更好的机会，若用户意识到养老金产品的重要性和疫情恢复向好，预期保险需求会大幅增长。而随着行业增长放缓，我们期待中国监管机构将转向推出更多支援措施。

全面持续推进转型：公司 2021 年前三季度实现保险业务收入 3,014.60 亿元人民币，同比下降 0.3%。公司实现净利润 2226.86 亿元，同比增长 15.5%。加权平均净资产为 10.4%。公司 2021 年设立太保私募基金管理有限公司，并取得基金管理人资格，加强投资端业务布局蓝图。公司当前坚持以客户需求为主导，全面持续推进转型。通过科技效能、数据服务和创新机制三大突破，建立数据治理体系和数据平台，实施科技市场化改革，释放科技创新动力。把握行业发展趋势，前瞻性布局健康、养老等新业务板块，实现医疗健康大数据平台、实体医疗网络和养老社区等关键领域突破。

投资建议：科技市场化改革，释放科技创新动力，股权私募基金投资或将提升，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	21.150
彭博平均目标价(港元)	32.614
彭博目标价区间(港元)	24.600-42.000
潜在上升空间	54.20%
彭博买入/持有/卖出评级数	20/3/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-6.42	-8.64	-30.01
相对恒指变动	-6.09	-3.85	-15.93
市值(百万港元)	285,755		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	8.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	24.769		
52 周低/高位(港元)	20.850-42.562		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	426,946	27,318.7	2.705	6.4	0.7	股息率(%)	7.8
FY2022	448,073	31,829.1	2.985	5.8	0.7	ROE(%)	12.4
FY2023	477,586	37,107.8	3.345	5.2	0.6	PEG(倍)	0.8

联想控股 (03396.HK)

Mary Wang 王玟晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

把握中国经济发展机遇，双轮驱动模式

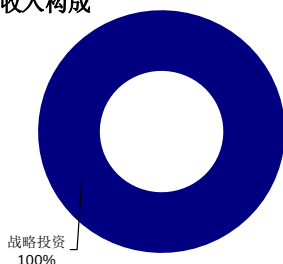
联想控股是一家植根中国、放眼全球的多元化投资控股公司，产业涵盖 IT、金融服务、创新消费与服务、农业与食品、先进制造与专业服务等多个领域，还包括财务投资，旗下拥有多家上市公司，“战略投资+财务投资”双轮驱动一直是联想控股特有的业务模式。战略投资板块方面主要通过附属公司联想集团(00992.HK)开展 IT 业务，直接及间接持有联想集团 33.4% 的股权。财务投资板块方面，公司是中国资产管理行业的先行者，旗下联想之星与君联资本持续贡献较好的利润回报。战略投资及财务投资基金平台持续推进资本运作。

银保监会发布《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通告》：银保监会发布 47 号文，放松保险资金投资创投机构的投资范围限制，有助于保险资金加大创投机构的投资规模，显著提升创投产业的发展。

2021 年中实现历史最佳的半年业绩表现：2021 上半年公司实现收入 2,285.65 亿元人民币(下同)，同比增 24%；权益持有人应占净利润 46.91 亿元，较去年同期增 636%；每股基本盈利为 2.01 元，较去年同期增 644%

投资建议：“战略投资+财务投资”双轮驱动模式持续为公司带来增长潜力，2021 年公司实现历史最佳的半年业绩表现，归因于抓住中国经济高质量发展的机遇，推荐买入。

2021年中期收入构成



战略投资
100%

资料来源：公司

收市价(港元)	11.520
彭博平均目标价(港元)	N/A
彭博目标价区间(港元)	N/A
潜在上升空间	N/A
彭博买入/持有/卖出评级数	3/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-6.34	-23.71	13.16
相对恒指变动	-6.01	-18.92	27.24
市值(百万港元)	27,144		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	25.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	12.795		
52 周低/高位(港元)	10.000-18.120		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	432,269	7,527.0	3.165	3.0	0.3	股息率(%)	5.6
FY2022	446,616	7,707.0	3.225	2.9	0.3	ROE(%)	9.7
FY2023	480,623	N.A.	3.300	2.9	0.3	PEG(倍)	0.1

中金公司 (03908.HK)

Mary Wang 王玟晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

公司各业务持续发力

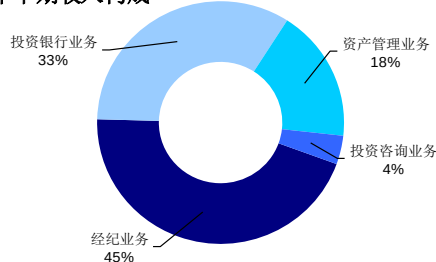
中金公司是由国内外著名金融机构和公司基于战略合作关系共同投资组建的中国第一家中外合资投资银行。

公司申请开展证券公司账户管理功能优化试点：2021 年 12 月，证监会支持证券公司在现有客户交易结算资金第三方存管框架下，开展内部账户管理功能优化；支持证券公司从建立综合客户账户、允许同名划转、分类账户管理等方面开展账户管理功能优化试点。证监会同意 10 家证券公司试点，其中包括中金财富(中金财富作为附属公司开展财富管理业务)。我们认为此举将有助于公司整合客户资源，加强资金流动性。

2021 年前三季度公司业绩增速较快：公司实现营业收入 216.85 亿元人民币(下同)，同比增长 29.08%；实现归母净利润 74.54 亿元，同比增长 52.39%；当期基本 EPS 为 1.49 元，同比增长 34.37%；加权平均 ROE 为 10.31%，同比增加 0.51 个百分点；杠杆率为 6.63 倍，较年初提升 0.35 倍，杠杆和 ROE 均明显高于头部券商平均水平。前三季度经纪业务/投行业务/资管业务手续费收入分别为 45.17/41.33/9.50 亿元，同比分别增长 30.7%/22.7%/65.5%。

投资建议：公司拟开展证券公司账户管理功能优化试点，各业务板块持续发力，且业绩增速较快，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	21.500
彭博平均目标价(港元)	26.416
彭博目标价区间(港元)	21.300-31.500
潜在上升空间	22.87%
彭博买入/持有/卖出评级数	24/2/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	13.76	5.13	2.38
相对恒指变动	14.09	9.93	16.46
市值(百万港元)	216,262		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	18.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	19.839		
52 周低/高位(港元)	15.800-25.750		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	34,337	9,541.1	1.997	8.8	1.1	股息率(%)	1.9
FY2022	42,336	11,114.0	2.307	7.6	1.0	ROE(%)	12.6
FY2023	48,619	12,901.7	2.648	6.6	0.9	PEG(倍)	0.3

东方证券 (03958.HK)

Mary Wang 王玫晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

财富管理业务将引领公司业绩增长

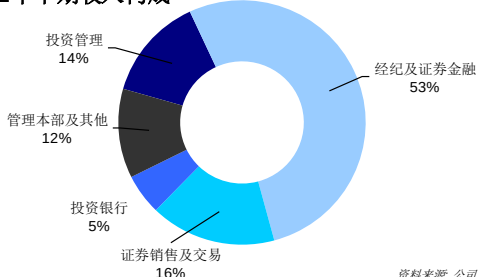
东方证券是一家经中国证监会批准设立的提供证券、期货、资产管理、投行、投资咨询及证券研究等全方位、一站式金融服务的综合类证券公司。经过多年发展，公司形成了自营投资、资产管理、证券研究等优势业务的业内领先地位。

流动性宽松延续，中国居民金融资产配置需求日益增长：中央经济工作会议提出，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳增长”预期提升，流动性宽松延续；同时在房住不炒、资管新规、资本市场深化改革等政策引导下，居民财富的储值方式正由投资性房地产为主逐步转向标准化金融资产。

2021 年以来公司业绩稳健增长：2021 年前三季度公司营业总收入 188.40 亿元人民币(下同)，同比增长 17.37%，实现归母净利润 43.21 亿元，同比增长 41.62%。基本每股收益 EPS0.59 元，加权平均 ROE 为 7.30%，较去年同期提升 1.77%。公司目前通过东证资管(100%持有)、汇添富基金(35.41%持有，第一大股东)和长城基金三家公司开展资管业务，截至 2021 年中，东证资管管理规模达 3,525.88 亿元，受托资产管理业务净收入行业排名第一，汇添富管理规模超 1.2 万亿元，综合实力稳居行业前列。中国居民金融资产配置需求日益增长的背景下，资产管理业务发展空间潜力十足。

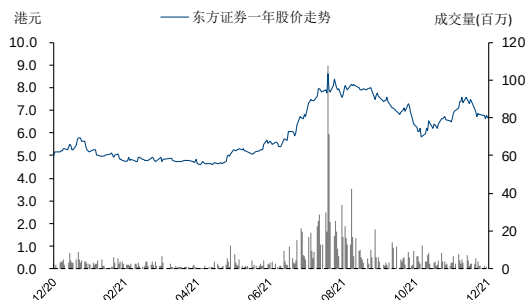
投资建议：财富管理业务将引领公司业绩增长，未来可期，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	6.660
彭博平均目标价(港元)	8.303
彭博目标价区间(港元)	6.000-10.600
潜在上升空间	24.67%
彭博买入/持有/卖出评级数	4/1/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	2.94	-12.37	21.98
相对恒指变动	3.27	-7.58	36.06
市值(百万港元)	114,414		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	48.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.8		
200 天移动平均(港元)	6.255		
52 周低/高位(港元)	4.810-8.990		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	26,775	3,782.0	0.625	8.7	0.6	股息率(%)	5.9
FY2022	31,893	3,900.0	0.815	6.7	0.5	ROE(%)	7.8
FY2023	35,373	N.A.	1.250	4.4	0.5	PEG(倍)	0.7

中信证券 (06030.HK)

Mary Wang 王玟晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

各业务板块表现优异

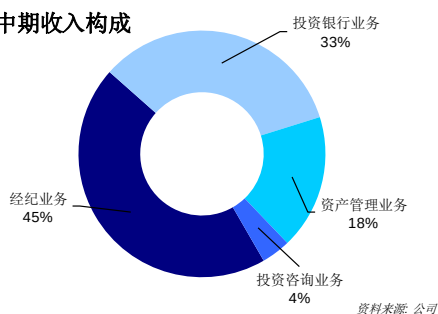
中信证券是中国规模最大的证券公司。

公司将受益于北京证券交易所开市：2021 年 11 月，北京证券交易所开市，定位于服务创新型中小企业，聚焦于专精特新。受益于此，我们认为这将对于券商的经纪业务和 IPO 业务带来长期利好，尤其是大型头部券商中信证券。2021 年上半年，公司作为保荐券商申报新三板公开发行挂牌公司 1 家，公司为 29 家挂牌公司提供了做市服务，其中 23 家公司进入了创新层及精选层。展望未来，公司将为客户提供高质量的新三板综合服务，这将为公司投行业务及交易佣金收入带来潜在增量。

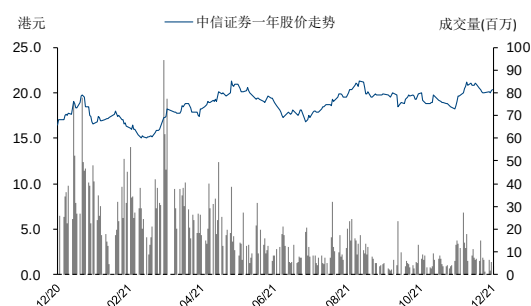
2021 年公司前三季度业绩同比增速快：2021 年首三个季度，公司实现营业收入 578.12 亿元人民币(下同)，同比增 37.66%；归母净利润 176.45 亿元，同比增 39.37%；单季度实现营业收入 200.91 亿元，同比增 31.73%；归母净利润 54.47 亿元，同比增 45.84%。加权年化 ROE 为 12.45%。总资产 12,123.66 亿元，同比增 15.14%，总负债 10,040.80 亿元，同比增 15.80%。资产负债规模稳步增长。

投资建议：受益于北交所的开市，我们看好公司长期发展潜力。推荐买入。

2021年中期收入构成



收市价(港元)	20.350
彭博平均目标价(港元)	24.164
彭博目标价区间(港元)	19.500-26.980
潜在上升空间	18.74%
彭博买入/持有/卖出评级数	19/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	9.41	2.57	16.42
相对恒指变动	9.74	7.36	30.50
市值(百万港元)	390,337		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	22.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	18.998		
52 周低/高位(港元)	15.220-22.000		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	66,253	21,018.3	1.600	10.4	1.1	股息率(%)	3.6
FY2022	81,848	24,945.4	1.873	8.9	1.0	ROE(%)	10.8
FY2023	99,116	28,834.0	2.125	7.8	0.9	PEG(倍)	1.2

众安在线 (06060.HK)

Mary Wang 王玟晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

“保险 + 科技” 双引擎驱动公司增长

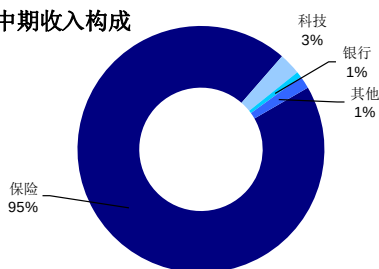
众安在线是中国首家互联网保险科技公司。公司的战略是“保险 + 科技”双引擎驱动，坚持将科技与保险进行全流程的深度融合。

保险科技“十四五”发展规划助力公司增长：2021 年 12 月，中国保险行业协会发布《保险科技“十四五”发展规划》。这是保险行业首次发布保险科技领域中长期专项规划。我们认为众安在线作为互联网保险龙头在未来的竞争中受益。此前中国监管收紧影响三季度保费收入。2021 年第三季度的偿付能力报告显示，第三季度总保费增长 36.2% 至人民币 59.61 亿元，同期净利润下降 28.1% 至人民币 2.54 亿元。核心偿付能力比率和综合偿付能力比率均下降 103.0 个百分点至 460.8%。

2021 年中首次实现承保盈利：2021 年上半年归母净溢利增长较快主要归因于承保盈利带来的保险板块净溢利大幅提升。为公司贡献收入首位的是保险板块，受益于公司坚持可持续有质量的增长及稳健的投资收益，保险分部实现净溢利 10.29 亿元，同比增 65.4%；为公司贡献收入第二位的是科技板块，上半年科技板块其他收入为 2.74 亿元，同比增 95.2%，亏损率进一步收窄。预计 2021 年宏观经济稳健及公司加强科技生态网络建设，保险板块及科技板块的收入将继续录得高增长。

投资建议：看好科技赋能保险行业模式，保险新规将在未来助力公司增长，推荐买入。

2021 年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	27.100
彭博平均目标价(港元)	41.159
彭博目标价区间(港元)	29.490-64.700
潜在上升空间	51.88%
彭博买入/持有/卖出评级数	22/8/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	1.88	-15.44	-25.14
相对恒指变动	2.21	-10.65	-11.06
市值(百万港元)	39,832		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	64.2		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.4		
200 天移动平均(港元)	37.715		
52 周低/高位(港元)	24.600-78.800		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	21,576	1,032.5	0.739	30.0	1.9	股息率(%)	0.0
FY2022	26,231	1,397.1	1.091	20.3	1.8	ROE(%)	5.8
FY2023	31,537	2,081.2	1.683	13.2	1.6	PEG(倍)	0.8

华泰证券 (06886.HK)

Mary Wang 王玟晓

+852 2509 7214

mary.wang@gtjas.com.hk

科技赋能数字化转型，业绩稳健增长

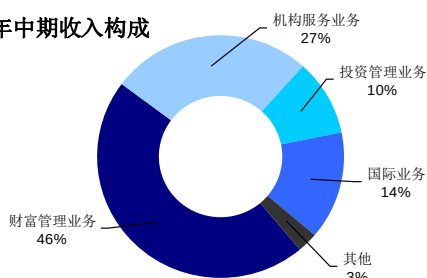
华泰证券是中国领先的科技驱动型证券集团，拥有高度协同的业务模式、先进的数字化平台以及广泛且紧密的客户资源。公司从事的主要业务包括财富管理业务、机构服务业务、投资管理业务和国际业务。

全市场注册制改革为牵引，全面深化资本市场改革开放：中央经济工作会议召开，其中强调抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制。伴随着全面推行注册制等资本市场政策利好下，券商投行业务成长空间继续上行。

金融科技赋能与数字化转型重塑运营管理模式，引领财富管理行业迭代升级：公司持续优化升级“涨乐财富通”的业务功能及服务内容，2021 年中期末月活数为 845.79 万，月活数字居证券公司类 APP 第一名。财富管理及两融业务引领公司业绩增长，2021 年前三季度，公司实现营业收入 296.07 亿元人民币(下同)，同比增长 10.57%；实现归母净利润 110.49 亿元，同比增长 25.00%；当期基本 EPS 为 1.23 元，同比增长 25.51%；加权平均 ROE 为 8.31%，同比增加 1.27 个百分点。

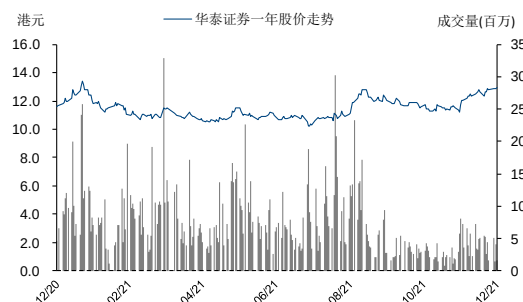
投资建议：公司将受益于资本市场改革开放，金融科技赋能与数字化转型重塑运营管理模式，引领财富管理行业迭代升级，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	12.980
彭博平均目标价(港元)	16.074
彭博目标价区间(港元)	14.190-19.800
潜在上升空间	23.84%
彭博买入/持有/卖出评级数	17/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	16.10	7.99	6.39
相对恒指变动	16.43	12.78	20.47
市值(百万港元)	182,145		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	17.2		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	11.355		
52 周低/高位(港元)	10.020-14.060		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	37,114	13,909.0	1.514	7.0	0.7	股息率(%)	4.7
FY2022	40,595	15,559.8	1.728	6.1	0.6	ROE(%)	10.2
FY2023	45,523	17,417.0	1.934	5.5	0.6	PEG(倍)	0.9

房地产行业

Xinyuan Zeng 曾新亮

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

政策稳住市场预期，基本面处于筑底阶段

政策边际改善稳住市场预期：年底中央经济工作会议指出要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展的同时，同时强调要压实企业自救主体责任。民营房企信用事件不断发酵下，政策导向趋于“保交楼”，“稳预期”，政策端处于筑底阶段。

开发投资增速持续走低，新开工与竣工略有改善：统计局数据显示，1-11月，全国房地产开发投资同比增长6.0%(较19年同期+13.2%，两年平均+6.4%，11月单月同比-4.3%)；房地产开发企业房屋施工面积同比+6.3%；房屋新开工面积同比-9.1%(11月单月同比-21.0%)；房屋竣工面积同比+16.2%；房地产开发企业土地购置面积同比-11.2%。

全国商品房销售继续下行：1-11月商品房销售面积同比+4.8%(较19年同期+6.2%，11月单月同比-14.0%)；商品房销售额+8.5%(较19年同期+16.3%，11月单月同比-16.3%)。价格方面，11月一线城市新建商品住宅同比+4.8%；二线城市新建商品住宅同比+3.3%；三线城市新建商品住宅同比+1.4%。预计未来销售仍承压，全年录得高单位数同比跌幅。

房企到位资金同比增幅继续回落，个人按揭贷款回升：1-11月，房地产开发企业到位资金同比+7.2%(较19年同期+14.2%)。其中，国内贷款同比-10.8%；利用外资同比-41.7%；自筹资金同比+4.8%；定金及预收款同比+17%；个人按揭贷款同比+9.8%。2021年12月贷款市场报价利率(LPR)5年期以上4.65%，连续20个月不变。

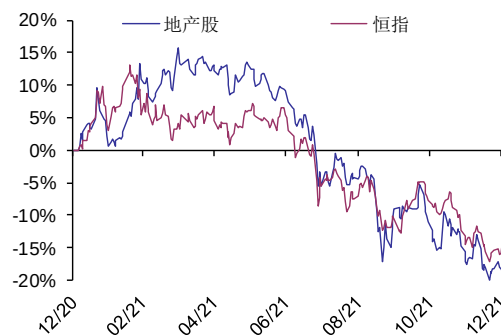
投资建议：2021年四季度信贷端边际放松，政策密集发声维护房地产市场稳定，部分房企采取自救措施，基本面处于筑底阶段。短期房企资金压力有所缓解，但再融资难度依然存在，个别房企信用事件预计将继续影响板块波动。未来行业格局加速洗牌，财务纪律良好，拥有管理运营优势的房企将跑出。

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
中国海外发展	688 HK	18.46	26.141	30/0/0
龙湖集团	960 HK	36.70	52.193	28/1/0
华润置地	1109 HK	32.80	44.702	29/1/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

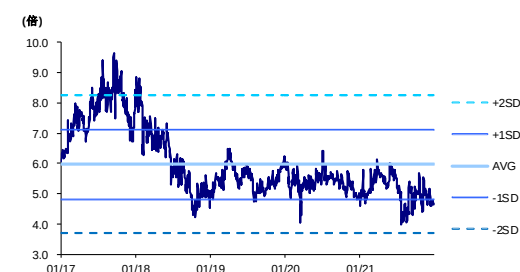
图表 138：港股地产板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	-1.19	-6.94	-5.49

图表 139：港股中资地产板块公司平均 12 个月预期市盈率



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 140：房地产板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	股息率
		(HKD)	(HKDm)	(HKD)	目标价	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY21
					区间	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)
中国海外发展	688 HK	18.460	202,041	26.141		30/0/0	18.6	7.2	4.7	4.0	3.8	3.6	0.5	0.4	0.4	12.2	7.5
世茂集团	813 HK	5.100	19,369	17.158		18/5/6	10.9	6.5	13.3	1.2	1.1	1.0	0.1	0.1	0.1	12.7	27.5
中国金茂	817 HK	2.410	30,577	3.989		19/4/2	66.8	17.4	22.1	4.0	3.4	2.8	0.5	0.4	0.4	11.3	9.7
旭辉控股集团	884 HK	4.690	41,193	6.720		34/0/0	17.7	9.0	10.3	3.6	3.3	3.0	0.7	0.6	0.5	21.6	9.7
龙湖集团	960 HK	36.700	222,927	52.193		28/1/0	25.6	15.3	13.8	8.1	7.0	6.1	1.5	1.3	1.1	19.1	5.4
新城发展	1030 HK	5.270	32,727	8.959		8/3/0	31.0	4.8	12.5	2.6	2.5	2.2	0.6	0.5	0.4	25.0	10.6
华润置地	1109 HK	32.800	233,895	44.702		29/1/0	29.7	12.4	12.2	7.1	6.2	5.6	0.9	0.8	0.7	13.1	5.2
时代中国控股	1233 HK	3.770	7,480	8.056		11/6/1	5.7	6.9	9.2	1.1	1.1	1.0	0.3	0.2	0.2	25.0	23.4
宝龙地产	1238 HK	4.080	16,893	6.395		15/1/0	-17.8	23.1	19.2	3.0	2.5	2.1	0.3	0.3	0.3	12.1	12.9
禹洲集团	1628 HK	0.640	4,188	0.934		9/3/5	NA	8.8	7.4	1.2	1.1	1.1	0.1	0.1	0.1	8.7	27.5
佳兆业集团	1638 HK	0.780	5,472	0.800		9/0/1	-53.3	13.8	24.3	2.2	1.9	1.6	0.1	0.1	0.1	14.6	20.6
合景泰富集团	1813 HK	5.100	16,233	10.431		13/5/0	20.4	9.4	8.5	1.8	1.7	1.5	0.3	0.2	0.2	15.9	19.7
建发国际集团	1908 HK	16.440	22,651	22.060		8/0/0	34.0	34.9	NA	5.8	4.3	NA	1.6	1.3	NA	14.6	7.8
融创中国	1918 HK	11.780	58,863	27.904		30/1/2	-13.2	3.6	8.9	1.5	1.5	1.4	0.3	0.3	0.2	20.5	13.6
中骏集团控股	1966 HK	1.890	7,980	3.925		12/0/0	29.2	15.2	16.8	1.6	1.4	1.2	0.3	0.2	0.2	17.7	17.8
碧桂园	2007 HK	6.920	160,187	9.754		22/5/2	17.1	12.0	13.1	3.5	3.1	2.8	0.6	0.5	0.5	18.7	8.3
万科	2202 HK	18.140	270,563	25.696		18/7/1	-5.5	1.3	2.8	4.7	4.7	4.5	0.7	0.6	0.6	15.3	7.6
融信中国	3301 HK	3.000	5,050	3.950		4/2/0	-32.3	17.2	21.2	2.8	2.4	1.9	0.2	0.2	0.2	5.9	9.3
中国恒大	3333 HK	1.590	20,995	8.750		3/1/5	-50.0	-95.3	883.6	1.2	26.1	2.7	0.1	0.1	0.1	-6.8	9.9
龙光集团	3380 HK	5.960	33,923	11.136		21/5/1	6.1	3.2	5.6	2.1	2.1	2.0	0.5	0.5	0.4	27.1	17.6
雅居乐集团	3383 HK	4.230	16,569	7.849		10/5/6	8.6	-4.3	7.4	1.4	1.5	1.4	0.2	0.2	0.2	13.9	21.6
中国奥园	3883 HK	1.410	4,181	5.224		10/4/3	2.0	12.8	9.5	0.6	0.5	0.5	0.1	0.1	0.1	23.3	43.0
绿城中国	3900 HK	12.560	31,340	12.610		3/3/1	30.4	7.7	NA	8.8	8.2	NA	0.6	0.6	0.6	8.7	3.9
美的置业	3990 HK	12.120	14,960	21.575		8/0/0	19.7	15.1	14.9	2.6	2.3	2.0	0.5	0.4	0.4	16.5	14.0
正荣地产	6158 HK	3.710	16,204	4.713		3/1/1	23.5	10.5	11.5	4.5	4.1	3.7	0.6	0.5	0.5	12.1	4.8
简单平均							9.4	6.7	50.1	3.2	3.9	2.4	0.5	0.4	0.4	15.1	14.4
市值加权							17.4	11.0	18.2	4.9	4.6	3.7	0.8	0.7	0.6	15.8	9.6
中位数							17.4	9.4	12.2	2.6	2.5	2.0	0.5	0.4	0.3	14.6	10.6

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

中国海外发展 (00688.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

财务稳健，盈利能力行业领先

中国海外发展隶属于中国建筑集团有限公司，1979 年创立于香港，拥有 42 年房地产开发与不动产运营管理经验。

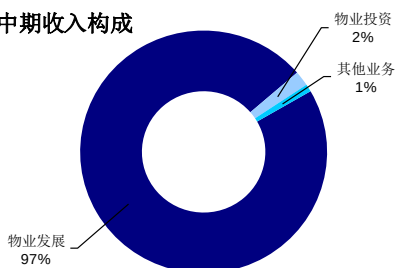
政策支持重点房企项目并购：近期央行、银保监会表示鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，主要目的是为了支持重点房地产企业项目的并购，利好目前资金压力较小的房企进一步规模扩张。2021 年 1-11 月，中海外收购的土地累计应占楼面面积约 971 万平方米，充足土储为未来销售增长提供支撑。

财务稳健，盈利能力行业领先：2021 年中期中海外资产负债率为 60.2%，净负债率为 33.8%，在手现金为 1,174.3 亿元(人民币，下同)，平均融资成本为 3.6%，处于行业最低区间。2021 年上半年中海外毛利率下降 2.1 个百分点至 28.5%，核心净利率下降 1.8 个百分点至 17.8%，但仍保持行业领先盈利水平。

土储结构合理，已售未结持续增长：截止 2021 年 6 月底，中海外系列公司总土地储备达 9,224 万平米，对应总货值约 1.5 万亿元。不含中海宏洋的一线城市(含港澳)总货值占比为 40.1%，三大都市圈总货值占比达 60.7%。截至 2021 年 6 月，已售未结转金额达 3,409 亿元，较 2020 年底上升 9.6%。

投资建议：公司财务健康，现金充裕，有望把握行业机遇，实现高质量发展，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源: 公司

收市价(港元)	18.460
彭博平均目标价(港元)	26.141
彭博目标价区间(港元)	21.600-33.300
潜在上升空间	41.61%
彭博买入/持有/卖出评级数	30/0/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	2.78	4.06	9.49
相对恒指变动	3.11	8.85	23.57
市值(百万港元)	202,041		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	1.8		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	18.452		
52 周低/高位(港元)	14.920-21.950		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	212,909	41,442.2	3.723	4.0	0.5	股息率(%)	7.5
FY2022	239,319	44,316.8	3.986	3.8	0.4	ROE(%)	12.2
FY2023	258,582	45,830.9	4.227	3.6	0.4	PEG(倍)	0.7

龙湖集团 (00960.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

财务表现优异，核心净利稳步增长

龙湖集团 1993 年创建于重庆，业务涵盖地产开发、商业运营、租赁住房、智慧服务、房屋租赁、房屋装修六大主航道业务。

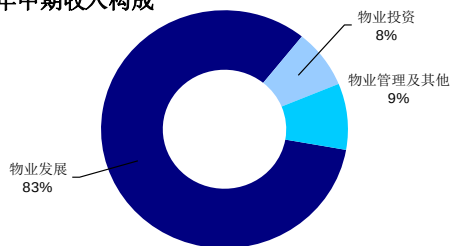
行业流动性危机下，财务稳健房企将跑出：截至 2021 年 6 月 30 日，龙湖剔除预收款的资产负债率为 68.3%，净负债率为 46.0%，在手现金为 994.7 亿元，平均借贷成本为 4.21%，平均贷款年限为 6.18 年，现金短债比为 5.48 倍。持续位于三道红线中的“绿档”，债务结构安全。

土储聚焦一二线城市：截至 2021 年 6 月 30 日，龙湖土地储备达 7,717 万平方米，货值超一万亿（一二线城市占比达 86%），权益建筑面积 5,367 万平方米，充足的一二线城市土储为未来销售稳步增长打下基础。

毛利率处于合理区间：2021 年中期龙湖开发业务结算毛利率达 23.4%，同比下降 3.8 个百分点，但仍处于合理区间。目前公司单方成本/2021 年上半年合约销售均价为 30.8%，一定程度保证未来结算毛利率的水平。此外，截至 2021 年中期，龙湖剔除公平值变动等影响后之股东应占核心溢利同比增长 17.1%至 61.8 亿元，核心权益后利润率为 10.2%。

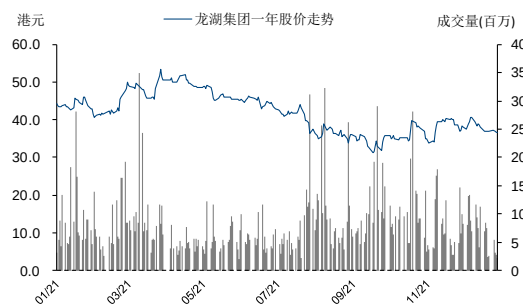
投资建议：截至 2021 年中期，龙湖已售未结金额为 3,753 亿元，核心净利稳定增长可期。公司财务稳健，股息分派丰厚且稳定，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	36.700
彭博平均目标价(港元)	52.193
彭博目标价区间(港元)	34.270-83.010
潜在上升空间	42.22%
彭博买入/持有/卖出评级数	28/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-0.81	2.23	-19.16
相对恒指变动	-0.48	7.02	-5.09
市值(百万港元)	222,927		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	13.1		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(港元)	41.106		
52 周低/高位(港元)	30.250-53.600		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	222,500	22,923.4	3.676	8.1	1.5	股息率(%)	5.4
FY2022	261,282	26,642.7	4.286	7.0	1.3	ROE(%)	19.1
FY2023	305,845	31,199.7	4.937	6.1	1.1	PEG(倍)	0.6

华润置地 (01109.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

多元拿地支撑土储扩充，租金收入增速强劲

华润置地为华润集团旗下负责城市建设与运营的战略业务单元，是中国领先的城市投资开发运营商。

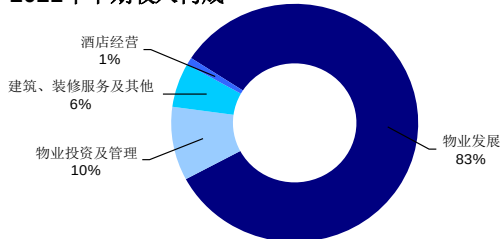
财务结构稳健：虽政策支持合理住房需求，信贷端有所松动，但部分房企仍面临信用风险，未来行业加速洗牌，资金链安全的房企将获得更多发展机会。截至 2021 年 6 月 30 日，华润置地净负债率为 37.4%，在手现金为 949 亿元，加权平均融资成本达 3.88%，平均债务年限为 4.8 年，EBITDA 利息覆盖倍数达 7.4 倍。

业绩确定性高：2021 年上半年，华润置地实现签约额人民币 1,648.0 亿元，同比增长 48.7%。下半年可售货值达 3,540 亿元，其中一二线占比达 86%。住宅产品占比达 67%，新推可售资源占比达 40%，有力支撑全年销售。预计 2021-2023 年可结算面积分别达 2.03/2.76/3.19 千万平方米，为后续业绩增长打下基础。

租金收入增速强劲：上半年，华润置地经营性不动产业务收入同比增长 63.4% 至 82.8 亿元。公司预计全年租金收入可首次实现全额覆盖利息及股息支出，覆盖倍数将达到 1.02。

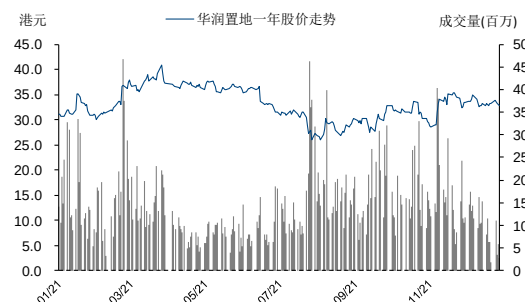
投资建议：目前华润置地已售未结开发销售性业务营业额达 2,369.5 亿元，已锁定下半年结算金额达 1,162.9 亿元。基本面保持稳健，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	32.800
彭博平均目标价(港元)	44.702
彭博目标价区间(港元)	33.280-53.100
潜在上升空间	36.29%
彭博买入/持有/卖出评级数	29/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	1.08	-0.15	2.50
相对恒指变动	1.41	4.64	16.58
市值(百万港元)	233,895		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	4.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	33.023		
52 周低/高位(港元)	25.500-41.300		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	215,314	29,301.3	3.775	7.1	0.9	股息率(%)	5.2
FY2022	249,051	32,933.8	4.335	6.2	0.8	ROE(%)	13.1
FY2023	278,409	37,008.9	4.755	5.6	0.7	PEG(倍)	0.7

物业管理行业

Xinyuan Zeng 曾新元

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

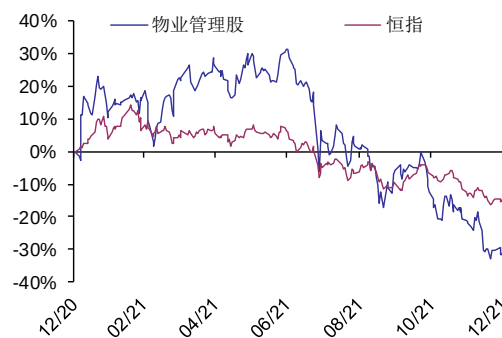
政策维持连贯性，行业进入加速整合期

政策维持连贯性，引导行业健康发展：2021 年 7 月住建部等 8 部门发布关于持续整治规范房地产市场秩序的通知。其中物业服务整治重点包括未按照物业服务合同约定内容和标准提供服务；未按规定公示物业服务收费项目标准、业主共有部分的经营与收益情况、维修资金使用情况等相关信息；超出合同约定或公示收费项目标准收取费用；擅自利用业主共有部分开展经营活动，侵占、挪用业主共有部分经营收益；物业服务合同依法解除或者终止后，无正当理由拒不退出物业服务项目。相关内容在 2021 年初住建部等十部委发布的《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》中亦有提及，政策维持连贯性。政策要求加强物业服务监督管理，提高物业管理服务水平，推动行业健康发展。

行业进入加速整合期：由于地产“三道红线”、供地“两集中”以及房地产贷款集中度管理等政策实施，房企面临现金流紧张的困境，部分房企选择出售旗下优质物业管理资产来缓解流动性压力。物业管理收购市场热度不减，行业进入加速整合期，母公司资金压力较小，自身现金较为充足的物管企业面临更多的发展机遇，行业集中度有望进一步抬升。但同时对于被收购相关标的，其关联地产开发集团存在项目无法顺利交付的不确定性，收购市场风险与机会并存，拥有更多收购与整合经验的物管企业将更能从收购市场中受益。

投资建议：短期受制于地产行业基本面下行以及消息真空期，物管企业内生增长动力承压，投资情绪不佳，物管板块股价多有波动。目前港股物业管理板块公司平均 12 个月预期市盈率降至历史均值两个标准差以下水平，长期看板块存在配置价值。投资标的选择上建议规避母公司负债水平较高且面临较大资金压力的物管企业，选择商业物管业务占比较高以及母公司实力雄厚的相关优质物业股，推荐华润万象生活(01209.HK)、保利物业(06049.HK)等。同时 2022 年或将有更多龙头房企分拆物管企业上市，建议投资者积极关注。

图表 141：港股物业板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	-8.88	-21.71	-18.26

图表 142：港股物业管理板块公司平均 12 个月预期市盈率



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
华润万象生活	1209 HK	36.35	48.111	18/3/1
保利物业	6049 HK	61.30	65.927	26/6/0
碧桂园服务	6098 HK	46.70	81.851	39/0/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 143：物业管理板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	股息率
		(HKD)	(HKDm)	(HKD)	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY21
				目标价	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)
世茂服务	873 HK	5.420	13,436	10.055		9/5/3	68.1	36.5	43.4	8.4	6.2	4.3	1.2	1.1	0.9	16.3	3.6
华润万象生活	1209 HK	36.350	82,969	48.111		18/3/1	53.2	38.8	39.1	44.6	32.3	23.8	4.9	4.5	3.9	11.5	0.9
融创服务	1516 HK	7.950	24,524	21.198		19/3/2	83.1	55.0	42.4	15.4	10.0	7.0	1.9	1.6	1.4	12.4	1.8
新城悦服务	1755 HK	11.180	9,725	18.750		22/1/0	60.9	44.5	41.6	11.2	7.8	5.5	3.4	2.6	2.0	36.6	4.5
彩生活	1778 HK	0.940	1,398	1.000		0/1/1	-28.5	-17.8	-5.2	3.3	4.1	4.3	0.2	0.2	0.2	16.8	7.5
旭辉永升服务	1995 HK	12.080	21,187	22.046		32/2/0	70.7	49.4	38.6	25.9	17.4	12.5	4.6	3.8	3.0	19.1	1.1
中海物业	2669 HK	8.270	27,182	9.172		18/7/1	28.3	29.2	28.9	29.4	22.8	17.7	9.4	7.1	5.4	35.0	1.0
绿城服务	2869 HK	7.200	23,364	10.631		22/5/1	38.4	31.5	30.8	20.2	15.4	11.8	2.6	2.3	2.1	13.1	2.2
雅生活服务	3319 HK	13.300	18,886	32.043		21/6/1	44.2	28.2	28.2	6.1	4.7	3.7	1.4	1.2	1.0	27.3	6.4
合景悠活	3913 HK	3.200	6,455	8.189		8/2/1	98.8	53.4	36.5	7.5	4.9	3.6	1.5	1.2	0.9	21.4	4.4
保利物业	6049 HK	61.300	33,919	65.927		26/6/0	40.9	28.5	27.8	31.6	24.6	19.2	4.0	3.6	3.1	13.2	1.0
碧桂园服务	6098 HK	46.700	157,195	81.851		39/0/0	50.6	44.2	39.5	27.8	19.0	13.5	4.8	4.0	3.1	21.0	0.9
越秀服务	6626 HK	3.420	5,205	5.830		2/0/0	NA	69.2	54.5	10.7	6.3	4.1	1.3	1.1	0.9	18.7	3.3
恒大物业	6666 HK	2.640	28,541	14.023		10/0/1	37.4	6.0	8.8	6.6	6.3	5.8	1.7	1.3	1.0	29.9	1.6
远洋服务	6677 HK	4.810	5,695	5.925		6/0/0	16.2	35.9	42.9	11.7	8.6	6.0	2.2	1.9	2.4	19.1	2.4
卓越商企服务	6989 HK	4.620	5,648	14.500		5/0/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.4	1.2	NA	18.0	3.7
金科服务	9666 HK	33.950	22,164	66.239		20/0/0	52.4	52.0	44.8	15.9	10.5	7.2	2.2	1.9	1.6	14.7	2.7
宝龙商业	9909 HK	14.500	9,322	23.811		25/0/0	56.3	34.4	38.7	16.8	12.5	9.0	3.0	2.5	2.1	19.4	3.0
时代邻里	9928 HK	2.890	2,849	3.720		11/3/0	79.9	42.1	36.3	5.7	4.0	2.9	1.1	0.6	0.5	21.3	5.5
建业新生活	9983 HK	5.020	6,370	7.947		12/0/1	38.2	29.6	57.6	8.5	6.6	4.2	1.7	1.5	1.2	21.6	5.5
简单平均							49.4	36.5	34.5	16.1	11.7	8.9	2.7	2.3	1.9	20.3	3.1
市值加权							50.2	38.8	36.5	24.4	17.8	13.2	3.7	3.1	2.6	18.0	2.1
中位数							51.5	36.5	38.7	11.7	8.6	6.5	2.0	1.8	1.6	19.1	2.9

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

华润万象生活 (01209.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gjtj.com.hk

核心指标快速提升，“十四五”目标明确

华润万象生活为华润集团旗下战略业务单元华润置地成员公司，是中国领先物业管理及商业运营服务提供商。

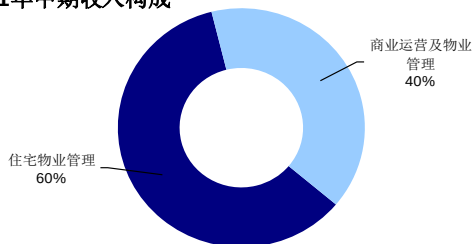
政策维持连贯性，引导行业健康发展：住建部等 8 部门发布关于持续整治规范房地产市场秩序的通知，相关政策维持连贯性。政策要求加强物业服务监督管理，提高服务水平。华润万象生活作为头部物管企业，运营管理更为规范，所受影响有限。

中期各项核心指标全方位提升：华润万象生活 2021 年上半年实现收入 40.1 亿元(人民币，下同)，同比增长 28.1%；毛利率提升 8.1 个百分点至 32.2%；核心净利润同比增长 115.6%；在管总建筑面积达 1.36 亿平方米，同比增长 27.5%；增值服务收入达 3.15 亿元(占总收入的 7.8%)，同比增长 149.4%。

基本面向好，“十四五”目标明确：公司目标 2025 年物管业务在管面积达 4 亿平米(外部管理规模占比达 50%)，开业的购物中心约 150 个。公司计划通过改善存量项目运营效率，优化收入结构，市场拓展业态协同，进一步提升综合毛利率。央企背景助力外拓，住宅物业管理业务有望稳步增长，高毛利率的购物中心业务贡献增加，商业运营及管理优势进一步凸显。

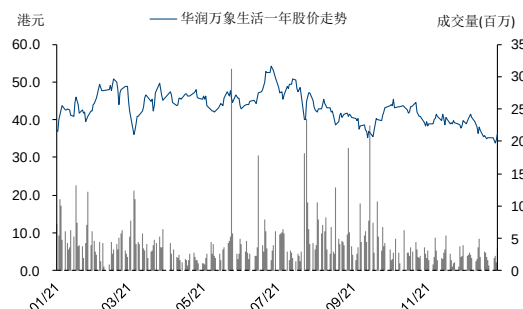
投资建议：华润万象生活背靠华润置地，立足物管与商管两大主要业态，商业运营管理业务护城河优势明显，支撑未来的稳步发展，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	36.350
彭博平均目标价(港元)	48.111
彭博目标价区间(港元)	36.620-57.700
潜在上升空间	32.35%
彭博买入/持有/卖出评级数	18/3/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-5.83	-15.95	1.11
相对恒指变动	-5.50	-11.16	15.19
市值(百万港元)	82,969		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	36.8		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(港元)	43.047		
52 周低/高位(港元)	33.300-55.250		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	9,114	1,537.0	0.663	44.6	4.9	股息率(%)	0.9
FY2022	12,251	2,116.3	0.916	32.3	4.5	ROE(%)	11.5
FY2023	16,019	2,898.0	1.242	23.8	3.9	PEG(倍)	1.6

保利物业 (06049.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

长期发展规划清晰，高质量拓展助力增长

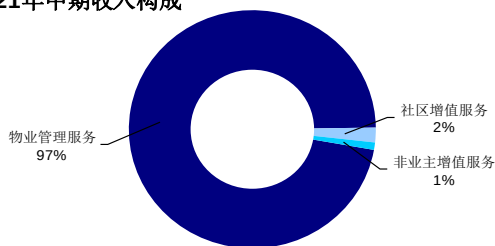
保利物业是保利发展控股集团旗下控股子公司，致力于发展全业态管理，为物业行业规模和品质的领军者及标杆示范企业。

股权激励方案公布，长期发展规划清晰：近期公司公告股权激励方案，限制性股票解锁条件为 2019-2022/2020-2023/2021-2024 年度归母净利润复合增长率不低于 25.5%；2022/2023/2024 年度净资产收益率分别不低于 12.0%/13.0%/14.0%；2022-2024 年度应收账款周转率不低于 6.5；前述指标不低于对标企业 75 分位值。股权激励方案增强市场对公司未来高质量增长信心。

管理面积第三方占比持续提升：截至 2021 年 6 月 30 日，保利物业在管总面积约 4.28 亿平方米，同比增长 12.6%，合同管理总面积约 6.22 亿平方米，同比增长 9.6%。此外，保利物业来自第三方物业管理收入同比增长 89.9%至 10.47 亿元，第三方合同管理面积同比增长 33.6%至 3.67 亿平米，占总合同管理面积的 59.0%，同比提升 3.4 个百分点。第三方业务规模快速增长，高质量拓展助力收入增长。

投资建议：上半年受社保减免政策退坡，新开展写字楼租赁业务等因素影响，毛利率略有下滑，但随着未来成本管控，降本增效以及新业务回归常态，预计下半年毛利率维持平稳。保利物业背靠保利集团，内生增长叠加深耕区域拓展，支撑未来高质量发展。看好公司业绩稳步增长，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	61.300
彭博平均目标价(港元)	65.927
彭博目标价区间(港元)	51.000-87.350
潜在上升空间	7.55%
彭博买入/持有/卖出评级数	26/6/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	15.66	32.11	0.33
相对恒指变动	15.99	36.91	14.40
市值(百万港元)	33,919		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	28.6		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	51.241		
52 周低/高位(港元)	38.100-73.500		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	10,826	869.4	1.579	31.6	4.0	股息率(%)	1.0
FY2022	14,032	1,124.3	2.030	24.6	3.6	ROE(%)	13.2
FY2023	17,884	1,440.0	2.595	19.2	3.1	PEG(倍)	1.3

碧桂园服务 (06098.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gjtas.com.hk

龙头物管企业强者恒强

碧桂园服务业务涵盖住宅、商写、多功能综合楼、政府及其他公共设施、产业园、高速公路服务站、公园及学校等多种业态。

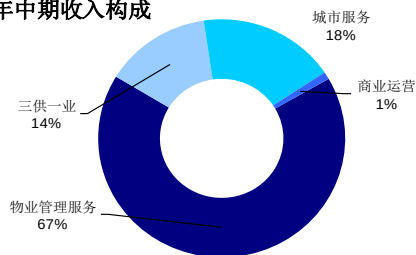
龙头物管企业强者恒强：由于目前部分房企面临现金流压力，物业管理收并购市场迎来更多机会，整合能力强的物管企业有望通过收并购提高市占率。碧桂园服务年内落地蓝光嘉宝服务、富力物业、彩生活等标的收并购，巩固公司市场规模优势。

管理面积稳步增长，第三方占比提升：2021 年上半年碧桂园服务(不含嘉宝服务)收费管理面积达 4.29 亿平米，同比增长 31.3%；储备面积 4.72 亿平方米，合同管理面积达 9.01 亿平方米(第三方占比达 32.6%，同比提升 5 个百分点)，同比增长 20.8%。此外，“三供一业”物业服务收费管理面积及合同管理面积约 0.85 亿平方米。管理面积规模位于行业前列。

社区增值服务增速强劲：上半年公司社区增值服务收入同比增长 132%至 13.98 亿元，占总收入比例同比提升 2.5 个百分点至约 12.1%。增值服务毛利占总毛利比例同比提升 7.0 个百分点至约 24.0%。上半年物业管理/社区增值/非业主增值/三供一业/城市服务/商业运营及其他收入与总收入比值为 44.7%/12.1%/9.2%/13.7%/18.1%/2.2%。业务结构不断优化。

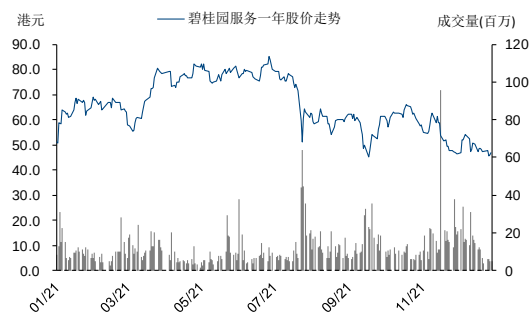
投资建议：碧桂园服务目标 2025 年实现千亿营收，五年 CAGR 达约 45%。公司持续回购股份增强市场信心，维持推荐。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	46.700
彭博平均目标价(港元)	81.851
彭博目标价区间(港元)	65.000-95.480
潜在上升空间	75.27%
彭博买入/持有/卖出评级数	39/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-0.95	-24.07	-10.96
相对恒指变动	-0.62	-19.27	3.11
市值(百万港元)	157,195		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	42.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.2		
200 天移动平均(港元)	65.642		
52 周低/高位(港元)	43.500-85.200		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	26,032	4,251.0	1.367	27.8	4.8	股息率(%)	0.9
FY2022	38,844	6,325.9	1.997	19.0	4.0	ROE(%)	21.0
FY2023	54,327	8,780.8	2.816	13.5	3.1	PEG(倍)	0.8

越秀服务 (06626.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

业务结构均衡发展，TOD 物管业务独具优势

越秀服务是越秀集团旗下、越秀地产板块下属的全能型城市运营服务商、大湾区综合物业管理的龙头企业之一。

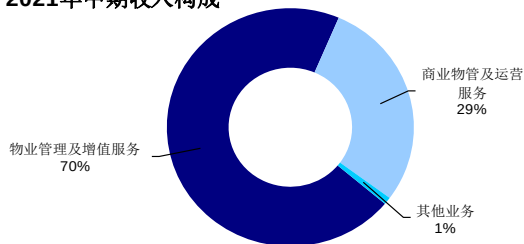
在管与合约面积稳步增长：截至 2021 年 6 月 30 日，越秀服务在管面积达 0.35 亿平方米，同比增长 44.6%；合约面积达 0.53 亿平方米，同比增长 33.9%。通过内生、外拓以及收并购，公司目标未来 2-3 年实现 1 亿平方米的管理面积。

业务结构均衡发展：2021 年上半年越秀服务非商业物业管理及增值服务所得收入为 6.78 亿元(人民币，下同)，同比增长 113.1%；商业物业管理及运营服务所得收入为 2.80 亿元，同比增长 97.1%。商业与非商业营收占比分别达 29%与 71%。住宅/商业/TOD/公建及其他业务在管面积占比分别达 71%/8%/15%/6%，业态结构均衡。

背靠越秀集团、越秀地产与广州地铁，TOD 物管业务独具优势：截止 2020 年底，越秀地产土地储备达 2,454 万平方米，未来广州地铁将有 148 个新增地铁站以及 13 个车辆段和停车场，大股东的支持有力支撑未来稳定增长。上半年 TOD 业务毛利率达 27.9%，净利率达 17.3%，具备较高盈利性。

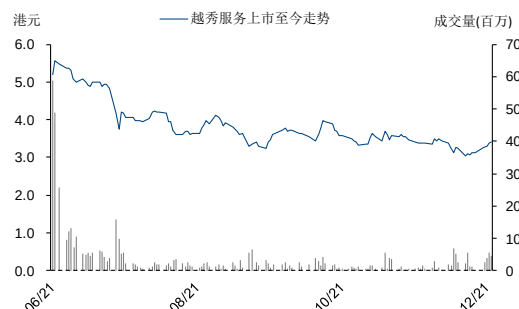
投资建议：我们看好越秀服务“住宅+TOD+商业”的发展模式，国企背景所带来的资源优势助力未来进一步提高市场份额。目前越秀服务估值处于行业可比公司中的相对低位，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	3.420
彭博平均目标价(港元)	5.830
彭博目标价区间(港元)	5.160-6.500
潜在上升空间	70.47%
彭博买入/持有/卖出评级数	2/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	1.48	-5.52	N.A.
相对恒指变动	1.81	-0.73	N.A.
市值(百万港元)	5,205		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	50.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(港元)	N.A.		
52 周低/高位(港元)	3.000-5.730		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	2,186	401.0	0.260	10.7	1.3	股息率(%)	3.3
FY2022	3,923	685.0	0.440	6.3	1.1	ROE(%)	18.7
FY2023	5,949	N.A.	0.680	4.1	0.9	PEG(倍)	0.2

必选消费行业

Tommy Chan 陈晓涛

+852 2509 2301

tommy.chan@gtjas.com.hk

乳制品和啤酒行业持续推进高端化

乳制品消费升级明显，原奶价格在高位维持：疫情后，人们的营养健康意识提升，对乳制品的需求旺盛。根据国家统计局，2021 年 1-11 月中国乳制品产量达 2,750.6 万吨，累计同比增长 9.3%，已接近 2020 全年的 2,780.4 万吨。基于下游乳制品需求持续增加，以及行业高端化趋势增强，原奶价格虽有所动荡，但整体上仍于高位运行。Wind 数据显示，截至 12 月 29 日，平均生鲜乳价格为 4.28 元/kg，同比增长 2.4%。

啤酒行业恢复性增长，高端化趋势稳健：根据国家统计局的数据，1-11 月份中国啤酒产量累计值为 3,327.5 万吨，累计同比增长 5.2%，其中 11 月同比上升 9.6%。2021 上半年青岛啤酒(00168.HK)、华润啤酒(00291.HK)、百威亚太(01876.HK)中国地区销量同比分别+8.2%、+4.9%、+21.8%。短期来看，啤酒行业产量及销量逐渐恢复，并提价应对成本上涨。长期来看，啤酒行业结构优化持续，行业重心转向中高端产品，盈利水平具备提升空间。

生猪供应相对宽松，母猪产能去化持续：根据 Wind 数据显示，2021 年 12 月 31 日生猪价格 16.30 元/kg，同比-52%，周环比上升 1.9%，月环比下跌 9.2%。三季度末生猪存栏量同比增长 18.2%，短期供给仍然宽松。11 月份全国能繁母猪存栏量 4,296 万头，略高于正常保有量的 4,100 万头，接近正常水平。根据农业农村部预计，全国能繁母猪存栏将有序地调减，有望于 2022 年一季度调整至合适的水平。

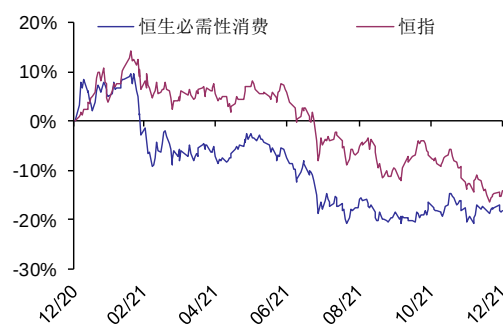
投资建议：我们认为食品饮料行业渐渐从新冠疫情的影响中恢复，看好 1)啤酒板块：中国餐饮和夜场等高端产品占比较多的渠道逐渐恢复，有助于啤酒销售及带来利润弹性。龙头策略向产品高端化倾斜，并通过提价缓解原材料成本上涨的压力。2)乳制品板块：原奶价格高位企稳，成本上涨促使乳企提价，行业龙头的成本压力及盈利能力有望得到改善。行业龙头亦积极布局中高端产品，叠加各类产品需求持续增长，市场份额有望进一步提升。

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
青岛啤酒	168 HK	73.00	87.022	19/4/1
华润啤酒	291 HK	63.85	74.805	37/1/3
蒙牛乳业	2319 HK	44.20	55.388	33/2/1

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

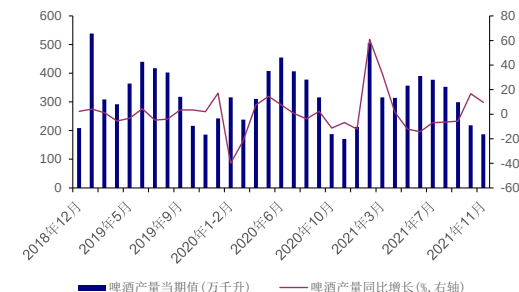
图表 144：恒生必需性消费指数一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

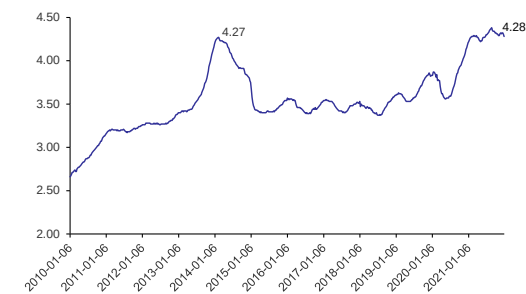
(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	4.23	5.52	-4.56

图表 145：中国啤酒产量(万千升)和同比增长(%)



资料来源：中国统计局，国泰君安国际

图表 146：中国平均生鲜乳价格(元/公斤)



资料来源：Wind，国泰君安国际

图表 147：必选消费板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	PEG
		(HKD)	(HKDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	23F
				(HKD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)
青岛啤酒	168 HK	73.000	134,086	87.022		19/4/1	35.0	16.3	15.8	29.5	25.4	21.9	3.7	3.4	3.1	12.7	1.3
统一企业中国	220 HK	7.560	32,654	8.819		17/7/0	-2.0	13.0	11.3	18.2	16.1	14.5	1.9	1.9	1.9	10.7	1.1
万洲国际	288 HK	4.890	62,740	8.112		21/1/0	54.1	18.9	7.5	7.5	6.3	5.9	0.9	0.8	0.8	11.3	0.3
华润啤酒	291 HK	63.850	207,141	74.805		37/1/3	138.3	-4.6	22.0	36.8	38.6	31.6	6.9	6.3	5.5	18.4	1.1
康师傅控股	322 HK	16.020	90,208	18.022		16/9/0	1.4	13.2	11.9	19.4	17.2	15.3	3.5	3.5	3.4	18.2	4.3
中国食品	506 HK	3.050	8,532	3.880		4/1/0	8.9	16.8	14.4	13.9	11.9	10.4	1.3	1.2	1.2	10.9	NA
H&H国际控股	1112 HK	12.080	7,794	27.908		11/4/0	7.3	15.9	22.4	5.7	4.9	4.0	0.9	0.8	0.7	16.6	0.5
现代牧业	1117 HK	1.310	10,370	2.837		11/0/0	66.9	26.8	18.7	5.7	4.5	3.8	0.8	0.7	0.6	13.5	NA
周黑鸭	1458 HK	5.880	14,013	10.239		16/0/0	217.0	48.6	25.7	23.4	15.8	12.5	2.5	2.3	2.1	10.9	NA
颐海国际	1579 HK	36.050	37,741	47.619		18/8/6	10.8	19.3	13.4	32.2	27.0	23.8	7.4	6.1	5.0	23.7	1.8
澳优	1717 HK	9.450	16,240	13.067		13/1/0	19.1	21.9	20.9	10.7	8.8	7.3	2.2	1.9	1.6	21.5	NA
百威亚太	1876 HK	20.450	270,827	27.230		24/1/1	66.9	18.5	13.6	37.5	31.7	27.9	3.1	2.9	2.7	8.3	1.0
蒙牛乳业	2319 HK	44.200	174,731	55.388		33/2/1	62.9	19.0	21.1	27.1	22.8	18.8	3.8	3.4	3.0	14.3	0.7
维达国际	3331 HK	19.000	22,822	23.392		16/2/2	-13.2	8.5	22.7	14.0	12.9	10.5	1.8	1.6	1.5	14.1	NA
达利食品	3799 HK	4.080	55,872	5.314		16/0/1	13.6	9.5	10.2	11.4	10.4	9.4	2.4	2.2	2.0	21.4	2.2
中烟香港	6055 HK	15.700	10,859	18.500		1/1/0	250.0	10.2	NA	32.0	29.1	NA	5.7	5.0	NA	19.6	NA
中国飞鹤	6186 HK	10.460	93,253	19.950		22/1/0	32.9	21.1	19.7	10.4	8.6	7.2	3.6	2.9	2.4	36.7	0.6
朝云集团	6601 HK	3.110	4,147	8.800		3/0/0	NA	22.1	NA	14.3	11.7	NA	1.6	1.4	1.4	29.4	NA
高鑫零售	6808 HK	3.130	29,859	4.540		11/8/1	NA	NA	71.2	NA	28.2	16.5	NA	0.9	0.9	NA	NA
蓝月亮集团	6993 HK	7.400	43,358	9.003		11/5/0	-35.6	47.6	6.0	44.0	29.8	28.1	3.2	2.9	2.6	8.9	2.4
农夫山泉	9633 HK	51.450	578,631	50.459		29/3/1	37.1	15.1	17.0	69.0	59.9	50.3	22.9	17.9	14.3	37.0	2.9
简单平均							51.1	18.9	19.2	23.1	20.1	16.8	4.0	3.3	2.8	17.9	1.6
市值加权							58.1	14.1	18.0	32.6	28.9	24.5	6.6	5.6	4.7	19.1	1.6
中位数							32.9	17.7	17.0	18.8	16.1	14.5	2.8	2.3	2.0	15.5	1.1

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

青岛啤酒 (00168.HK)

Tommy Chan 陈晓涛

+852 2509 2301

tommy.chan@gtjas.com.hk

啤酒销量复苏，多渠道发挥品牌优势

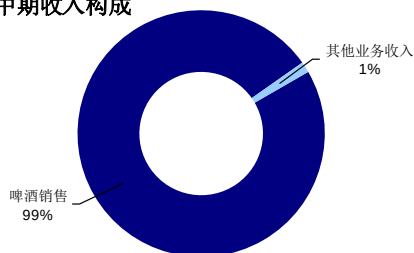
青岛啤酒是中国领先啤酒制造厂商，实施「青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌」的品牌战略并积极推进高端产品线。旗下高端产品包括「百年之旅」、「琥珀拉格」、「经典 1903」和「纯生啤酒」等，产品销售遍布全球 100 多个国家和地区。

啤酒业销量复苏，高端化势头不减：截至 2021 年第三季度，青岛啤酒累计实现产品销量 708.2 万千升，同比+2.02%；其中青岛啤酒主品牌实现产品销量 378.4 万千升，同比+13.05%，千升酒营业收入同比+7.45%，主要由于公司加快推进品牌优化及产品结构升级。高端化进程持续，青岛啤酒 2021 上半年高档以上的产品销量同比+41.4%。预计龙头企业有望扩大高端市场的竞争优势及市场份额。

多渠道提升品牌力：公司推进双品牌战略，加大品牌传播与渠道创新，并在全国开设 200 多家「TSINGTAO 1903 青岛啤酒吧」，不断拓展消费场景及现饮销售。此外，公司上半年海外市场销量同比+21.3%，公司作为冬奥啤酒赞助商，接踵推出 15 款冬奥冰雪罐、冰雪主题酒吧及活动。公司以冬奥为契机推进多元营销，提升品牌知名度和国际影响力，有利整体市场销量。

投资建议：公司持续发挥青岛啤酒品牌及质量优势，积极推进高端化及实施多元化营销，有助营业利润提升，建议投资者逢低买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	73.000
彭博平均目标价(港元)	87.022
彭博目标价区间(港元)	68.000-100.000
潜在上升空间	19.21%
彭博买入/持有/卖出评级数	19/4/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	16.15	19.67	-10.10
相对恒指变动	16.48	24.47	3.98
市值(百万港元)	134,086		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	18.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	70.413		
52 周低/高位(港元)	57.300-93.550		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	30,333	2,775.1	2.023	29.5	3.7	股息率(%)	1.5
FY2022	32,375	3,205.3	2.352	25.4	3.4	ROE(%)	12.7
FY2023	34,293	3,662.5	2.724	21.9	3.1	PEG(倍)	1.7

华润啤酒 (00291.HK)

Tommy Chan 陈晓涛

+852 2509 2301

tommy.chan@gtjas.com.hk

推进品牌组合建设，高端化成效显著

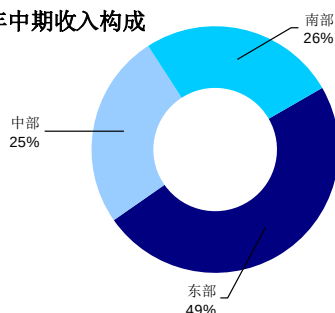
华润啤酒是华润集团属下的啤酒上市公司，专营生产、销售及分销啤酒产品，是中国产销量领先的啤酒厂商龙头。华润啤酒于 2019 年与 Heineken 集团开展长期战略合作，以高度互补优势向高端啤酒领域扩展。

啤酒行业疫后复苏，高端化表现亮眼：根据国家统计局数据，1-11 月份中国啤酒产量累计值为 3,327.5 万吨，累计同比增长 5.2%。中国啤酒行业复苏，华润啤酒 2021 上半年啤酒销量 633.7 万吨，同比增加 4.9%；其中华润啤酒次高档及以上啤酒销量达 100 万吨，较去年同期增长 50.9%。平均吨酒价格 3,098 元人民币，同比增长 7.5%。由于高端化趋势持续，产品结构优化，龙头企业盈利水平具备较大提升空间。

推进品牌组合建设，投入拓展新业务：公司持续决战高端，于 2021 年推出多个新品牌，包括超高端产品「醴」、高端产品「黑狮果啤」及国际品牌「红爵」等，丰富产品组合。公司目前高端啤酒市场占有率达 22%-25%，高端比重增加推动销售和利润增长。同时，公司计划投资酿酒公司「景芝」，进军白酒行业，此举有利潜在业务发展、产品组合及收入多元化。

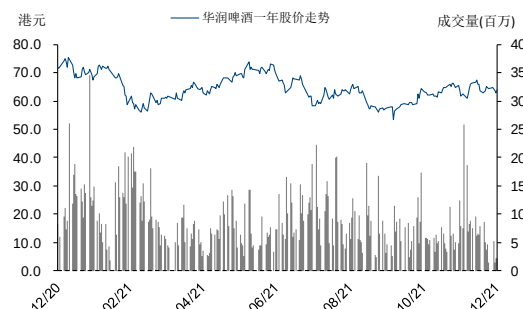
投资建议：公司高端化成效理想，吨酒价上升抵消包材价格上涨压力。加上公司持续关注其他行业发展机会，有望发掘潜在的利益增长点，建议逢低买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	63.850
彭博平均目标价(港元)	74.805
彭博目标价区间(港元)	44.700-88.000
潜在上升空间	17.16%
彭博买入/持有/卖出评级数	37/1/3



资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	0.08	11.04	-10.57
相对恒指变动	0.41	15.84	3.50
市值(百万港元)	207,141		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	36.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	63.671		
52 周低/高位(港元)	53.350-78.600		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	34,585	4,539.1	1.418	36.8	6.9	股息率(%)	1.1
FY2022	37,510	4,464.7	1.353	38.6	6.3	ROE(%)	18.4
FY2023	40,406	5,519.5	1.651	31.6	5.5	PEG(倍)	1.5

欧舒丹 (00973.HK)

Tommy Chan 陈晓涛

+852 2509 2301

tommy.chan@gtjas.com.hk

推进全渠道策略，加强发展销售网络

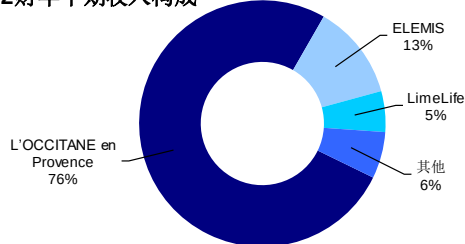
欧舒丹是一家制造及销售个人护理产品及家居产品的国际零售企业，旗下品牌包括「L'OCCITANE en Provence」、「ELEMIS」及「LimeLife」等。业务覆盖日本、中国、美国及法国等全球多个国家及地区。

公司业绩强劲增长，开展全渠道策略：2022 财年上半年公司营业额同比上升 12.9%至 6.96 亿欧元；纯利同比升 297.6%至 5,988.8 万欧元。公司持续全渠道策略，加强线上线下接触点，加上疫情使客流量转投线上渠道，集团线上渠道于第二季增长 11.6%。此外，公司整体销售超越疫前水平，线上销售占总销售约三分之一，盈利贡献显著。

持续多品牌策略，加强市场及销售网络：公司持续转型多品牌集团，2021 年 11 月收购美国高端护理品牌 Sol de Janeiro 83%间接股权。通过 Sol de Janeiro 的线上地位及于美国的稳固身体护理业务，平衡公司地理策略，加快拓展新市场。此外，ELEMIS 品牌快速扩张，于中国、新加坡、马来西亚、阿联酋和俄罗斯开设旗舰店，初步进军日本等主要亚洲市场，提升了品牌形象、提高新地区投资及营销，上半财年销售净额同比增长 33.1%。

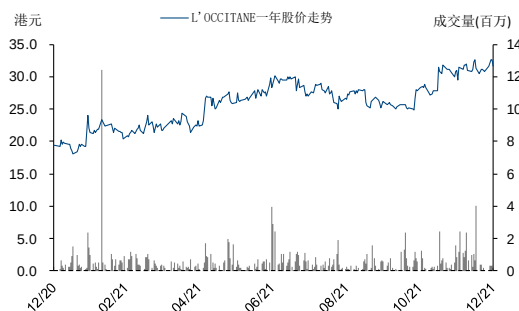
投资建议：公司业务稳健增长，发挥品牌固有优势及持续开辟线上渠道，有望带来长期增长价值，建议投资者逢低买入。

2022财年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	31.550
彭博平均目标价(港元)	37.674
彭博目标价区间(港元)	36.000-43.200
潜在上升空间	19.41%
彭博买入/持有/卖出评级数	11/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	2.44	20.19	63.30
相对恒指变动	2.77	24.98	77.38
市值(百万港元)	46,598		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	21.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(港元)	27.089		
52 周低/高位(港元)	17.520-33.000		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万欧元)	净利润(百万欧元)	每股盈利(欧元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	1,777	193.1	0.131	27.3	3.9	股息率(%)	1.1
FY2023	2,086	240.6	0.164	21.8	3.4	ROE(%)	15.2
FY2024	2,279	273.2	0.188	19.0	3.0	PEG(倍)	1.3

蒙牛乳业 (02319.HK)

Tommy Chan 陈晓涛

+852 2509 2301

tommy.chan@gtjas.com.hk

乳制品需求旺盛，5 年战略持续推进

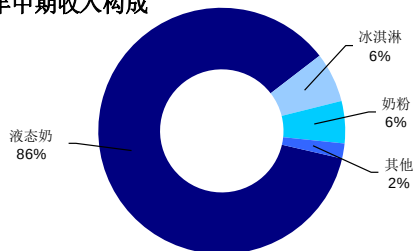
蒙牛乳业是中国领先的乳制品生产商之一，提供液态奶、冰淇淋、奶粉及其他产品。截至 2021 年 6 月底止，集团乳制品的年生产能力达 1,089 万吨，上半财年收入达 459.05 亿元人民币，可比业务收入同比增长 22.3%。

乳制品需求旺盛，业务强势增长：在乳制品需求旺盛及原奶价格上涨的背景下，公司实现高速增长。2021 上半财年，公司在常温、鲜奶、奶酪及冰淇淋等业务均达到 20% 以上净收入增长。而低温业务则逆市增长 7%。有赖于乳制品消费升级，以及产品结构改善，高端产品增幅显著。公司高端品牌「每日鲜语」及「特仑苏」强劲增长。同时，乳制品消费受政策支持以及渠道下沉，行业龙头有望提升市场份额。

再创建一个新蒙牛战略持续：公司积极执行「5 年再创建一个新蒙牛」战略。2021 年度公司丰富业务矩阵，先后收购东南亚冰淇淋领先品牌「艾雪」及完成对「妙可蓝多」的战略投资，加上实现国产酸奶产品首次出口美国，进一步打开国内外市场空间及加速企业国际化进程。此外，公司围绕「消费者、渠道、供应链、管理」推进数字化转型及积极推动中国乳业产业园战略合作项目，打造全链路数字化闭环、实现优质奶源基地建设。

投资建议：公司不断聚焦核心能力建设，进行全面布局，提升品牌力和产品力，未来利润有望持续增长，建议投资者逢低买入。

2021 年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	44.200
彭博平均目标价(港元)	55.388
彭博目标价区间(港元)	36.000-60.200
潜在上升空间	25.31%
彭博买入/持有/卖出评级数	33/2/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	1.61	-11.86	-4.86
相对恒指变动	1.94	-7.07	9.22
市值(百万港元)	174,731		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	29.2		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(港元)	45.325		
52 周低/高位(港元)	38.516-53.456		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	88,529	5,184.4	1.333	27.1	3.8	股息率(%)	1.0
FY2022	100,741	6,229.6	1.586	22.8	3.4	ROE(%)	14.3
FY2023	113,699	7,469.7	1.921	18.8	3.0	PEG(倍)	1.1

农夫山泉 (09633.HK)

Tommy Chan 陈晓涛

+852 2509 2301

tommy.chan@gtjas.com.hk

饮料行业景气度提升，推进双引擎格局

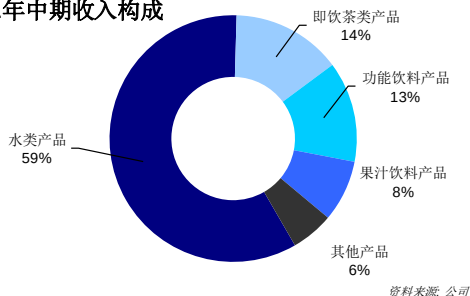
农夫山泉是中国包装饮用水及饮料的龙头企业，实施包装饮用水和饮料双引擎发展格局。公司实行多元化产品布局，旗下主要产品覆盖包装饮用水、茶饮料、功能饮料及果汁饮料等类别。

疫后经济复苏，饮料行业景气度提升：根据国家统计局数据，1-11 月份饮料类消费品零售总额为人民币 2,564 亿元，同比增长 21.2%。农夫山泉 2021 上半年收入 151.75 亿元人民币，同比增加 31.4%；包装饮用水、茶饮料、功能饮料、果汁饮料及其他品类的业务收入同比增长均达到 25% 以上。此外，公司毛利同比上升 33.7%，加上无糖饮料、功能饮料及果汁等细分市场急速发展，预料龙头企业的收益在细分市场崛起及产品销量增加的带动下有所提升。

双引擎发展格局持续，推动产品创新：公司包装饮用水收益占比近 60%，疫情提高家庭用水需求量及提升市民健康意识，预料饮用水业务在龙头优势下带来持续利润收益及增长。此外，公司 2021 年度推出多个创新产品，包括泡茶水、等渗运动饮料及 0 山梨酸钾气泡水等，打造产品差异性。公司完善细分市场产品布局，建立竞争优势，叠加中科院报告预计无糖饮料市场 5 年内将翻番等因素，子品类如无糖茶将带来新发展重点。

投资建议：公司发挥农夫山泉的品牌优势，推进产品创新，加快细分市场的布局，积极推动双引擎格局，利好长期发展，建议投资者逢低买入。

2021年中期收入构成



收市价(港元)	51.450
彭博平均目标价(港元)	50.459
彭博目标价区间(港元)	31.000-64.590
潜在上升空间	-1.93%
彭博买入/持有/卖出评级数	29/3/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	15.10	29.76	-6.28
相对恒指变动	15.43	34.55	7.79
市值(百万港元)	578,631		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	20.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(港元)	41.780		
52 周低/高位(港元)	36.500-68.750		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	28,642	7,041.0	0.610	69.0	22.9	股息率(%)	0.5
FY2022	33,623	7,769.0	0.702	59.9	17.9	ROE(%)	37.0
FY2023	38,923	8,967.5	0.837	50.3	14.3	PEG(倍)	4.0

九毛九 (09922.HK)

Tommy Chan 陈晓涛

+852 2509 2301

tommy.chan@gtjas.com.hk

太二稳步扩张，多元发展战略持续

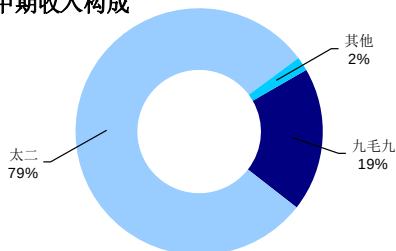
九毛九是以中式餐饮连锁经营为核心的餐饮集团，实施多品牌及多概念策略。公司积极创立不同风格的品牌，旗下运营「九毛九西北菜」、「太二酸菜鱼」、「怂」、「2 颗鸡蛋煎饼」等不同细分领域品牌。

太二加速扩张，业务渐趋复苏：2021 上半年公司收入同比上升 112.9%至 20.21 亿元人民币。在疫情反复背景下，太二酸菜鱼成为公司支撑点，翻座率恢复至 3.7 次，收入同比上升 138.7%，占公司总收入近 80%。截至上半财年，太二共有 286 间门店，净开店 53 家，2021 年度有望达成 120 家新店的目标。预期太二继续稳步扩张，收入保持增长。

发展多品牌战略，拓展餐厅网络：公司 2021 年度推出新品牌「太二前传」及「赖美丽青花椒烤鱼」，进入高端精品川菜及烤鱼市场。赖美丽所在赛道与太二相似，公司或能借鉴太二品牌成功的经验，寻找新的增长曲线。此外，公司持续对潜在海外目标市场进行全面评估，先后在加拿大及新加坡开设太二海外分店，开拓海外网络。预期公司继续对准华人口庞大的国家进行扩张，提升国际市场份额及推动业务增长。

投资建议：太二品牌稳健增长，公司持续关注新赛道及海外市场发展机会，有望发掘潜在增长点，发展新的增长曲线，建议投资者逢低买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	13.700
彭博平均目标价(港元)	31.063
彭博目标价区间(港元)	22.600-39.000
潜在上升空间	126.74%
彭博买入/持有/卖出评级数	31/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-15.33	-41.83	-41.91
相对恒指变动	-15.00	-37.03	-27.83
市值(百万港元)	19,912		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	102.9		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	25.126		
52 周低/高位(港元)	12.620-38.673		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	4,869	432.3	0.290	38.6	4.7	股息率(%)	0.8
FY2022	7,117	719.7	0.502	22.3	3.9	ROE(%)	14.1
FY2023	9,861	1,060.9	0.752	14.9	3.2	PEG(倍)	0.4

可选消费行业

Xinyuan Zeng 曾新亮

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

短期增长动能乏力，看好长期国货消费主题

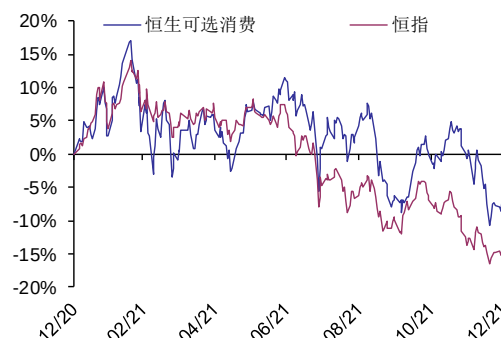
社零维持稳定，短期消费增长动能较为乏力：国家统计局公布，2021 年 11 月社会消费品零售总额达 41,043 亿元(人民币，下同)，同比+3.9%，低于彭博市场预期(同比+4.7%)，增速较上月下滑 1.0 个百分点；两年平均增速为 4.4%，下滑 0.2 个百分点。除汽车以外的消费品零售额达 37,266 亿元，同比增长 5.4%，增速较上月下滑 1.3 个百分点。剔除价格因素，11 月实际社零同比增速为 0.5%，较上月下降 1.4 个百分点。受疫情多点散发以及收入预期波动等因素影响，短期消费增长动能较为乏力，预计 2022 年全年社零增速呈现前低后高走势。

线上消费需求持续增长，比重持续提升：1-11 月，全国实物商品网上零售额同比增长 13.2%，增速较 1-10 月下滑 1.4 个百分点，两年平均增长 14.4%，占社会消费品零售总额的比重为 24.5%，较年初提升 3.8 个百分点。

可选消费品类中化妆品维持强势，服装鞋帽消费有所恢复：11 月服装鞋帽、化妆品、金银珠宝商品零售分别同比-0.5%、+8.2%、+5.7%，较 10 月分别+2.8、+1.0、-6.9 个百分点。服装鞋帽消费有所恢复，化妆品增速在“双十一”刺激下进一步提升，金银珠宝消费增速有所回落。出口方面，根据中国海关总署数据，1-11 月以人民币计，国内服装及衣着附件出口金额同比增长 16.5%；鞋靴出口金额同比增长 26.9%。服装纺织内外需求保持稳定。

投资建议：虽短期原材料价格高企对消费企业产生一定影响，但随着 PPI 逐步向 CPI 传导，部分企业进行提价，未来盈利空间有望改善。短期看必选消费板块表现或将优于可选消费板块。随着未来经济预期上行，长期看可选消费行业有望迎来进一步复苏。建议投资者关注伴随疫情缓解，拥有议价能力以及具备转嫁成本优势的相关上游企业；迎合“Z 世代”消费喜好的新赛道相关个股；受益于国货消费潮流兴起、新疆棉事件以及建设体育强国政策支持下的运动鞋服板块。

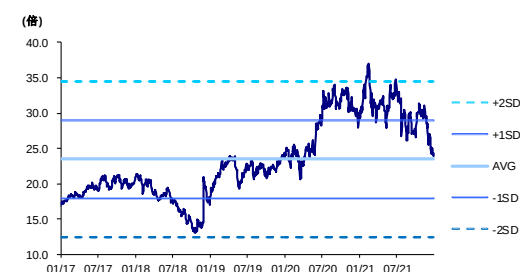
图表 148：恒生可选消费业指数一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	-5.24	5.00	9.12

图表 149：MSCI 中国可选消费指数 12 个月预期市盈率



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
安踏体育	2020 HK	116.90	160.585	48/2/3
李宁	2331 HK	85.35	106.800	44/0/1
泡泡玛特	9992 HK	44.70	81.972	21/0/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 150：可选消费板块估值比较

名称	代码	收市价		市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	股息率
		(HKD)	(HKDm)					FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23		
					目标价	区间	持有/卖出	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)
					(示意图)		评级											
裕元集团	551 HK	13,040	21,023	17,442	· ·····		4/4/2	转盈	123.7	21.0	19.7	8.8	7.3	0.7	0.6	0.6	3.6	1.8
六福集团	590 HK	21,000	12,329	29,622	····· ·····		6/5/0	-10.9	40.4	16.1	13.5	9.6	8.3	1.1	1.0	1.0	8.0	4.8
海信家电	921 HK	9,250	21,057	12,710	·· ·····		4/0/0	7.9	20.4	NA	6.7	5.6	NA	0.9	0.8	0.8	6.3	4.0
361度	1361 HK	4,000	8,270	4,500	····· ··		2/2/0	68.4	13.8	NA	11.5	10.1	NA	0.9	0.8	0.8	7.8	1.1
特步国际	1368 HK	13,000	34,194	14,956	····· ····		26/0/2	82.6	28.7	22.9	30.4	23.6	19.2	3.5	3.2	3.0	11.6	2.0
JS环球生活	1691 HK	13,140	45,919	24,363	· ·····		26/0/0	38.3	26.9	23.9	13.2	10.4	8.4	2.9	2.4	2.0	23.2	2.3
新秀丽	1910 HK	15,840	22,758	22,731	····· ····		11/0/0	NA	转盈	51.0	-46.2	18.0	11.9	5.1	4.2	3.4	-10.2	0.0
普拉达	1913 HK	49,900	127,685	61,416	····· ····		11/9/3	转盈	50.4	29.1	59.4	39.5	30.6	4.8	4.5	4.1	8.2	1.0
周大福	1929 HK	14,020	140,200	18,866	····· ····		16/5/1	-17.6	39.4	18.2	27.2	19.5	16.5	5.0	4.1	3.8	18.7	2.8
复星旅游文化	1992 HK	10,480	12,978	13,767	····· ····		15/0/0	NA	NA	转盈	-3.9	-28.0	14.6	3.4	3.2	2.7	-64.7	0.0
锦江资本	2006 HK	2,930	16,308	2,900	····· ··		1/2/0	转盈	534.8	-17.1	127.4	20.1	24.2	1.3	1.3	1.2	1.1	0.2
安踏体育	2020 HK	116,900	316,019	160,585	· ·····		48/2/3	65.1	27.4	25.1	33.5	26.3	21.1	8.5	6.9	5.6	27.8	1.1
Vesync Co Ltd	2148 HK	9,470	11,033	11,200	· ·····		10/0/0	-3.5	38.5	NA	18.7	13.5	NA	3.9	3.2	2.5	20.9	1.8
申洲国际	2313 HK	149,900	225,333	188,594	· ·····		35/4/0	10.4	30.7	21.4	35.6	27.2	22.7	6.1	5.4	4.8	17.9	1.5
李宁	2331 HK	85,350	223,322	106,800	····· ····		44/0/1	130.9	25.3	25.7	48.0	38.4	30.5	14.0	10.9	8.1	32.3	0.6
宝胜国际	3813 HK	1,140	6,072	2,216	· ·····		8/2/0	145.7	49.7	28.2	7.2	4.8	3.7	0.6	0.5	0.4	8.5	1.9
波司登	3998 HK	4,910	53,407	7,021	····· ····		26/0/0	5.5	26.4	22.5	25.4	18.9	15.7	3.9	3.6	3.2	15.3	2.8
滔搏	6110 HK	7,890	48,928	12,490	· ·····		27/1/0	-3.9	23.8	18.9	16.2	13.1	11.0	3.8	3.6	3.1	22.6	7.4
泡泡玛特	9992 HK	44,700	62,667	81,972	· ·····		21/0/0	83.3	57.2	50.5	44.6	28.6	19.7	7.1	6.3	4.9	16.0	0.7
简单平均								43.0	68.1	23.8	25.7	16.2	16.6	4.1	3.5	2.9	9.2	2.0
市值加权								51.8	38.0	26.3	34.1	25.9	21.7	6.9	5.8	4.8	17.8	1.4
中位数								24.3	30.7	22.9	19.7	18.0	16.5	3.8	3.2	3.0	11.6	1.8

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

周大福 (01929.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

香港消费市场回暖，内地下沉市场快速扩张

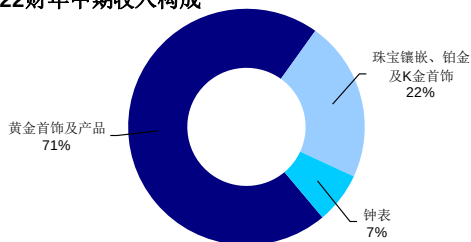
周大福创立于 1929 年，以周大福旗舰品牌为核心，相继推出 HEARTS ON FIRE、ENZO、SOINLOVE 与 MONOLOGUE 等其他个性品牌，差异化战略满足客户需要。

香港消费市场回暖，通关预期增强：根据香港政府统计处数据，2021 年 10 月的零售业总销货价值的临时估计为 307 亿元，同比上升 12.0%，珠宝首饰、钟表及名贵礼物销货价值，同比上升 23.1%。香港本地珠宝首饰相关零售消费回暖。此外 2022 年内地与香港通关预期不断增强，有望提升未来香港本地金银珠宝市场销售，利好本地零售股。

上半年表现符合市场预期，下沉市场快速扩张：2022 上半财年周大福营业额同比增加 79.1%，主要由于强劲的黄金首饰及产品需求，以及内地加盟模式迅速拓展零售网络所带动。但由于去年同期国际金价飙升以致较高基数，上半年批发业务与零售业务的黄金首饰及产品销售占比增加，经调整后毛利率较去年同期下跌 11.6 个百分点至 23.5%。公司股东应占溢利为 35.8 亿港元，同比增长 60.4%。此外截至 2021 年 9 月 30 日，周大福零售网络扩展至 5,214 个零售点，期内净增设 623 个零售点。电子商务及零售科技应用分别占内地零售值的 9.0%，下沉市场为零售扩张提供新的发展动能。

投资建议：通关预期提升有望带动公司香港本地零售额上升。借助加盟商，有望进一步实现公司规模扩张，建议逢低买入。

2022财年中中期收入构成



资料来源: 公司

收市价(港元)	14.020
彭博平均目标价(港元)	18.866
彭博目标价区间(港元)	13.500-21.700
潜在上升空间	34.56%
彭博买入/持有/卖出评级数	16/5/1



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	1.89	-4.40	48.31
相对恒指变动	2.22	0.39	62.39
市值(百万港元)	140,200		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	17.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	14.810		
52 周低/高位(港元)	9.017-18.248		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	94,310	7,249.2	0.718	19.5	4.1	股息率(%)	3.6
FY2023	106,931	8,509.5	0.851	16.5	3.8	ROE(%)	21.7
FY2024	119,202	9,652.2	0.973	14.4	3.5	PEG(倍)	1.0

安踏体育 (02020.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

业绩高速增长，龙头地位巩固

安踏体育是全球领先的体育用品公司，主要从事设计、开发、制造和行销品牌体育用品，向消费者提供运动鞋、服装及配饰。

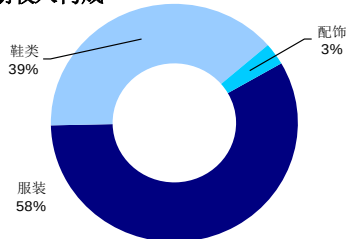
体育用品市场在疫情后保持强劲势头：国务院更新《全民健身计划》，叠加“三孩”政策的开展，体育用品市场需求有望得到提振。此外，中国体育用品市场在全球体育用品市场占比提升至 15%。过去五年安踏在中国体育用品市场的占有率增加了 5.2%，有望在未来继续保持头部企业的优势。

业绩高速增长，龙头地位巩固：2021 年上半年安踏“单聚焦、多品牌、全渠道”战略卓有成效，收益同比增长 56.1%，FILA 收益同比增长 51.4%，所有其他品牌(包括 DESCENTE 及 KOLONSPORT)合计收益同比增长 90.1%；整体电商收益保持 61.0%高速增长。上半年毛利率增长 6.4 个百分点至历史新高的 63.2%，股东应占溢利同比增长 131.6%。

三季度营运数据保持稳定：受极端天气以及疫情等因素影响，安踏三季度零售额增速有所下滑，但仍保持在较为稳定的区间。三季度安踏品牌零售金额同比录得 10-20%低段的正增长；FILA 品牌零售金额同比录得中单位数的正增长；所有其他品牌零售金额同比录得 35-40%的正增长。

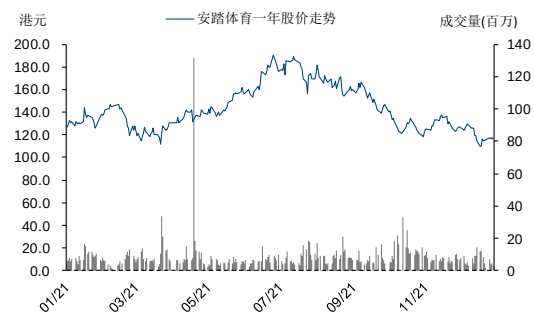
投资建议：未来安踏将继续受益于新疆棉事件与国货消费潮流的兴起，建议逢低买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	116.900
彭博平均目标价(港元)	160.585
彭博目标价区间(港元)	71.300-216.090
潜在上升空间	37.37%
彭博买入/持有/卖出评级数	48/2/3



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-5.88	-20.37	-4.88
相对恒指变动	-5.55	-15.57	9.20
市值(百万港元)	316,019		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	33.0		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	146.055		
52 周低/高位(港元)	106.700-191.900		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	47,336	7,756.5	2.842	33.5	8.5	股息率(%)	1.1
FY2022	57,839	9,870.6	3.619	26.3	6.9	ROE(%)	27.8
FY2023	69,957	12,407.2	4.517	21.1	5.6	PEG(倍)	0.8

申洲国际 (02313.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

供应链一体化优势凸显，业绩有望稳步增长

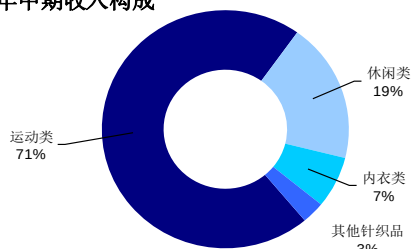
申洲国际为中国最具规模的纵向一体化针织制造商，产品涵盖所有针织服装，包括运动服、休闲服、内衣、睡衣等。主要客户包括 NIKE、ADIDAS、PUMA、ANTA 以及 UNIQLO 等。

海外市场需求上升：2021 年上半年，由于运动类服装需求增长，申洲国际欧洲市场销售额为约 21.42 亿元，同比增长约为 11.7%；美国市场之销售额为约 17.60 亿元，同比增长约为 21.3%。受内衣类服装和休闲类服装需求增加及运动类服装需求减少影响，日本市场销售额为约 20.12 亿元，同比增幅约为 3.0%。同时国内市场销售额同比增长约 15.1%。

收购安徽华茂，提升原材料供应稳定性：申洲国际 12 月收购安徽华茂集团 17.28% 的股权，交易对价为 4.8 亿元(人民币，下同)，且于收购完成后向安徽华茂另一现有股东以相同股价购买安徽华茂 3.77% 的股权。安徽华茂持有主要从事纱线及梭织布生产业务，为申洲国际公司纱线供应商之一的安徽华茂纺织股份有限公司 46.40% 的股权。本次收购可加强申洲国际与安徽华茂纺织的供应链保障，对日后的纱线及梭织布供应带来正面作用。

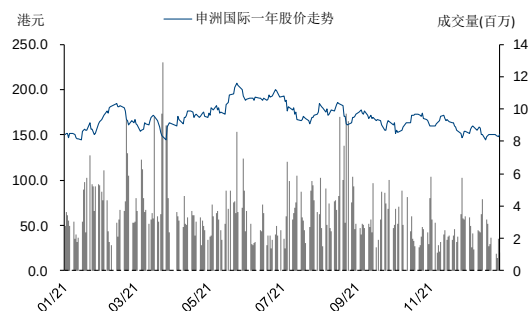
投资建议：在业绩增速低基数下，2022 年随着全球疫情的缓解，业绩增幅有望提升。申洲国际在供应链安全性方面具备一体化优势，同时订单价格连续滚动，有效避免原材料价格波动对成本的影响。公司未来产能有望进一步扩充，建议买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	149.900
彭博平均目标价(港元)	188.594
彭博目标价区间(港元)	165.000-210.440
潜在上升空间	25.81%
彭博买入/持有/卖出评级数	35/4/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	1.97	-9.59	-1.38
相对恒指变动	2.30	-4.80	12.70
市值(百万港元)	225,333		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	16.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	170.851		
52 周低/高位(港元)	142.700-207.600		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	25,463	5,156.0	3.426	35.6	6.1	股息率(%)	1.5
FY2022	30,592	6,760.0	4.490	27.2	5.4	ROE(%)	17.9
FY2023	35,872	8,209.9	5.369	22.7	4.8	PEG(倍)	1.9

李宁 (02331.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

受益于国潮消费，业绩增长确定性高

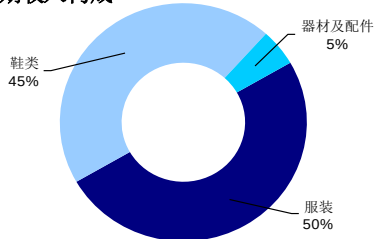
李宁为中国领先的体育品牌企业之一，以经营李宁品牌专业及休闲运动鞋、服装、器材和配件产品为主。

虽消费大环境相对疲软，但三季度运营数据仍实现高增长：截至 2021 年 9 月 30 日止第三季度，李宁整个平台零售流水按年录得 40%-50% 低段增长。就渠道而言，线下渠道(包括零售及批发)录得 30%-40% 高段增长，其中零售渠道录得 30%-40% 中段增长及批发渠道录得 30%-40% 高段增长；电子商务虚拟店铺业务录得 50%-60% 中段增长。虽在极端天气、疫情反复、消费疲软等因素影响下，三季度运营数据增速环比有所下滑，但仍跑赢同业。四季度在高基数下预计整体增速进一步放缓，但由于“双十一”电商活动与全新独立高级运动时尚品牌“李宁 1990”的推出，业绩仍有支撑。

业绩增长确定性高：公司预计 2021 年全年收入同比增长 40% 以上，全年净利润率达 16.0% 至 17.5%；未来 2-3 年收入实现 20% 以上的年复合增长率。公司持续改进新品折扣与提高新品库存比例，整体盈利能力进一步地提升。截至 2021 年中期，公司毛利率同比增长 6.4 个百分点至 55.9%，经营利润率同比增长 10.4 个百分点至 24.9%，归母净利率同比增长 8.1 个百分点至 19.2%。

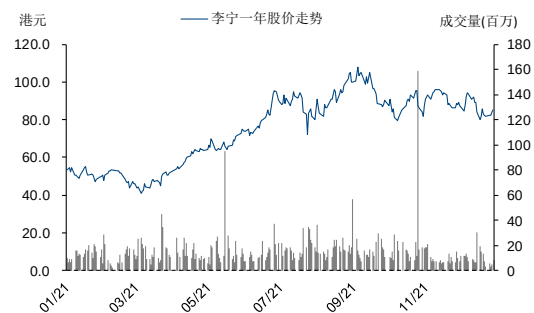
投资建议：公司将持续受益于国潮消费兴起、新疆棉事件以及建设体育强国的政策支持，建议投资者逢低买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	85.350
彭博平均目标价(港元)	106.800
彭博目标价区间(港元)	77.900-120.000
潜在上升空间	25.13%
彭博买入/持有/卖出评级数	44/0/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-3.67	-5.32	60.13
相对恒指变动	-3.34	-0.53	74.21
市值(百万港元)	223,322		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	48.6		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	81.146		
52 周低/高位(港元)	39.550-108.200		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	21,133	3,588.0	1.447	48.0	14.0	股息率(%)	0.6
FY2022	25,867	4,573.0	1.809	38.4	10.9	ROE(%)	32.3
FY2023	31,505	5,754.9	2.272	30.5	8.1	PEG(倍)	0.9

波司登 (03998.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

品牌羽绒服业务优势巩固

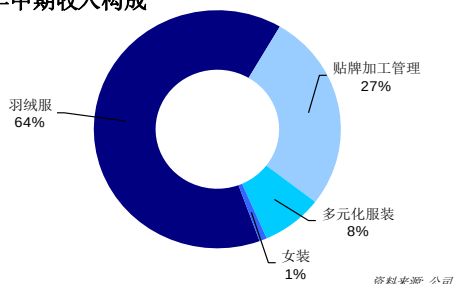
波司登为中国知名的羽绒服品牌运营商。旗下羽绒服品牌包括波司登、雪中飞、冰洁等。

品牌羽绒服业务优势巩固：截至 2021 年 9 月 30 日止六个月波司登品牌羽绒服业务收入约为 34.73 亿元，占总收入的 64.5%(较去年同期上升 0.5 个百分点)，同比增长 16.2%，业务优势巩固，受益于产品结构升级带动单价提升，羽绒服业务毛利率增加 4.7 个百分点至 61.1%。目前公司品牌羽绒服业务的总零售网点中，约有 31.0%位于一、二线城市，约有 69.0%位于三线及以下城市。未来公司计划持续聚焦 15 个一线及新一线城市，优化渠道质量，提升渠道效率，升级品牌形象。

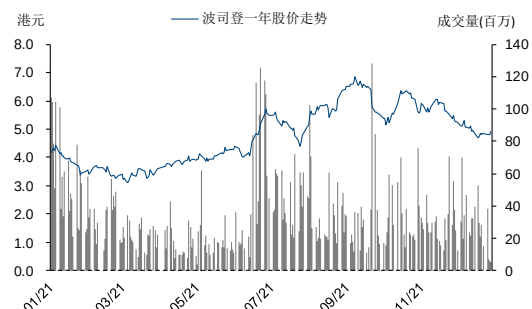
“双十一”线上销售取得较快增长：于 2021 年“双十一”期间，波司登品牌羽绒服业务线上零售金额较上一年同期上涨超 50%，核心品牌波司登的线上零售金额较去年同期取得约 45%以上的升幅，锁定全年业绩。2021/22 财年上半年，波司登旗下全品牌在线销售收入达到 7.07 亿元，同比上升 31.5%。其中品牌羽绒服业务上半财年网络销售的收入占品牌羽绒服业务收入的 19.0%。未来通过加强品牌建设，与直播主播以及 KOL 深度合作，线上收入占比有望得到进一步提升。

投资建议：公司将受益于国货消费潮流兴起，随着未来品牌形象的升级以及多元化产品的开发，平均单价继续上行，行业龙头地位有望进一步巩固，维持推荐。

2021年中期收入构成



收市价(港元)	4.910
彭博平均目标价(港元)	7.021
彭博目标价区间(港元)	6.500-7.560
潜在上升空间	42.99%
彭博买入/持有/卖出评级数	26/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-10.40	-11.37	24.30
相对恒指变动	-10.07	-6.58	38.38
市值(百万港元)	53,407		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	23.5		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	5.029		
52 周低/高位(港元)	2.990-6.930		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	16,207	2,166.5	0.211	18.9	3.6	股息率(%)	3.7
FY2023	19,240	2,696.0	0.254	15.7	3.2	ROE(%)	18.3
FY2024	22,466	3,202.0	0.301	13.3	2.8	PEG(倍)	0.8

泡泡玛特 (09992.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

IP 运营独具优势，业绩有望延续高增长

泡泡玛特为中国最大的潮流玩具公司。公司以 IP 为业务核心，建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广。

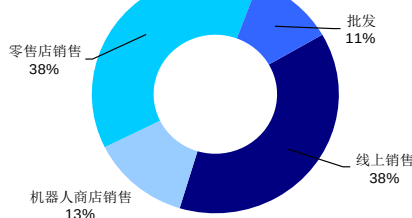
迎合“Z 世代”消费喜好，潮玩市场快速发展：根据弗若斯特沙利文预测，2024 年中国潮玩市场规模达 763 亿人民币(2019-2024 年复合年增长率达 29.8%)。潮流玩具主要消费群体“Z 世代”的人数约占全国总人口近 20%，盲盒所代表的“惊喜”经济迎合年轻消费群体以兴趣为指引、以悦己为原则的特征。

IP 运营独具优势：不同于过去以文学影视作品孵化 IP 的传统路径，在快节奏且信息碎片化的互联网时代，设计加持下通过短视频营销与沉浸式体验运营的 IP 更具备投入成本低，产品迭代速度快，市场接受度广，想象空间大等优势。2021 年上半年泡泡玛特自主产品收入达人民币 15.82 亿元(占总收入的 89.3%)，同比增长 130.4%。

四季度业绩有望延续高增长：泡泡玛特 2021 年第三季度整体收入预计同比录得 75%-80% 的正增长。双十一全网销售额突破 2.7 亿元，同比增长超 60%，为 Q4 业绩增长提供支撑。

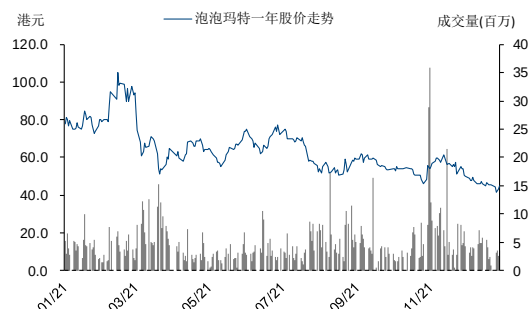
投资建议：作为国内潮流玩具龙头企业，泡泡玛特受益于潮流文化的兴起，社交媒体与短视频发展加速产品出圈，IP 创作与运营优势增强客户粘性与品牌竞争力，建议买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	44.700
彭博平均目标价(港元)	81.972
彭博目标价区间(港元)	68.000-87.630
潜在上升空间	83.38%
彭博买入/持有/卖出评级数	21/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-17.07	-16.06	-44.92
相对恒指变动	-16.74	-11.26	-30.84
市值(百万港元)	62,667		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	61.2		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(港元)	59.159		
52 周低/高位(港元)	40.850-107.336		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	4,759	1,093.8	0.815	44.6	7.1	股息率(%)	0.7
FY2022	7,288	1,743.0	1.272	28.6	6.3	ROE(%)	16.0
FY2023	10,085	2,604.8	1.842	19.7	4.9	PEG(倍)	0.7

教育行业

Xinyuan Zeng 曾新亮

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

政策鼓励现代职业教育高质量发展

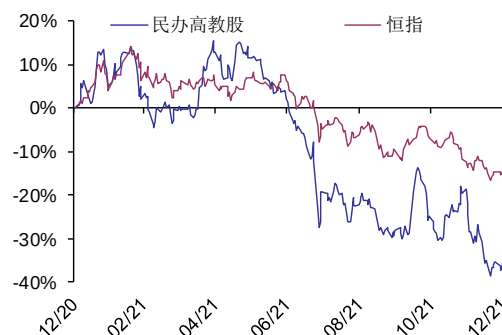
《民促法实施条例》严格管控义务教育阶段：上半年国务院正式发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》对义务教育严格管控，非义务教育阶段迎来利好。义务教育阶段民办学校明确禁止兼并收购、协议控制以及不得与利益关联方进行交易。同时政策利好民办职业教育，鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校。

“双减”政策出台，教培行业面临转型：“双减”政策要求各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构，对线上学科类培训机构改为审批制，同时严禁资本化运作，严控学科类培训机构开班时间，学科类收费纳入政府指导价。教培行业短期发展承压，转型迫在眉睫。

政策鼓励现代职业教育高质量发展：下半年中办、国办印发了《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，目标是到 2025 年现代职业教育体系基本建成，职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10%。意见提出，鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育。鼓励职业学校与社会资本合作共建职业教育基础设施、实训基地，共建共享公共实训基地。要求优化职业教育供给结构，优先发展先进制造、新能源、新材料、现代农业、现代信息技术、生物技术、人工智能等产业需要的一批新兴专业，加快建设学前、护理、康养、家政等一批人才紧缺的专业。要求优化支出结构，新增教育经费向职业教育倾斜。新政出台有助于缓解市场对于政策导向的担忧，提振职业教育板块市场信心。

投资建议：“双减”政策打击下，预计教培板块在未来一段时间内承压。虽短期整体教育板块投资情绪不佳，但民促法与《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》均利好未来职业教育的发展，职业教育板块存在配置机会，建议投资者关注内生及外延增长潜力大的相关优质个股。

图表 151：港股民办高教板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	-11.85	-4.03	-23.36

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
中教控股	839 HK	12.66	20.270	25/1/0
中国科培	1890 HK	3.21	6.584	11/0/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 152：民办高教板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	股息率
		(HKD)	(HKDm)	(HKD)	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY21
				目标价	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)
中汇集团	382 HK	4.700	5,038	9.028	· ·····	16/0/0	40.6	24.0	16.5	7.1	5.8	4.9	1.3	1.1	0.5	19.2	4.3
中国东方教育	667 HK	4.880	10,612	14.174	· ·····	21/0/1	106.5	11.3	NA	9.2	8.3	NA	1.2	1.1	NA	13.7	4.9
中教控股	839 HK	12.660	30,248	20.270	· ·····	25/1/0	5.9	19.4	14.1	14.1	11.8	10.3	1.9	1.7	1.5	15.1	3.6
民生教育	1569 HK	0.940	3,965	2.000	· ·····	9/0/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0.6	0.5	NA	15.3	6.4
希望教育	1765 HK	1.500	11,997	2.587	· ·····	16/2/0	274.5	32.6	-14.0	11.6	8.8	10.2	1.1	1.0	1.0	12.3	3.4
中国科培	1890 HK	3.210	6,469	6.584	· ·····	11/0/0	38.3	11.2	21.1	6.8	6.1	5.0	1.2	1.0	1.0	21.1	5.0
新高教集团	2001 HK	3.300	5,233	6.092	· ·····	14/1/0	30.7	16.1	16.9	5.9	5.1	4.3	1.2	1.1	0.9	20.8	6.3
宇华教育	6169 HK	2.790	10,029	5.903	· ·····	17/2/0	-1.8	11.3	12.2	5.7	5.1	4.6	1.5	1.2	0.9	30.5	2.9
东软教育	9616 HK	5.360	3,580	9.000	····· ·····	7/0/0	44.6	25.5	17.2	7.7	6.2	5.3	1.2	1.0	1.1	18.2	2.6
简单平均							67.4	18.9	12.0	8.5	7.1	6.4	1.3	1.1	1.0	18.5	4.4
市值加权							43.1	18.7	14.5	9.7	8.2	7.2	1.4	1.3	1.1	17.8	4.1
中位数							39.5	17.7	16.5	7.4	6.1	5.0	1.2	1.1	1.0	18.2	4.3

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

中教控股 (00839.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

业绩表现亮眼，受益于职业教育新政

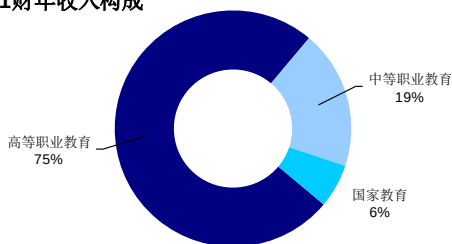
中教控股为目前中国规模最大的上市高等及中等职业教育集团，业务遍布中国，澳大利亚与英国。

政策鼓励现代职业教育高质量发展：此前中办、国办印发了《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，政策鼓励社会资本、行业龙头以及上市公司参与，有助于未来提升职业教育整体吸引力，扩大生源来源，构建现代职业教育体系。新政出台缓解市场对于政策导向的担忧，提振职业教育板块市场信心。中教控股教育业务涵盖应用型本科、高等职业大专、中等职业教育三个层次，均受益于此次新政。

业绩表现亮眼，在校生人数快速增长：截至 2021 年 8 月底，高等职业教育/中等职业教育/国际教育分部收入分别同比 +58.2%/-4.5%/+11.4%，内生增长及外延收并购齐发力。21 财年中教控股毛利率达 59.1%，同比降低 0.7 个百分点。不考虑新并表学校，调整后的毛利率为 60.8%，同比增长 1.0 个百分点。ROE 由上一财年的 13.0% 增长至 15.9%，盈利能力及运营效率持续提升。在校生人数取得较快增长，截至 2021 年 8 月 31 日，中教控股在校生人数同比增长 33.2% 至约 24 万人。

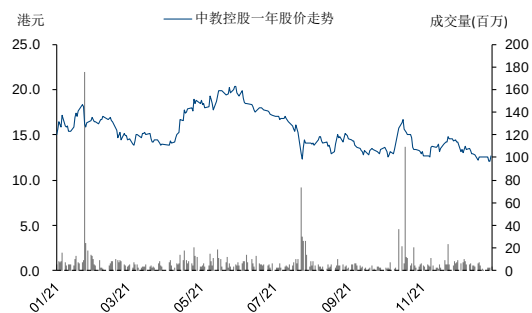
投资建议：中教控股充足的现金储备为潜在收购项目带来外延增长提供支撑。政策鼓励现代职业教育高质量发展，有望带动职业教育板块估值修复，公司作为行业龙头，业绩表现亮眼，推荐买入。

2021财年收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	12.660
彭博平均目标价(港元)	20.270
彭博目标价区间(港元)	15.900-23.500
潜在上升空间	60.11%
彭博买入/持有/卖出评级数	25/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-11.72	-5.66	-15.26
相对恒指变动	-11.38	-0.87	-1.18
市值(百万港元)	30,248		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	15.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	15.281		
52 周低/高位(港元)	11.300-20.800		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	4,538	1,797.9	0.731	14.1	1.9	股息率(%)	3.6
FY2023	5,176	2,109.2	0.873	11.8	1.7	ROE(%)	15.1
FY2024	5,848	2,342.4	0.996	10.3	1.5	PEG(倍)	0.9

中国科培 (01890.HK)

Xinyuan Zeng 曾新苑

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

内生外延协同发展，业绩增长可期

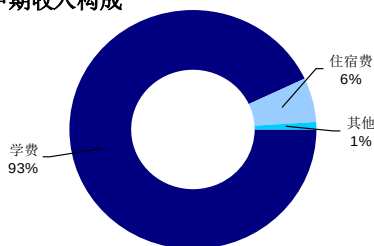
中国科培是珠三角及长三角地区领先的民办职业教育集团，专注于专业型教育。

受益于现代职业教育高质量发展政策支持：截至 2021 年 8 月底，中国科培拥有 5 所职业教育学校，均受益于职教新政；公司拥有 4 所本科以及 1 所中职，成人教育学生达 5.4 万人，规模位列行业前茅。4 所本科学校均已完成转设，报到率、考研率、就业率均位列全省前列。于“十三五规划”期间(2016 年至 2020 年)，中国高等教育毛入学率由 40.0% 上升至 54.4%，实现高等教育的普及阶段。根据“十四五规划”(2021 年至 2025 年)，高等教育毛入学率目标于 2025 年提高至 60.0%。未来公司将持续受益于政策支持与高等教育毛入学率的提升。

2021 年度业绩表现优越：截至 2021 年 8 月 31 日止 12 个月，中国科培收入达 11.2 亿元(人民币，下同)，同比增长 44.7%。经调整 EBITDA 达 8.47 亿元，同比增长 45.4%。未来公司计划通过大力发展产教学院，轻资产托管运营职业教育学校，与大中型企业合作共建实训基地，打造全面职业教育服务。

投资建议：中国科培 2021 财年末现金及现金等价物为 13.03 亿元，为未来收并购提供支撑。公司外延拓展投后管理成效显著，学生人数快速增长，内生增长提价能力同样不俗，学费标准稳步提升，计划未来每年完成 1-2 所本科学校收购。公司未来将持续受益于政策支持，维持推荐。

2021 年中期收入构成



资料来源: 公司

收市价(港元)	3.210
彭博平均目标价(港元)	6.584
彭博目标价区间(港元)	4.900-8.320
潜在上升空间	105.11%
彭博买入/持有/卖出评级数	11/0/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-24.29	-22.28	-40.56
相对恒指变动	-23.96	-17.48	-26.48
市值(百万港元)	6,469		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	15.1		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	4.783		
52 周低/高位(港元)	2.900-6.280		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	1,626	759.0	0.387	6.8	1.2	股息率(%)	5.0
FY2022	1,937	905.7	0.430	6.1	1.0	ROE(%)	21.1
FY2023	2,210	1,081.7	0.520	5.0	1.0	PEG(倍)	0.3

医药行业

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

配置价值凸显，关注源头创新

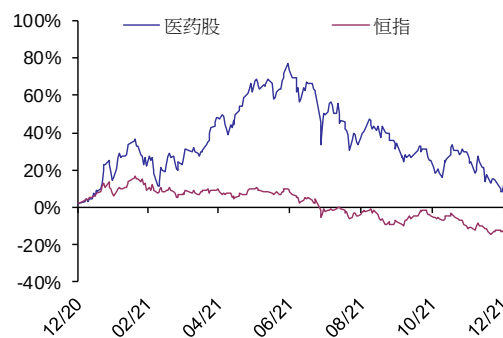
DRG/DIP 料带来短期压力，长期有利行业健康发展：国家医保局制定了《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，明确到 2025 年底，按疾病诊断相关分组(DRG)/病种分值付费(DIP)方式覆盖所有符合条件的展开住院服务的医疗机构。2022 年不少于 40%(2023-2024 不少于 30%)的统筹地区将启动开展 DRG/DIP 支付方式改革并实际支付，并在医疗机构覆盖率、病种覆盖率、医保支付占比三年指标。2025 年 DRG/DIP 医保支付占比将达 70%。我们认为 DRG/DIP 的快速推进，有助于医院加强病种成本管控，减少过度医疗，提升医保资金的使用效率。并将推动药企关注药品性价比，销售模式向产品组合转变。也将加速生物类似药、首仿药等实现国产替代。

抗肿瘤生物药料难在 2022 年集采：尽管我们认为生物类似药集采是大势所趋，但考虑到集采以量换价的本质，以及生物药工艺难度大，难以短期大幅提升产量。再加上当前生物类似药单品种获批数量在 5 家左右，市场竞争尚较温和，我们认为目前集采的条件尚未成熟，生物类似药仍有 1-2 年时间准备。

关注源头创新：随着国谈+国采常态化、DRG/DIP 改革加速推进，我们认为在给仿制药带来压力的同时，也给未来创新药带来更大的空间。一些同质化创新管线出海门槛的提升，也将进一步增加行业源头创新的动力，解决未满足的临床需求将成为创新药金标准。我们预计未来几年内，行业将出现从发现到成药的源头创新。我们认为中国创新药具备“立足中国，面向全球”的天然竞争力，研发端具备低成本、高效率优势，销售端以医保为基础，形成规模降低成本，开拓海外市场。我们看好资源充裕且具备研发实力的生物制药公司，以及具备行业洞见的大药企、CXO 们，将有望抓住行业机遇。

投资建议：经过半年多的深度调整，我们认为目前港股创新药板块配置价值凸显。生物制药板块的爆款潜质足以补偿分散配置的成本。我们看好资金充裕、已有商业化管线的创新药企。传统药企也提供了足够的安全边际。跑赢大市。

图表 153：港股医药板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	-9.70	-12.35	27.54

图表 154：港股医药细分板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
石药集团	1093 HK	8.47	12.842	35/1/1
中国生物制药	1177 HK	5.46	10.488	32/2/0
荣昌生物	9995 HK	77.90	131.462	14/1/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 155：港股制药、CXO 板块主要个股估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	股息率	
		(HKD)	(HKDm)	(HKD)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY21
								(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)
制药																		
翰森制药	3692 HK	19,000	112,525	37,867	· ·····	12/1/0	44.5	24.2	20.7	27.3	22.0	18.2	8.0	6.7	5.5	16.5	0.6	
中国生物制药	1177 HK	5,460	102,864	10,488	· ·····	32/2/0	73.2	1.5	13.1	8.3	12.0	12.5	2.8	2.4	2.1	46.1	2.7	
石药集团	1093 HK	8,470	101,216	12,842	·· ·····	35/1/1	21.8	17.8	14.5	14.8	13.4	11.8	3.1	2.5	2.2	22.1	1.9	
复星医药	2196 HK	34,350	139,847	62,642	· ·····	13/2/0	26.1	18.9	21.8	16.9	14.2	11.7	2.9	2.7	2.5	10.8	0.9	
丽珠集团	1513 HK	28,500	39,775	35,234	··· ·····	5/2/1	30.8	17.8	9.6	10.6	9.0	8.2	1.4	1.3	1.2	15.7	4.9	
康哲药业	867 HK	13,020	31,996	22,975	···· ·····	8/3/1	15.2	13.6	8.3	9.0	8.0	7.4	2.9	2.5	2.2	25.5	2.5	
石四药	2005 HK	4,020	12,047	5,563	· ·····	7/0/0	113.0	23.3	17.0	9.3	7.6	6.5	3.4	2.9	2.6	19.5	2.1	
三生制药	1530 HK	6,500	16,395	9,522	· ·····	10/8/0	60.7	17.1	25.3	10.9	9.3	7.4	1.4	1.3	1.1	11.2	0.0	
四环医药	460 HK	1,480	13,808	1,670	·· ·····	7/1/0	78.5	48.0	31.1	14.8	10.0	7.6	2.1	1.9	1.7	7.5	NA	
远大医药	512 HK	6,460	22,930	9,400	···· ·····	3/0/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.8	1.6	1.4	20.4	0.7	
简单平均							51.5	20.2	17.9	13.6	11.7	10.1	3.0	2.6	2.2	19.5	1.8	
市值加权							36.2	18.4	16.5	15.1	12.8	11.0	3.2	2.8	2.4	17.2	2.0	
中位数							44.5	17.8	17.0	10.9	10.0	8.2	2.9	2.4	2.2	18.0	1.9	
CXO																		
药明康德	2359 HK	135,000	426,336	203,999	···· ·····	21/0/0	49.4	29.2	33.2	75.9	58.7	44.1	11.7	10.4	9.1	12.2	0.2	
药明生物	2269 HK	92,550	394,157	152,644	···· ·····	35/1/0	56.3	44.5	45.8	100.7	71.9	49.1	10.9	9.2	7.7	12.5	0.0	
康龙化成	3759 HK	120,300	130,678	203,027	· ·····	11/0/0	31.3	38.4	39.3	55.0	39.7	28.5	11.4	9.5	6.9	16.2	0.2	
泰格医药	3347 HK	99,000	129,817	190,664	· ·····	11/0/0	NA	28.5	NA	49.0	38.1	NA	6.7	6.1	5.2	9.1	0.5	
简单平均							45.6	35.2	39.4	70.1	52.1	40.6	10.2	8.8	7.2	12.5	0.2	
市值加权							45.0	34.7	38.7	69.4	51.8	40.0	10.3	9.0	7.3	12.6	0.2	
中位数							49.4	33.8	39.3	65.4	49.2	44.1	11.1	9.4	7.3	12.3	0.2	

图表 156：港股生物制药板块主要个股估值比较

		收市价		市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	收入增长预测			市销率			市净率			ROE	市研率
					目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	T12M
名称	代码	(HKD)	(HKDm)	(HKD)	(示意图)		评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)
生物制药																		
百济神州	6160 HK	161.000	235,393	240.052	· ·····		12/2/1	263.9	15.6	54.0	25.9	22.4	14.6	6.4	7.3	7.3	-27.7	21.9
信达生物	1801 HK	48.250	70,532	96.069	· ·····		31/1/0	21.8	60.2	27.4	22.7	14.2	11.1	6.4	6.5	6.2	NA	28.9
金斯瑞	1548 HK	34.500	72,496	36.642	····· ···		9/1/1	20.6	52.0	56.6	20.1	13.2	8.4	NA	NA	NA	-7.3	31.5
君实生物	1877 HK	58.000	69,608	75.427	··· ·····		15/0/0	205.3	-2.5	54.8	13.0	13.3	8.6	6.2	6.4	5.8	11.0	29.5
康希诺	6185 HK	180.200	66,140	316.976	· ·····		12/0/0	NA	53.3	-26.2	6.7	4.4	5.9	5.7	3.0	2.3	67.0	64.7
荣昌生物	9995 HK	77.900	38,158	131.462	· ·····		14/1/0	NA	44.6	84.7	33.0	22.8	12.4	8.1	8.6	7.1	-13.3	53.9
康方生物	9926 HK	34.000	27,780	67.472	· ·····		20/0/0	NA	247.0	107.2	70.8	20.4	9.8	12.5	15.0	13.4	-25.4	21.7
诺诚健华	9969 HK	15.300	22,945	32.120	· ·····		10/1/0	NA	179.9	203.4	177.5	63.4	20.9	9.4	10.6	9.1	-17.2	54.9
康宁杰瑞	9966 HK	13.600	12,743	25.155	··· ·····		11/0/0	NA	328.7	252.4	NA	122.8	34.9	8.7	9.4	11.0	-30.4	25.3
复宏汉霖	2696 HK	22.050	11,984	NA	·····		7/0/0	178.5	87.0	49.2	10.6	5.6	3.8	3.8	4.0	3.5	-13.9	10.7
云顶新耀	1952 HK	34.800	10,384	98.655	· ·····		6/0/0	NA	NA	109.3	NA	65.2	31.2	2.9	3.5	3.8	-13.8	24.5
亚盛医药	6855 HK	28.200	7,412	70.890	· ·····		7/0/0	NA	77.0	452.2	44.7	25.2	4.6	7.2	22.6	28.8	NA	11.7
简单平均								138.0	103.9	118.8	42.5	32.8	13.8	7.0	8.8	8.9	-7.1	31.6
市值加权								185.6	59.2	63.4	25.9	20.5	11.5	6.6	7.0	6.8	7.4	38.0
中位数								178.5	60.2	70.6	24.3	21.4	10.5	6.4	7.3	7.1	-13.9	27.1

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

石药集团 (01093.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

看好自研和 BD 进展催化剂

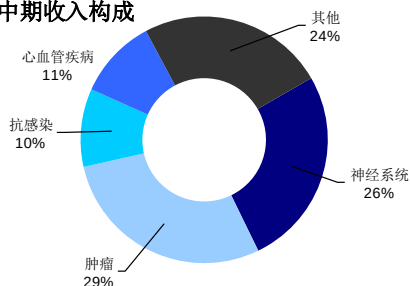
石药集团是中国领先的制药企业，业务涵盖成药(创新药、普药)、原料药(维生素、抗生素)、功能食品三大板块。以成药为主营业务，主要包括神经系统、肿瘤、心脑血管等领域。

新产品上市支撑高质量增长：2022 年多个创新药管线有望获批，包括 PI3K 抑制剂克必妥(NMPA 优先审评)、BPI-7711、两性霉素 B 脂质体。加上现有大品种广谱抗菌药新产品安复利克(两性霉素 B)成功进入医保目录，将开始放量。另一重磅新药米托蒽醌 2022 年收入料达人民币 3-5 亿元，预计峰值销售可达人民币 30-50 亿元，得益于潜在适应症开拓。长期看，多款纳米药、ADC、双抗等重磅产品将持续推动公司高质量增长。

老产品料保持稳健：尽管恩必普注射剂专利将于 2022 年 6 月到期，胶囊剂专利将于 2023 年底到期，但目前尚无仿制药管线进入临床阶段。加上恩必普进入医保后已大幅降价，且累积了雄厚的市场基础。我们认为无需对恩必普的“专利悬崖”太过悲观，且集采温和续约政策也打消了已有集采产品再砍价风险。2022 年，我们预计销售团队由核心城市向外围城市开拓的努力将初见成效，在 DRG/DIP 改革下，更低级别的医疗机构销售潜力将显著提升，给短期业绩增长提供了高可见性。

投资建议：创新药的大力研发投入和 BD 的持续发力，料将推动双抗、ADC、PROTAC、mRNA、纳米药物等技术平台产品落地，不断带来价值重估催化剂。建议买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	8.470
彭博平均目标价(港元)	12.842
彭博目标价区间(港元)	9.900-15.600
潜在上升空间	51.62%
彭博买入/持有/卖出评级数	35/1/1



资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	4.83	-9.31	6.81
相对恒指变动	5.16	-4.52	20.89
市值(百万港元)	101,216		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	10.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(港元)	9.765		
52 周低/高位(港元)	7.700-12.680		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	27,820	5,527.0	0.466	14.8	3.1	股息率(%)	1.9
FY2022	31,815	6,141.0	0.516	13.4	2.5	ROE(%)	22.1
FY2023	36,087	7,011.3	0.586	11.8	2.2	PEG(倍)	1.2

中国生物制药 (01177.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

卓越的行业洞见，无惧短期市场波动

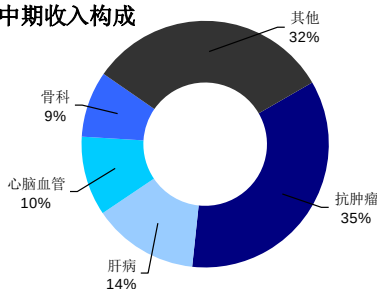
中国生物制药是中国制药行业龙头，主要从事西药及生物制药的研发、生产、销售。产品以仿制药为主，创新药占比快速提升，肿瘤、肝病、心脑血管领域是收入的主要来源。公司拥有遍布全国的销售网络和通过 GMP 认证的各类剂型生产设施。

创仿结合，支撑短期业绩增长：公司创新药和新品收入占比不断增加。肿瘤领域，安罗替尼四大获批适应症全部进入医保。PD-1 单抗安尼可获批后，快速打开市场。未来“双安”联合疗法(安罗替尼+安尼可)的协同效应更值得期待。呼吸领域，集采中标的新品种布地奈德，有望快速放量，全年收入有望破人民币 10 亿元。包括奥美拉唑、仑伐替尼等 1H21 获批的 24 个批文管线预计未来将贡献收入人民币 40-50 亿元。

卓越的行业洞见：自研方面，目前公司拥有超 60 款新药处于临床阶段，其中十款处于临床后期，正在迎来收获期，预计未来每年将有 2-3 个创新药上市，3 年内将有超过 10 个峰值销售额十亿元以上的大品种上市，包括多个热门靶点。预计多款生物类似药将在 2022 年上市，在 DRG/DIP 影响下，料将加速国产替代。BD 方面，我们认为成功的投资科兴中维体现了公司卓越的行业洞见，辅以公司强健的资产负债表和现金流，我们相信公司将成为中国制药行业的长期领跑者，并有望通过投资实现出海，无惧短期的市场波动。

投资建议：我们相信公司身为行业龙头在 BD 及自研项目中的判断力。我们认为当前估值提供了充足的安全边际，建议买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	5.460
彭博平均目标价(港元)	10.488
彭博目标价区间(港元)	6.500-13.000
潜在上升空间	92.09%
彭博买入/持有/卖出评级数	32/2/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-4.04	-15.48	-27.20
相对恒指变动	-3.71	-10.69	-13.12
市值(百万港元)	102,864		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	34.2		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(港元)	6.961		
52 周低/高位(港元)	5.210-9.690		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	28,212	10,340.6	0.538	8.3	2.8	股息率(%)	2.7
FY2022	33,529	7,085.3	0.371	12.0	2.4	ROE(%)	46.1
FY2023	39,264	6,782.7	0.356	12.5	2.1	PEG(倍)	0.3

信达生物 (01801.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

以 PD-1 为起点，走向 BioPharma

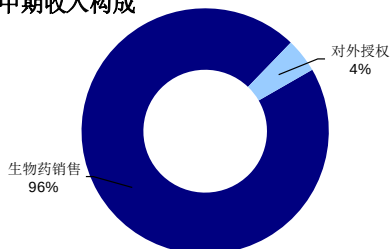
信达生物是一家商业化阶段的生物制药公司，已有 4 款大分子 (PD-1+3 款生物类似药) 和 2 款引入的小分子药成功进入商业化阶段。共有 22 个不同临床阶段管线，4 款注册/关键临床阶段，涵盖肿瘤、自免、眼科和新陈代谢。

多款商业化管线推向盈亏平衡：公司拥有 6 款商业化管线将强力支撑短期内的收入增长。达伯舒四项适应症全部进入医保名单，有助进一步放量。达伯舒联合化疗治疗 1L GC 2021 年 9 月递交 NDA，联合达攸同治疗 2L EGFR+TKI 耐药 NSCLC III 期料 2022 年提交 NDA，加上生物类似药未来至少两年的窗口期业绩贡献，公司有望 2-3 年内达到盈亏平衡。此外，PI3Kδ、PCSK9、CTLA-4 等后期管线预计已接近 III 期数据读出。

现金充沛，支撑研销开支及 BD 开拓：6 月底公司现金达人民币 111.6 亿元。扣除下半年引入亚盛医药 (06855.HK) HQP1351 的 3,000 万美元首付款和 5,000 万美元股份认购，以及取得劲方医药(KRAS G12C 抑制剂)、Union (PDE4 抑制剂) 授权涉及的 2,200 万/2,000 万美元首付款，剩余约人民币 103.5 亿元，足以覆盖未来两年的研发及销售费用。加上商业化管线造血能力，我们预计公司将通过 BD 持续引入创新管线。

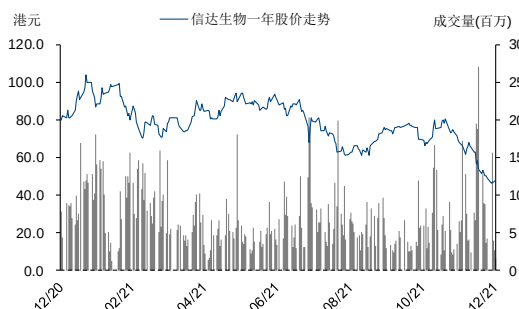
投资建议：我们认为公司拥有强大的管线布局，坚实的现金储备和优秀的 BD 往绩。商业化管线也将给后续管线产品带来充足的资源。短期须留意信达单抗的美国上市进程(预计 FDA 2 月开会，3 月公布结果)。建议逢低买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	48.250
彭博平均目标价(港元)	96.069
彭博目标价区间(港元)	67.000-131.000
潜在上升空间	99.11%
彭博买入/持有/卖出评级数	31/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-30.43	-36.09	-41.19
相对恒指变动	-30.09	-31.30	-27.12
市值(百万港元)	70,532		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.2		
200 天移动平均(港元)	75.891		
52 周低/高位(港元)	45.000-107.100		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	4,243	-1,737.5	-1.201	N.A.	6.4	股息率(%)	0.0
FY2022	6,595	-828.4	-0.556	N.A.	6.5	ROE(%)	N.A.
FY2023	8,840	210.8	0.214	183.4	6.2	PEG(倍)	N.A.

药明生物 (02266.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

后期项目料将持续推动强劲增长

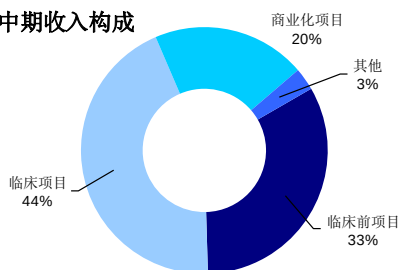
药明生物是国内 CDMO 龙头，拥有 WuXiBody 双抗平台、WuXiCell 细胞株平台、WuXiUP 连续生产平台、mRNA 疫苗平台和前沿的 VHH 多特异性抗体平台等核心技术。在国内生物药外包服务市场市占率约 80%，全球市占率 5%，位列第四。

CMO 项目爆发将推动业绩高速增长：2021 年公司商业化生产项目有望达到 7 个，公司指引未来两年每年新增 2-4 个 CMO 项目，2024-2025 年随着后期项目的推进，每年有望新增 4-6 个 CMO 项目(约占目前三期临床项目的 13%-18%)。我们认为在公司“跟随分子”战略下，过去多年的项目推进，将支撑未来长期的 CMO 业务的高速增长，推动公司业绩持续高速增长。

订单额持续稳健攀升，且仍有巨大的提升潜力：3Q21 的未完成订单额达 133.15 亿美元(约人民币 852.3 亿元)，其中仅 4 个 III 期临床项目的长期服务订单已达 77.5 亿美元。其余 27 个 III 期临床项目有潜力未来 2-3 年内签订服务订单，有望推动在手订单价值显著提升。预计在三年内完成的订单价值 24.1 亿美元(约人民币 154 亿元)，较 2020 年底的 14.6 亿美元大幅增加 65.3%，确保了短期业绩的高增长。

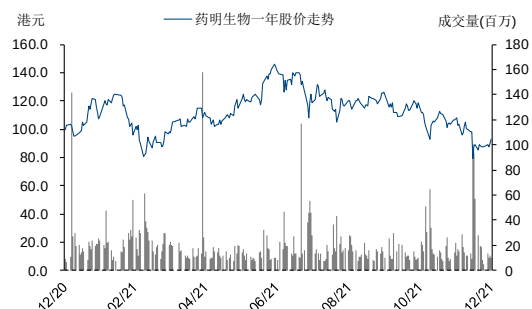
投资建议：我们认为在生物技术不断突破，中小企业主导创新，大药企持续提升外包服务的大趋势下，生物制药 CDMO 行业将保持高增长，在成本优势、技术优势推动下行业集中度将持续提升。看好公司保持业绩高速增长。建议配置。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	92.550
彭博平均目标价(港元)	152.644
彭博目标价区间(港元)	80.000-186.810
潜在上升空间	64.93%
彭博买入/持有/卖出评级数	35/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-12.85	-26.84	-9.97
相对恒指变动	-12.52	-22.04	4.11
市值(百万港元)	394,157		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	52.8		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.2		
200 天移动平均(港元)	113.103		
52 周低/高位(港元)	73.650-148.000		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	9,833	3,072.9	0.748	100.7	10.9	股息率(%)	0.0
FY2022	14,612	4,396.5	1.047	71.9	9.2	ROE(%)	12.5
FY2023	20,541	6,425.8	1.534	49.1	7.7	PEG(倍)	2.3

亚盛医药 (06855.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

耐立克商业化前景可期

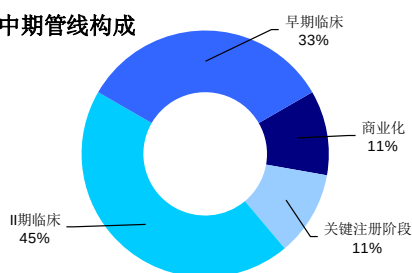
亚盛医药是细胞凋亡赛道领跑者，聚焦于 PPI、TKI 小分子药物，拥有 12 项创新药管线，其中 4 款拥有同类最佳 BIC 或同类首创 FIC 潜力，是唯一一家拥有针对所有三种已知关键细胞凋亡调节因子在研临床的公司。亚盛医药拥有 12 项 FDA 孤儿药资格 ODD 认定(国内药企最多)和 1 项快速审评资格认定。

耐立克前景可期：耐立克(奥瑞巴替尼, HQP1351)已获 NMPA 批准有条件上市，用于治疗 T315I 突变的耐药性慢粒白血病，是中国首个三代 BCR-ABL TKI，是仅次于帕纳替尼后全球第二款。而帕纳替尼因副作用遭 FDA 黑框警告，给海外市场拓展留下空间。耐立克已获 FDA 孤儿药资格认定和快速审批通道，预计 2022 年美国的 CML、Ph+ ALL 的 Ib 期临床数据将读出，关键期试验也有望获批。我们认为耐立克的中国销售将在和信达生物(01801.HK)的合作推进下取得理想成绩，而海外市场也有望在数据读出后拿到高额合同。

细胞凋亡管线前景光明：APG-2575 (Bcl-2, 潜在 BIC 安全性，用药方式好于 venetoclax, 5 项 ODD, 预计 4Q21 开始关键注册临床)、APG-115 (MDM2-p53 通路, BIC 潜力, 5 项 ODD)、APG-1387(IAP/XIAP)涵盖三大细胞凋亡通路，且均处于关键临床。APG-1252 也展现出治疗三代 EGFR TKI 耐药潜力。

投资建议：我们看好 HQP1351 的商业化前景，细胞凋亡机制的联合用药前景，和公司在该领域领先的研发实力。建议配置。

2021年中期管线构成



资料来源：公司

收市价(港元)	28.200
彭博平均目标价(港元)	70.890
彭博目标价区间(港元)	70.890-70.890
潜在上升空间	151.38%
彭博买入/持有/卖出评级数	7/0/0



资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-13.23	-18.38	-26.75
相对恒指变动	-12.90	-13.59	-12.68
市值(百万港元)	7,412		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.4		
200 天移动平均(港元)	37.486		
52 周低/高位(港元)	24.300-58.200		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	134	N.A.	N.A.	N.A.	7.2	股息率(%)	0.0
FY2022	238	N.A.	N.A.	N.A.	22.6	ROE(%)	N.A.
FY2023	1,312	N.A.	N.A.	N.A.	28.8	PEG(倍)	N.A.

荣昌生物 (09995.HK)

Shawn Wu 吴效宇

+852 2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

爱地希、泰它西普迎医保发力

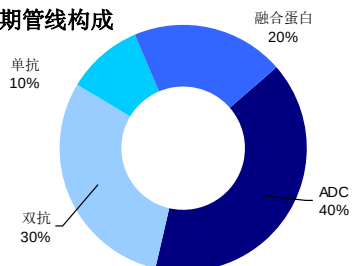
荣昌生物具备融合蛋白、ADC 和 Hicbody 双抗三大技术平台。拥有 10 款临床阶段管线，包括 4 款 ADC、3 款双抗、2 款融合蛋白，和 1 款单抗。其中泰它西普(BLyS/APRIL 融合蛋白)、RC48 (HER2 ADC)已经/即将获批，进入商业化阶段。

爱地希、泰它西普迎医保发力：公司两款商业化产品爱地希(HER2 ADC 维迪西妥单抗)和泰它西普(BLyS/APRIL 融合蛋白)均成功进入医保目录，作为新获批产品 2022 年将迎来显著放量。两者除已分别获批的 HER2 过度表达胃癌、系统性红斑狼疮(SLE)外，仍有多个适应症处于注册性临床阶段，包括爱地希的中国 HER2+尿路上皮癌和 HER2 低表达乳腺癌，泰它西普的中国 NMOSA、RA 及美国 SLE。两款产品均面向未被满足的临床需求，未来收入有望实现高增长。

料成功打开海外市场：爱地希在后期阶段以高价值将海外商业化授予西雅图基因(SGEN.US)，除 2 亿美元首付款+不超过 24 亿美元里程碑付款外，仍享有高个位数以上的净销售提成。我们预计爱地希将快速推进海外上市，也体现了公司受认可的研发实力。此外，泰它西普 SLE 适应症已在美国(预计 1H22 启动 III 期)获得快速通道资格。面对大量尚未满足的治疗需求，我们认为成功打开海外市场是大概率事件。

投资建议：我们看好公司 A 股上市后，打开新的融资渠道，推进创新药研发。公司产品瞄准未被满足的临床需求，有望取得海内外市场的成功。建议买入。

2021年中期管线构成



资料来源：公司

收市价(港元)	77.900
彭博平均目标价(港元)	131.462
彭博目标价区间(港元)	108.000-148.000
潜在上升空间	68.76%
彭博买入/持有/卖出评级数	14/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-26.37	-20.99	-18.00
相对恒指变动	-26.04	-16.20	-3.92
市值(百万港元)	38,158		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(港元)	101.785		
52 周低/高位(港元)	67.000-149.800		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	951	-157.3	-0.750	N.A.	8.1	股息率(%)	0.0
FY2022	1,375	-423.0	-1.215	N.A.	8.6	ROE(%)	-13.3
FY2023	2,540	3.7	-0.462	N.A.	7.1	PEG(倍)	N.A.

半导体行业

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

行业景气度高企，国产替代逻辑不断加强

全球半导体产业链转移、5G 产品迭代、新能源汽车需求放量叠加疫情导致的半导体产能利用率降低等因素，引发全球半导体行业供需持续失衡。截至 2021 年下半年，半导体行业高速扩张持续，行业景气度高企。

半导体行业持续高速扩张：数字转型推动许多颠覆性应用需求激增，并持续驱动半导体设备销售额高速增长。根据 SEMI 数据，2021 年 10 月北美半导体设备制造商出货金额为 37.4 亿美元，同比增长 41.3%；北美 1-10 月半导体设备总出货总额为 351.1 亿美元，同比增长约 43.5%；日本半导体设备出货额 2,719.0 亿日元，同比增长 49.1%。总体来看半导体设备出货额在经历短暂增幅收窄后，恢复高速增长趋势，10 月北美半导体设备出货额接近历史最高水平，日本出货额创下历史记录。

产能放量需要时间，行业预计持续扩张：半导体行业的扩建周期普遍较长，新增产能需要时间逐步放量，我们认为半导体产能短期内不会得到有效提高，供需失衡仍将持续。Gartner、英特尔、台积电、戴尔等机构和公司普遍认为芯片短缺将持续到 2022 年下半年，行业预计在 2022 全年维持扩张趋势。

国产替代逻辑不断加强：美国在科技领域对中国的限制愈演愈烈，继 7 月美国商务部将 23 家中国公司列入所谓“实体清单”以进行出口管制后，11 月又将 12 家中国企业列入该清单。为摆脱美国钳制，在科技革新中进一步扩大市场占有率与影响力，半导体行业国产替代逻辑势必不断加强，港股市场晶圆代工企业将优先受益。

投资建议：半导体行业持续的供需失衡引起了行业内价格的整体上涨。未来伴随着新增产能的逐渐放量，行业龙头公司盈利有望持续增加。叠加中美科技分叉背景下国产替代逻辑的加强，建议投资者关注中芯国际(00981.HK)、华虹半导体(01347.HK)和 ASM PACIFIC(00522.HK)等公司。

图表 157：港股半导体板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	-9.15	9.56	39.07

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
ASM PACIFIC	522 HK	84.25	107.800	15/8/2
中芯国际	981 HK	18.66	27.655	24/10/5
华虹半导体	1347 HK	43.00	56.635	22/7/1

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 158：半导体板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	PEG
		(HKD)	(HKDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	23F
		(HKD)	(HKDm)	(HKD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)
ASM PACIFIC	522 HK	84.250	34,770	107.800	↓	15/8/2	80.9	-7.6	1.3	11.7	12.7	12.5	2.3	2.2	2.0	21.4	0.7
中芯国际	981 HK	18.660	236,909	27.655	↓	24/10/5	93.7	-14.7	-9.7	12.6	14.8	16.4	1.1	1.0	1.0	9.7	1.6
华虹半导体	1347 HK	43.000	55,931	56.635		22/7/1	89.6	29.5	16.9	38.0	29.5	25.2	2.6	2.2	2.1	7.0	0.6
上海复旦	1385 HK	25.400	39,775	30.010		3/1/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	6.2	5.3	4.5	18.1	NA
简单平均							88.1	2.4	2.8	20.8	19.0	18.0	3.1	2.7	2.4	14.1	1.0
市值加权							85.1	2.4	4.5	19.6	17.9	16.7	2.8	2.5	2.3	16.0	0.8
中位数							89.6	-7.6	1.3	12.6	14.8	16.4	2.5	2.2	2.0	13.9	0.7

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

ASM PACIFIC 公司 (00522.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

半导体行业高速扩张，公司成长确定性较高

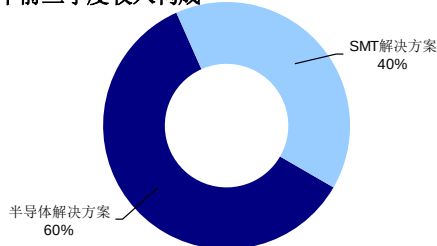
ASM PACIFIC 是领先的半导体和电子行业的综合解决方案供应商，在其核心业务领域均有领先的市场地位。

半导体行业高速扩产扩能：自 2020 年以来半导体行业供需持续失衡，全球半导体公司纷纷扩产扩能。半导体行业的高景气度提高了封装设备及制程解决方案的需求。公司作为全球组装和封装后端设备制造的龙头公司，受益于半导体行业的扩张，2021 年前三季度业绩大幅增长。收入同比增长 51.5% 达 20.3 亿美元；毛利率同比提高 362 点达 40.3%；截至三季度末，强劲的未完成订单总额为 14.1 亿美元，处于历史高位，未来随着订完的完成，公司业绩有望持续增加。

半导体产业链国产化不断加强，公司成长确定性高：目前美国对中国的科技发展围堵力度日渐加强，11 月美国国会参议院通过了“2021 年安全设备法”，以“国家安全”为名，阻止中国公司的通信设备进入美国电信网络，进一步限制中国科技企业发展。半导体作为科技围堵的核心领域，半导体国产化逻辑再一次加强，公司有望在国家政策支持过程中持续受益。

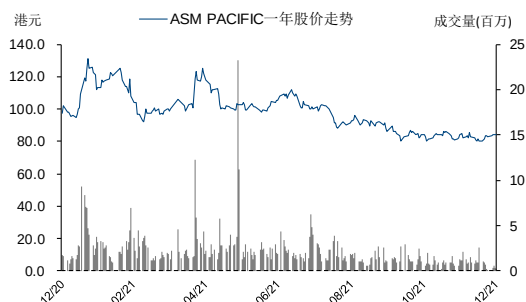
投资建议：半导体行业供需失衡短期内仍将持续，行业亦将维持较快扩张速度，公司是封测行业龙头，在未来半导体产能释放过程中业绩有望实现高速增长，未来公司成长确定性高，建议逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	84.250
彭博平均目标价(港元)	107.800
彭博目标价区间(港元)	77.000-140.000
潜在上升空间	27.95%
彭博买入/持有/卖出评级数	15/8/2



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	2.56	-2.21	-17.64
相对恒指变动	2.89	2.59	-3.57
市值(百万港元)	34,770		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	19.2		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	95.617		
52 周低/高位(港元)	79.150-133.800		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万港元)	净利润(百万港元)	每股盈利(港元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	21,556	2,943.8	7.183	11.7	2.3	股息率(%)	0.0
FY2022	21,951	2,755.4	6.634	12.7	2.2	ROE(%)	21.4
FY2023	22,684	2,761.8	6.719	12.5	2.0	PEG(倍)	N.A.

中芯国际 (00981.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

晶圆代工持续火热，先进制程业务逐渐恢复

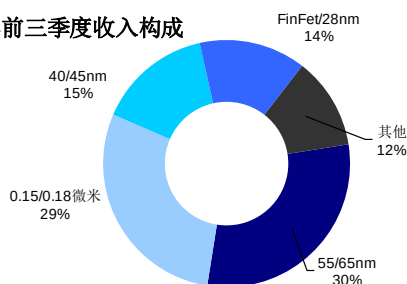
中芯国际是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一，也是中国内地技术最先进、规模最大的集成电路制造企业，公司提供 0.35 微米到 14 纳米不同技术节点的晶圆代工与技术服务。

行业景气度高企，公司利润有望持续增长：受益于智能汽车、HPC、5G 技术的快速发展，半导体芯片供需持续失衡，2021 年龙头晶圆代工厂商持续满负荷运载。受益于行业高景气度，中芯国际业绩大幅增长。2021 年第三季度营收同比增长 21.5% 达 92.8 亿元(人民币，下同)，实现净利润 20.8 亿元，同比增长 22.6%；前三季度累计净利润 73.18 亿元，同比增长 137.6%。公司预计第四季度收入环比增长 11-13%，毛利率介于 33-35% 之间。我们认为未来中芯国际有望伴随行业高景气度利润持续增长。

先进制程业务逐渐恢复，美国制裁影响小于预期：目前中美在科技领域发展分叉严重，美国通过将中国企业列入实体清单以限制其发展。中芯国际通过多元化客户及产品等手段积极拓展业务发展方向，从先进制程产品看，2021 年第三季度 14/28nm 业务营收占比从最低点 5% 回升到 18%，未来随着 FinFET 流片项目陆续量产，产能利用率及收入占比有望持续提高。

投资建议：中芯国际先进制程业务在受到限制后已经逐步恢复，在国产替代逻辑不断加强的背景下，我们看好其业务未来业绩的稳健增长，建议逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	18.660
彭博平均目标价(港元)	27.655
彭博目标价区间(港元)	15.000-47.200
潜在上升空间	48.20%
彭博买入/持有/卖出评级数	24/10/5



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-13.01	-15.37	-15.57
相对恒指变动	-12.68	-10.58	-1.49
市值(百万港元)	236,929		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	9.9		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.2		
200 天移动平均(港元)	23.298		
52 周低/高位(港元)	17.920-31.950		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	5,432	1,533.2	0.190	12.6	1.1	股息率(%)	0.0
FY2022	6,371	1,354.6	0.162	14.8	1.0	ROE(%)	9.7
FY2023	6,970	1,227.5	0.146	16.4	1.0	PEG(倍)	1.3

华虹半导体 (01347.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

晶圆代工需求旺盛，12 吋产能加速放量

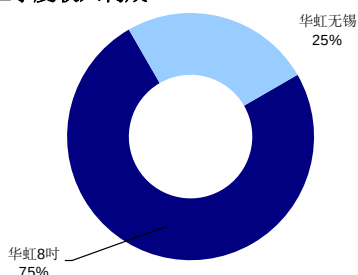
华虹半导体主营集成电路制造，公司拥有先进的 8 吋及 12 吋先进工艺晶圆代工生产线，是全球领先的特色工艺纯晶圆代工企业。

晶圆代工需求旺盛，公司业务有望稳步增长：以新能源汽车为代表的科技革新叠加全球范围内疫情不断反复引发的半导体产能利用率降低等因素，导致全球范围内半导体行业供需失衡状况持续，半导体晶圆代工持续旺盛。根据 TrendForce 数据，晶圆代工前十大工厂产值在 2020 及 2021 年连续两年出现超 20% 的收入增长，突破千亿美元大关。目前行业普遍认为晶圆代工供需失衡将持续到 2022 年下半年，公司作为内地行业龙头，业务有望稳步增长。

12 吋产能加速放量，或将成为业绩增长核心力量：本次半导体供需失衡引发了行业整体的扩产扩能，华虹半导体扩产计划实施较早，其无锡厂 12 吋晶圆产能已经开始放量，预计 2021 年第四季度末将达到 6.5 万片/月，2020 年同期为 2 万片/月，公司指引 2022 年第四季度将达到 9.5 万片/月。我们认为无锡厂 12 吋晶圆代工产能爬坡带来的利润释放有望成为公司业绩增长的核心力量。

投资建议：目前半导体代工领域供需失衡尚未得到有效缓解，行业高景气度仍将持续。公司作为内地行业龙头公司，有望在此次产能扩张中持续受益，建议逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	43.000
彭博平均目标价(港元)	56.635
彭博目标价区间(港元)	30.000-70.000
潜在上升空间	31.71%
彭博买入/持有/卖出评级数	22/7/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-17.62	6.44	-2.27
相对恒指变动	-17.29	11.23	11.80
市值(百万港元)	55,931		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	41.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	43.869		
52 周低/高位(港元)	37.250-64.650		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	1,592	191.3	0.145	38.0	2.6	股息率(%)	0.4
FY2022	2,068	246.3	0.187	29.5	2.2	ROE(%)	7.0
FY2023	2,350	286.5	0.219	25.2	2.1	PEG(倍)	1.0

上海复旦 (01385.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

FPGA 芯片业务大幅增长，公司未来可期

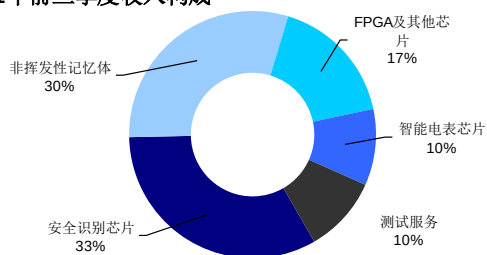
上海复旦是从事超大规模集成电路的设计、开发和提供系统解决方案的专业公司。

FPGA 芯片业务大幅增长，公司业绩有望持续增长：目前集成电路性能提升速度已无法满足数据增长对计算性能需求的增长速度，FPGA 拥有软件的可编程性和灵活性，还兼具硬件的并行性和低延时性，在 5G 通信、人工智能等领域具有广阔的应用前景。据统计，全球 FPGA 芯片市场 2016-2020 年 CAGR 为 8.8%，预计到 2025 年全球 FPGA 芯片市场规模达到 125.8 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 16.4%。上海复旦是国内 FPGA 领域龙头公司，是国内最早推出亿门级 FPGA 产品的厂商。公司 FPGA 业务利润可观，2021 年前三季度毛利率超过 80%，未来其业务规模仍有较大的增长潜力。

非挥发存储器业务增长显著：受益于行业高景气度，2021 年前三季度公司非挥发性存储业务收入约为 5.5 亿元人民币，同比增长超过 50%，公司具有优质客户资源，在新兴汽车电子领域有宁德时代(300750.SZ)、吉利汽车(00175.HK)等客户，在手机领域有 LG、OPPO、VIVO 等客户。未来公司非挥发存储器业务有望与客户共同发展，盈利将进一步增加。

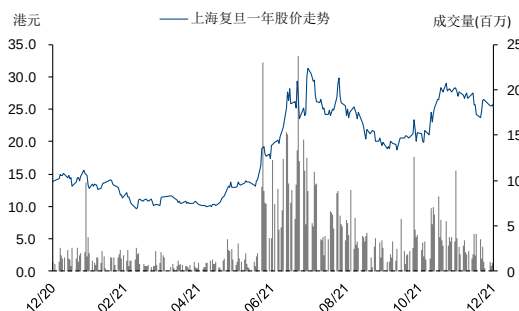
投资建议：公司作为老牌 IC 设计公司，FPGA 与非挥发存储器业务目前仍处于扩张过程，未来有望共同发力促进公司业绩进一步增长，推荐逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	25.400
彭博平均目标价(港元)	30.010
彭博目标价区间(港元)	28.020-32.000
潜在上升空间	18.15%
彭博买入/持有/卖出评级数	3/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-9.93	27.64	81.43
相对恒指变动	-9.60	32.43	95.51
市值(百万港元)	39,775		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.8		
200 天移动平均(港元)	19.869		
52 周低/高位(港元)	9.500-33.200		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	2,453	N.A.	N.A.	N.A.	6.2	股息率(%)	N.A.
FY2022	2,824	N.A.	N.A.	N.A.	5.3	ROE(%)	18.1
FY2023	3,055	N.A.	N.A.	N.A.	4.5	PEG(倍)	N.A.

游戏行业

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

移动游戏规模不断增加，元宇宙未来可期

自 2021 年 8 月以来，游戏行业迎来了史上最大力度的监管与整改，后续相关部门不断完善监督机制，行业各公司根据要求亦相继完善未成年人保护相关措施，防止未成年人沉迷游戏成为行业共识。随着国家反垄断局挂牌成立，行业整改靴子或已落地，游戏版号的审批预期很快恢复。

移动游戏市场规模持续增加，龙头公司韧性充足：根据伽马数据报告，2021 年第三季度移动游戏市场实际销售收入为 554.7 亿元人民币，环比下降 0.9%，同比增长 9.09%。虽然游戏行业行业经历了史上最大力度的整改，但是 2021 年第三季度龙头公司的游戏增值服务收入仍然录得了增长，表现出了卓越的韧性。

游戏出海及精品游戏是中短期竞争重要领域：当前游戏市场增速开始放缓，市场迈入存量争夺阶段。虽然手游榜单仍被腾讯与网易长期霸榜，但市场依旧出现了诸多现象级游戏。如米哈游出品的《原神》上市后在海内外均迅速占领市场，在游戏畅销榜持续位列前三，展现出了强大的吸金能力。在国内游戏监管趋严的背景下，海外市场的拓展及精品游戏的开发将会是游戏发展的重要方向。

长期看好元宇宙赛道：近期元宇宙概念持续火热，市场对于元宇宙的态度出现了两极分化，一部分认为元宇宙概念虚无缥缈，一部分认为元宇宙时代已经到来，并将逐步颠覆我们的生活方式。我们认为元宇宙概念为我们刻画了一个互联网发展的可能性，最终可成为一个去中心化的生态系统。目前游戏行业与 VR/AR 是元宇宙的先行行业，已经有公司开始探索元宇宙相关的软/硬件产品。我们长期看好自研能力出众的游戏公司在元宇宙方向上的探索与发展。

投资建议：国家反垄断局于 11 月正式挂牌。我们认为当前国家对游戏行业的监管靴子已落地，游戏版号正常审批预期很快恢复。建议买入腾讯(00700.HK)、心动公司(02400.HK)、网易(09999.HK)。

图表 159：港股游戏板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	-7.47	6.57	29.39

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
腾讯控股	700 HK	456.80	608.789	63/5/2
心动公司	2400 HK	39.50	56.926	18/2/1
网易	9999 HK	157.50	211.035	26/0/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 160：游戏板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	PEG
		(HKD)	(HKDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	23F
		(HKD)	(HKDm)	(HKD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)
中手游	302 HK	3.100	8,581	5.510	·· ······	10/0/0	88.1	7.6	27.3	7.2	6.7	5.3	1.2	1.0	0.9	19.1	9.6
腾讯控股	700 HK	456.800	4,389,107	608.789	·· ······	63/5/2	45.6	-5.4	19.0	22.0	23.2	19.5	4.2	3.5	3.0	17.9	1.8
网龙	777 HK	18.320	10,057	30.500	····· ····	9/0/0	24.4	15.2	12.3	7.7	6.7	6.0	1.2	1.1	1.0	15.1	NA
IGG	799 HK	6.930	8,271	8.800	· ······	6/10/0	-55.1	11.5	-10.0	8.9	8.0	8.9	1.9	1.6	1.4	24.2	NA
创梦天地	1119 HK	6.250	8,672	4.400	····· ····	4/0/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.8	1.6	1.4	0.8	NA
火岩控股	1909 HK	1.080	4,147	NA	·· ······	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
心动公司	2400 HK	39.500	18,977	56.926	· ······	18/2/1	转亏	NA	转盈	NA	NA	97.8	6.6	7.9	6.8	NA	0.7
金山软件	3888 HK	34.250	46,929	50.036	·· ······	22/4/0	-91.2	0.7	108.9	46.3	46.0	22.0	1.5	1.4	1.3	2.8	NA
网易	9999 HK	157.500	528,397	211.035	····· ····	26/0/0	NA	18.2	20.6	28.8	24.4	20.2	4.6	3.8	3.2	16.8	0.9
简单平均							2.4	8.0	29.7	20.2	19.2	25.7	2.9	2.7	2.4	8.8	3.2
市值加权							34.7	1.2	23.5	24.2	24.0	23.6	4.1	3.6	3.1	14.4	1.6
中位数							24.4	9.5	19.8	15.5	15.6	19.5	1.9	1.6	1.4	15.9	1.4

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

中手游 (00302.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

IP 游戏市场广阔，IP 储备丰富

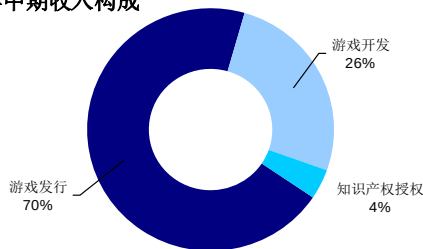
中手游是一家主要从事手游发行、游戏开发的全球化 IP 游戏生态公司。公司拥有著名文化产品及艺术作品有关的知识产权储备，用于开发及授权开发游戏。

IP 改编游戏市场前景广阔：当下手游市场游戏模式固化，玩法单一，以模式创新为主的精品游戏稀少，知名 IP 的游戏化开发成为了头部游戏公司的重要运营方向。相较于模式创新，IP 游戏在获取用户及知名度上具有明显优势。根据中国音数协工委报告，中国 IP 改编移动游戏市场规模已超过千亿且一直维持较高增速。我们认为未来 IP 游戏的改编仍然会是手游研发的重要赛道，市场前景广阔。

游戏研发模式成熟，IP 储备丰富：目前游戏行业产品迭代放缓，优秀的 IP 可以有效降低拓展市场的成本与周期。以此作为发展思路，中手游持续深化 IP 游戏生态。公司现已投资超过 30 家游戏开发商，投资 IP 包括《少年三国志》、《吞噬星空》等。重点 IP《仙剑奇侠传》有望于 2022 年上市并带来新的游戏收入增量。

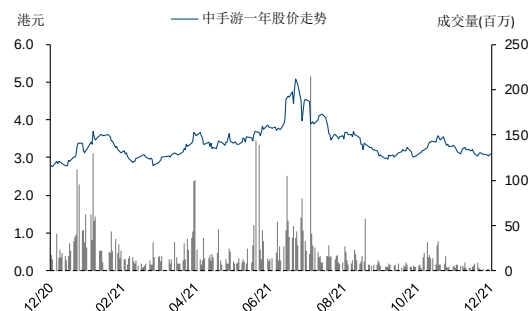
投资建议：目前游戏行业监管严格，游戏版号审批自 2021 年 8 月份暂定后尚未恢复。伴随着国家反垄断局的挂牌，行业整改靴子或已基本落地，版号审批的恢复指日可待。我们认为中手游丰富的 IP 储备及成熟的游戏研发模式有助于其在审批恢复后快速推出新产品，从而带来收入的增长。推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	3.100
彭博平均目标价(港元)	5.510
彭博目标价区间(港元)	5.020-6.000
潜在上升空间	77.74%
彭博买入/持有/卖出评级数	10/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-6.91	0.98	15.47
相对恒指变动	-6.58	5.77	29.55
市值(百万港元)	8,581		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	17.1		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	3.452		
52 周低/高位(港元)	2.607-5.090		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	5,324	1,007.3	0.350	7.2	1.2	股息率(%)	4.3
FY2022	6,237	1,129.5	0.377	6.7	1.0	ROE(%)	19.1
FY2023	7,595	1,445.7	0.480	5.3	0.9	PEG(倍)	0.4

腾讯控股 (00700.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

游戏业务具备韧性，“外链开放”带来机遇

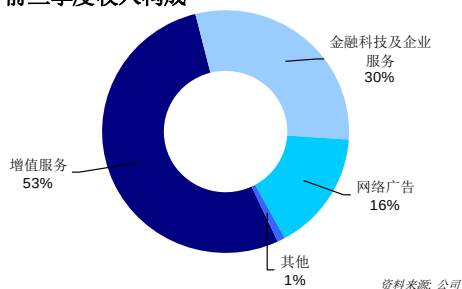
腾讯控股是一家主要提供增值服务、网络广告服务、支付相关服务及云服务等业务的投资控股公司。

游戏业务具备韧性，海外市场存在新机遇：2021 年 8 月以来，游戏行业迎来了史上最大力度的监管与整改。受监管影响，腾讯第三季度手游收入同比增长放缓到 8.5% 达 425 亿元(人民币，下同)，略低于同期中国移动游戏市场实际销售增速 9.1%。公司在 2021 年第三季度财报中首次披露海外游戏市场收入，当季游戏收入同比增长 20.0% 达 113 亿元，占游戏总收入的 26.6%。考虑到行业监管靴子或已落地及腾讯核心游戏的海外生命周期，我们认为腾讯未来游戏收入具备稳定增长的条件，海外市场将成为收入增长的重要构成。

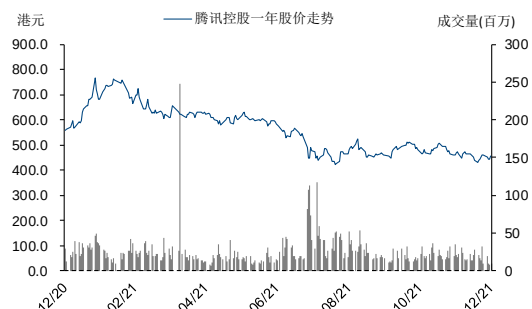
“外链开放”带来新的机遇：为严格落实国家反垄断政策，根据工信部召开的“屏蔽网址链接问题行政指导会”要求，行业内各平台已按要求解除链接屏蔽。我们认为各互联网公司互联互通的开展有利于腾讯金融科技服务业务的进一步扩张；同时短视频与微信的融合也将更加深入，微信生态将展现出更大的广告价值。

投资建议：目前游戏行业的监管与整改及反垄断监管靴子已基本落地，腾讯相关业务在此次整改中表现出了显著的韧性。考虑到 2021 年第四季度腾讯重磅游戏的上线及核心游戏的版本更新，我们看好腾讯未来业绩的增长，建议买入。

2021年前三季度收入构成



收市价(港元)	456.800
彭博平均目标价(港元)	608.789
彭博目标价区间(港元)	400.000-780.000
潜在上升空间	33.27%
彭博买入/持有/卖出评级数	63/5/2



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-0.57	-1.00	-19.01
相对恒指变动	-0.24	3.80	-4.93
市值(百万港元)	4,389,107		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	4.3		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	528.951		
52 周低/高位(港元)	412.200-775.500		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	567,554	162,982.2	16.974	22.0	4.2	股息率(%)	0.4
FY2022	660,564	157,954.0	16.066	23.2	3.5	ROE(%)	17.9
FY2023	770,075	187,525.5	19.113	19.5	3.0	PEG(倍)	2.5

心动公司 (02400.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

游戏模式迭代放缓，Tap Tap 商业潜力大

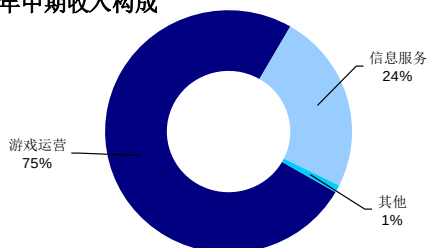
心动公司是国内知名的游戏公司，中国互联网百强企业。公司主营游戏的研发与运营，旗下拥有多款知名 IP。公司拥有全国最大的游戏社区之一“Tap Tap”。

行业迭代放缓，公司游戏储备丰厚：目前游戏模式迭代速度放缓，但是头部厂商依旧可以凭借成熟的运营方式获取利润。丰富游戏储备成为各大厂商的重要发展战略。公司目前已发行 24 款网络游戏及 14 款付费游戏，主要产品流水稳定；公司亦有逾 20 款游戏计划发布。未来新游戏上线带来的流水增加将与已发行游戏携手共同促进业绩的稳步提高。

Tap Tap 平台潜在商业价值大：心动公司拥有全国最大的游戏社区之一“Tap Tap”，现已经是重要的新游推广渠道。2021 年上半年 Tap Tap 中国区月平均活跃人数为 2,867 万，国际版仍处于高速扩张期。在收费上，中国区版本的变现方式比较克制，当前仅有广告投放这一渠道，并没有像其他平台一般采用与游戏厂商分成的方式；国际版在推出后仍未开始变现。我们认为当下平台仍处于客户累计时期，未来公司可以采用更多渠道的变现方式，Tap Tap 平台的潜在商业价值巨大。

投资建议：Tap Tap 作为一个评价类社区，在用户中已具有一定的权威性，后期有望与自研游戏互相赋能，促进公司业务发展，成为公司新的盈利增长点。彭博平均目标价 56.926 港币，对应上升空间 44.12%，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	39.500
彭博平均目标价(港元)	56.926
彭博目标价区间(港元)	46.000-69.000
潜在上升空间	44.12%
彭博买入/持有/卖出评级数	18/2/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-15.24	-8.88	-15.69
相对恒指变动	-14.91	-4.09	-1.61
市值(百万港元)	18,977		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	154.6		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.4		
200 天移动平均(港元)	51.357		
52 周低/高位(港元)	35.500-114.500		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	2,773	-808.8	-1.673	N.A.	6.6	股息率(%)	0.0
FY2022	3,574	-365.8	-0.583	N.A.	7.9	ROE(%)	N.A.
FY2023	4,461	-172.7	0.330	97.8	6.8	PEG(倍)	-0.1

网易 (09999.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

游戏自研能力出众，有道前景良好

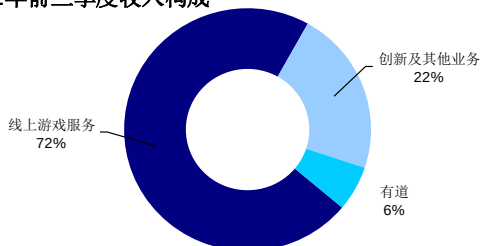
网易是中国领先的互联网技术公司，也是全球领先的在线游戏开发公司，拥有《阴阳师》、《哈利波特》等热点游戏 IP。

自研能力出众，端游手游齐发力：网易是国内自研游戏龙头公司，游戏是网易的支柱业务，收入占比超过 70.0%，旗下游戏常年占据游戏畅销榜前 10 位置。2021 年第三季度手游及端游端的重磅新品《哈利波特》与《永劫无间》上线后迅速获得市场认可，相关流水促进网易 2021 年第三季度收入在高基数基础上，同比仍大幅提高 18.9%。目前这两款核心游戏尚处于游戏周期初期，未来有望成为网易游戏板块收入增长的核心力量。

有道收入大幅增长，成人教育前景广阔：在线课程是有道的核心收入来源，虽然今年教培行业经历了前所未有的整改，但是多元化的精品课程设置使得有道受波及较小。有道专注的成人教育赛道前景广阔，根据艾瑞咨询数据推算，中国成人在线教育潜在用户规模 2023 年将增至 6.8 亿，市场规模将达到 1,500 亿元，2020-2023 年平均复合增速为 12%。相信未来随着行业的扩张，有道收入将不断提高。

投资建议：2021 年第三季度开始的游戏行业整改对各大游戏公司均产生了一定影响，网易游戏业务收入依旧录得了不俗的增长，表现出了强大的竞争力。目前游戏行业的监管与整改及反垄断监管靴子已基本落地，我们看好网易未来业务盈利的稳步提高，推荐买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	157.500
彭博平均目标价(港元)	211.035
彭博目标价区间(港元)	183.000-226.000
潜在上升空间	33.99%
彭博买入/持有/卖出评级数	26/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-6.58	19.77	6.71
相对恒指变动	-6.25	24.57	20.78
市值(百万港元)	528,397		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(港元)	159.618		
52 周低/高位(港元)	117.200-207.800		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	87,694	14,793.2	4.465	28.8	4.6	股息率(%)	1.0
FY2022	102,217	17,572.8	5.279	24.4	3.8	ROE(%)	16.8
FY2023	116,641	21,046.4	6.374	20.2	3.2	PEG(倍)	1.2

软件行业

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

十四五规划“加快数字化发展”带来新机遇

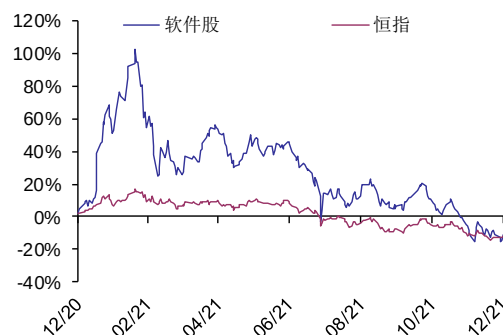
十四五规划中将“加快数字化发展，建设数字中国”列为重要发展战略。我们认为在数字化转型加快的背景下，企业的数字化运营需求将快速扩大，软件行业将迈入高速增长时期。2022 年软件行业将迎来新的机遇。

SaaS 迎来新机遇，行业拓展空间大：新冠疫情的爆发给线上经济带来了重要的发展机会，但随着疫情的结束，SaaS 发展开始出现了放缓的趋势。十四五规划提出的数字化发展给 SaaS 行业指明了新的拓展方向，随着产业转型升级以及供应链金融进一步发展，中小企业的数字化运营需求不断扩大。传统的软件方案已不能支持企业发展的需求，专业的 SaaS 解决方案能更好的服务于客户，进而推动数字化转型。目前中国 SaaS 行业现已有诸多标杆性公司，但是相较于美国 SaaS 龙头企业的行业全覆盖，中国 SaaS 公司服务范围仍较为狭窄，在客户规模上仍有较大拓展空间；在垂直领域产品的应用深度与提高客户留存率方面亦大有可为。

低代码行业优势凸显：低代码开发平台是无需编码或通过少量代码就可以快速生成应用程序的开发平台。现如今数字化转型已经成为企业提升市场竞争力的手段之一，低代码平台具有的上手快、开发快、运行快等特点可以有效提高企业数字化转型效率，降低软件企业的成本。根据艾瑞咨询数据，2024 年低代码行业市场规模有望超过 100 亿元人民币，2020-2024 年复合增长速度预期将高达 50%，行业前景广阔。国内软件巨头主要从 2018 年开始入场低代码行业，目前已有相关产品得到市场初步认可。我们认为，中国低代码行业尚处于发展初期，未来有望高速扩张。

投资建议：在十四五规划的推动下，企业数字化转型终将渗透到市场各个领域，成为中国经济高速发展的基本条件。国家和地方已陆续出台相关政策支持行业发展。我们看好 SaaS 与低代码行业在未来的发展。

图表 161：港股软件板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	-2.61	-7.15	-9.47

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
金蝶国际	268 HK	24.00	30.869	25/6/0
微盟集团	2013 HK	7.89	17.265	32/1/1
卓博集团	3738 HK	6.18	9.600	5/0/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 162：软件板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	EV/
		(HKD)	(HKDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	EBITDA
		(HKD)	(HKDm)	(HKD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)
金蝶国际	268 HK	24.000	83,320	30.869	··· ·····	25/6/0	NA	NA	转盈	NA	NA	2802.5	9.0	9.2	9.2	-3.5	NA
明源云	909 HK	17.760	34,962	39.354	·····	20/1/0	转盈	53.9	57.5	93.0	60.4	38.4	4.2	4.0	3.7	4.8	68.9
亚信科技	1675 HK	12.720	11,762	15.500	····· ·····	6/0/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.6	1.4	1.3	13.0	10.3
汇量科技	1860 HK	6.880	11,449	11.750	····· ·····	3/0/0	转盈	125.8	83.6	111.0	49.1	26.8	4.6	4.2	3.7	9.8	81.5
微盟集团	2013 HK	7.890	20,387	17.265	· ·····	32/1/1	转亏	NA	转盈	NA	NA	129.0	8.5	10.2	9.0	-30.1	NA
医渡科技	2158 HK	21.050	20,681	54.177	·····	7/0/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	3.9	4.9	NA	NA
阜博集团	3738 HK	6.180	12,144	9.600	··· ·····	5/0/0	-9.1	34.9	20.7	132.1	99.1	88.1	12.0	11.7	10.9	14.2	104.7
中国有赞	8083 HK	0.540	9,320	1.134	·····	9/6/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	2.2	2.4	2.7	-14.5	NA
联易融科技	9959 HK	7.300	16,820	16.077	· ·····	8/0/0	NA	转盈	65.1	-2.0	26.3	15.9	1.4	1.3	NA	-41.4	13.6
简单平均							NA	71.5	56.7	115.9	60.6	516.9	5.4	5.4	5.7	-6.0	55.8
市值加权							NA	66.2	57.7	107.2	59.3	997.1	5.9	5.6	5.9	-2.7	52.3
中位数							NA	53.9	61.3	111.0	54.8	63.3	4.4	4.0	4.3	0.6	68.9

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

金蝶国际 (00268.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

苍穹平台持续发力，未来业绩有望持续增长

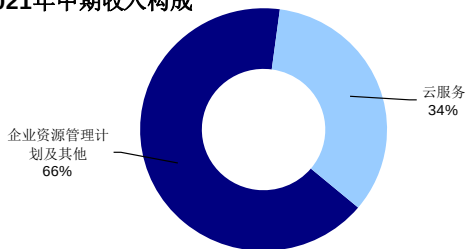
金蝶国际是中国软件产业龙头公司、全球领先的在线管理及电子服务商。公司通过软件管理与云服务，向全球范围内的企业、政府提供服务。

苍穹平台持续发力，未来有望成为业绩增长核心动力：进入后ERP时代，大型企业对企业数字化平台、产业互联网平台提出全新要求。金蝶国际在云服务领域持续拓展并推出中国首款自主创新、基于云原生架构的企业级云服务平台“苍穹”，及基于苍穹的独立 SaaS 应用“星瀚”。苍穹的开放型架构持续释放开发生产力，带动了平台生态的繁荣，自上线后受到了大企业客户的广泛认可。2021 年上半年苍穹与星瀚共录得收入 1.6 亿元(人民币，下同)，同比增长 155%；共签约新客户 142 家。未来苍穹与星瀚有望成为金蝶国际业绩增长的核心动力。

高研发投入持续，“星空”业务稳定增长：2021 年上半年，金蝶累计研发费用投入 6.3 亿元，同比增长 74%。研发投入的增加提高了公司商品的市场竞争力，金蝶云订阅服务年经常性收入(ARR)同比增长 72%达 12.7 亿元。“星空”收入同比增长 35%达 6.8 亿元；客户续费率 87%，累计客户超过 2.3 万家，包括芯源微电子、数明半导体、通化东宝药业等知名企业。我们看好“星空”业务未来的稳定增长。

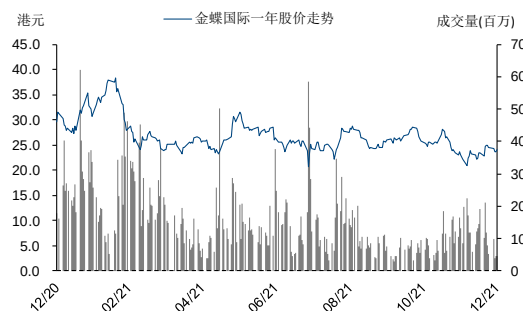
投资建议：目前“苍穹”平台仍处于持续研发中，相信未来随着该平台功能的不断完善，公司盈利将不断提高，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	24.000
彭博平均目标价(港元)	30.869
彭博目标价区间(港元)	25.100-36.200
潜在上升空间	28.62%
彭博买入/持有/卖出评级数	25/6/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	1.48	-7.87	-24.05
相对恒指变动	1.81	-3.08	-9.97
市值(百万港元)	83,320		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.3		
200 天移动平均(港元)	25.693		
52 周低/高位(港元)	20.300-39.500		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	4,266	-345.6	-0.101	N.A.	9.0	股息率(%)	0.0
FY2022	5,308	-206.9	-0.063	N.A.	9.2	ROE(%)	-3.5
FY2023	6,830	28.8	0.007	2,802.5	9.2	PEG(倍)	N.A.

微盟集团 (02013.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

数字化转型加快，微盟未来可期

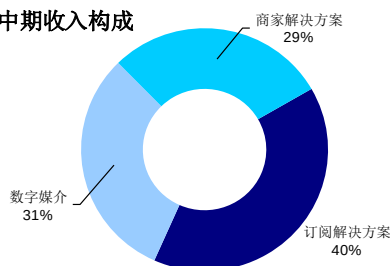
微盟集团是中国领军的企业云端商业及营销解决方案提供商，同时也是中国领军的精准营销 SaaS 服务提供商。公司围绕商业云、营销云、销售云打造智慧商业服务生态，通过去中心化的智慧商业解决方案赋能企业实现数字化。

数字化转型加快，公司业绩有望维持快速增长：十四五规划中将“加快数字化发展，建设数字中国”列为重要发展战略。我们认为在数字化转型加快的背景下，SaaS 行业将迈入高速增长时期。微盟集团作为 SaaS 板块细分赛道龙头，依托微信生态系统，延续了 2020 年迅猛发展的势头，在 2021 年上半年维持高速发展，收入同比增长 44.5% 达 13.8 亿元(人民币，下同)，未来随着 SaaS 行业发展有望维持快速增长。

微盟云平台加强生态化战略，公司收入未来可期：微盟云平台为商家提供基于微盟标准的 SaaS 产品个性化定制和集成服务，运营已经步入正轨。平台现已有超过 550 家活跃企业，累计提交超过 1,500 个应用。平台的不断完善推进了公司生态化核心战略进程。依托该平台公司进一步深化在微信生态内的流量布局，帮助客户实现全渠道经营。未来云平台的发展有望成为公司新的业务增长点。

投资建议：在数字化转型加快的背景下，未来微盟云平台通过不断完善有望实现独立的高速发展，成为公司带来新的盈利增长点，推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	7.890
彭博平均目标价(港元)	17.265
彭博目标价区间(港元)	10.200-26.000
潜在上升空间	118.82%
彭博买入/持有/卖出评级数	32/1/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-16.60	-30.05	-43.40
相对恒指变动	-16.27	-25.26	-29.32
市值(百万港元)	20,387		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间	- -----		
贝塔值(Beta)	1.7		
200 天移动平均(港元)	13.236		
52 周低/高位(港元)	6.790-33.500		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	2,754	-681.6	-0.337	N.A.	8.5	股息率(%)	0.0
FY2022	3,550	-264.5	-0.123	N.A.	10.2	ROE(%)	-30.1
FY2023	4,611	84.8	0.050	129.0	9.0	PEG(倍)	N.A.

阜博集团 (03738.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

内容变现与保护业务共同推动公司高速发展

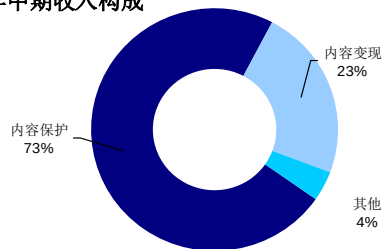
阜博集团是一家全球领先的在线视频内容保护服务供应商，为全球范围内的娱乐公司提供版权保护 SaaS 服务，协助版权方识别潜在被侵权内容并降低因侵权导致的收入损失。

内容变现业务有望维持高速发展趋势：公司收购 Rights ID 及 Channel ID 后业务规模进一步扩大。已与 YouTube、Facebook、Instagram 及 SoundCloud 合作并成为满足要求的独立版权管理供应商，主要帮助版权方追索被侵权内容收益。该内容变现业务的拓展成功使集团进入 2.0 交易型 SaaS 阶段，未来通过与各大互联网及娱乐公司的合作有望成为公司主要收入来源。2021 年上半年内容变现业务收入同比增长 107.4% 达 2.34 亿港元，未来有望维持高速发展趋势。

行业模式转变，DTC 推动公司发展：消费者从传统的付费电视服务逐渐转向系统运营商拥有的有线电视或卫星电视服务，主要电影公司及版权方为了适应行业转变，纷纷建立 DTC 模式平台。对于 DTC 平台，优质的独占资源为其核心竞争力之一，盗版内容将直接减少平台的订阅及收入，版权保护的重要性开始凸显，版权保护需求扩大，为公司的快速发展创造了条件。阜博集团自 2006 年开始提供版权保护 SaaS 服务，2021 年上半年内容保护业务收入同比增长 79.6% 达 7,400 万港元。

投资建议：版权保护行业技术壁垒高，阜博集团作为行业龙头具有数据和客户优势，我们看好阜博盈利的成长。推荐买入。

2021年中期收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	6.180
彭博平均目标价(港元)	9.600
彭博目标价区间(港元)	8.500-10.700
潜在上升空间	40.56%
彭博买入/持有/卖出评级数	5/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-16.03	-0.96	41.26
相对恒指变动	-15.70	3.83	55.33
市值(百万港元)	12,144		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	13.8		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.4		
200 天移动平均(港元)	7.374		
52 周低/高位(港元)	4.010-12.113		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	83	2.5	0.006	132.1	12.0	股息率(%)	0.1
FY2022	129	10.5	0.008	99.1	11.7	ROE(%)	14.2
FY2023	184	18.3	0.009	88.1	10.9	PEG(倍)	9.5

中国有赞 (08083.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

GMV 及付费商户数有望恢复增长

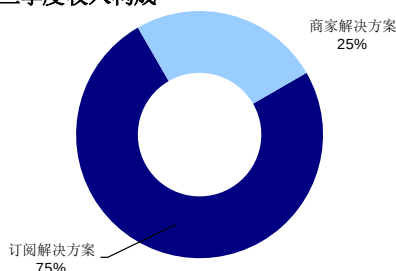
中国有赞是一家主要从事零售科技 SaaS 服务的企业，帮助商家进行网上开店、社交营销、提高留存复购，拓展全渠道新零售业务。

后快手时代，公司 GMV 有望恢复增长：2020 新冠疫情的爆发推动了私域流量模式为主新零售的发展。相较于传统公域流量，私域流量独有的高性价比、去中心化等特征赋予其强大的活力。作为私域流量的龙头，有赞在新零售领域具有独特的优势。由于新冠疫情造就了高基数及快手 GMV 的消失，2021 年前三季度有赞增速有所放缓，GMV 为 718 亿元人民币，同比下滑 4%；存量商家数量为 9.03 万，同比下滑 8%。考虑到快手对公司业绩的影响已接近尾声以及疫情逐渐稳定，未来公司业绩有望恢复增长。

付费商户数开始企稳，未来有望恢复增长：快手主播及小微客户的流失较大程度影响了公司 2021 年付费商户数的表现，公司第三季度新增付费商户数止住了下降趋势，同比增长 6% 达 13,690 个，我们认为公司快手流失的负面影响已经趋稳，未来随着线下门店拓展的进行，付费商户有望恢复增长趋势。

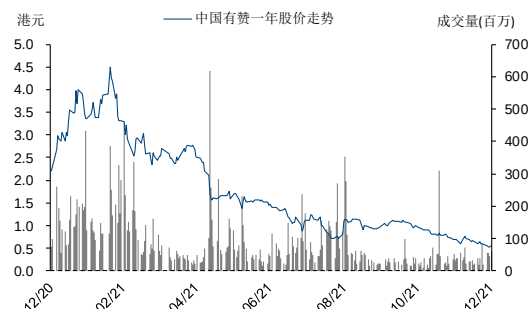
投资建议：在国家大力推进企业数字化转型的时代下，SaaS 行业有望迎来高速发展时期。有赞身处黄金赛道，未来随着快手合作消失负面影响的逐渐消退，重新回到业绩增长轨道。推荐投资者逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	0.540
彭博平均目标价(港元)	1.134
彭博目标价区间(港元)	0.850-1.870
潜在上升空间	110.00%
彭博买入/持有/卖出评级数	9/6/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-22.86	-44.90	-76.62
相对恒指变动	-22.53	-40.10	-62.55
市值(百万港元)	9,320		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间	- -----		
贝塔值(Beta)	1.5		
200 天移动平均(港元)	1.376		
52 周低/高位(港元)	0.500-4.520		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	1,620	-532.3	-0.031	N.A.	2.2	股息率(%)	0.0
FY2022	2,066	-439.3	-0.020	N.A.	2.4	ROE(%)	-14.5
FY2023	2,768	-385.5	-0.017	N.A.	2.7	PEG(倍)	N.A.

互联网行业

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

直播电商高速发展，社区团购开辟新赛道

回顾过去一年，电商行业监管不断加强。2021 年 5 月起由市场监管总局出台的《网络交易监督管理办法》对电商平台作出了明确规范，规定平台不得通过搜索降权、下架商品、限制经营、屏蔽店铺等方式，强制经营者“二选一”。平台间的互联互通也是重点领域，7 月开展的互联网行业专项整治行动将屏蔽网址链接列为了重点对象，通过解除互联网平台，如阿里巴巴、字节跳动、腾讯之间关于内容、数据和链接的屏蔽改善用户体验，降低交易成本。

新兴平台涌入市场，直播电商持续爆发：中国电商行业自 2013 年以来连续 8 年成为世界第一大网络零售市场，目前综合电商平台的 GMV 增速已经开始放缓，电商行业的竞争思路开始改变。除淘宝、京东、拼多多等传统电商巨头外，以抖音及快手为代表的短视频内容直播电商平台正异军突起，不断抢占市场份额。自 2016 年至今，直播电商已经逐步成为品牌推广的重要渠道。根据艾瑞咨询数据，2020 年中国直播电商市场规模超过 1.2 万亿元(人民币，下同)，同比增长 122%，预计 2023 年将达到 4.9 万亿元，行业发展空间巨大。

社区团购开辟电商新赛道：2019 年爆发的新冠疫情严重打击了线下经济，与此同时社区团购开始高速发展。社区团购以线下的住宅社区为依托，社区内的居民团体进行的一种购物模式。是一种基于微信的新型电商渠道，通过销售渠道的创新将线上产品与线下的社区资源有机结合在一起，依据社区的轻社交关系打开了一种低成本的客户获取方式。目前各大电商平台均已进入社区团购市场，提供生鲜、果蔬、日用品等生活中需求量较大的产品。在后疫情时代，平台间的互联互通及 SaaS 技术的发展有望促进社区团购进入高速发展时期。

投资建议：中国电商行业自诞生后一直维持高速发展趋势。在人口红利的消失及监管不断加强的背景下，直播电商及社区团购等赛道的开辟保证了行业发展的持续性与未来的扩展空间。推荐买入行业龙头阿里巴巴(09988.HK)、京东(09618.HK)。

图表 163：港股电商板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对恒指变动	-11.76	-12.32	-3.72

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
快手	1024 HK	72.05	132.092	39/3/0
京东集团	9618 HK	274.00	422.513	25/0/0
阿里巴巴	9988 HK	118.90	204.242	38/2/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 164：电商板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	PEG
		(HKD)	(HKDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	23F
		(HKD)	(HKDm)	(HKD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)
同程旅行	780 HK	14.440	32,021	20.888		20/2/0	142.9	55.4	38.9	35.2	22.7	16.3	1.7	1.6	1.5	6.5	NA
快手	1024 HK	72.050	303,196	132.092		39/3/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	6.4	11.6	14.9	-35.9	NA
阿里影业	1060 HK	0.710	19,054	1.175		2/1/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.1	1.1	1.0	-0.7	NA
汽车之家	2518 HK	56.350	28,704	84.117		2/1/1	NA	10.2	-1.2	9.8	8.9	9.0	1.2	1.1	1.0	12.7	NA
美团-W	3690 HK	225.400	1,382,894	318.852		52/6/1	转亏	NA	转盈	NA	NA	244.7	10.5	10.8	9.8	-20.7	1.3
京东集团	9618 HK	274.000	854,324	422.513		25/0/0	NA	331.8	60.6	212.2	49.2	30.6	3.3	3.3	3.0	2.8	3.6
携程集团	9961 HK	190.800	121,627	245.345		11/1/0	NA	转盈	400.3	NA	114.4	22.9	1.0	1.0	0.9	0.2	NA
阿里巴巴	9988 HK	118.900	2,578,621	204.242		38/2/0	NA	-41.5	18.6	21.9	18.5	14.3	2.6	2.3	2.0	10.7	NA
简单平均							142.9	89.0	103.4	69.8	42.7	56.3	3.4	4.1	4.3	-2.0	2.4
市值加权							142.9	188.4	146.2	133.3	58.6	80.0	4.5	5.0	4.8	-3.5	2.5
中位数							142.9	32.8	38.9	28.6	22.7	19.6	1.9	2.1	1.9	1.5	2.4

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

快手 (01024.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

行业监管带来新机遇，商业化进程不断加快

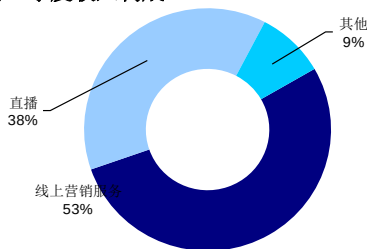
快手诞生于 2011 年，最初是一款手机应用，后转为短视频社区平台。公司于 2016 年上线直播功能，依托庞大的客户规模进入直播电商市场。截至 2021 年第三季度末，平均日活跃用户及月活跃用户数分别达到 3.2 亿与 5.7 亿，成为直播电商领域巨头。

行业监管加强带来新机遇：2021 年 5 月《网络交易监督管理办法》规定平台不得通过搜索降权、下架商品等方式，强制经营者“二选一”；互联网平台间互联互通等政策的执行为新兴互联网平台的崛起打造了良好的竞争环境，降低了公域及私域流量的获取难度。公司 2021 年第三季度收入达到 205 亿元(人民币，下同)，同比+33%。目前原有短视频客户群向电商客户的转变仍在继续，付费用户渗透率及货币化率有望持续增长。

电商和广告业务推动快手商业化进程：2021 年第三季度快手线上营销服务收入同比增长 76%达 109 亿元，包括直播在内的其他服务收入同比增长 56%达 19 亿元。公司通过整合营销工具及直播电商规模扩大带来了显著的广告商业化增长。根据艾瑞咨询数据，2021 年中国电商广告市场规模超过 3,700 亿元，到 2023 年将达到 5,350 亿元。未来公司收入有望随行业扩张持续提高。

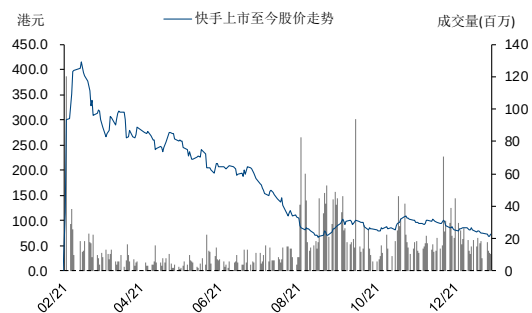
投资建议：快手通过多年的短视频运营累积了大量的客户资源，现处直播电商黄金赛道，推荐买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	72.050
彭博平均目标价(港元)	132.092
彭博目标价区间(港元)	95.000-165.000
潜在上升空间	83.33%
彭博买入/持有/卖出评级数	39/3/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-15.19	-12.88	N.A.
相对恒指变动	-14.85	-8.08	N.A.
市值(百万港元)	303,196		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(港元)	150.810		
52 周低/高位(港元)	64.500-417.800		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	79,914	-79,422.5	-19.744	N.A.	6.4	股息率(%)	0.0
FY2022	105,038	-23,165.9	-5.177	N.A.	11.6	ROE(%)	-35.9
FY2023	135,106	-11,534.8	-2.935	N.A.	14.9	PEG(倍)	N.A.

美团 (03690.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

公司核心业务稳定，持续加码新业务

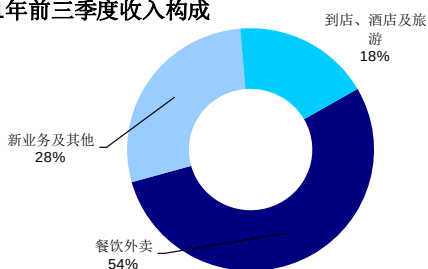
美团是中国领先的生活服务电商平台，公司拥有美团、大众点评、美团外卖等知名 APP，服务涵盖餐饮、外卖、生鲜零售、打车等 200 多个品类。

行业监管处罚落地，公司核心业务稳定：互联网行业在 2021 年经历了严厉的反垄断监管，10 月针对美团的反垄断处罚落地，市监局责令美团停止滥用市场支配地位行为，要求美团全额退还商家独家合作保证金，并对美团处以罚款，合计 47.3 亿元(人民币，下同)。美团深耕外卖行业多年，凭借其稳定的平台运营经验及线下配送体系，市场竞争优势明显。18-20 年美团网络餐饮外卖平台按收入计算占市场比例分别为 67%、69%、71%，呈现稳定上升趋势。虽然本次处罚严禁“二选一”情形的出现，在平等竞争的情况下，美团仍然具有稳定的商家及客户群体，我们认为核心业务并不会受到较大影响。

持续加码社区团购及闪购等新业务：2021 年第三季度新业务及其他收入 137 亿元，同比增长 67%；经营亏损增长至 109 亿元。预计对社区团购的持续加码将在未来几个季度持续影响公司的盈利表现。

投资建议：社区团购是电商行业未来几年竞争的重点领域，美团通过前期大量的投入已经积累了相当的客户资源。中长期，我们看好其主营业务及新业务领域价值的成长。未来随着疫情的稳定，线下业务亦有望得到恢复，推荐买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	225.400
彭博平均目标价(港元)	318.852
彭博目标价区间(港元)	200.000-435.000
潜在上升空间	41.46%
彭博买入/持有/卖出评级数	52/6/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-5.29	-8.60	-23.49
相对恒指变动	-4.96	-3.80	-9.41
市值(百万港元)	1,382,894		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.5		
200 天移动平均(港元)	268.170		
52 周低/高位(港元)	183.200-460.000		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	179,962	-23,545.6	-3.920	N.A.	10.5	股息率(%)	0.0
FY2022	245,086	-11,143.1	-1.965	N.A.	10.8	ROE(%)	-20.7
FY2023	319,734	5,920.8	0.753	244.7	9.8	PEG(倍)	N.A.

京东 (09618.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

供应链优势明显，业绩有望持续增长

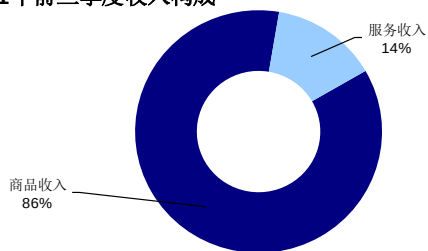
京东是全球领先的电子商务巨头，是以供应链为基础的技术与服务企业。京东通过自营电商平台、物流服务和数码科技等业务，为全球消费者提供服务。

双十一累计下单额再创纪录，平台竞争力强大：今年京东双十一突出“晚 8 点不熬夜”主题，销售高峰的起始时间提前到 10 日晚 8 点。截至 11 日 23:59，双十一累计下单金额超过 3,491 亿元人民币，创造了新的记录，较去年同期 2,715 亿元增长 28% 以上，显示出平台强大的竞争力，是未来公司业绩稳定增长的重要保障。

供应链优势明显，业绩有望持续增长：截至第三季度，京东年活跃用户数达 5.52 亿，同比增长 25.0%。我们认为在互联网电商人口红利逐渐消失的背景下，电商用户规模逐渐接近上限，供应链优势带来的下沉市场的成长将会是未来京东的重要竞争优势。第三季度末京东物流合计运营约 1,300 个仓库；包含京东物流管理的云仓面积在内，京东物流仓储总面积超过 2,300 万平方米，同比增长 15%。以拼购为核心的京喜业务自 2021 年 7 月主动战略发展 10 个省份，通过供应链及成本结构的主动优化，单均履约成本显著下降。

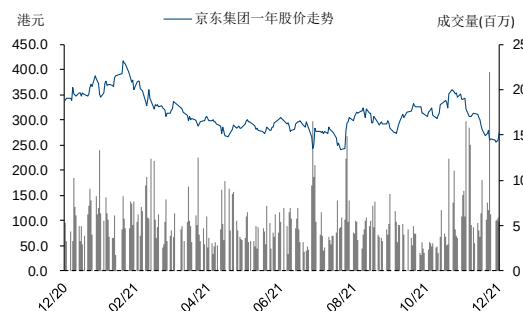
投资建议：除电商业务的稳定运营外，我们认为不断加强的物流基础能力将帮助京东建立牢固的竞争壁垒，为京东的进一步扩展提供坚实的基础保障，建议投资者逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	274.000
彭博平均目标价(港元)	422.513
彭博目标价区间(港元)	385.700-477.000
潜在上升空间	54.20%
彭博买入/持有/卖出评级数	25/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-19.36	-3.25	-19.88
相对恒指变动	-19.03	1.54	-5.81
市值(百万港元)	854,324		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(港元)	298.600		
52 周低/高位(港元)	236.400-422.800		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	953,235	2,644.5	1.054	212.5	3.3	股息率(%)	0.0
FY2022	1,162,727	13,538.6	4.552	49.2	3.3	ROE(%)	2.8
FY2023	1,383,824	22,329.3	7.309	30.6	3.0	PEG(倍)	6.7

阿里巴巴 (09988.HK)

Billy Sun 孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

电商仍有成长空间，云计算业务潜力大

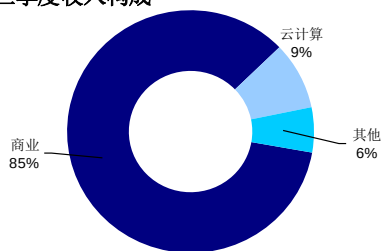
阿里巴巴是多元化互联网巨头，业务涵盖网上交易、零售、支付平台，以及以数据为中心的云计算服务。目前公司服务范围覆盖全球超过 240 个国家及地区。

直播电商市场规模仍有空间，公司有望持续受益：综合电商平台的 GMV 增速开始放缓，电商行业不断发掘新赛道以保持利润不断增长。自 2018 年以来新赛道直播电商行业开始快速崛起，根据艾瑞咨询数据，2020 年我国直播电商市场规模约 1.2 万亿(人民币，下同)，预计 2023 年将达到 4.9 万亿。作为行业头部公司，阿里巴巴有望伴随行业扩张持续受益。

云计算业务收入大幅增长，未来或成为业绩重要增长点：阿里巴巴的云计算业务于 2020 年第四季度开始持续盈利，2021 年第三季度收入同比增长 33% 达 200 亿元，占总收入比重约为 10%，云计算业务成为公司第二大收入来源。目前阿里巴巴已经成为国内外排名前列的云计算服务提供商。随着十四五规划将“加速数字化发展”列为国家发展重要策略，未来中国云计算市场有望进入高速发展阶段，作为行业龙头公司，阿里云收入将成为公司未来业绩重要的增长点。

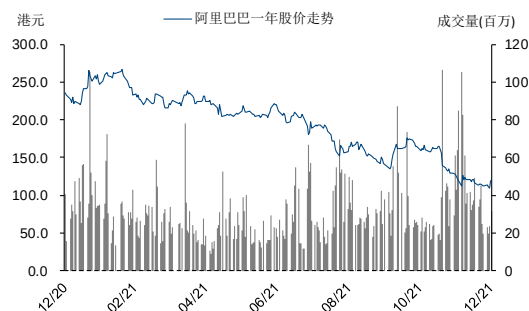
投资建议：阿里巴巴在直播电商赛道占有重要地位，未来随着行业扩张将持续受益；其第二大业务云计算服务属于国家重点发展领域，成长空间巨大。推荐买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(港元)	118.900
彭博平均目标价(港元)	204.242
彭博目标价区间(港元)	150.000-420.000
潜在上升空间	71.78%
彭博买入/持有/卖出评级数	38/2/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-6.60	-16.39	-48.88
相对恒指变动	-6.27	-11.59	-34.80
市值(百万港元)	2,578,621		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(港元)	181.650		
52 周低/高位(港元)	109.200-270.000		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	874,693	103,165.8	4.429	21.9	2.6	股息率(%)	0.0
FY2022	1,033,821	121,325.3	5.252	18.5	2.3	ROE(%)	10.7
FY2023	1,194,582	156,664.4	6.792	14.3	2.0	PEG(倍)	N.A.

美股 TMT 行业

Jerry Cao 曹文乾

+852 2509 2194

jerry.cao@gtjas.com.hk

半导体高景气度延续，流媒体业内竞争加剧

半导体行业：2021 年受数字化转型趋势加快、5G 设备更替、新能源汽车销量激增等因素影响，芯片需求大增；同时，由于全球疫情反复，晶圆代工产能无法全部释放，导致芯片供应不足，半导体供需严重失衡，全年行业持续呈现高景气度态势。SIA 预测 2021 年全球半导体的销售额将达到 5,530 亿美元，同比增长 25.6%，创历史新高。

面对芯片短缺问题，各方积极采取应对措施。政府层面，日本政府通过 2021 年度追加预算案，将编列约 6,000 亿日元补助先进半导体生产企业；美国政府 520 亿美元芯片投资提案也获参议院两党一致通过，待国会批准。企业层面，以台积电为首的晶圆代工厂商通过新建工厂、扩建生产线、增置光刻机等方式，开始了新一轮的产能扩张。据 Gartner 数据显示，2021 年全球半导体产能扩张计划投入的金额达 1,460 亿美元，较疫情爆发前提高了 50%。即便如此，由于半导体生产线对空间、技术要求较高，从建成到投产需数年的时间，因此短期内新增产能难以释放，预计 2022 年半导体行业高景气度将延续。建议关注 IC 设计端的高通(QCOM.US)、英伟达(NVDA.US)、晶圆代工龙头台积电(TSM.US)及光刻机寡头阿斯麦(ASML.US)。

流媒体行业：疫情伊始，宅家经济兴起，科技巨头及传统传媒公司纷纷涌入流媒体市场，竞争加剧，行业逐渐由蓝海市场向红海市场转变；而后随着疫情红利的逐渐消散，流媒体用户数量增长趋缓，优胜劣汰的局面出现。在此背景下，优质内容和资金支持将成为行业竞争的关键，拥有优质 IP、较强原创制作能力以及充足现金流的公司将会抢占更多的市场份额。此外，从传媒行业整体上来看，流媒体取代传统有线电视是大势所趋，但当前流媒体渗透率还相对较低，上升空间广阔，看好行业长期发展。建议关注奈飞(NFLX.US)、迪士尼(DIS.US)。

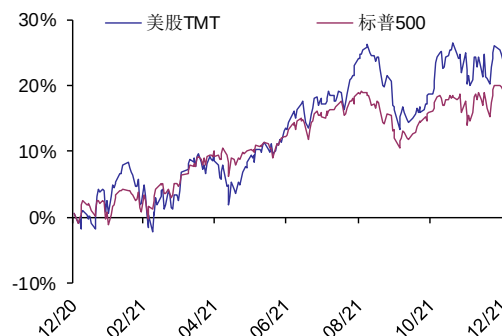
投资建议：美股科技相关板块当前处于历史高位，有估值回调的风险，预计 2022 年美股 TMT 行业将呈现震荡走势，建议投资者关注营收和盈利都相对稳健的龙头科技股。

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
谷歌	GOOGL US	2897.04	3363.843	50/1/0
亚马逊	AMZN US	3334.34	4111.775	59/0/0
英伟达	NVDA US	294.11	346.200	38/6/2

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

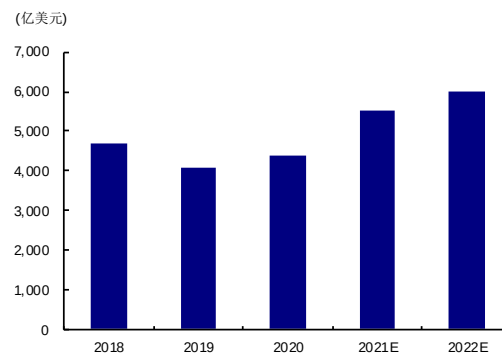
图表 165：美股 TMT 板块股价一年走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

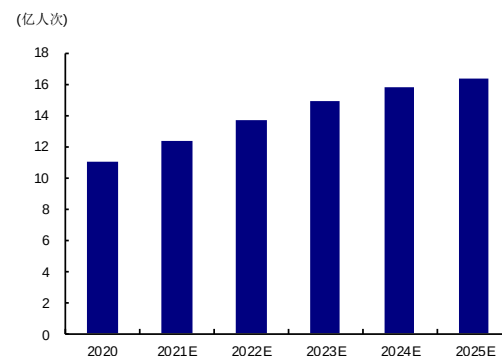
(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对标普 500 变动	-1.33	-0.50	3.41

图表 166：全球半导体市场规模预测



资料来源：WSTS，国泰君安国际

图表 167：全球 SVOD 总订阅量预测



资料来源：Omdia，国泰君安国际

图表 168: 美股 TMT 板块估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	PEG
		(USD)	(USDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	23F
				(USD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)
苹果	AAPL US	177.570	2,913,284	173.757		38/8/2	-0.6	2.7	7.5	31.8	31.0	28.8	49.3	39.3	33.3	144	2.8
亚马逊	AMZN US	3,334.340	1,691,003	4,111.775		59/0/0	-1.6	28.2	46.3	81.0	63.2	43.2	13.2	10.2	7.8	19.9	1.7
阿斯麦	ASML US	796.140	323,611	883.750		6/2/1	NA	23.9	13.2	51.7	41.7	36.8	24.6	20.5	18.1	44.2	1.4
博通	AVGO US	665.410	274,730	681.733		26/5/1	-2.9	30.3	21.1	43.3	33.3	27.5	11.2	13.6	14.2	50.8	1.3
康卡斯特	CMCSA US	50.330	229,954	63.939		28/8/1	14.8	13.3	15.3	16.8	14.8	12.9	2.4	2.2	2.1	15.2	0.8
美富时	CRM US	254.130	250,318	332.214		43/6/0	-6.3	-69.1	-45.8	61.2	197.8	365	5.8	4.4	4.4	10.8	3.1
思科	CSCO US	63.370	267,270	62.391		15/14/1	-9.1	17.1	6.5	25.7	21.9	20.6	6.5	5.7	5.0	33.9	3.4
迪士尼	DIS US	154.890	281,537	193.149		28/8/0	-43.8	208.5	36.0	120	39.0	28.7	3.2	3.1	2.7	4.2	0.9
Meta	FB US	336.350	935,645	399.575		52/8/2	38.2	1.5	18.7	24.1	23.8	20.0	6.6	5.5	4.6	29.0	0.8
谷歌	GOOGL US	2,897.040	1,921,777	3,363.843		50/1/0	108.4	3.9	14.9	26.8	25.7	22.4	7.6	6.2	5.2	29.0	0.6
微软	MSFT US	336.320	2,525,084	370.936		45/5/0	-2.4	19.8	12.5	43.2	36.1	32.1	17.9	13.4	10.0	44.2	2.4
奈飞	NFLX US	602.440	266,852	682.858		38/9/5	34.9	23.1	27.6	56.2	45.7	35.8	18.1	13.5	10.3	36.8	1.1
英伟达	NVDA US	294.110	735,275	346.200		38/6/2	-5.3	113.3	21.0	167	78.1	64.5	45.7	27.8	19.8	45.1	1.9
高通	QCOM US	182.870	204,814	201.691		26/11/0	-2.0	31.1	6.3	24.9	19.0	17.9	22.2	13.1	8.8	114	1.1
台积电	TSM US	120.310	623,937	143.007		9/3/0	NA	23.9	13.9	29.4	23.7	20.8	NA	NA	NA	29.1	1.4
简单平均							10.2	34.2	14.9	57.1	49.2	56.0	14.2	10.7	8.7	36.7	1.6
市值加权							35.9	22.2	25.3	56.6	47.5	41.8	13.3	10.5	8.6	30.8	1.3
中位数							-2.2	23.1	15.3	43.3	36.1	28.7	11.2	10.2	7.8	33.9	1.3

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

苹果 Apple (AAPL.US)

Jerry Cao 曹文乾

+852 2509 2194

jerry.cao@gtjas.com.hk

以手机业务为基石，推进多元化发展

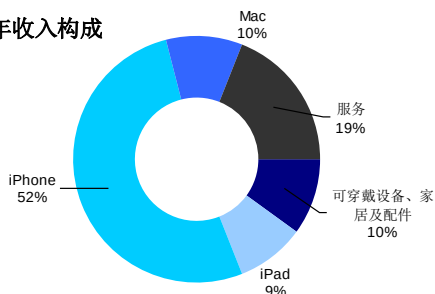
苹果总部位于美国加州，是全球领先的跨国科技公司，现时的业务包括设计、开发、手机通信和销售消费电子、计算机软件、在线服务和个人计算机。

5G 换机周期延续，iPhone 13 供不应求：据 Counterpoint 数据，全球 5G 手机的使用率在过去两年中快速上升，预计 2022 年全球 5G 智能手机出货量将超过 8 亿部，5G 将取代 LTE 成为移动设备的主流无线通信技术标准，市场潜力巨大。同时，新机型 iPhone13 较上一代产品在处理器和屏幕等方面有多处升级，进一步推动了客户的换机需求。但受制于疫情反复导致的芯片短缺，出货量无法满足需求端，2021 财年第四季度 iPhone 营收仅为 388.7 亿美元，低于市场一致预期。

技术革新和订阅服务推动多元化发展：新冠疫情背景下，远程办公、在线教育的普及，带动了平板电脑和笔记本电脑等移动办公设备需求增加，叠加 M1 系列高端处理器的发布，iPad 业务和 Mac 业务业绩远高于市场预期。此外，第四季度软件服务业务营收 183 亿美元，同比增长 25.6%，大幅超出市场预期；服务付费用户增至 7.5 亿，预计未来受益于付费用户基数增加带来的规模效应，利润率有望进一步提升。

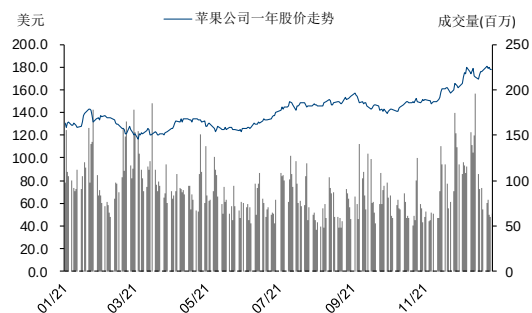
投资建议：预计 5G 换机潮背景下，随着供应链的逐渐恢复，iPhone13 和可穿戴产品出货量有望增长。建议逢低买入。

2021财年收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	177.570
彭博平均目标价(美元)	173.757
彭博目标价区间(美元)	90.000-210.000
潜在上升空间	-2.15%
彭博买入/持有/卖出评级数	38/8/2



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	8.43	24.48	33.82
相对标普 500 变动	3.41	15.09	6.93
市值(百万美元)	2,913,284		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	4.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(美元)	143.954		
52 周低/高位(美元)	116.210-182.130		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	382,015	93,524.7	5.733	31.0	39.3	股息率(%)	0.5
FY2023	404,989	97,989.4	6.165	28.8	33.3	ROE(%)	133.3
FY2024	426,434	101,212.1	6.446	27.5	24.9	PEG(倍)	6.6

亚马逊 Amazon (AMZN.US)

Jerry Cao 曹文乾

+852 2509 2194

jerry.cao@gtjas.com.hk

电商业务不及预期，云业务高速增长

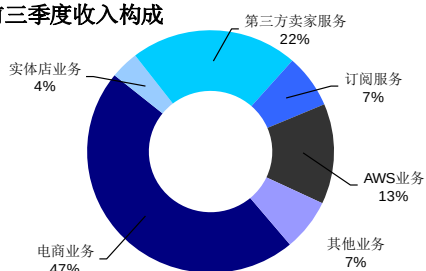
亚马逊总部位于美国西雅图，是全球最大的互联网线上零售商之一，旗下主要业务包括电子商务、云计算、流媒体、在线广告等。

电商业务盈利不及预期：由于疫情传播的影响，供应链及劳动力成本上行，叠加亚马逊在仓储和物流方面的高额投入，费用一时激增；同时电商业务营收增长放缓，两方面因素导致盈利大幅下降。2021 年第三季度公司整体收入 1,108 亿美元，同比增长 15.3%；净利润 31.6 亿美元，同比下降 50%，大幅不及市场预期。

AWS 业务高速增长：2021 年第三季度亚马逊 AWS 云业务营收 161 亿美元，同比增长 39%；收入快速增长的同时，利润率也有所改善，达 30.3%，环比增长 2%。Gartner 预测，2022 年全球云收入将从 2021 年的 4,080 亿美元增长至 4,740 亿美元，随着全球数字化经济发展速度的加快，对于云计算的需求也将水涨船高，亚马逊 AWS 作为全球云计算行业的领军者，其增长趋势有望延续。

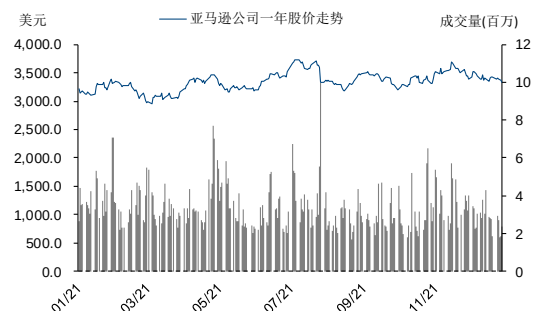
投资建议：亚马逊电商业务虽增长放缓，但相信其供应链问题只是暂时的，中短期内有望得到改善；公司在仓储物流上的投入也已进入尾声阶段，期间建成的基础设施将进一步提升亚马逊的仓储物流优势，巩固其在电商行业的领先地位；同时，云计算、在线广告业务也有望维持强劲增长。建议逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	3,334.340
彭博平均目标价(美元)	4,111.775
彭博目标价区间(美元)	3,771.000-5,000.000
潜在上升空间	23.32%
彭博买入/持有/卖出评级数	59/0/0



(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-3.00	1.56	2.38
相对标普 500 变动	-8.02	-7.83	-24.52
市值(百万美元)	1,691,003		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	22.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	0.7		
200 天移动平均(美元)	3,385.018		
52 周低/高位(美元)	2,881.000-3,773.078		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	470,393	21,371.1	41.148	81.0	13.2	股息率(%)	0.0
FY2022	554,940	26,908.9	52.738	63.2	10.2	ROE(%)	19.9
FY2023	649,325	40,818.6	77.180	43.2	7.8	PEG(倍)	3.0

阿斯麦 ASML Holding (ASML.US)

Jerry Cao 曹文乾

+852 2509 2194

jerry.cao@gtjas.com.hk

市场需求强劲，产能持续提高

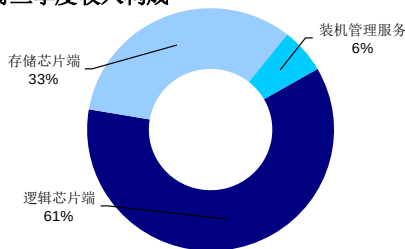
阿斯麦是总部位于荷兰的半导体设备制造商，主要产品是用于生产大规模集成电路的核心设备光刻机，为光刻机领域龙头企业，全球范围内市占率达 90% 以上。

终端市场需求持续增长，营收再创新高：随着数字化转型的持续推进，物联网领域分布式计算应用范围的不断扩大，以及 5G 智能设备的普及，市场对先进制程和成熟制程芯片的需求都愈发强劲，各晶圆代工厂商纷纷增置光刻机以增产扩产。2021 年第三季度阿斯麦实现营收 52.4 亿欧元，同比增长 32.4%，环比增长 30.4%，再创历史新高。公司主营业务光刻机业务营收 41 亿欧元，其中 61% 来自逻辑芯片业务，39% 来自存储芯片业务。

持续提高产能，以满足日益增长的客户需求：截至 2021 年第三季度，公司在手订单达到了 196 亿欧元，其中包含 116 亿的 EUV 光刻机订单。为满足客户对产品的需求，公司缩短了生产周期，并与供应商积极合作以提高 EUV 和 DUV 光刻机的产能。公司计划 2022 年将 EUV 产量增加至 55 台且均使用生产效率更高的 3600D 系统，DUV 方面也将持续提高产能。

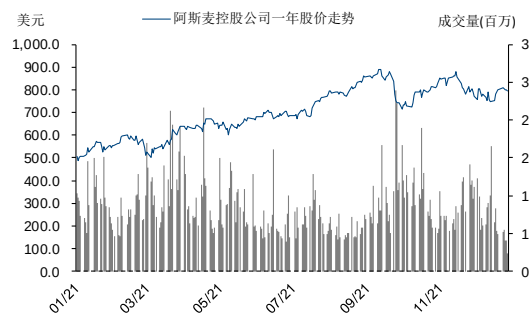
投资建议：阿斯麦作为光刻机领域绝对龙头，在行业中居于垄断地位。当前半导体设备行业呈现高景气度，市场需求大于产能，且产品利润高、公司盈利能力强并具有连续性，看好公司未来长期发展。推荐逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	796.140
彭博平均目标价(美元)	883.750
彭博目标价区间(美元)	715.000-1,000.000
潜在上升空间	11.00%
彭博买入/持有/卖出评级数	6/2/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	0.86	7.32	63.24
相对标普 500 变动	-4.16	-2.07	36.34
市值(百万美元)	323,611		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	31.1		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.2		
200 天移动平均(美元)	739.984		
52 周低/高位(美元)	489.740-895.930		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万欧元)	净利润(百万欧元)	每股盈利(欧元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	18,757	5,588.2	13.621	51.7	24.6	股息率(%)	0.5
FY2022	22,009	6,787.7	16.875	41.7	20.5	ROE(%)	44.2
FY2023	23,239	7,590.9	19.147	36.8	18.1	PEG(倍)	2.0

迪士尼 Disney (DIS.US)

Jerry Cao 曹文乾

+852 2509 2194

jerry.cao@gtjas.com.hk

优质 IP 和创作能力引领未来

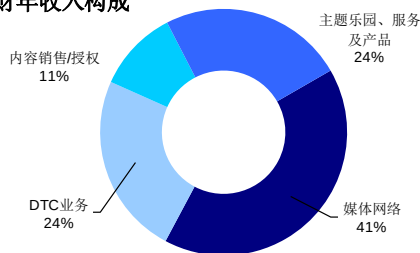
迪士尼成立于 1923 年，是美国一家多元化跨国媒体集团。主要业务涵盖电影和电视的制作、电视广播网络、流媒体服务及主题公园等。

DTC 业务不及预期，优质 IP 和创作能力引领未来：疫情伊始，宅家经济兴起，流媒体行业迅猛发展，但随着疫情红利的逐渐消散，流媒体业务增长放缓。公司 2021 财年第四季度 DTC 业务营收同比增长 38%至 45.6 亿美元，运营亏损从 3.7 亿美元扩大至 6.3 亿美元，用户增长 210 万人，大幅不及预期。虽然公司流媒体业务发展受阻，但我们认为，流媒体行业发展的趋势将是“优质内容为王”，公司拥有漫威、皮克斯、迪士尼童话世界等一系列优质 IP 以及丰富的电影电视创作经验，这些优势将为优质内容的释放提供强劲的动力。

线下业务回暖：随着疫情逐渐趋于缓和，公司旗下主题乐园在第三季度全部恢复开放，邮轮也全部启航，公司线下收入大幅提升。2021 财年第四季度公司主题乐园、体验和产品服务业务营收达 54.5 亿美元，同比增长 99%，经营利润达 6.4 亿美元。

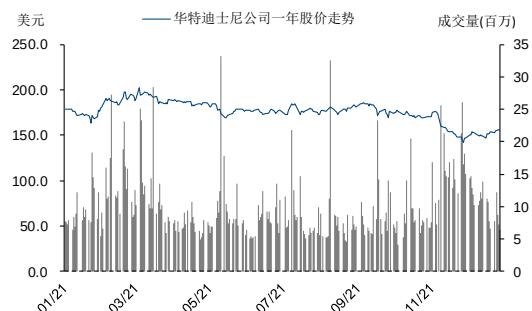
投资建议：随着新冠疫苗接种率的进一步提升，线下业务有望持续回暖；同时迪士尼亚太业务的拓展也值得期待，包括 Disney+ 的推广、参与本土作品的制作及玲娜贝儿等新晋 IP 的营销。看好迪士尼的长期发展，建议逢低买入。

2021财年收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	154.890
彭博平均目标价(美元)	193.149
彭博目标价区间(美元)	137.000-220.000
潜在上升空间	24.70%
彭博买入/持有/卖出评级数	28/8/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	5.22	-12.00	-14.51
相对标普 500 变动	0.21	-21.39	-41.40
市值(百万美元)	281,537		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	80.6		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.0		
200 天移动平均(美元)	173.796		
52 周低/高位(美元)	142.040-203.020		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	83,818	7,229.7	3.973	39.0	3.1	股息率(%)	1.0
FY2023	93,255	9,944.0	5.405	28.7	2.7	ROE(%)	7.2
FY2024	100,243	12,063.9	6.541	23.7	2.7	PEG(倍)	1.3

谷歌 Alphabet (GOOGL.US)

Jerry Cao 曹文乾

+852 2509 2194

jerry.cao@gtjas.com.hk

广告营收超预期，云业务未来可期

谷歌总部位于美国加州，是 Alphabet 的子公司，主要业务包括互联网广告、互联网搜索、云计算等。

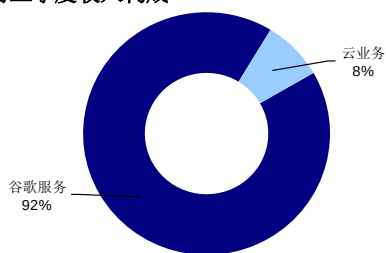
数字广告迅猛发展：疫情加速了广告数字化的进程，数字广告市场份额大幅增加；随着疫情逐渐趋于稳定，宏观经济复苏带动了广告业务回暖，数字广告市场规模也随之水涨船高。据 eMarketer 预测，美国数字广告支出 2021 年飙升至 2,100 亿美元，较 2020 年增长 38.3%。

广告业务超预期：2021 年第三季度公司广告业务增长强劲，整体收入 531 亿美元，同比增长 41%，超市场预期；其中谷歌搜索及其他广告收入 379 亿美元，同比增长 44%，MUM 等 AI 算法的应用有效提高了用户搜索效率；Youtube 营收 72 亿美元，同比增长 43%，维持强劲表现。

云业务营收持续改善：2021 年第三季谷歌云业务营收 50 亿美元，同比增长 45%，亏损 6.4 亿美元，亏损率由上季度的 12.7% 降低到 8%。随着数字化转型趋势的加快，对于云计算的需求也将上涨，同时公司在信息安全、数据分析和 SaaS 等方面具有的技术优势，将为公司云业务的发展提供长期驱动力。

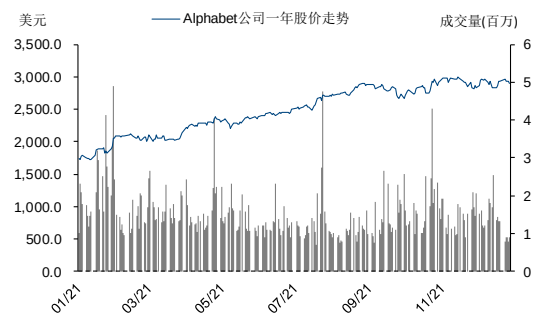
投资建议：谷歌在广告业务上具有核心竞争力，业绩确定性较高，叠加云业务的持续改善，看好公司中长期发展，建议逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	2,897.040
彭博平均目标价(美元)	3,363.843
彭博目标价区间(美元)	2,965.000-3,925.000
潜在上升空间	16.11%
彭博买入/持有/卖出评级数	50/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	1.32	6.09	65.30
相对标普 500 变动	-3.70	-3.31	38.40
市值(百万美元)	1,921,777		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	33.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(美元)	2,620.165		
52 周低/高位(美元)	1,696.101-3,019.330		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	209,394	73,164.7	108.263	26.8	7.6	股息率(%)	0.0
FY2022	245,001	75,537.9	112.534	25.7	6.2	ROE(%)	29.0
FY2023	284,283	86,855.4	129.353	22.4	5.2	PEG(倍)	0.8

奈飞 Netflix (NFLX.US)

Jerry Cao 曹文乾

+852 2509 2194

jerry.cao@gtjas.com.hk

优质内容持续上线，增长态势有望延续

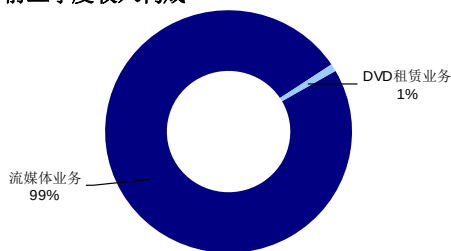
奈飞成立于 1997 年，总部位于美国加州。主营业务为订阅式流媒体服务，在全球流媒体行业中居于领先地位，此外还提供邮寄 DVD 租赁业务。

优质内容的上线带动新用户、营收双增长：后疫情时代，随着疫情红利的消散，流媒体产业逐渐由蓝海转为红海市场，优质内容将成为行业内竞争的关键。2021 年第三季度，奈飞推出原创剧《鱿鱼游戏》，一时风靡全球，成为奈飞史上最受欢迎的剧集；此外《纸钞屋》和《Sex Education》等经典剧集也悉数回归。优质内容的持续上线，带动了付费用户和营收实现快速增长。公司在该季度营收 74.8 亿美元，同比增长 16.3%；净利润 14.5 亿美元，同比增长 83.4%，高于市场预期；净新增付费订阅用户约 440 万人，同比增长近一倍。同时根据第四季度指引，优质内容仍将继续释放，增长态势有望延续。

行业内竞争优势明显，已初步形成市场壁垒：在用户数量上，奈飞当前订阅用户数达到 1.9 亿，远高于头号竞争对手 Disney+；在原创内容上，无论是时长还是在覆盖的种类上，都拉开了与竞争对手的差距，未来奈飞还将持续增加在原创内容上的投入，市场龙头地位将进一步得到巩固。

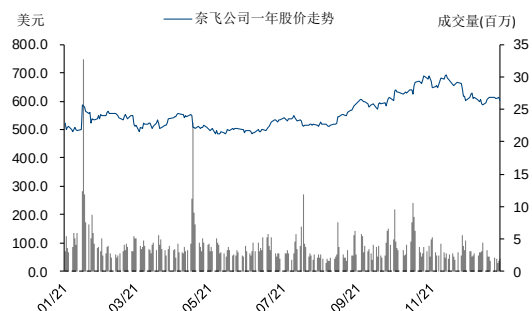
投资建议：当前全球流媒体市占率仍较低，有线电视端还有较大的渗透空间，看好奈飞作为流媒体龙头的长期发展，建议逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	602.440
彭博平均目标价(美元)	682.858
彭博目标价区间(美元)	275.000-816.550
潜在上升空间	13.35%
彭博买入/持有/卖出评级数	38/9/5



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-2.28	-1.75	11.41
相对标普 500 变动	-7.29	-11.14	-15.48
市值(百万美元)	266,852		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	40.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	0.7		
200 天移动平均(美元)	564.827		
52 周低/高位(美元)	478.540-700.989		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	29,714	4,865.2	10.711	56.2	18.1	股息率(%)	0.0
FY2022	34,132	5,952.2	13.187	45.7	13.5	ROE(%)	36.8
FY2023	39,078	7,693.1	16.833	35.8	10.3	PEG(倍)	1.7

英伟达 Nvidia (NVDA.US)

Jerry Cao 曹文乾

+852 2509 2194

jerry.cao@gtjas.com.hk

游戏、数据中心双核驱动业绩增长

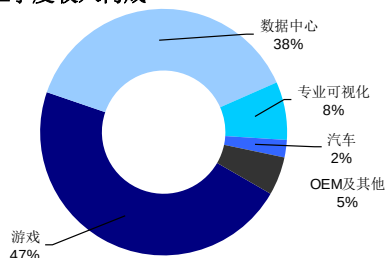
英伟达是一家以设计和销售图形处理器为主的无厂半导体公司，是图形处理技术的行业领导者，专注于打造能够增强个人和专业计算平台的人机交互体验的产品。

下游需求强劲，游戏业务有望持续增长：据 IDC 关于全球 PC 市场的最新预测，2021 年全球 PC 销量将达到 3.4 亿台，同比增长 13.5%，行业景气度较高。得益于 PC 市场对 GPU 的强劲需求，英伟达 2022 财年第三季度游戏业务再创新高，营收达 32.2 亿美元，同比增长 42%。目前英伟达 RTX 技术渗透率仅为 25%，仍有较大的提升空间，叠加 PC 业务高景气度的延续，营收有望持续增长。

受益云计算，数据中心业务前景光明：疫情加快了数字化转型的进程，云计算需求不断增长，数据中心规模扩大是大势所趋。据 Dell'Oro 预计，2022 年，主流云服务厂商将进入扩张周期，全球数据中心资本开支将同比增长 17%，超大规模计算中心支出有望达 30% 的同比快速增长。公司数据中心业务三季度营收 29.4 亿美元，同比增长达 55%，增长速度超过了传统游戏业务。未来随着公司持续推动 NVIDIA AI 在企业端的布局，数据中心营收规模有望进一步扩大，发展前景光明。

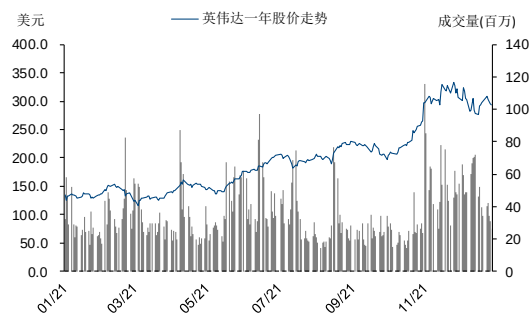
投资建议：我们认为英伟达核心业务游戏和数据中心业绩确定性较强，此外公司的元宇宙开发平台 Omniverse 的商业化进展也值得期待，建议逢低买入。

2022财年前三季度收入构成



资料来源: 公司

收市价(美元)	294.110
彭博平均目标价(美元)	346.200
彭博目标价区间(美元)	194.000-400.000
潜在上升空间	17.71%
彭博买入/持有/卖出评级数	38/6/2



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-8.45	41.79	125.29
相对标普 500 变动	-13.47	32.40	98.39
市值(百万美元)	735,275		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	48.8		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(美元)	210.797		
52 周低/高位(美元)	115.665-346.470		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	26,680	9,295.8	3.767	78.1	27.8	股息率(%)	0.1
FY2023	31,677	11,132.5	4.558	64.5	19.8	ROE(%)	47.6
FY2024	36,944	14,195.5	5.684	51.7	14.7	PEG(倍)	2.3

高通 Qualcomm (QCOM.US)

Jerry Cao 曹文乾

+852 2509 2194

jerry.cao@gtjas.com.hk

5G 产品链优势明显，换机潮中独占鳌头

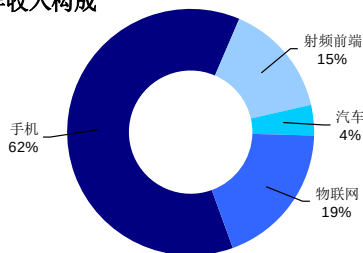
高通创立于 1985 年，总部位于美国加利福尼亚州圣迭戈市，为全球营收最高的 IC 设计公司。

芯片需求强劲，全年营收创历史新高：2021 年，随着 5G 背景下智能手机等设备的普及，以及物联网领域中分布式计算应用范围的不断扩大，市场对芯片的需求持续强劲，带动了公司营收、盈利双增长。2021 财年公司总收入达 334.7 亿美元，同比增长 54.6%，净利润为 98.1 亿美元，同比增长 103.7%；每股收益为 8.54 亿美元，同比增长 103.8%。其中，QCT 业务营收为 270 亿美元，占公司总营收的 80%。

5G 换机周期延续，公司竞争优势明显：据 Counterpoint 数据，全球 5G 手机的使用率在过去两年中快速上升，预计 2022 年全球 5G 智能手机出货量将超过 8 亿部，5G 将取代 LTE 成为移动设备的主流无线通信技术标准。高通的 5G 产品在行业中具有无可比拟的竞争优势，其 5G 手机 SoC 芯片覆盖了从高端到低端的产品，可以满足不同客户群体的需求。同时，公司 5G 产品线完整，并且采取捆绑销售策略，利用基带芯片销售带动其射频前端等相关产品组合的销售，有利于营收结构更加多元化。

投资建议：我们看好高通 5G 业务的行业领先优势及在物联网、车联网领域的布局，伴随 5G 渗透率的稳步提升和物联网、车联网的逐渐普及，公司盈利规模有望持续扩大，建议逢低买入。

2021财年收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	182.870
彭博平均目标价(美元)	201.691
彭博目标价区间(美元)	163.000-227.543
潜在上升空间	10.29%
彭博买入/持有/卖出评级数	26/11/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	3.30	42.08	20.04
相对标普 500 变动	-1.72	32.69	-6.85
市值(百万美元)	204,814		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	12.5		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(美元)	145.104		
52 周低/高位(美元)	122.165-192.680		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	39,547	11,106.0	9.617	19.0	13.1	股息率(%)	1.5
FY2023	42,866	12,052.9	10.225	17.9	8.8	ROE(%)	87.5
FY2024	46,318	12,697.8	11.220	16.3	6.4	PEG(倍)	1.2

台积电 Taiwan Semiconductor (TSM.US)

Jerry Cao 曹文乾

+852 2509 2194

jerry.cao@gtjas.com.hk

行业景气度延续，营收再创新高

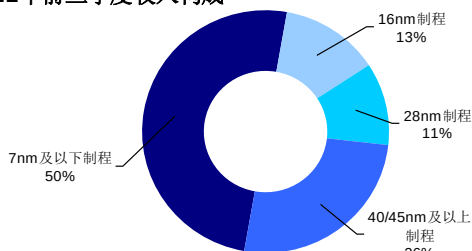
台积电于 1987 年成立，总部位于台湾地区，是世界上第一家专业晶圆代工企业，也是当前全球规模最大、制程最先进的半导体晶圆代工厂商。

行业高景气度延续，增长动力强劲：随着以 5G 手机、HPC 计算及智能汽车等为代表的智能设备硅含量的结构性提升，下游产业对于芯片的需求维持高涨，景气度将延续。SIA 预计，2022 年全球半导体的销售额仍将保持增长，预计同比将增长 8.8%，达 6,015 亿美元，将再创新高。同时，在数字化转型趋势加快的大背景下，5G 和高性能计算愈发需要先进制程芯片所提供的算力做支持，而台积电的先进制程工艺在全球处于绝对领先地位，带动了公司业绩强劲增长。据公司 2021 年第三季度财报，先进制程营收占比高达 52%，且近年来呈持续上升趋势，我们看好公司先进制程业务在工艺和营收上实现进一步突破。

智能手机和 HPC 业务引领营收新高：2021 年第三季度公司营收为 4,147 亿新台币，环比增长 11.4%，其中，智能手机业务占比达 44%，环比增长 15%；HPC 营收占比为 37%。环比增长约 9%。智能手机和 HPC 业务的高增长推动了营收增加。

投资建议：公司在持续扩大产能，预计 3nm 工艺芯片将在 2022 年进行量产，在南京和日本等地的在建成熟制程生产线也将于未来几年内陆续投产，看好公司的长期发展。建议逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	120.310
彭博平均目标价(美元)	143.007
彭博目标价区间(美元)	120.000-208.000
潜在上升空间	18.87%
彭博买入/持有/卖出评级数	9/3/0



(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-1.14	7.84	10.34
相对标普 500 变动	-6.16	-1.55	-16.56
市值(百万美元)	623,937		
3 年预测每股盈利复合增长(%)	18.2		
当前所处过去 5 年市盈率区间	-		
当前所处过去 5 年市净率区间	N.A.		
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(美元)	117.106		
52 周低/高位(美元)	107.580-142.195		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万新台币)	净利润(百万新台币)	每股盈利(新台币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	1,587,590	587,013.0	113.533	29.4	N.A.	股息率(%)	1.3
FY2022	1,886,926	702,258.0	140.660	23.7	N.A.	ROE(%)	29.1
FY2023	2,338,903	831,703.0	160.240	20.8	N.A.	PEG(倍)	2.0

美股消费行业

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

美国消费增速料将暂时放缓

尽管谘商会消费者信心指数从 11 月的 111.9 上升至 12 月的 115.8，但仍徘徊在十年来的最低水平，我们认为这体现出美国消费者对物价上涨的担忧。11 月份美国 CPI 同比上涨 6.8%，环比上涨 0.8%，为近 40 年来最快的增速。美国整体经济的通胀压力扩大到与新冠疫情后经济重启相关的行业之外。美国 11 月零售和食品服务销售额环比增长 0.3%，继 10 月环比增长 1.8%后有所下降。我们预计美国消费增速将暂时放缓。

新冠变种 Omicron 短期内将继续阻碍经济复苏：Omicron 变种已传播到美国约三分之一的州，但在不断增加的病例之中，Delta 病毒仍然是新冠感染的主要来源。关于 Omicron 变种的走向尚无定论，但 Omicron 确诊病例增加的趋势预计将继续保持。我们认为，在新冠变种影响下出行禁令可能会重新实施，这将在短期内对消费者情绪造成压力。

零售业出现长鞭效应：美国不少零售商目前正面临长鞭效应(商品的短缺意外变成过剩)。在过去的几个月里，美国零售商一直在努力应对供应链问题和供应短缺，但现在他们正试图通过承诺延长销售时间、折扣和更快交货来吸引消费者回到商店或网站上。通常美国的库存水平在 12 月会下降，但 2021 年不同。2021 年 12 月库存水平 61.6，高于去年同期的 56.8，远高于 2019 年 12 月的 42.3。这表明现在供应链可能库存过多，预示着供应链将继续承受压力。随着通胀压力的持续和新冠疫情相关的不确定性，我们认为短期内消费者将克制消费，进而减少门店销售额。因此我们预计美国消费将放缓。

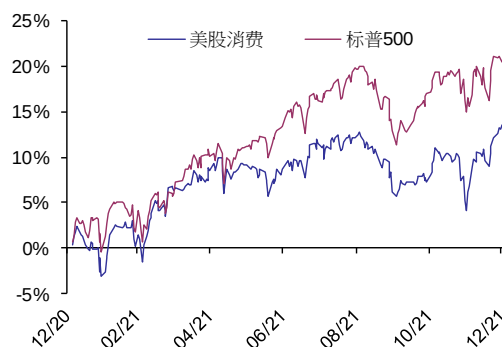
投资建议：美国批发商较高的库存和供应链问题的缓解或将缓和 2022 年美国的通胀水平。但短期内疫情的反复也可能减缓经济增长。我们更为看好娱乐股(如网络博彩)和有持续居家需求的消费必需品股。基于较深的估值折让和较高的上升空间，建议买入沃尔玛(WMT.US)、罗斯百货(ROST.US)和凯撒娱乐(CZR.US)。

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
凯撒娱乐	CZR.US	93.53	136.143	14/2/0
罗斯百货	ROST.US	114.28	136.381	17/6/0
沃尔玛	WMT.US	144.69	168.472	31/8/1

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

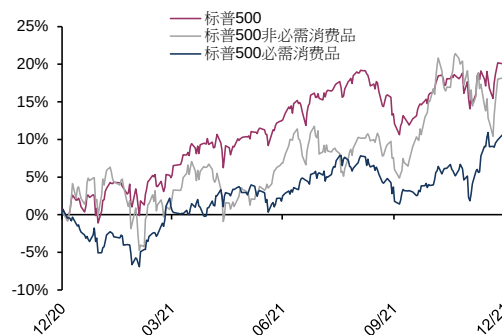
图表 169: 美股消费板块一年股价走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

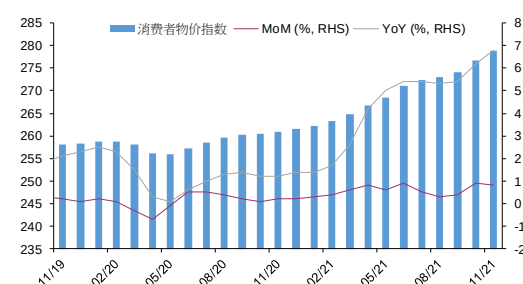
(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对标普 500 变动	4.14	0.35	-5.88

图表 170: 标普 500 非/必需消费品指数一年走势



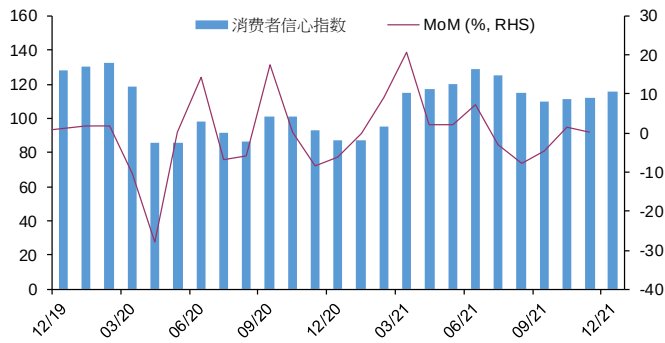
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 171: 美国消费者物价指数经季调



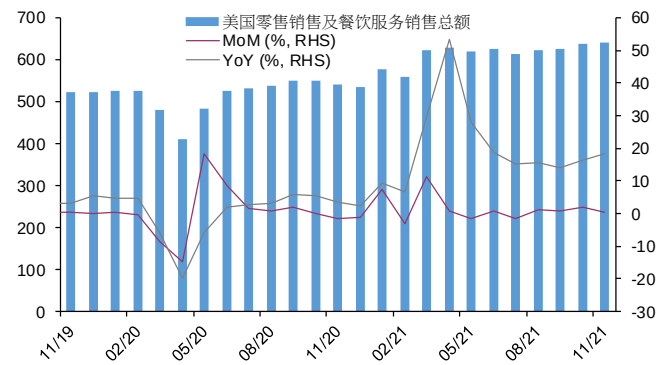
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 172: 美国消费者信心指数



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 173: 美国零售销售及餐饮服务销售总额(百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 174: 美股消费板块主要个股估值比较

名称	代码	收市价 (USD)	市值 (USDm)	彭博平均 (USD)	52周股价 区间 (示意图)	彭博买入/持有/卖出 评级	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE (%)	PEG (倍)
							FY21 (%)	FY22 (%)	FY23 (%)	FY21 (倍)	FY22 (倍)	FY23 (倍)	FY21 (倍)	FY22 (倍)	FY23 (倍)		
家得宝	HD US	415.010	433,370	406.968		23/10/2	-0.1	29.4	4.4	34.6	26.7	25.6	170.5	570.9	NA	N.A.	2.3
沃尔玛	WMT US	144.690	401,352	168.472		31/8/1	17.5	-20.9	32.0	25.9	28.4	21.5	4.9	4.8	4.4	21.4	2.6
宝洁	PG US	163.580	395,855	153.000		12/11/2	-2.0	6.8	7.7	29.1	27.6	25.7	9.3	8.9	8.6	32.4	4.7
耐克公司	NKE US	166.670	263,808	183.313		28/5/2	-11.6	17.1	30.4	53.0	45.2	34.6	24.4	18.7	17.2	51.5	2.4
开市客	COST US	567.700	251,737	551.774		23/11/2	-3.5	17.3	9.1	52.1	44.4	40.6	14.3	11.5	9.4	25.8	3.5
可口可乐	KO US	59.210	255,753	62.913		19/9/0	17.4	6.2	7.1	25.9	24.3	22.7	11.3	10.7	10.3	46.3	2.5
百事可乐	PEP US	173.710	240,181	168.300		12/8/2	11.0	8.6	8.4	27.8	25.8	23.8	13.8	12.8	12.1	57.7	2.7
麦当劳	MCD US	268.070	200,314	274.514		28/12/0	65.8	1.3	8.3	28.4	26.5	24.5	NA	NA	NA	-149.4	1.4
劳氏	LOW US	258.480	174,150	276.321		23/7/1	-1.4	37.4	8.2	29.6	21.6	19.9	104.9	NA	NA	304.7	1.0
菲利普莫里斯国际	PM US	95.000	147,899	109.188		13/4/0	13.0	10.9	11.7	15.7	14.7	13.1	NA	NA	NA	-77.7	1.2
星巴克	SBUX US	116.970	137,229	122.000		20/16/1	-6.5	12.1	17.3	36.3	34.0	29.3	NA	NA	NA	-55.3	2.7
雅诗兰黛	EL US	370.200	133,253	366.115		20/7/1	-13.7	30.9	13.0	59.9	49.6	43.6	25.2	19.5	16.8	47.9	3.6
塔吉特公司	TGT US	231.440	110,888	280.552		23/8/1	-2.7	45.7	0.2	25.4	17.5	17.3	8.1	8.3	7.4	34.5	0.8
TJX公司	TJX US	75.920	90,563	86.138		23/2/1	58.4	590.5	16.5	173.3	25.6	22.5	16.0	14.1	11.9	7.9	0.3
亿滋国际	MDLZ US	66.310	92,501	70.619		19/3/0	12.4	3.6	5.9	22.8	22.0	20.8	3.4	3.3	3.3	14.8	2.7
罗斯百货	ROST US	114.280	40,379	136.381		17/6/0	5.0	494.6	10.6	94.1	23.6	21.3	12.1	9.9	8.3	8.8	0.2
凯撒娱乐	CZR US	93.530	19,994	136.143		14/2/0	NA	转盈	161.0	NA	58.7	22.5	4.1	3.8	3.2	-14.1	NA
简单平均							9.9	80.7	20.7	45.9	30.4	25.3	30.2	53.6	9.4	22.3	2.2
市值加权							5.8	48.9	14.8	43.2	32.7	28.5	44.7	99.7	10.4	32.4	2.4
中位数							2.4	14.6	9.1	29.3	26.5	22.7	13.0	10.7	9.0	23.6	2.4

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

凯撒娱乐 Caesars Entertainment (CZR.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

线上博彩业务支持未来强劲增长

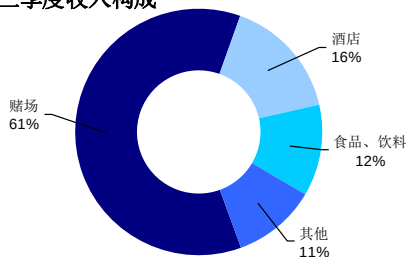
凯撒娱乐是一家美国领先的博彩和酒店公司，在多个国家合法经营在线赌博网站和提供各种游戏，包括一个移动端 App 以便轻松访问其博彩门户网站。3Q21 收入为 26.85 亿美元，同比+95%。每股亏损 1.08 美元，同比-82%，主要受累于新冠疫情期间的业务下滑。

美国多个州存在线上博彩合法化机遇，在线博彩业务潜力巨大：美国目前已有 16 个州将在线博彩或类似形式合法化。剩下 36 个州中也有一些正在考虑将在线赌博合法化。我们认为在线博彩的合法化将使得潜在的客户群体数量显著增加，在线博彩业务潜力巨大，有望支持凯撒娱乐的长期增长。公司预计美国在线博彩市场预计将在 2025 年之前以每年约 15% 的速度增长。我们看好凯撒在线博彩业务将在未来 4-5 年内推动收入增长。

线上博彩业务有望降低新冠影响：新冠变种病毒的传播很可能在短期内减缓经济增长。我们认为投资有持续居家需求的公司更为有利。在线博彩用户的消费场景是在消费者家中，这可以抵消与新冠相关业务上的损失。

投资建议：我们认为在线上博彩平台的帮助下，凯撒娱乐公司降低了新冠疫情相关的风险，并可能实现强劲增长。凯撒娱乐估值仍低于行业平均水平，极具吸引力。彭博目标价为 136.143 美元，上升空间 45.56%。建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	93.530
彭博平均目标价(美元)	136.143
彭博目标价区间(美元)	113.000-191.000
潜在上升空间	45.56%
彭博买入/持有/卖出评级数	14/2/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	12.59	-21.73	25.93
相对标普 500 变动	7.57	-31.12	-0.96
市值(百万美元)	19,994		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	2.9		
200 天移动平均(美元)	99.362		
52 周低/高位(美元)	66.340-119.810		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	9,829	-686.0	-3.596	N.A.	4.1	股息率(%)	0.0
FY2022	11,234	279.4	1.594	58.7	3.8	ROE(%)	-14.1
FY2023	11,914	777.6	4.160	22.5	3.2	PEG(倍)	N.A.

亿滋国际 Mondelez International (MDLZ.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

并购强化投资组合，料增速好于行业

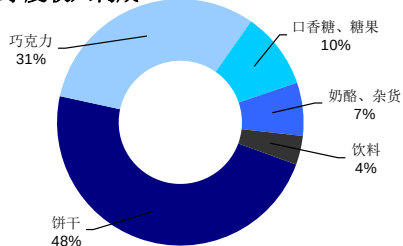
亿滋国际是世界知名的零食、咖啡及固体饮料食品商，拥有广泛的组合品牌，如明星品牌纳贝斯克与奥利奥饼干等，涵盖包括曲奇/饼干、巧克力、口香糖/糖果、饮料和膳食/预制食品等多个杂货类别。亿滋国际 3Q21 收入为 71.82 亿美元，同比+7.8%。非 GAAP 每股收益为 0.71 美元，同比+10.9%。

在全球零食市场地位领先：根据欧睿数据，在价值 1,060 亿美元的饼干/零食棒/水果零食市场的份额高达 11.7%，在全球前三大市场均居领先地位：北美(20.1%)、西欧(13%)、亚太地区(6.7%)。我们认为亿滋国际在全球零食市场的领先份额带来了强大的竞争优势，包括全球消费者触及和洞察力。

通过并购强化投资组合，有望取得好于行业的增长：全球包装食品市场稳健增长，Mordor Intelligence 预计全球包装食品市场 2021-2026 年间年复合增速为 7.4%。在跟随行业增长的同时，公司对并购也保持开放态度。公司正通过收购 Grenade 的协议进军高蛋白棒市场。未来有望进一步增强和精简其投资组合，我们预计公司有望取得好于行业的增长。此外，在经济增速放缓预期下，我们认为非周期性的包装食品在不确定时期更具优势。

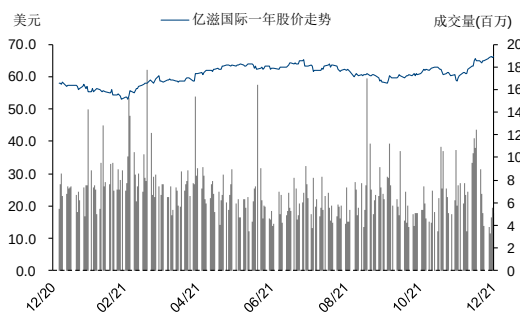
投资建议：亿滋国际预计全年净利润将达到同比高个位数增长。与彭博包装食品行业平均 12 个月动态市盈率相比，亿滋国际的估值合理。建议逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	66.310
彭博平均目标价(美元)	70.619
彭博目标价区间(美元)	60.000-75.000
潜在上升空间	6.50%
彭博买入/持有/卖出评级数	19/3/0



资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	13.23	13.92	13.41
相对标普 500 变动	8.22	4.52	-13.48
市值(百万美元)	92,501		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	8.9		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.8		
200 天移动平均(美元)	61.705		
52 周低/高位(美元)	52.910-66.535		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	28,652	3,958.4	2.910	22.8	3.4	股息率(%)	2.0
FY2022	29,815	4,030.3	3.016	22.0	3.3	ROE(%)	14.8
FY2023	30,837	4,361.8	3.193	20.8	3.3	PEG(倍)	3.1

罗斯百货 Ross Stores (ROST.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gjas.com.hk

预计门店扩张将推动长期增长

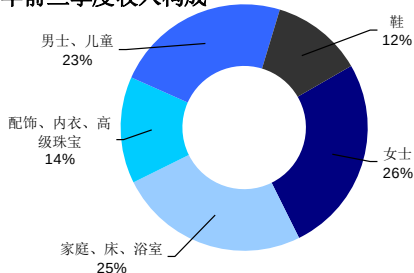
罗斯百货是美国著名的折扣成衣和家居连锁零售商。该公司拥有两大系列连锁店(Dress for Less 和 dd's DISCOUNTS)。

克服挑战并抓住零售业扩张的机会: 美国零售业当前充斥着许多关于供应链和劳动力成本上涨的担忧。罗斯百货已经成功提高了一些商品的价格,以帮助抵消更高的成本。此外,过去两年新冠期间大量零售店铺的关闭,使公司具有扩大市场份额的巨大潜力。公司计划未来每年开设约 100 家门店,将商店数量从目前的 1,924 家商店增加到至少 3,000 家。我们认为成功提价和门店数的扩张,有望驱动公司实现长期的业绩增长。

具有好于指引的良好往绩: 公司 2022 财年三季报表现强劲,剔除 2021 财年亏损的影响,我们以 2020 财年为基数对比。第三财季收入为 45.75 亿美元,与两年前相比增加 19%。净利润 3.85 亿美元,每股盈利 1.09 美元,与两年前相比增加 6%。利润率下滑主要受累于运费飙升和劳动力成本上升,但利润表现仍超出指引和市场预期。公司指引与两年前相比,第四财季每股收益将下降 27-35%至 0.83-0.93 美元。尽管该指引较为疲软,然而我们发现公司的盈利指引通常极度保守。我们认为公司将继续保持好于指引的传统。

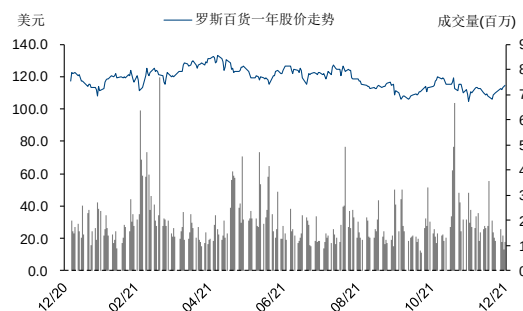
投资建议: 短期我们看好经济疲弱前景下的替代效应,推动对折扣商品的需求走高;长期在门店扩张动将持续驱动业绩增长。罗斯百货股票目前的估值具有吸引力,建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源: 公司

收市价(美元)	114.280
彭博平均目标价(美元)	136.381
彭博目标价区间(美元)	108.000-155.000
潜在上升空间	19.34%
彭博买入/持有/卖出评级数	17/6/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	8.97	2.87	-6.95
相对标普 500 变动	3.95	-6.52	-33.84
市值(百万美元)	40,379		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	191.6		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.4		
200 天移动平均(美元)	118.816		
52 周低/高位(美元)	103.616-134.215		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	18,923	1,696.6	4.840	23.6	9.9	股息率(%)	1.0
FY2023	20,158	1,872.2	5.353	21.3	8.3	ROE(%)	46.5
FY2024	21,404	2,043.8	5.950	19.2	7.6	PEG(倍)	0.3

沃尔玛 Walmart (WMT.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

“护城河”有望确保长期稳健增长

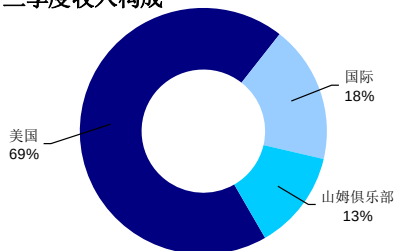
沃尔玛以低价从事零售和批发业务，业务分部包括沃尔玛美国、沃尔玛国际和山姆会员店。

全球最大的零售商，拥有无可匹敌的经营规模和强大的议价能力：得益于其规模，沃尔玛拥有强大的议价能力，可以享有更低的供应商价格；也可以通过特定商品的降价销售，打击竞争对手，保持市占率；规模化也使得公司可以更好的分摊固定成本，使沃尔玛成为最便宜的购物场所之一。我们认为，沃尔玛的规模构筑了深而宽的护城河。

预计将保持稳健增长：2022 财年第三季度(截至 2021 年 10 月底)收入 1,405 亿美元，同比+4%。增长受到与资产剥离相关的约 94 亿美元的拖累。非 GAAP 每股收益 1.45 美元，同比+8%。电商净销售额也非常强劲，同比+8%或两年+87%。而受累于供应链成本的增加，沃尔玛美国的毛利率下降了 12 个基点。公司预计 2022 财年每股盈利 6.40 美元，同比+17%。我们预计 2022 年通胀压力和疫情反复将使美国消费增速暂时放缓，但以必需消费品(食品、饮料等)业务为主的沃尔玛将保持稳健，且将受益于供应链瓶颈缓解后物流成本的回落。

投资建议：我们认为，沃尔玛作为零售业巨擘，较竞争对手拥有更大的供应链议价能力，构建的护城河将帮助公司实现长期的稳健增长。与彭博的同业 12 个月远期市盈率相比，沃尔玛存在估值折让。建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	144.690
彭博平均目标价(美元)	168.472
彭博目标价区间(美元)	127.000-201.000
潜在上升空间	16.44%
彭博买入/持有/卖出评级数	31/8/1



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	5.51	5.57	0.37
相对标普 500 变动	0.49	-3.82	-26.52
市值(百万美元)	401,352		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	15.4		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.6		
200 天移动平均(美元)	142.140		
52 周低/高位(美元)	126.280-152.570		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	571,048	14,266.4	5.095	28.4	4.8	股息率(%)	1.5
FY2023	588,385	18,456.0	6.727	21.5	4.4	ROE(%)	19.2
FY2024	609,696	19,763.6	7.293	19.8	4.1	PEG(倍)	2.7

美股医药行业

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

临床试验和并购交易恢复，行业前景光明

新冠疫情中，由于临床试验和并购交易遭延迟，制药和生物技术行业表现不佳。然而近期表现回升，部分得益于 FDA 不再因优先处理新冠疫苗和疗法项目而推迟其他项目的审批。我们认为，在恢复临床试验和并购交易后，行业前景光明。

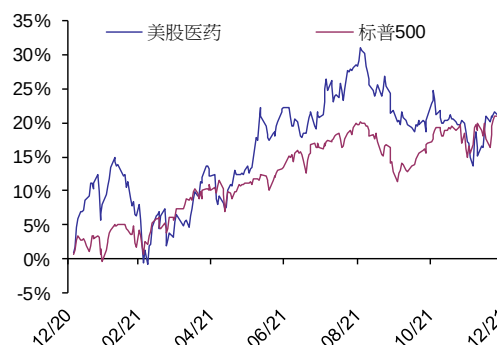
CDMO 市场有望随 GCT 大幅增长：新冠疫苗研发带动细胞和基因疗法(GCT)增长。GCT 使用病毒载体和 mRNA，而无需生产蛋白质，从而缩短开发时间。此前 CDMO 主要生产小分子和单抗，而目前已在大批量生产 GCT。2020 年单抗市场规模达 1,600 亿美元，占生物 CDMO 市场的一半以上。预计到 2030 年将增长到约 3,905 亿美元，复合年增长率为 10%。随着 GCT 生产的加入，我们认为 CDMO 市场将会更快增长，尤其是 GCT 缩短药物开发时间的优势，将进一步提升 GCT 的使用。

恢复临床试验和并购交易将推动更多药物的发现：此前，为控制新冠疫情，全球研究资源向新冠集中，大量临床试验被停止、中断或推迟。截至 2021 年 1 月，已有 2000 多项临床试验被明确停止。全球并购交易也同样低迷。2021 年全球逐步从疫情中复苏，临床试验和并购交易重新恢复。尽管目前疫情有反复，但考虑到疫苗普及且已有多款新冠药物问世，我们预计 2022 年临床试验和并购交易将保持正常，有助于药物开发和发现并更快速有效的推进。

对制药/生物技术行业的持续资金和投资将推动增长：尽管过去两年，新冠疫情影响下全球临床试验受阻，但也提升了对医药、生物技术行业的关注度，投资额大幅飙升。根据 Crunchbase 的数据，全球生物技术和制药投资为 1,209 亿美元，同比增长 47%，较两年前增长 103%。我们预计在 2020 年和 2021 年募集的资金支持下，行业将迎来强劲增长。

投资建议：未来几年，大量投资、临床试验和并购交易恢复将推动药物开发和行业增长。许多公司仍处于折价状态，有两到三位数的上涨空间。建议买入 ATAI 生命科学(ATAI.US)、爵士制药(JAZZ.US)和 Atreca(BCEL.US)。

图表 175：美股医药板块一年股价走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
相对标普 500 变动	-1.14	-6.58	2.07

行业个股推荐表

名称	代码	收市价	彭博市场目标价	彭博买入/持有/卖出评级
ATAI	ATAI.US	7.63	31.500	12/1/0
Atreca	BCEL.US	3.03	21.667	10/0/0
爵士制药	JAZZ.US	127.40	197.850	18/2/0

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 176：美股医药板块主要个股估值比较

名称	代码	收市价	市值	彭博平均	52周股价	彭博买入/	每股盈利增长			市盈率			市净率			ROE	PEG
		(USD)	(USDm)	目标价	区间	持有/卖出	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY21	FY23
		(USD)	(USDm)	(USD)	(示意图)	评级	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(倍)
强生	JNJ US	171.070	450,358	185.263		11/9/0	5.5	11.6	7.8	20.2	18.1	16.8	6.3	5.6	4.4	38.5	2.2
辉瑞制药	PFE US	59.050	331,440	55.010		12/14/1	76.5	46.5	-19.4	13.2	10.2	11.9	4.1	2.9	2.6	33.2	0.8
礼来	LLY US	276.220	264,230	283.752		15/9/1	-14.0	20.4	19.7	41.3	34.2	28.3	31.3	24.0	17.8	102.3	2.0
艾伯维	ABBV US	135.400	239,371	131.739		20/5/1	-38.3	51.0	-19.7	20.8	13.8	17.3	12.5	8.3	7.1	129.3	2.4
默克	MRK US	76.640	193,588	93.470		17/10/0	-13.7	35.0	-0.7	15.1	11.2	11.3	5.9	4.9	4.2	48.2	1.1
阿斯利康	AZN US	58.250	180,477	65.680		3/3/0	NA	126.5	28.0	21.9	16.9	14.0	4.8	4.7	4.3	23.0	0.7
百时美施贵宝	BMJ US	62.350	138,395	71.712		16/8/0	-53.2	65.9	9.9	20.8	12.7	11.6	3.3	2.9	2.8	42.3	1.8
赛诺菲	SNY US	50.100	126,607	63.100		5/1/0	NA	15.8	9.7	13.5	12.0	11.4	1.7	1.6	1.5	12.6	1.4
安进	AMGN US	224.970	126,718	237.240		11/17/3	-38.0	36.9	13.1	21.9	15.9	14.1	15.6	12.8	10.7	98.7	1.8
莫德纳公司	MRNA US	253.980	102,976	271.643		9/6/5	转盈	-1.2	-48.1	8.1	7.8	18.1	5.7	3.0	2.3	128.6	NA
硕腾股份	ZTS US	244.030	115,457	242.500		13/2/1	11.6	10.7	12.3	46.6	41.7	37.1	21.4	17.3	14.2	51.6	2.8
吉利德科学	GILD US	72.610	91,081	76.833		16/13/1	-19.6	-7.7	4.8	8.9	10.5	10.2	5.4	4.3	3.6	46.4	NA
BioNTech	BNTX US	257.800	62,521	304.867		6/9/2	转盈	-8.6	-42.5	5.1	5.7	9.6	4.1	2.2	1.8	141.5	NA
再生元制药	REGN US	631.520	67,916	708.600		17/11/1	142.1	-35.5	-2.7	8.6	12.2	12.4	3.5	2.5	2.0	48.6	1.0
福泰制药	VRTX US	219.600	55,834	256.348		20/8/2	-1.4	29.4	9.9	17.0	16.3	15.0	5.3	4.1	3.3	33.4	0.9
百健	BIIB US	239.920	35,242	324.053		18/16/0	-47.2	35.2	16.9	12.5	12.9	11.7	3.5	3.1	2.4	26.9	NA
康泰伦特	CTLT US	128.030	21,917	160.417		13/1/0	28.3	6.8	15.6	44.8	41.9	36.3	6.3	5.1	4.5	13.0	1.6
拜耳林制药	BMRN US	88.350	16,220	114.163		18/4/0	转亏	转盈	466.9	NA	195.0	34.4	3.9	3.7	3.4	-1.6	0.6
因赛特	INCY US	73.400	16,213	94.471		12/8/0	转盈	40.7	39.6	32.4	23.0	16.5	5.1	4.0	3.1	21.7	0.1
诺瓦瓦克斯	NVAX US	143.070	10,817	264.306		4/3/0	NA	转盈	-26.9	NA	5.6	7.6	56.5	5.6	3.0	NA	NA
爵士制药	JAZZ US	127.400	7,831	197.850		18/2/0	转亏	转盈	13.0	NA	14.7	13.0	1.9	3.8	NA	25.3	0.9
Maravai	MRVI US	41.900	10,798	58.125		9/0/0	-63.5	14.5	-18.8	35.4	30.9	38.0	16.0	9.0	7.3	91.5	NA
Biohaven制药	BHVN US	137.810	9,027	156.778		10/1/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Atreca Inc	BCEL US	3.030	113	21.667		10/0/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
ATAI	ATAI US	7.630	1,223	31.500		12/1/0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	2.7	4.3	4.1	-39.6	NA
简单平均							0.3	27.3	22.8	21.3	25.0	17.6	9.4	6.8	6.3	28.4	1.3
市值加权							25.0	12.6	10.8	19.7	21.3	17.3	10.8	7.7	6.7	44.6	1.5
中位数							-13.7	24.9	9.9	20.5	14.7	14.0	5.3	4.3	3.6	33.2	1.1

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

艾伯维 AbbVie (ABBV.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

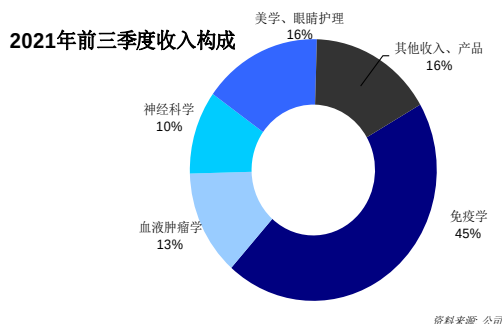
chloe.kim@gjas.com.hk

Skyrizi、Rinvoq 双擎应对修美乐的专利悬崖

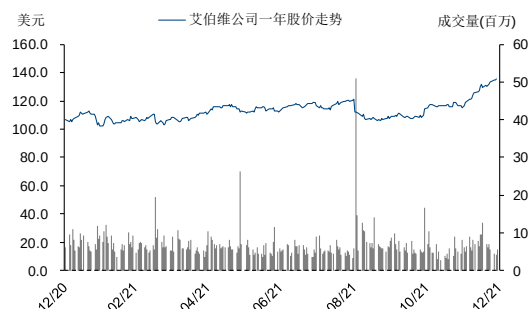
艾伯维是美国最大的生物治疗公司之一。第三季度收入 143.42 亿美元,同比+11%。非 GAAP 每股收益 4.44 美元,同比+18%。全球销售最高的自免药物修美乐收入 54.25 亿美元,同比+6%,受生物类似药竞争拖累。高速增长 Skyrizi、Rinvoq 收入分别 7.96、4.53 亿美元,同比分别增长 83%和超 100%。

聚焦 Skyrizi 和 Rinvoq 的适应症扩张,以进一步推动增长: 公司有信心通过高增长的 Skyrizi(已获批 PP)和 Rinvoq(已获批 RA)抵消修美乐专利到期后(2023 年初)的损失。修美乐是世界上最畅销的治疗斑块状银屑病(PP)、银屑病关节炎(PsA)、克罗恩病(CD)、类风湿性关节炎(RA)等的药物。艾伯维正努力获得 Rinvoq 和 Skyrizi 针对上述修美乐获批适应症的批准。目前, FDA 对 JAK 抑制剂态度有所保留。Rinvoq 目前仅被批准用于治疗甲氨蝶呤(TNF 抑制剂)失败后的 RA,我们认为这或将导致 Rinvoq 在美国市场的销售额低于预期。尽管如此, Rinvoq 近期在欧洲市场获批 AD 适应症,我们认为欧洲市场的增量足以弥补美国市场的损失。

投资建议: 我们认为长期来看,修美乐专利到期后的损失,可以被其它药物的收入增长所补回。公司预计 2021 年非 GAAP 每股净利润为 12.63-12.67 美元,同比增长 19.6-20.0%。公司相较彭博的大型制药公司存在估值折让,我们预计未来目标价上涨。对长期生物科技股感兴趣的投资者,建议买入。



收市价(美元)	135.400
彭博平均目标价(美元)	131.739
彭博目标价区间(美元)	105.000-172.000
潜在上升空间	-2.70%
彭博买入/持有/卖出评级数	20/5/1



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	16.81	24.12	26.36
相对标普 500 变动	11.80	14.73	-0.53
市值(百万美元)	239,371		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	41.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.8		
200 天移动平均(美元)	114.586		
52 周低/高位(美元)	101.812-136.830		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	56,229	15,018.0	6.509	20.8	12.4	股息率(%)	3.9
FY2022	59,691	20,488.0	9.808	13.8	8.3	ROE(%)	129.3
FY2023	55,457	16,445.8	7.847	17.3	7.1	PEG(倍)	0.5

安进 Amgen (AMGN.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

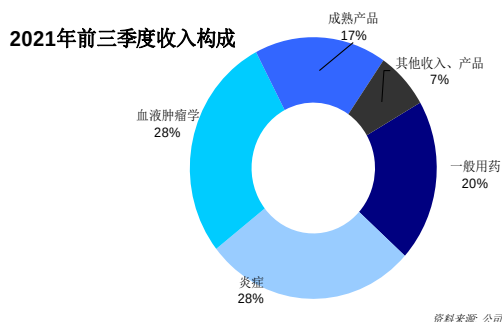
强大的药物组合和管线适应症将支持增长

安进是世界上最大的生物制药公司之一，拥有 20 多种商业化产品。2021 年三季度收入为 67.06 亿美元，同比+4%。增长是由需求的增加所推动，但部分被较低的净售价所抵消。非 GAAP 每股收益为 4.67 美元，同比+11%。

Lumakras 成为新的业绩增长点：Lumakras 为首个 KRAS 抑制剂，2021 年 5 月获 FDA 批准，用于治疗 KRAS G12C 突变的非小细胞肺癌(NSCLC)。KRAS 突变在恶性肿瘤中很常见，安进表示 32%的 NSCLC 存在 KRAS 突变，而 NSCLC 约占全球每年 220 万新增肺癌的 84%。此外，KRAS 占结直肠癌的 40%和胰腺癌的 85-90%，这表明 KRAS 可能在未来获得更多适应症。我们认为 Lumakras 将成为安进新的业绩增长点。

Otezla 适应症扩张将推动增长：根据美国国家银屑病基金会的数据，全球约有 1.25 亿人(占总人口的 2%至 3%)患有银屑病。Otezla 针对生殖器银屑病取得正面顶线结果，将为 7,500 万患者打开大门。而近期 FDA 有望批准轻度斑块状银屑病适应症，这将为另外 150 万患者打开大门。目前 Otezla 已经被批准用于三个适应症。安进预计 2025 年销售额为 20 亿美元。

投资建议：公司 2021 年营收指引为 258 亿至 266 亿美元，同比增速区间 2-5%。小幅增长反映公司对新冠疫情影响的判断。然而，我们认为从长远来看，安进强大的药物组合和管线将增加公司的收入并保持高增长率。建议逢低买入。



收市价(美元)	224.970
彭博平均目标价(美元)	237.240
彭博目标价区间(美元)	185.000-298.000
潜在上升空间	5.45%
彭博买入/持有/卖出评级数	11/17/3



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	12.04	5.17	-2.15
相对标普 500 变动	7.02	-4.22	-29.05
市值(百万美元)	126,718		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	9.0		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.7		
200 天移动平均(美元)	229.876		
52 周低/高位(美元)	198.640-276.690		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	26,013	6,105.2	10.282	21.9	15.6	股息率(%)	3.1
FY2022	27,023	8,016.7	14.148	15.9	12.8	ROE(%)	98.7
FY2023	28,038	8,738.1	15.929	14.1	10.7	PEG(倍)	2.1

ATAI 生命科学 Atai Life Sciences (ATAI.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

迷幻剂疗法的远程医疗方式潜力巨大

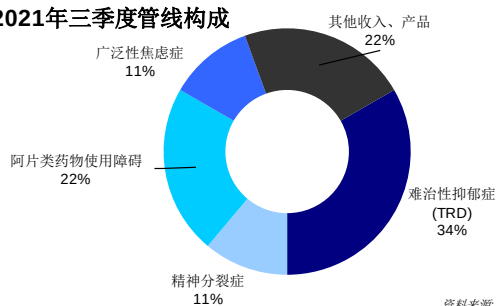
ATAI 生命科学是一家临床阶段的生物制药公司，专注于使用迷幻剂和数字技术来治疗心理健康问题，有 11 个临床管线，尚无商业化产品。ATAI 总部位于柏林，成立于 2018 年 6 月，于 2021 年 6 月 IPO。第三季度净亏损 3,164 万美元，同比-62%。每股亏损 0.21 美元，同比-77%。

构建平台加强药物发现能力：Atai 的管线主要用于治疗阿片类药物使用障碍、精神分裂症和难治性抑郁症(TRD)等。公司持有一家开发裸盖菇素疗法治的生物科技公司 Compass Pathway (CMPS.US)近 20%的股权，并收购了脑机接口(BCI)治疗公司 Psyber。未来很可能会通过收购较小的药物开发和技术公司来继续扩大其管线布局，将能加强其药物发现能力。

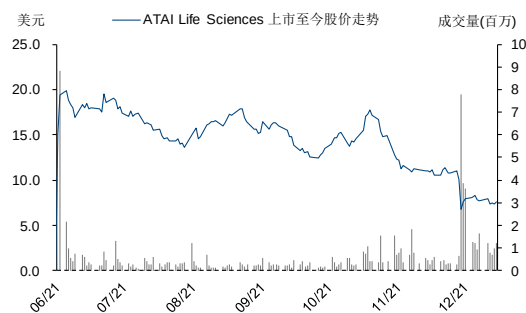
低成本业务拓展方案潜力巨大：通常迷幻剂疗法需要对患者进行数小时的密切临床监督，因而难以大规模地盈利。对此，Atai 正在开发一个数字健康系统 Introspect，临床医生将能够远程监测患者并提供治疗后支持，能使 ATAI 更大规模地扩展其迷幻剂治疗业务，并降低间接成本，抢占市场先机。

投资建议：尽管 ATAI 商业化还需要时间，其迷幻疗法的远程医疗方法使该公司在行业中脱颖而出。鉴于对迷幻剂疗法的高度关注和巨大的潜在市场规模(抗抑郁药本身的销售额每年约为 140 亿美元并且还在增长)，我们看好迷幻剂疗法潜力。若投资者希望抓住迷幻剂疗法的长期增长机遇，建议买入。

2021年三季度管线构成



收市价(美元)	7.630
彭博平均目标价(美元)	31.500
彭博目标价区间(美元)	17.000-50.000
潜在上升空间	312.84%
彭博买入/持有/卖出评级数	12/1/0



(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-30.13	-44.95	N.A.
相对标普 500 变动	-35.15	-54.34	N.A.
市值(百万美元)	1,223		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间	- -----		
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(美元)	N.A.		
52 周低/高位(美元)	6.600-22.910		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	20	-117.3	-0.774	N.A.	2.7	股息率(%)	0.0
FY2022	0	-157.0	-0.882	N.A.	4.3	ROE(%)	-39.6
FY2023	0	-191.3	-1.052	N.A.	4.1	PEG(倍)	N.A.

Atreca 制药 Atreca Inc. (BCEL.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

ATRC-101 展现治疗癌症潜力

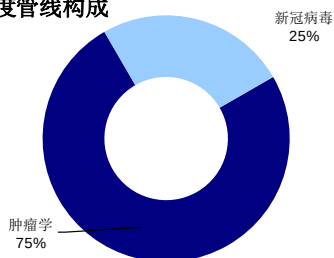
生物制药公司 **Atreca** 于 2010 年 6 月 11 日在特拉华州注册成立，利用其差异化平台发现和开发新型抗体免疫制剂，以治疗多种实体肿瘤类型。第三季度净亏损 2,740 万美元。

主要管线产品 ATRC-101 将在未来几年内发布重要数据：
ATRC-101 是一种用于治疗晚期实体瘤的单抗通过 DAE 机理。最近的试验数据支持使用 ATRC-101 治疗实体瘤。与默克 (MRK.US) 的 PD-1 单抗 Keytruda 联合使用(数据可能在 2022-2023 年读出)和与化疗联合使用(数据可能在 2022 年读出)，这些即将发布的数据将为 ATRC-101 用作单一疗法和潜在的联合用药扩展机会提供更新的依据。我们认为，ATRC-101 单药或联合疗法成为癌症治疗关键突破性疗法的潜力。

疟疾预防抗体(MAM01)的开发：疟疾是一种威胁生命的蚊媒疾病，影响许多地区。根据世界卫生组织的数据，2019 年估计有 2.29 亿病例和超过 400,000 人死亡。截至 2021 年，仅一种获批疫苗 Mosquirix。我们认为，这种预防疟疾的疗法，针对尚未满足的医疗需求，将会取得强劲的表现。

投资建议：公司管线商业化仍需较长时间。然而，ATRC-101 的良好初始数据，以及扩大与其他疗法联合使用的可能性，使我们相信该药物具有推进癌症治疗的潜力。彭博平均目标价为 21.667 美元，潜在上升空间 615.08%。建议寻求投机性生物科技投资的投资者买入。

2021年三季度管线构成



资料来源: 公司

收市价(美元)	3.030
彭博平均目标价(美元)	21.667
彭博目标价区间(美元)	12.000-35.000
潜在上升空间	615.08%
彭博买入/持有/卖出评级数	10/0/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-10.36	-50.49	-81.24
相对标普 500 变动	-15.37	-59.88	-108.13
市值(百万美元)	113		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间	N.A.		
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(美元)	7.525		
52 周低/高位(美元)	2.850-20.290		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	0	-107.7	-2.840	N.A.	N.A.	股息率(%)	N.A.
FY2022	0	-125.3	-2.690	N.A.	N.A.	ROE(%)	N.A.
FY2023	0	-148.1	-2.890	N.A.	N.A.	PEG(倍)	N.A.

Biohaven 制药 Biohaven (BHAVN.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

偏头痛重磅药物将继续引领市场

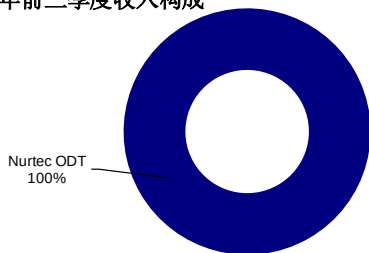
Biohaven 是一家临床阶段的生物制药公司，目前拥有一个偏头痛重磅药物商业化产品 **Nurtec ODT**(以下简称 **Nurtec**)。Biohaven 已和辉瑞(PFE.US)达成战略合作，促进 **Nurtec** 在美国以外市场的全球商业化。公司 2021 年第三季度收入为 1,357.50 亿美元，同比+668%；净亏损 171,816 美元，同比-12%；每股亏损 2.63 美元，同比-20%。

偏头痛药物市场增长潜力未来增长：全球约有 10 亿人患有偏头痛，其中美国约有 4,000 万名患者。偏头痛是世界上第三大流行病，世界卫生组织将偏头痛列为 10 种最致残的医学疾病之一。未来口服 **CGRP** 靶向药物仍然存在巨大的市场机会，仅在美国就有年均 40-50 亿美元的潜在销售市场。

Nurtec 继续保持强劲的销售业绩：**Nurtec** 是唯一一款被批准作为偏头痛急性和预防性治疗双重疗法的药物，也是全球第一个被批准用于预防性治疗偏头痛的口服 **CGRP** 受体拮抗剂。自 2020 年 3 月推出至今，产品营收约 3.36 亿美元，处方量已超过 110 万。**Nurtec** 现在是新型口服偏头痛疗法的市场领导者，目前约占口服 **CGRP** 靶向药物新品牌处方(NBRx)的 57%。**Nurtec** 在 3Q21 的销售为 1.36 亿美元，环比+46%。

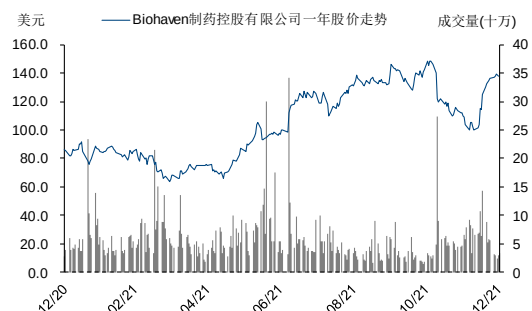
投资建议：公司在偏头痛市场已经拥有具备领先地位的重磅药物。我们认为公司将陆续迎来新的商业化产品，丰富其产品组合，从而带来长期的收入和利润增长。建议逢低买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	137.810
彭博平均目标价(美元)	156.778
彭博目标价区间(美元)	144.000-177.000
潜在上升空间	13.76%
彭博买入/持有/卖出评级数	10/1/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	25.13	-5.47	60.79
相对标普 500 变动	20.12	-14.86	33.89
市值(百万美元)	9,027		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	N.A.		
当前所处过去 5 年市净率区间	N.A.		
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(美元)	109.264		
52 周低/高位(美元)	62.570-151.510		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	462	-704.2	-11.646	N.A.	N.A.	股息率(%)	N.A.
FY2022	820	-441.0	-6.899	N.A.	N.A.	ROE(%)	N.A.
FY2023	1,322	-46.0	-0.865	N.A.	N.A.	PEG(倍)	N.A.

拜玛林制药 BioMarin (BMRN.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

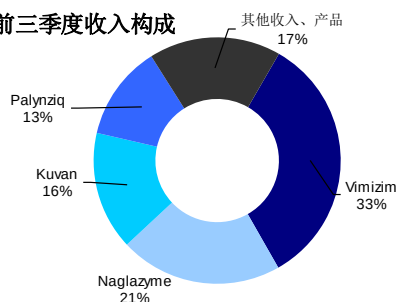
FIC 侏儒症药物料将驱动净利润增长

拜玛林制药是一家美国的生物技术公司，酶替代疗法(ERT)是其核心业务和研发重点，拥有多种商业化产品和有潜力的药物管线。第三季度收入 4.09 亿美元，同比-14%，符合市场预期。主因 Kuvan 受仿制药竞争影响销售额同比-45%。非 GAAP 净利润 3,350 万美元，同比-66%。非 GAAP 每股收益为-0.20 美元。

首款获批治疗软骨发育不全的药物 Voxzogo 将推动公司的收入增长：2021 年 11 月，FDA 批准了治疗软骨发育不全(短肢侏儒症)治疗药物 Voxzogo，用于 5+ 岁及具有开放生长板的患者。软骨发育不全是最常见的短肢侏儒症。该药物已于 2021 年 8 月获得欧盟批准，用于治疗 2+ 岁。公司预测 Voxzogo 在美国和欧洲的患者人均年净收入为 24 万美元，到 2025 年全球销售额将在 6-10 亿美元之间，相当于收入(不包括在此期间的任何额外批准)在未来四年增加 64%。此外，日本、巴西和澳大利亚的上市许可审查正在进行中，有望在 2022 年获得批准。我们认为未来几年对 Voxzogo 的需求将继续增加，并有望达到公司预期的销售额。

投资建议：公司预计 2021 年非 GAAP 净利润为 2.15 至 2.55 亿美元，同比下跌 18%至 31%。我们相信随着 Voxzogo 的推出，以及对公司产品组合的持续需求，远超 Kuvan 在仿制药影响下的收入损失。彭博平均目标价为 114.163 美元，潜在上升空间 29.22%。建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	88.350
彭博平均目标价(美元)	114.163
彭博目标价区间(美元)	89.000-173.000
潜在上升空间	29.22%
彭博买入/持有/卖出评级数	18/4/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	4.56	14.50	0.75
相对标普 500 变动	-0.46	5.11	-26.14
市值(百万美元)	16,220		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	-17.2		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.8		
200 天移动平均(美元)	80.043		
52 周低/高位(美元)	71.590-92.200		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	1,838	-68.8	-0.367	N.A.	3.9	股息率(%)	0.0
FY2022	2,144	71.2	0.453	195.0	3.7	ROE(%)	-1.6
FY2023	2,811	404.5	2.568	34.4	3.4	PEG(倍)	2.4

百时美施贵宝 Bristol-Myers Squibb (BMY.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gjas.com.hk

重磅药物需求持续，预计将保持稳定增长

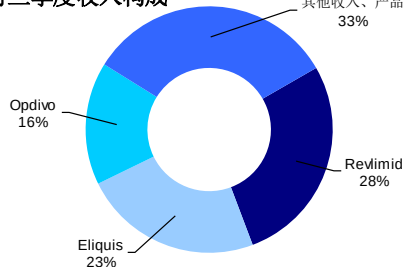
百时美施贵宝(BMS)是世界上最大的制药公司之一。第三季度收入为 116.24 亿美元，同比+10%。非 GAAP 每股收益为 2.00 美元，同比+23%。

Revlimid、Eliquis 料将保持强势：1)口服抗癌药物 Revlimid 用于治疗多发性骨髓瘤(MM)。根据市场观察，到 2027 年，全球 MM 治疗市场规模预计将达到 617.91 亿美元，2021-2027 年的复合年增长率为 10.6%。作 MM 治疗领域的领导者之一，BMS 预计对 Revlimid 的需求将持续。2)抗凝药物 Eliquis 用于治疗预防血栓以及预防非瓣膜性房颤患者的中风。美国上诉法院 2021 年 9 月禁止任何仿制药 apixaban 在 2028 年 4 月销售，延长了 Eliquis 的销售窗口。

Opdivo、Orencia 迎新适应症：1)癌症药物 Opdivo 目前已批准 26 个适应症，广泛用于常见癌症。公司预计 2022/2023 年 Opdivo 还将有 3 个适应症获批。我们预计 Opdivo 需求将在未来几年持续增加。2)Orencia 获批第三个适应症，用于预防移植物抗宿主病(GVHD)，成为 FDA 批准的第一个预防 GVHD 的药物，这将让 BMS 享有该适应症的垄断地位。

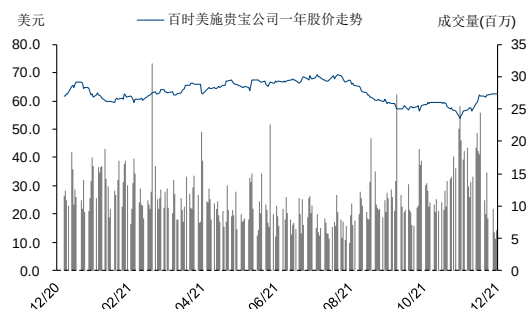
投资建议：BMS 拥有需求保持强劲潜力的重磅药物和其他表现强劲的药物组合。公司预计 2021 年非 GAAP 每股盈利为 7.40-7.55 美元，同比增长 15-17%。与彭博的大型制药公司 12 个月远期市盈率相比，百时美施贵宝存估值折让。建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	62.350
彭博平均目标价(美元)	71.712
彭博目标价区间(美元)	58.000-94.000
潜在上升空间	15.02%
彭博买入/持有/卖出评级数	16/8/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	13.47	4.77	0.52
相对标普 500 变动	8.45	-4.62	-26.38
市值(百万美元)	138,395		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	· ·····		
贝塔值(Beta)	0.8		
200 天移动平均(美元)	63.226		
52 周低/高位(美元)	53.220-69.750		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	46,520	7,000.1	2.997	20.8	3.3	股息率(%)	3.1
FY2022	47,941	11,180.3	4.910	12.7	2.9	ROE(%)	42.3
FY2023	49,001	11,718.1	5.370	11.6	2.8	PEG(倍)	N.A.

康泰伦特 Catalent (CTLT.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

预计未来几年将继续强劲增长

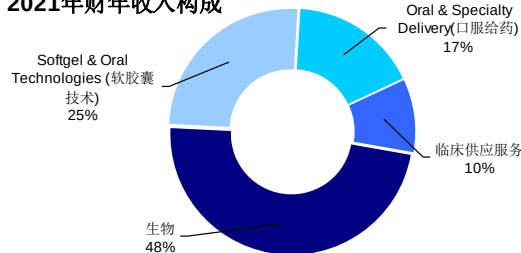
康泰伦特是一家提供先进的药物递送技术以及药物开发和制造解决方案的 CDMO 公司。2022 财年第一季度(2021 年 7-9 月)收入为 10.25 亿美元,同比+21%。非 GAAP 净收入为 1.28 亿美元,同比+65%。非 GAAP 每股收益为 0.71 美元,同比+65%。

麻醉用口服大麻二酚(CBD)片剂拥有 FIC 潜力: 康泰伦特正用 Zydys(一种口腔解离素片剂 ODT 技术)和 JOS 制药(一家专注于麻醉学的临床阶段生物制药公司)共同开发 CBD 麻醉片剂。Zydys 被公认为是世界上性能最佳的 ODT 之一。若能成功,它将改变现有治疗规范,用安全有效的植物药用作术前麻醉,取代目前的 DEA 管制药物。我们相信两家公司的协同作用,新产品有望在未来几年上市。

投资快速增长的营养补充剂市场: 公司于 2021 年 10 月完成收购 Betera, 一家口香糖、软糖和高增长的营养补充剂制造商。根据 Grand View Research 的数据, 2021-2028 年全球膳食补充剂市场预计将以 8.6% 的复合年增长率增长, 到 2028 年将达到 2,724 亿美元。公司将软胶囊业务(SOT)的长期有机收入增速指引从 3-5% 提高到 6-8%。我们看好该业务前景。

投资建议: 公司预计 2021 年非 GAAP 净利润为 6.30 亿-6.95 亿美元,同比增长 15-27%。2021-2026 年 CDMO 市场复合增速预计为 6.5%, 我们认为长期投资者可静候康泰伦特兑现增长潜力。建议买入。

2021年财年收入构成



资料来源: 公司

收市价(美元)	128.030
彭博平均目标价(美元)	160.417
彭博目标价区间(美元)	153.000-172.000
潜在上升空间	25.30%
彭博买入/持有/卖出评级数	13/1/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	0.57	-2.96	23.02
相对标普 500 变动	-4.45	-12.35	-3.87
市值(百万美元)	21,917		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	10.1		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	1.1		
200 天移动平均(美元)	119.551		
52 周低/高位(美元)	97.860-142.640		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	4,715	531.2	3.055	41.9	5.1	股息率(%)	N.A.
FY2023	5,139	618.4	3.531	36.3	4.5	ROE(%)	14.0
FY2024	5,631	751.3	4.149	30.9	4.1	PEG(倍)	2.0

礼来 Eli Lilly (LLY.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gjas.com.hk

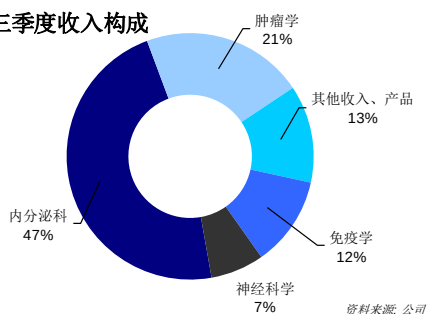
Tirzepatide 有望推动未来收入增长

礼来是拥有 130 年历史的世界领先制药公司。2021 年第三季度收入同比+18%至 67.72 亿美元。非 GAAP 净利润同比+37%至 17.64 亿美元，非 GAAP 每股收益同比+38%至 1.94 美元。

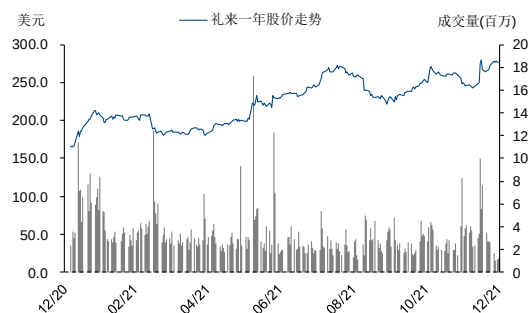
Tirzepatide 提交优先审评：Tirzepatide 是一种新型 2 型糖尿病治疗药物，可激活体内 GLP-1 和 GIP 受体。临床结果表明，在降低 Hgb A1C(血糖指数)和减轻体重方面，优于常用的胰岛素。此外，Tirzepatide 比胰岛素更能减少患者的肝脏脂肪。如果获得批准，Tirzepatide 将成为称为双重 GIP 和 GLP-1 受体激动剂的治疗 2 型糖尿病的 FIC 药物。胰岛素被广泛用于治疗 2 型糖尿病。然而，近年来许多新的非胰岛素的 GLP-1 受体激动剂注射药物已经上市，如 Ozempic 等。而 Tirzepatide 可能比已上市产品拥有更多的优势，包括注射频率为每周一次，而非每日一次，且可以同时激活 GIP 和 GLP-1 受体。全球约有 4.63 亿成年人患有糖尿病(2 型糖尿病占有病例的 90-95%)。预计患者人数将继续上升。Tirzepatide 在降低血糖水平和体重方面显示出强大的临床效果，预计将支持公司未来的收入增长。我们看好 Tirzepatide 通过优先审查，将在 2022 年底或 2023 年初开始商业化。

投资建议：礼来已经构建了强大的重磅药物组合，此外其管线药物也有望获得的新批准(到 2023 年底将增加约 4-5 个批准)，这将支持收入 and 利润增长。公司预计 2021 年非 GAAP 每股盈利为 7.95-8.05 美元，同比增长 17-19%。建议逢低买入。

2021年前三季度收入构成



收市价(美元)	276.220
彭博平均目标价(美元)	283.752
彭博目标价区间(美元)	202.000-335.000
潜在上升空间	2.73%
彭博买入/持有/卖出评级数	15/9/1



资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	10.87	20.31	63.60
相对标普 500 变动	5.86	10.92	36.71
市值(百万美元)	264,230		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	12.8		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.7		
200 天移动平均(美元)	231.680		
52 周低/高位(美元)	161.780-283.905		

资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	27,921	6,291.8	6.684	41.3	31.3	股息率(%)	1.2
FY2022	27,998	7,363.5	8.085	34.2	24.0	ROE(%)	102.3
FY2023	30,752	8,754.6	9.747	28.3	17.8	PEG(倍)	2.6

因赛特 Incyte (INCY.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gjas.com.hk

药物组合多样化，有助于未来收入增长

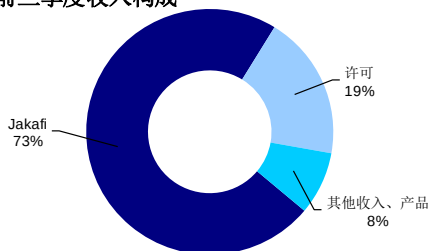
因赛特是一家生物制药公司。其产品组合包括处于不同阶段的药物，从临床前到后期开发，以及商业化产品，如 Jakafi 和 Iclusig。2021 年三季度收入为 7.78 亿美元，同比+25%。非 GAAP 每股收益为 1.18 美元，同比+22%。

重磅药物 Jakafi 料将保持强劲表现：Jakafi 是一种 JAK1/JAK2 抑制剂，可治疗骨髓纤维化(一种骨髓癌)、类固醇难治性急性移植物抗宿主病(GVHD)和真性红细胞增多症(PV)。2021 年三季度销售额同比增长 12%至 5.47 亿美元，占三季度收入的 70%。最近，FDA 批准了 Jakafi 治疗类固醇难治性慢性 GVHD 的新适应症。公司预测 Jakafi 2021 年销售额将在 21.25 亿美元至 21.7 亿美元之间，同比增长 10-12%。我们认为，未来新的适应症将进一步推动 Jakafi 对收入增长的贡献。

Opzelura 获得 FDA 批准：FDA 批准 Opzelura 用于治疗 12 岁或以上患者的特应性皮炎(AD)。AD 是一种慢性皮肤病，影响美国超过 2,100 万 12 岁及以上的人。由于 Opzelura 是第一个也是唯一一个在美国获批的外用的 JAK 抑制剂，我们认为因赛特可以暂时独享市场，推动收入增长。此外，Opzelura 治疗 12 岁及以上白癜风患者也获得 FDA 优先审查资格。

投资建议：我们相信因赛特未来几年将随着商业化管线增加和适应症获批，取得持续增长。与彭博 12 个月远期市盈率相比，因赛特的估值处于折价状态。建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	73.400
彭博平均目标价(美元)	94.471
彭博目标价区间(美元)	66.000-136.000
潜在上升空间	28.71%
彭博买入/持有/卖出评级数	12/8/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	73.400	73.400	73.400
相对标普 500 变动	94.471	94.471	94.471
市值(百万美元)	16,213		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.7		
200 天移动平均(美元)	75.775		
52 周低/高位(美元)	61.910-101.470		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	2,927	500.0	2.265	32.4	5.1	股息率(%)	0.0
FY2022	3,456	682.7	3.189	23.0	4.0	ROE(%)	21.7
FY2023	3,973	924.9	4.451	16.5	3.1	PEG(倍)	N.A.

爵士制药 Jazz Pharmaceuticals (JAZZ.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gjas.com.hk

多样化产品组合及持续需求将推动长期增长

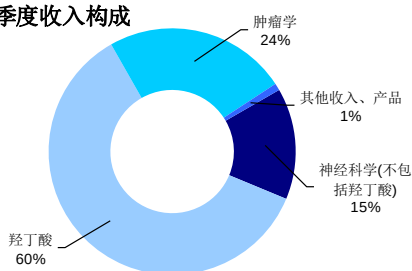
爵士制药是一家专业制药公司，专注于医药产品的识别、开发和商业化，以满足巨大的医疗需求。2021 年三季度收入 8.38 亿美元，同比+39%。非 GAAP 净利润 2.61 亿美元，同比+8%。净利润增长放缓是由于 GW 收购导致的运营费用增加。非 GAAP 每股收益为 4.20 美元。

对公司药品的持续需求：2021 年三季度羟丁酸盐销售额为 4.60 亿美元，同比+3%，增速较低主因 Xywav 蚕食了 Xyrem 的销售。尽管如此，Xywav 的第二个适应症获批，于 2021 年 11 月商业化上市，用于治疗特发性发作性睡病(IH)，是第一个也是唯一一个被 FDA 批准用于治疗 IH 药物。美国目前约有 37,000 名确诊的 IH 患者正在积极寻求医疗护理。IH 适应症的获批将推动 Xywav 以及羟丁酸盐产品组合收入的进一步增长。

重磅药物寻求新适应症：公司启动了 Zepzelca 的 3 期临床试验，用于治疗复发性小细胞肺癌(SCLC)患者。此外，爵士还宣布了 Rylaze 肌内注射(IM)2/3 期成人和儿童急性淋巴细胞白血病(ALL)和淋巴细胞淋巴瘤(LBL)试验的积极结果。未来，这些新的适应症若获得批准将继续增加对药物的需求。

投资建议：公司预计 2021 年非 GAAP 每股盈利为 15.10-15.80 美元，同比增加 21%至 27%。尽管市场或已消化该预期，但我们仍然认为爵士长期每股收益可能会超出市场共识。彭博平均目标价 197.850 美元，对应上升空间为 55.30%。建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源: 公司

收市价(美元)	127.400
彭博平均目标价(美元)	197.850
彭博目标价区间(美元)	140.000-250.000
潜在上升空间	55.30%
彭博买入/持有/卖出评级数	18/2/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	5.15	-1.98	-22.81
相对标普 500 变动	0.13	-11.37	-49.70
市值(百万美元)	7,831		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	32.5		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.9		
200 天移动平均(美元)	152.489		
52 周低/高位(美元)	117.640-189.000		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	3,074	-218.9	-5.635	N.A.	1.9	股息率(%)	0.0
FY2022	3,628	538.3	8.686	14.7	3.8	ROE(%)	25.3
FY2023	3,843	677.7	9.818	13.0	N.A.	PEG(倍)	1.1

强生公司 Johnson & Johnson (JNJ.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

多元化产品组和支撑长期稳健增长

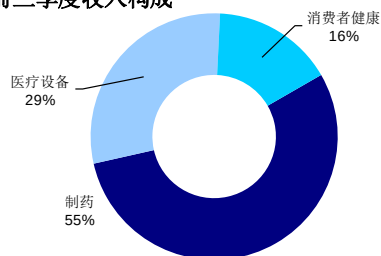
强生成立于 1886 年，是世界上规模最大，产品多元化的医疗卫生保健产品及消费者护理产品龙头。公司 2021 年第三季度收入为 233.38 亿美元，同比+11%。非 GAAP 每股收益为 2.60 美元，同比+18%。

在罕见病市场取得领先地位：在常见病领域保持领先之外，公司成功开拓罕见病市场。推出用于治疗 PAH 的 Opsumit, 2020 年该药以 16.39 亿美元收入成为 PAH 药物销售额最高的产品之一。肺动脉高压(PAH)是一种罕见的肺高压(PH)，当肺动脉壁变厚变硬时会导致肺部血压升高，通常是致命性疾病，尚未有治愈方法。另一款产品 Uptravi 注射剂也于最近获批，可用于无法服用片剂的患者。在有力的有效性数据以及医生处方高熟悉度的推动下，我们认为这两款产品收入将取得强劲增长。

某些治疗领域继续保持垄断地位：拜瑞妥是第一个也是唯一一个同时适用于冠状动脉疾病(CAD)和外周动脉疾病(PAD)的治疗方法。另外，Invega Hafyera 也获批长效非典型性抗精神病药，成为第一个也是唯一一个半年注射一次的治疗成人精神分裂(全球约有超 2,000 万患者)的药物。

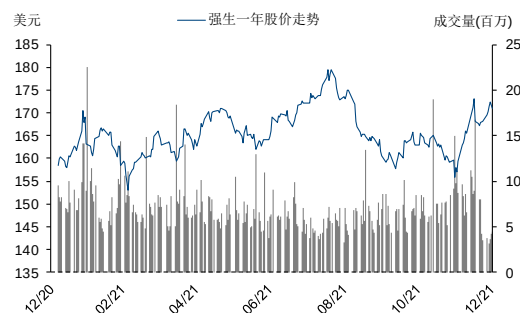
投资建议：公司产品组合强大，多元化组合覆盖常见病和罕见病市场。公司 2021 年非 GAAP 每股盈利指引范围 9.77-9.82 美元，同比增长 21.7-22.3%。彭博平均目标价 185.263 美元，对应上升空间为 8.30%。建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源: 公司

收市价(美元)	171.070
彭博平均目标价(美元)	185.263
彭博目标价区间(美元)	161.000-215.000
潜在上升空间	8.30%
彭博买入/持有/卖出评级数	11/9/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	8.22	6.61	8.70
相对标普 500 变动	3.20	-2.78	-18.19
市值(百万美元)	450,358		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	22.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	0.7		
200 天移动平均(美元)	166.457		
52 周低/高位(美元)	151.470-179.920		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	94,287	22,176.5	8.468	20.2	6.3	股息率(%)	2.5
FY2022	97,924	24,072.4	9.450	18.1	5.6	ROE(%)	38.5
FY2023	101,561	25,356.8	10.190	16.8	4.4	PEG(倍)	2.4

Maravai Lifesciences 公司 (MRVI.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

各业务共推 2021 年收入高增长

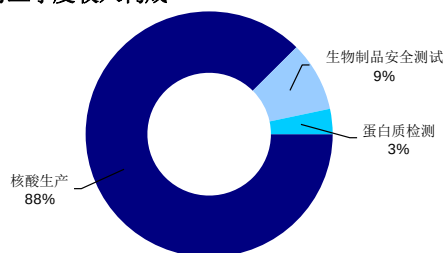
Maravai 是一家领先的生命科学公司，主要服务于各种疾病的治疗药物、诊断方法和疫苗的开发。公司于 2020 年 11 月上市，旗下包括 TriLink、Glen 和 Cygnus 三家公司。2021 年第二季度收入同比+364%至 2.18 亿美元。净利润为 1.34 亿美元，较去年同期接近盈亏平衡的小额盈利大幅增加。

业务广泛涵盖药物、诊断和疫苗的开发、生产过程：TriLink 是合成核酸、NTP 和 mRNA 帽类似物的领先 CDMO 公司，为专注于治疗、疫苗、诊断和突破性生物疗法的公司。Glen 是领先的 DNA 和 RNA 寡核苷酸合成、标记和修饰试剂的供应商。Cygnus 专注于开发宿主细胞蛋白(HCP)和与之相关的杂质检测和分析服务。

mRNA 加帽技术领先，进一步丰富知识产权组合：欧洲专利局已授予 TriLink 的 mRNA 转录加帽技术 CleanCap 一项新专利。加帽是合成 mRNA 生产的重要步骤，可以防止触发免疫反应。CleanCap 克服了现有方法的许多缺点，可以在单个反应中加盖，从而减少生产时间和成本，将进一步加快新型 mRNA 疫苗和疗法的开发。我们认为，通过该技术的专利保护，公司可以在加帽 mRNA 的制造方面享有领先地位。

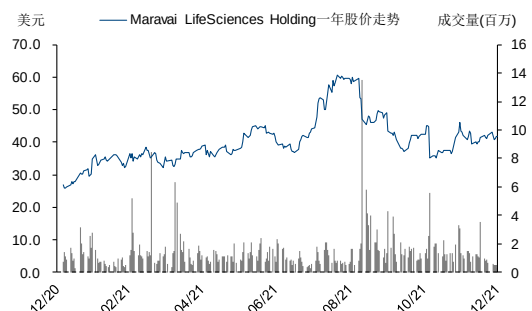
投资建议：公司指引 2021 年收入在 7.45-7.70 亿美元之间，反映整体收入同比增长 162-171%。彭博平均目标价 58.125 美元，对应上升空间为 39%。建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	41.900
彭博平均目标价(美元)	58.125
彭博目标价区间(美元)	50.000-65.000
潜在上升空间	38.72%
彭博买入/持有/卖出评级数	9/0/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-3.55	-3.17	49.38
相对标普 500 变动	-8.56	-12.56	22.48
市值(百万美元)	10,798		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	-29.0		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	N.A.		
200 天移动平均(美元)	42.341		
52 周低/高位(美元)	25.320-63.550		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	779	310.6	1.185	35.4	16.0	股息率(%)	0.4
FY2022	859	320.5	1.357	30.9	9.0	ROE(%)	91.5
FY2023	750	248.4	1.102	38.0	7.3	PEG(倍)	N.A.

默克 Merck (MRK.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gtjas.com.hk

PD-1 单抗 Keytruda 将继续支持收入增长

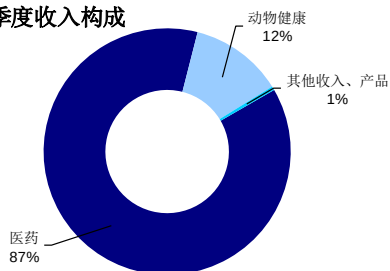
默克是世界制药企业的领先者，总部设于美国新泽西州。2021 年三季度收入 131.54 亿美元，同比+20%。非 GAAP 净利润 44.39 亿美元。非 GAAP 每股收益为 1.75 美元，同比+26%。

Keytruda(K 药)再获批新适应症：2021 年三季度 PD-1 单抗 K 药的收入同比+22%至 45.34 亿美元，反应了 K 药非小细胞肺癌适应症以及其他适应症的强劲势头持续。FDA 批准了 K 药用于 12 岁及以上完全切除后的 IIB 或 IIC 期黑色素瘤患者的辅助治疗。此外，FDA 还扩大了 K 药作为 III 期黑色素瘤完全切除术后辅助治疗的适应症至 12 岁及以上儿科患者。黑色素瘤是最严重的皮肤癌，发病率在过去的几十年里持续上升，2020 年全球有近 32.5 万例新确诊病例。我们相信这一新适应症将进一步提升对 K 药的需求。

新冠口服药莫奈拉韦获 FDA EUA 批准：获批后，莫奈拉韦成为首个治疗新冠口服药物。公司预计到 2021 年底将生产 1,000 万个疗程，预计 2022 年将至少生产 2,000 万个疗程。我们认为，这种口服药物将克服目前可用的注射疗法的缺点。

投资建议：公司预计 2021 年非 GAAP 每股盈利 5.65-5.70 美元，低于去年的 5.94 美元，因新冠的负面影响。我们认为未来几年，随新冠疫情稳定，丢失的收入将可通过潜在的 K 药和其他产品的需求恢复来弥补。与彭博的大型制药公司 12 个月远期市盈率相比，默克存在估值折让。建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	76.640
彭博平均目标价(美元)	93.470
彭博目标价区间(美元)	70.000-115.000
潜在上升空间	21.96%
彭博买入/持有/卖出评级数	17/10/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	2.96	-5.85	-1.74
相对标普 500 变动	-2.06	-15.24	-28.63
市值(百万美元)	193,588		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	34.7		
当前所处过去 5 年市盈率区间	· ·····		
当前所处过去 5 年市净率区间	·· ·····		
贝塔值(Beta)	0.6		
200 天移动平均(美元)	76.549		
52 周低/高位(美元)	68.382-91.400		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	48,609	12,648.5	5.076	15.1	5.9	股息率(%)	3.4
FY2022	56,634	16,999.1	6.866	11.2	4.9	ROE(%)	48.2
FY2023	55,451	16,469.6	6.787	11.3	4.2	PEG(倍)	1.3

诺瓦瓦克斯 Novavax (NVAX.US)

Chloe Kim 金貞秀

+852 2509 2631

chloe.kim@gjas.com.hk

2022 年值得憧憬，管线展现长期增长前景

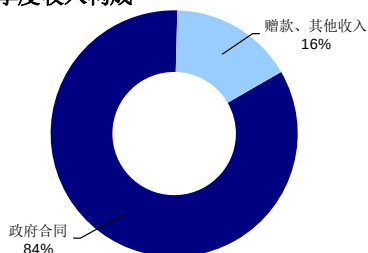
诺瓦瓦克斯 Novavax 是一家临床阶段的生物技术公司，致力于提供新型疫苗以预防广泛的传染病。公司目前没有商业化产品。目前收入主要来自政府合同(为其新冠疫苗)和拨款。2021 年第三季度的收入为 1.79 亿美元，同比+14%。净亏损 3.22 亿美元，同比+63%。每股亏损 4.31 美元，同比+35%。

与现有的 mRNA 疫苗相比，COVOVAX 具有优势：1)与运输和储存要求低于零温度的 mRNA 疫苗不同，COVOVAX 疫苗可以保持在正常的冷藏温度(2-8 摄氏度)。2)在试验中，COVOVAX 疫苗的副作用低于其他 mRNA 疫苗，而有效性相近。3) COVOVAX 加强针产生的抗体比最初的两剂方案多六倍，可对抗新冠病毒的 Delta 变体。随着 FDA 和 WHO 紧急使用批准，以及疫情反复，我们相信公司的收入将取得增长。

疫苗管线前景广阔：公司疫苗管线包括季节性流感疫苗、RSV、埃博拉病毒、MERS 和 SARS 等。在世界范围内，目前尚无针对 MERS、SARS 和 RSV 的疫苗。公司专注于为常见病毒和尚无疫苗可用的病毒开发疫苗，我们相信，这些试验中的任何一个管线取得成功都将会是一项医学突破。

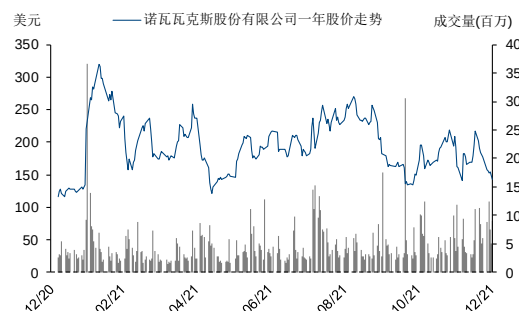
投资建议：我们看好 COVOVAX 的潜力，因为对 mRNA 疫苗过敏的患者而言，COVOVAX 是一个很好的替代品。此外，诺瓦瓦克斯的疫苗管线展现出很好的长期增长前景。彭博平均目标价 264.306 美元，对应上升空间为 84.74%。建议买入。

2021年前三季度收入构成



资料来源：公司

收市价(美元)	143.070
彭博平均目标价(美元)	264.306
彭博目标价区间(美元)	209.000-305.000
潜在上升空间	84.74%
彭博买入/持有/卖出评级数	4/3/0



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

(%)	1 个月	3 个月	12 个月
绝对变动	-25.74	-21.22	28.30
相对标普 500 变动	-30.75	-30.61	1.41
市值(百万美元)	10,817		
3 年预测每股盈利复合增长 (%)	N.A.		
当前所处过去 5 年市盈率区间			
当前所处过去 5 年市净率区间			
贝塔值(Beta)	-0.2		
200 天移动平均(美元)	192.094		
52 周低/高位(美元)	109.010-331.680		

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万美元)	净利润(百万美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2021
FY2021	1,389	-904.6	-12.118	N.A.	56.5	股息率(%)	N.A.
FY2022	4,486	2,156.8	25.706	5.6	5.6	ROE(%)	N.A.
FY2023	3,298	1,411.5	18.745	7.6	3.0	PEG(倍)	N.A.

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) 除海天天线(08227.HK)、晋商银行(02558.HK)、郑州银行(06196.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阿里巴巴-S W (09988 HK)、商汤-W (00020 HK)、新创建集团 (00659 HK)、宝龙地产 (01238 HK)、中广核电力-H 股 (01816 HK)、中广核新能源 (01811 HK)、中国高速传动 (00658 HK)、龙光集团 (03380 HK)、金融街物业 (01502 HK)、当代置业 (01107 HK)、谭仔国际 (02217 HK)、新世界发展 (00017 HK)、中国奥园 (03883 HK)、雅居乐集团 (03383 HK)、正荣地产 (06158 HK)、中国旭阳集团 (01907 HK)、弘阳地产 (01996 HK)、中梁控股 (02772 HK)、合景泰富集团 (01813 HK)、旭辉控股集团 (00884 HK)、建业地产 (00832 HK)、雅生活服务 (03319 HK)、哔哩哔哩-S W (09626 HK)、中骏集团控股 (01966 HK)、小米集团-W (01810 HK)、华南城 (01668 HK)、国美零售 (00493 HK)、深圳国际 (00152 HK)、旭辉永升服务 (01995 HK)、中石化炼化工程-H 股 (02386 HK)、中国石油化工股份-H 股 (00386 HK)、鑫苑服务 (01895 HK)、五菱汽车 (00305 HK)、新力控股集团 (02103 HK)、融信中国 (03301 HK)、奥园健康 (03662 HK)、彩虹新能源 (00438 HK)、同程旅行 (00780 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、甘肃银行 (02139 HK)、锦江资本-H 股 (02006 HK)、中关村科技租赁 (01601 HK)、青岛啤酒股份-H 股 (00168 HK)、星美控股 (00198 HK)、徽商银行-H 股 (03698 HK)、友谊时光 (06820 HK)、彩生活 (01778 HK)、翰森制药 (03692 HK)、禅游科技 (02660 HK)、北京汽车-H 股 (01958 HK)存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的联想集团 (00992 HK)、中国移动-H 股 (00941 HK)、香港交易所 (00388 HK)、银河娱乐 (00027 HK)、长城汽车-H 股 (02333 HK)、友邦保险 (01299 HK)、金沙中国有限公司 (01928 HK)、瑞声科技 (02018 HK)、舜宇光学科技 (02382 HK)、国药控股-H 股 (01099 HK)、中国海洋石油 (00883 HK)、药明生物 (02269 HK)、美团-W (03690 HK)、中国铁塔-H 股 (00788 HK)、小米集团-W (01810 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、网易-S (09999 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、中芯国际 (00981 HK)、阿里健康 (00241 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、吉利汽车 (00175 HK)、比亚迪股份-H 股 (01211 HK)、建设银行-H 股 (00939 HK)、工商银行-H 股 (01398 HK)、中银香港 (02388 HK)、中国银行-H 股 (03988 HK)、汇丰控股 (00005 HK)、中国平安-H 股 (02318 HK)、中国人寿-H 股 (02628 HK)、腾讯控股 (00700 HK)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。国泰君安国际及其附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。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有. 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com

国泰君安国际投资咨询部

Investment Strategy Department

国泰君安国际投资咨询部 (Investment Strategy Department) 隶属于国泰君安国际研究部，是由专业分析师组成的投资策略研究部门。主要专注于环球宏观经济、投资市场动态、产业及上市公司的基本面研究；覆盖领域包括港股、美股、债券、大宗商品和外汇等，为高净值客户和零售客户提供深入的行业和个股研究，以及涵盖全球多元化市场的资产配置建议。我们发布的研究报告包括半年度/年度投资策略报告、月度资金流向报告、每周发布的市场策略周报、港股/互联互通/外汇/商品数据报告、每日发布的市场早间速递、不定期发布的行业和个股的研究报告，以及每两周发布的债券市场双周报等。我们通过策略演讲、投资策略会、电话会议、客户路演、公司调研、客户咨询等为我们的客户提供优质的投资服务，并透过国内外主要财经媒体采访发布我们的最新观点。

投资咨询部名单

刘 谷	Grace Liu	grace.liu@gtjas.com.hk	(852) 2509 7516
吴效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtjas.com.hk	(852) 2509 5323
曾新芜	Xinyuan Zeng	xinyuan.zeng@gtjas.com.hk	(852) 2509 2695
王玟晓	Mary Wang	mary.wang@gtjas.com.hk	(852) 2509 7214
金贞秀	Chloe Kim	chloe.kim@gtjas.com.hk	(852) 2509 2631
李少金	Evan Li	evan.li@gtjas.com.hk	(852) 2509 5375
孙英超	Billy Sun	billy.sun@gtjas.com.hk	(852) 2509 2603
石 恒	Edgar Shi	edgar.shi@gtjas.com.hk	(852) 2509 5443
陈晓涛	Tommy Chan	tommy.chan@gtjas.com.hk	(852) 2509 2301
曹文乾	Jerry Cao	jerry.cao@gtjas.com.hk	(852) 2509 2194



國泰君安國際
GUOTAI JUNAN INTERNATIONAL

财富管理部 | (852) 2250 0907

客户服务部 | (852) 2509 2628

公司客户销售 | (852) 2250 0840

私人客户销售 | (852) 2250 0907